

2018. 4. 5



▲ 운송/철강

Analyst 최치현

02. 6098-6669

chihyun.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 7,100 원

현재주가 (4.4) 4,825 원

상승여력 47.2%

KOSPI 2,408.06pt

시가총액 25,792억원

발행주식수 53,455만주

유동주식비율 41.17%

외국인비중 7.19%

52주 최고/최저가 6,650원/4,825원

평균거래대금 187.9억원

주요주주(%)

제일홀딩스 외 29 인 51.17

포세이돈2014유한회사 7.63

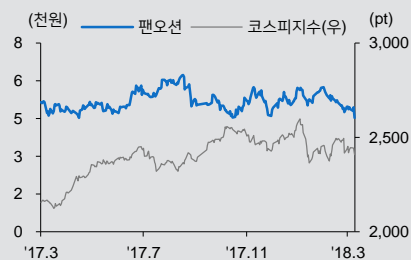
국민연금 6.03

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -16.7 -10.5 -5.4

상대주가 -16.9 -11.0 -15.1

주가그래프



팬오션 028670

부진한 1분기, 변하지 않은 큰 그림

- ✓ 1분기 영업이익 474 억원(+15.9% YoY)로 시장 기대치 하회할 전망
- ✓ 최근 주가 급락은 1) 1분기 실적 우려, 2) BDI 약세, 3)美-中 무역전쟁 우려로 판단
- ✓ 춘절 이후의 BDI 약세는 중국 철강 감산 조치에 따른 계절성 왜곡으로 해석
- ✓ 1분기 실적 우려는 충분히 반영, 2분기 시황 반등이 확인되면서 주가 상승 전망
- ✓ 적정주가 7,100 원으로 5.3% 하향 조정하나 투자의견은 Buy 를 유지

1분기 영업이익 474 억원(+15.9% YoY)으로 시장 기대치를 하회할 전망

1분기 매출액 6,011 억원(+15.0% YoY), 영업이익 474 억원(+15.9% YoY)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 기상 악화에 따른 항만 적체로 물동량은 직전 분기와 유사한 수준을 예상하나, 평균 벌크 운임(당사 추정치 기준)은 1분기 중 BDI 약세로 약 3.5% 감소한다. 원화 강세 역시 실적에 부정적인 요인이다.

변하지 않은 큰 그림: 연평균 BDI 1,386pt로 전년 대비 20.6% 상승

2018년 연평균 BDI는 1,386pt(+20.6% YoY)를 예상한다. 2017~2019년 운임 상승의 핵심은 공급 조절이다. 2016년부터 급감한 수주잔고 효과는 올해부터 가시화된다. 10월 73차 MEPC를 전후로 환경규제 도입에 따른 폐선량 증가도 확인할 수 있다.

춘절 이후에도 Capesize 벌크선의 운임 하락으로 BDI가 약세를 기록하고 있다. 이는 중국의 철강 감산 조치에 따른 계절성 왜곡 효과로 판단한다. 보수적인 철강 수요 전망에도 고품위 수입산 철광석 수요에 대한 구조적 변화는 지속된다.

적정주가 7,100 원으로 하향 조정, 투자의견 Buy 유지

적정주가를 7,100 원으로 5.3% 하향하나, 2분기부터 확인될 시황 회복을 감안하면 여전히 투자매력도가 높아 투자의견 Buy를 제시한다. 적정주가는 12개월 선행 BPS 기준 PBR 1.4 배를 적용했다. 전일 1) 1분기 실적 우려, 2) 시황 부진, 3) 무역전쟁 우려로 주가는 8.6% 하락했다. 아쉬운 1분기 실적은 충분히 반영, 시황의 변곡점이 될 2분기를 저점으로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,874.0	167.9	97.9	184	46.4	4,754	21.7	0.8	10.1	4.0	68.8
2017	2,336.2	195.0	143.1	268	44.9	4,469	19.7	1.2	10.5	5.8	61.6
2018E	2,449.8	222.9	172.9	323	20.8	4,980	14.9	1.0	8.7	6.8	52.9
2019E	2,598.2	263.1	216.0	404	24.9	5,571	11.9	0.9	7.4	7.7	47.9
2020E	2,798.5	283.3	237.7	445	10.1	6,016	10.8	0.8	6.7	7.7	45.5

1 분기 영업이익 474 억원(+15.9% YoY)으로 시장 기대치를 하회할 전망

1분기 매출액 6,011억원(+15.0% YoY), 영업이익 474억원(+15.9% YoY)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 1) 기상 악화에 따른 항만 적체, 2) BDI 약세에 따른 Spot 선박의 실적 부진, 3) 환율 하락이 원인이다.

