

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180

Company Data

자본금	535 십억원
발행주식수	53,457 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,496 십억원
주요주주	
하림지주(외30)	54.90%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	9.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/10/30)	4,670 원
KOSPI	2014.69 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	6,130 원
52주 최저가	4,455 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.9%	3.6%
6개월	-15.1%	6.0%
12개월	-12.6%	8.6