표1 팬오션의 1분기 영업실적 Preview Table

(십억원)	1Q18E	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	601.1	522.9	15.0	597.0	0.7	600.6	0.1
영업이익	47.4	40.9	15.9	53.1	-10.8	52.6	-10.0
세전이익	35.2	33.4	5.4	45.5	-22.6	42.1	-16.4
지배순이익	34.8	32.3	7.7	48.2	-27.9	41.1	-15.4
영업이익률(%)	7.9	7.8		8.9		8.8	
순이익률(%)	5.8	6.2		8.1		6.8	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 팬오션의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
주요가정												
평균 환율(원/달러)	1,153	1,130	1,132	1,104	1,072	1,070	1,050	1,040	1,161	1,130	1,054	1,015
BDI(pt)	945	1,006	1,137	1,509	1,175	1,292	1,462	1,612	675	1,149	1,386	1,524
Bunker Cost(달러/톤)	357	325	338	385	404	385	385	385	257	351	390	385
매출액	522.9	632.5	583.8	597.0	601.1	618.9	608.7	621.1	1,874.0	2,336.2	2,449.8	2,598.2
(% YoY)	15.6	42.8	25.3	16.5	15.0	-2.1	4.3	4.0	3.0	24.7	4.9	6.1
사업부문별 매출액												
벌크	405.7	438.7	446.8	451.4	446.7	465.5	450.8	462.5	1,385.7	1,742.5	1,825.4	1,947.7
컨테이너	40.9	47.8	49.2	50.9	46.4	48.4	51.2	52.5	174.1	188.8	198.4	206.0
탱커	37.2	35.4	32.4	33.8	34.9	34.7	33.7	34.6	160.0	138.8	138.0	141.5
기타해운	6.1	5.1	4.9	4.8	4.8	5.0	5.0	5.1	20.6	20.9	20.0	21.6
(% YoY)												
벌크	7.3	45.2	37.3	18.7	10.1	6.1	0.9	2.5	-12.1	25.8	4.8	6.7
컨테이너	-10.0	-3.6	24.4	29.2	13.5	1.1	4.0	3.1	60.9	8.5	5.1	3.8
탱커	-22.4	-4.5	-23.5	3.8	-6.1	-1.9	4.0	2.3	-22.8	-13.2	-0.6	2.6
기타해운	21.8	106.0	-29.0	-22.3	-20.9	-2.7	2.3	7.7	70.2	1.7	-4.5	8.0
영업이익	40.9	48.8	52.2	53.1	47.4	55.6	57.8	62.2	167.9	195.0	222.9	263.1
(% YoY)	2.8	18.6	41.8	5.9	15.9	13.7	10.7	17.1	-26.8	16.2	14.3	18.0
영업이익률 (%)	7.8	7.7	8.9	8.9	7.9	9.0	9.5	10.0	9.0	8.3	9.1	10.1
세전이익	33.4	21.2	43.1	45.5	35.2	43.4	45.6	50.0	99.1	143.2	174.2	217.6
(% YoY)	-55.8	-15.8	56.9	흑전	5.4	104.8	5.7	10.0	113.8	44.4	21.7	24.9
당기순이익(지배)	32.3	20.1	42.4	48.2	34.8	43.0	45.3	49.7	97.9	143.1	172.9	216.0
(% YoY)	-57.3	-15.3	54.8	흑전	7.7	113.8	6.8	3.2	114.9	46.2	20.8	24.9
순이익률 (%)	157.6	64.1	64.7	-88.6	86.7	56.9	81.1	113.1	22.0	61.2	84.5	136.0

자료: Bloomberg, Clarksons, 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

춘절 이후에도 부진한 BDI, 중국의 철광석 감산 조치로 인한 계절성 왜곡

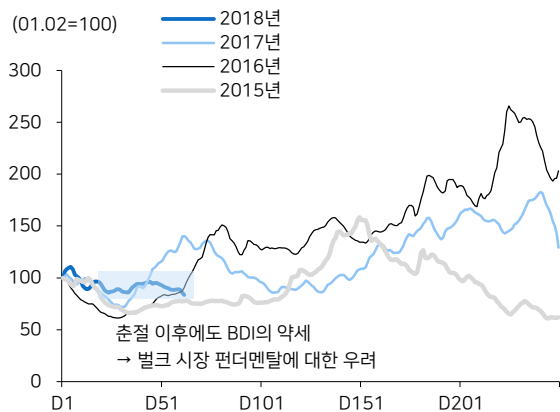
춘절 이후에도 BDI의 정체로
수요 우위 환경에 대한 의구심

벌크 운임지수인 BDI(Baltic Dry Index)는 계절성이 심한 대표적인 지수로 일반적으로 중국의 춘절이 지난 이후 물동량 증가 추세가 확인되며 반등이 나타난다. 2011년 이후 3월은 2월 대비 평균적으로 25.5% 높은 수치를 기록, 계절성이 확인되었다. 그럼에도 2018년 3월 평균 BDI는 1,154pt로 2월 대비 2.6% 증가하는데 그치며 벌크 해운업의 수요 우위에 대한 의구심으로 귀결되고 있다.

BDI 약세의 중심은 Capesize
중국 허베이성 중심의 가동 제한
조치를 주요 원인으로 판단

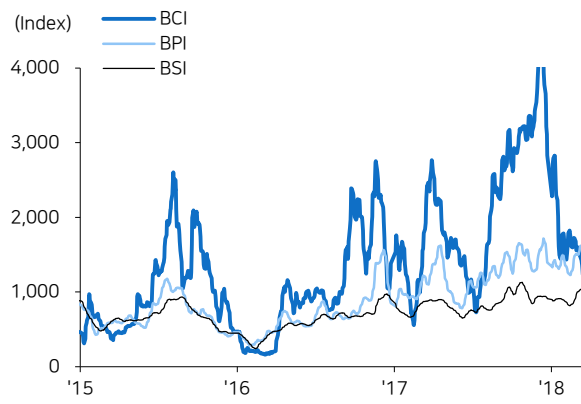
춘절 이후에도 BDI가 정체된 이유는 중국의 철강 생산 규제에 판단한다. 세부 선종별로 보더라도 철광석을 주로 운송하는 Capesize의 운임지수인 BCI가 연초 대비 64.3% 하락하며 BDI 하락을 주도했다. 2017년 11월 15일부터 3월 15일까지 진행된 허베이성 중심의 철강 가동률 50%로 제한하는 조치를 시행, 중국의 철광석 수요에 대한 왜곡 효과를 불러왔다. 최근 10~15% 수준의 가동률 제한이 2018년 11월 15일까지 연장이 결정되어 수요 측면의 우려가 해소되지 않고 있으나 감산 전 가동률을 감안하면 감산 조치 효과가 크지 않아 보인다.

그림1 최근 4년 BDI의 연초 대비 변동률 추이



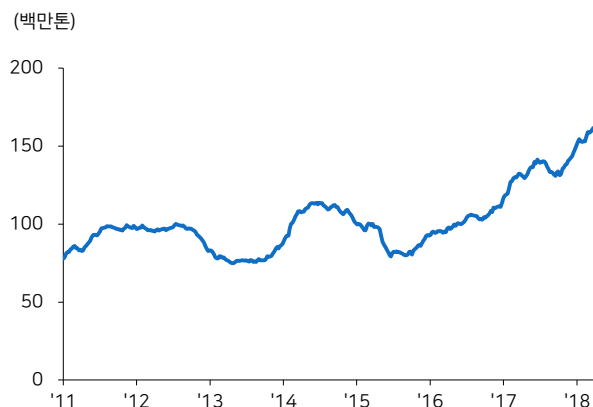
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 선형별 Baltic Index 추이 -BCI/BPI/BSI



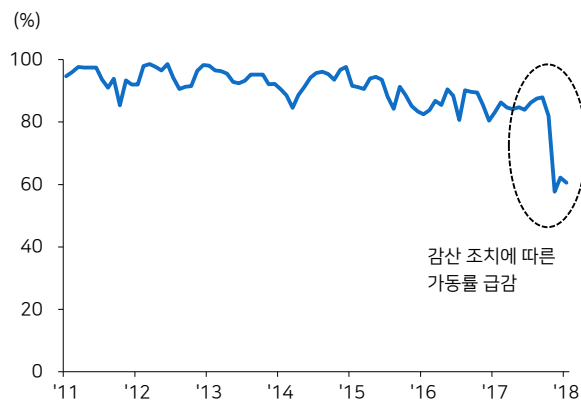
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 중국의 철광석 재고 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 중국 허베이성 탕산 지역의 고로 가동률 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

2017~2019년 Cycle의 핵심은 공급 조절, 변하지 않은 큰 그림

2018년 선복량 증가율 1.0%로
전망: 인도량 3.2%, 폐선량 2.2%

2018년 벌크선 선복량 증가율은 1.0%로 전망한다(Clarksons 전망치 1.8%). 2018년 인도 예정인 선박은 2,580만DWT로 전년 대비 32.8% 감소, 연초 선복량 대비 3.2% 수준에 불과하다. Clarksons는 폐선량을 1,370만DWT로 선복량 대비 1.7% 수준을 전망하고 있으나 하반기 황산화물 규제 도입이 확정되면서 예상을 상회하는 폐선량을 예상한다. 보수적으로 판단해도 과거 15년 수준 평균 수준인 선복량 대비 2.2% 수준의 폐선량은 기록할 수 있다.

환경규제는 노후선의 폐선 유도
시황 회복국면에서 폐선량 증가
: 73차 MEPC에서 확정 전망

폐선량은 자산가치(중고선가), 수익가치(시장운임), 청산가치(폐선가격)의 함수로 결정된다. 다만, 시황이 회복되면서 자산가치와 수익가치가 상승하는 국면에서 환경규제라는 변수로 폐선량 증가를 예상한다. 규제 도입은 선박의 BEP를 높여 경제성을 상실한 노후선박의 폐선을 유도할 수 있다. 2월 중 IMO는 PPR(해양오염 방지대응 전문위원회)를 통해 황산화물 규제의 세부 시행규칙에 대해 논의했다. 4월 예정인 72차 MEPC와 7월 예정인 PPR 임시회의를 통해 세부 시행 방안이 확정될 전망이다. 10월 예정인 73차 MEPC에서는 2020년 도입이 확정, 선주들의 대응이 본격화될 전망이다.

2018년 발주량 7,467만 DWT를
상회할 경우 2019년 시황 둔화
: 가능성이 매우 낮은 시나리오

공급 조절 Cycle이 2019년까지 이어질 수 있는가에 대한 답은 2018년 벌크선 발주량에서 찾을 수 있다. 2019년 선복량 증가율이 물동량 증가율 전망치(3.9%, GDP 성장률 대비 탄성치 1.0배 기준)를 상회하기 위해서는 2018년 발주량이 7,467만DWT를 넘어서야 한다. 2018년 벌크선 예상 발주량을 전년 대비 20% 증가한 4,400만DWT로 예상, 2019년 인도량은 3,960만DWT로 전망한다. 2019년에도 여전히 수요 우위의 시황 개선이 지속될 수 있다고 판단한다.

표3 벌크선 선복량 추이 및 전망

(백만DWT)	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18E	'19E	'20E
벌크선 선복량	541.5	621.7	687.5	727.0	758.9	776.8	793.9	817.3	825.1	846.6	883.4
선복량 증감률	17.0	14.8	10.6	5.7	4.4	2.4	2.2	3.0	1.0	2.6	4.3
인도량	81.4	99.9	100.4	63.0	48.4	49.2	47.2	38.4	25.8	39.6	55.4
1) 기존 수주잔고 인도 계획									25.8	24.2	21.6
2) 신규 발주량 인도 추정									-	15.4	33.9
벌크선 수주잔고	306.3	232.9	139.9	171.7	173.3	131.6	86.8	80.8	99.0	112.1	120.0
선복량 대비 수주잔고 비중	56.6	37.5	20.3	23.6	22.8	16.9	10.9	9.9	12.0	13.2	13.6
발주량	102.4	41.7	24.2	103.2	63.7	25.3	14.3	36.6	44.0	52.8	63.3
(% YoY)	176.7	-59.3	-41.9	326.7	-38.2	-60.4	-43.3	156.0	20.0	20.0	20.0
폐선량	2.6	19.7	34.6	23.6	16.5	31.3	30.1	15.0	18.0	18.2	18.6
Demolition	6.6	23.3	33.4	23.2	16.4	30.7	29.2	14.6	18.0	18.2	18.6
(% of Fleet)	1.4	4.3	5.4	3.4	2.3	4.0	3.8	1.8	2.2	2.2	2.2
Losses	0.4	0.5	0.1	0.5	0.1	0.2	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
M.Additions	4.8	5.3	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
M.Removals	0.5	1.2	1.1	0.2	0.0	0.4	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 2018년 이후 발주량의 인도 Schedule은 발주 1년 후 35% 인도, 발주 2년 후 35%, 발주 3년 후 20% 인도, 발주 4년 후 10% 인도로 추정

자료: Clarksons, 메리츠증권리서치센터

무역분쟁 vs 중국發 수입산 철광석 기반의 안정적 수요

신흥국 고정자산투자에 따른
원자재 물동량 증가

IMF에 따르면 2018년 신흥국 고정자산투자는 전년 대비 7.8% 증가한다. 벌크 화물 물동량은 신흥국 고정자산투자에 따른 원자재 수요와 높은 상관관계를 보유, 수요 환경 전반의 개선을 예상한다.

제1 벌크화물 수입국가인 중국

신흥국 중에서도 벌크 화물 수요에 있어서 중국의 원자재 수입이 미치는 영향은 절대적이다. 중국은 제1화물인 철광석(전체 벌크 화물 물동량의 28.9%) 물동량의 71.8%를 수입하는 국가이며 제2화물인 석탄(물동량 비중 23.6%) 역시 물동량의 18.1%를 수입하며 최대 수입국의 지위를 보유하고 있다.

중국發 인프라 투자 위축 우려?

- 1) 재정지출 축소 가능성 제한적
- 2) 숭안신구, 일대일로 유효

3월 개최된 중국 전국인민대표회의(전인대)에서 고정자산투자에 대한 정량 목표를 공개하지 않았다는 점과 재정적자율 축소는 원자재 수요에 대한 위축 우려를 불러올 수 있다. 다만, 중앙정부 예산 중 투자 관련 항목은 5,376억위안으로 2017년 목표치를 상회하고 있으며 목표 재정적자율 축소(2017년 3.0% → 2018년 2.6%)에도 세수 확대에 의해 재정지출이 축소될 가능성은 제한적으로 판단한다. 숭안신구와 일대일로 관련 인프라 투자 모멘텀이 여전히 유효하다는 점 역시 인프라 투자에 대한 우려를 불식시킬 수 있는 요인이다.

부동산 착공 지표도

토지구매면적에 후행할 전망

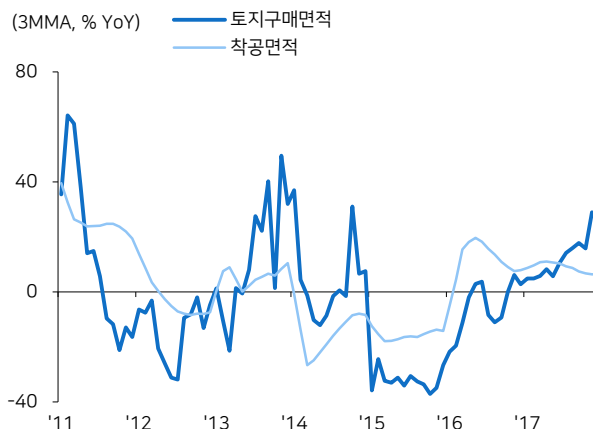
중국 부동산 시장 침체에 따른 우려 역시 충분히 해소 가능한 이슈로 판단한다. 착공면적 증가율이 둔화되고 있으나 토지 구매면적 증가율은 높아지고 있다. 지난해 하반기부터 시작된 토지 구매면적과 착공면적의 상관관계 악화는 부동산 규제 정책에 따른 일시적인 요소로 판단한다. 중국 정부 역시 일부에서 관찰되었던 주택 가격 급등 역시 관리범위 내에 들어왔음을 언급, 규제 확대 보다는 지역별 규제 차별화로 착공면적이 구매면적을 후행 할 가능성이 여전히 높아 보인다.

그림5 신흥국 고정자산투자와 벌크화물 물동량 추이 및 전망



자료: IMF, Clarkson's, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 중국의 토지 구매면적과 착공면적 추이



자료: CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

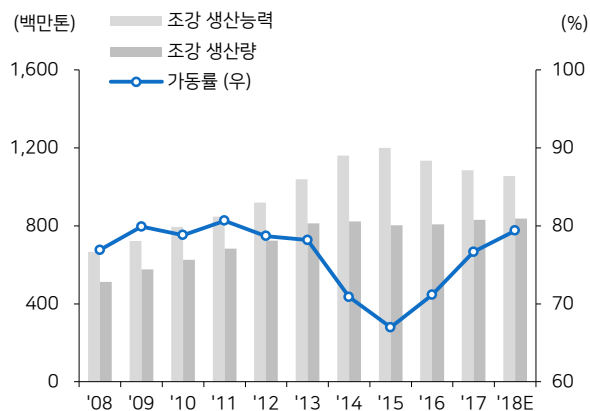
철강 설비감축 ≠ 생산량 감소
가동률 상승에 따른 고품위
철광석 수요 자극

중국 내 철광석 수요 호조 외에도 고품위 철광석에 대한 구조적 변화 역시 지속된다. 중국 내 대표적인 공급과잉산업인 철강 산업은 2018년에도 3천만톤의 추가 설비감축을 목표로 하고 있다. 중국야금산업연구소(China Metallurgical Industry Planning and Research Institute)의 전망치를 기준으로 0.7%의 조강 생산량 증가를 예상, 중국 철강 업계의 가동률은 79.4%로 2.7%p 추가 상향된다. 가동률 상승을 위해 고품위의 수입산 철광석에 대한 수요가 높아짐은 불가피하다.

중국 내 철광석 광산 규제로
철광석 생산량 감소는 불가피

추가적으로 중국 정부의 철광석 광산에 대한 높아진 규제 강도 역시 철광석 수입량 증가에 우호적이다. 2017년 원자재 가격 반등과 수요 호조로 중국 내 철광석 생산량이 13.2억만톤으로 전년 대비 1.9% 증가했다. 다만, 10월 철광석 광산 라이선스의 1/3에 대한 취소를 결정, 2017년 11월과 12월 철광석 생산량은 전년 대비 각 6.0%와 8.5% 감소했다.

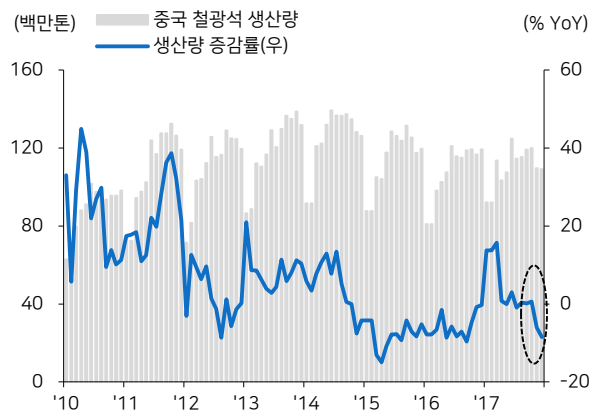
그림7 중국의 조강 생산능력과 생산량 추이 및 전망



주: 2018년 중국 조강 생산능력은 3천만톤 감산을 반영

자료: 중국철강협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 중국의 철광석 생산량 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

연평균 BDI 1,386pt(+20.6% YoY) 전망, 상저하고(上低下高)의 시황을 예상

2018년 연평균 BDI 1,386pt로
공급 조절에 따른 시황 회복
전망 유지

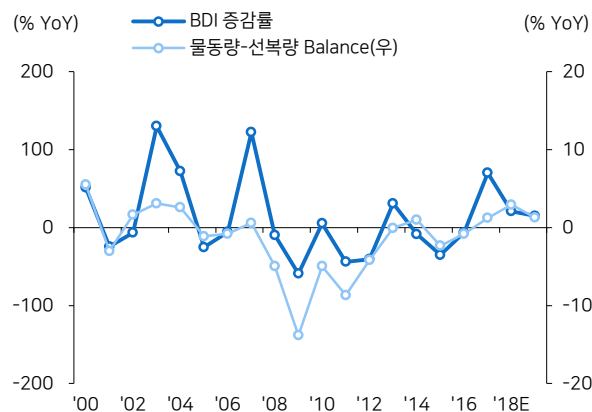
2018년 연평균 BDI(Baltic Dry Index)를 1,386pt로 전년 대비 20.6% 상승을 전망한다. 공급 측면에서는 하반기 황산화물 규제 도입이 확정될 경우 선주들의 대응이 본격적으로 가시화될 수 있다. 인도량은 감소하나 폐선량이 증가하면서 공급 조절효과가 극대화 될 수 있는 시점으로 예상한다. 수요 측면에서는 3월 15일을 이후 허베이성 지역의 고로 가동률이 상승, 재고 소진 기간을 거쳐 5월에는 본격적인 반등을 예상한다.

표4 벌크 운임지수 BDI 추이 및 전망

(백만DWT)	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18E	'19E
BDI	2,758.0	1,548.7	920.4	1,205.9	1,105.3	718.2	673.1	1,145.2	1,385.7	1,593.5
(% YoY)	5.4	-43.8	-40.6	31.0	-8.3	-35.0	-6.3	70.1	21.0	15.0
수요-공급 Balance	-5.0	-8.7	-4.2	-0.0	1.0	-2.3	-0.8	1.2	2.9	1.3
물동량 증감률	12.1	6.1	6.4	5.7	5.4	0.0	1.4	4.2	3.9	3.9
선복량 증감률	17.0	14.8	10.6	5.7	4.4	2.4	2.2	3.0	1.0	2.6
평균 항차	7.1	6.6	6.3	6.3	6.4	6.2	6.2	6.3	6.4	6.5
벌크화물 물동량	3,843	4,078	4,340	4,586	4,834	4,835	4,903	5,109	5,308	5,515
벌크선 선복량	541	622	688	727	759	777	794	817	825	847

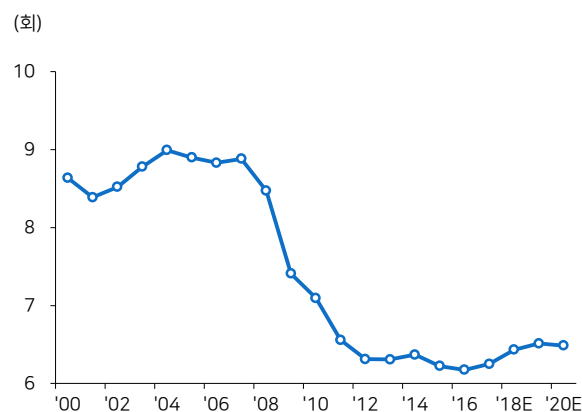
자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 BDI와 물동량-선복량 증감률 Balance 추이 및 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 벌크 해운업의 평균 항차 추이 및 전망



주: 평균 항차는 물동량/선복량을 의미

자료: Clarksons, 메리츠증권증권 리서치센터

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 7,100 원으로 5.3% 하향 조정

Global 벌크 선사들의
주가 평균 12.8% 하락

- 1) BDI 약세
- 2) 미국과 중국의 무역전쟁 우려

3 월 초 대비 Peer Group 의 주가는 평균 12.8% 하락했다. BDI 약세, 중국과 미국의 무역 전쟁에 따른 물동량 둔화 우려가 해운 업종에 대한 투자 심리를 악화시켰다고 판단한다.

2002 년에도 미국의 George W.Bush 대통령이 수입 철강 제품에 대한 Safe Guard 를 발동했던 사례가 있다. EU 의 보복 관세에 따른 무역 전쟁에도 2002~2003 년 해상 물동량 증가율은 각 3.9%와 6.5%를 기록, GDP 성장률을 상회했다. 현재 일어나고 있는 미국과 중국의 험악한 수사는 협상우위를 점하기 위한 수싸움으로 판단, 물동량 전망치를 하향할 근거로는 부족하다는 판단이다.
(당사 발간 자료 - 미국발 보호무역주의: 진단 및 시사점, 2018.03.26 참고)

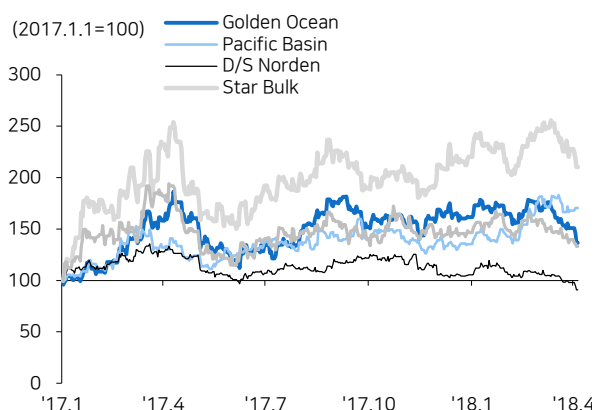
표5 벌크 Global Peer Group Valuation Table

회사명	PER(배)		EV/EBITDA(배)		PBR(배)		ROE(%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
팬오션	14.9	11.9	8.7	7.4	1.0	0.9	6.8	7.7
Golden Ocean	13.2	7.1	8.2	6.7	0.6	0.6	6.0	9.4
Pacific Basin	14.3	8.2	8.1	6.4	1.0	0.9	6.8	11.5
D/S Norden	14.5	6.9	6.8	4.4	0.8	0.7	4.7	8.4
Star Bulk	10.1	4.8	6.8	5.7	0.6	0.5	7.4	10.2
Scorpio Bulkers	55.1	12.1	11.0	8.6	0.5	0.5	2.4	5.4
Precious Shipping	47.2	17.6	13.3	10.2	1.4	1.3	2.8	7.5
Diana Shipping	N/A	12.3	11.7	7.6	0.6	0.6	-0.8	5.7
Safe Bulkers	14.2	5.7	9.0	7.0	0.6	0.6	6.3	9.8
Eagle Bulk	27.4	7.1	4.2	2.7	0.7	0.6	5.9	13.7

주: Peer Group은 벌크 선사 보유 상위 20개 선사 중 벌크 부문 매출액 비중이 50%를 상회하는 기업으로 선정

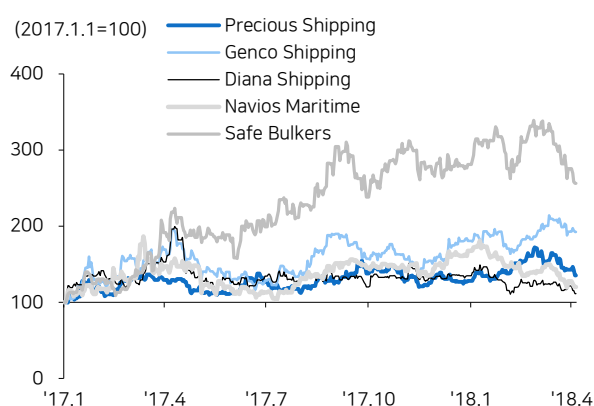
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 주요 해외 벌크 선사들의 주가 추이 (1)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 주요 해외 벌크 선사들의 주가 추이 (2)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

적정주가를 7,100원으로 5.3% 하향 조정하나, 2분기부터 확인될 견조한 벌크 시장을 감안하면 여전히 투자매력도가 높아 투자의견 Buy를 제시한다. 적정주가는 12개월 선행 BPS 기준 PBR 1.4배를 적용하여 산출했다. 2017년 1,431억원의 당기순이익에도 불구하고 환산관련외환차이로 인해 자본총계는 2.41조원으로 전년 대비 6.1% 감소했다. 해외사업장의 외화환산차이로 발생, 기업의 본질적 가치를 훼손하는 요인은 아니다.

2018년 기준 전세계 벌크 선사들은 PBR 0.7배(평균 ROE 4.5%)로 순자산가치 이하의 평가를 받고 있다. 높은 운임 변동성을 고려하면 시장 변동에 따라 순손실을 기록할 개연성이 높기 때문이다. 당사는 법정관리 이후 높은 원가 경쟁력(사선 선대의 BEP는 BDI 기준 1,100~1,200pt)을 확보, 17분기 연속 영업흑자를 기록했다. 높은 실적 가시성과 Book Value의 신뢰성에 대한 프리미엄은 당연하다.

표1 팬오션의 적정주가 산정 Table – 적정주가 7,100원, 12개월 선행 BPS 기준 1.4배

(%, 원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
COE (%)	10.4	6.7	6.8	6.4	6.6	6.6
Risk Free	2.5	1.8	1.5	1.7	1.9	1.9
Risk Premium	6.5	6.5	6.0	6.0	6.0	6.0
ROE (%)	95.1	2.4	4.0	5.8	6.8	7.7
Net Margin	47.8	2.5	5.2	6.0	7.0	8.2
Asset Turnover	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
Leverage	3.2	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5
BPS (원)	8,301	4,533	4,754	4,469	4,980	5,571
적정 PBR (배)				1.4	1.4	1.3
적정주가 (원)					7,100	7,100

주: 적정 PBR 1.4배는 BDI 상승 국면에서 12개월 선행 BPS 기준 PBR 상단을 적용

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 팬오션의 BPS와 PBR 추이

(원, 배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
BPS	329,785	328,762	240,427	2,412	8,301	4,533	4,754	4,469	4,980	5,571
PBR (End)	0.9	0.5	0.5	7.9	0.4	0.8	0.8	1.2	1.0	0.9
PBR (High)	1.1	0.9	0.9	67.9	2.3	1.2	0.9	1.5	1.3	1.1
PBR (Low)	0.8	0.4	0.3	7.7	0.4	0.7	0.6	0.8	1.0	0.9
PBR (Avg)	0.9	0.6	0.5	29.3	0.7	0.9	0.8	1.2	1.1	1.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

팬오션 (028670)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,874.0	2,336.2	2,449.8	2,598.2	2,798.5
매출액증가율 (%)	3.0	24.7	4.9	6.1	7.7
매출원가	1,650.4	2,072.1	2,155.8	2,258.5	2,432.6
매출총이익	223.6	264.2	294.0	339.7	365.9
판매관리비	55.7	69.1	71.2	76.7	82.6
영업이익	167.9	195.0	222.9	263.1	283.3
영업이익률	9.0	8.3	9.1	10.1	10.1
금융손익	-44.7	-45.2	-43.2	-40.3	-38.9
종속/관계기업손익	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
기타영업외손익	-24.4	-6.9	-5.8	-5.5	-5.2
세전계속사업이익	99.1	143.2	174.2	217.6	239.6
법인세비용	2.1	1.9	3.5	4.4	4.8
당기순이익	97.1	141.3	170.7	213.3	234.8
지배주주지분 순이익	97.9	143.1	172.9	216.0	237.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	251.0	261.6	314.6	360.3	383.7
당기순이익(손실)	97.1	141.3	170.7	213.3	234.8
유형자산상각비	168.3	166.7	154.2	161.2	164.2
무형자산상각비	0.7	1.2	1.1	1.0	0.9
운전자본의 증감	-31.1	-45.8	-6.9	-9.2	-8.5
투자활동 현금흐름	-92.4	-117.2	-62.6	-206.2	-225.6
유형자산의증가(CAPEX)	-99.4	-106.5	-163.6	-307.8	-227.3
투자자산의감소(증가)	-18.9	19.1	-0.8	-1.1	-1.6
재무활동 현금흐름	-198.0	-155.0	-72.9	1.9	13.5
차입금의 증감	-1.2	-298.4	-72.9	1.9	13.4
자본의 증가	37.1	0.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-33.1	-37.4	179.1	156.0	171.5
기초현금	278.2	245.1	207.7	386.8	542.7
기말현금	245.1	207.7	386.8	542.7	714.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	573.3	613.2	808.1	989.6	1,195.5
현금및현금성자산	245.1	207.7	386.8	542.7	714.3
매출채권	93.2	100.8	101.7	107.9	116.2
재고자산	47.8	50.3	52.7	55.9	60.2
비유동자산	3,757.3	3,281.2	3,290.5	3,437.4	3,501.4
유형자산	3,678.0	3,223.6	3,233.1	3,379.7	3,442.7
무형자산	10.3	9.6	8.5	7.5	6.6
투자자산	39.9	21.1	22.2	23.5	25.3
자산총계	4,330.7	3,894.4	4,098.6	4,427.0	4,696.9
유동부채	523.9	545.5	559.5	471.4	483.1
매입채무	81.4	87.6	85.5	87.6	94.4
단기차입금	2.1	47.3	33.1	23.2	16.2
유동성장기부채	323.4	272.4	296.0	206.9	206.9
비유동부채	1,240.9	939.2	858.6	961.8	985.3
사채	45.3	28.4	14.2	8.5	6.0
장기차입금	98.3	72.1	52.1	44.3	37.6
부채총계	1,764.8	1,484.6	1,418.1	1,433.2	1,468.4
자본금	534.4	534.5	534.5	534.5	534.5
자본잉여금	1,940.5	1,941.1	1,941.1	1,941.1	1,941.1
기타포괄이익누계액	268.8	-25.6	74.4	174.4	174.4
이익잉여금	-209.8	-66.1	106.8	322.8	560.5
비지배주주지분	25.2	20.7	18.6	15.9	12.9
자본총계	2,565.9	2,409.8	2,680.5	2,993.7	3,228.5

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	3,522	4,371	4,583	4,861	5,235
EPS(지배주주)	184	268	323	404	445
CFPS	623	673	697	785	829
EBITDAPS	633	679	708	796	839
BPS	4,754	4,469	4,980	5,571	6,016
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	21.7	19.7	14.9	11.9	10.8
PCR	6.4	7.8	6.9	6.1	5.8
PSR	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
PBR	0.8	1.2	1.0	0.9	0.8
EBITDA	336.9	363.0	378.2	425.3	448.5
EV/EBITDA	10.1	10.5	8.7	7.4	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	5.8	6.8	7.7	7.7
EBITDA 이익률	18.0	15.5	15.4	16.4	16.0
부채비율	68.8	61.6	52.9	47.9	45.5
금융비용부담률	2.4	2.2	1.9	1.8	1.7
이자보상배율(x)	3.8	3.7	4.7	5.7	6.1
매출채권회전율(x)	18.0	24.1	24.2	24.8	25.0
재고자산회전율(x)	42.7	47.7	47.6	47.9	48.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최치현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

팬오션 (028670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.25	산업분석	Buy	7,500	최치현	-31.6	-26.7	
2017.11.15	기업브리프	Buy	7,500	최치현	-27.7	-18.3	
2018.01.22	기업브리프	Buy	7,500	최치현	-26.8	-18.3	
2018.02.09	기업브리프	Buy	7,500	최치현	-26.5	-18.3	
2018.04.05	기업브리프	Buy	7,100	최치현	-	-	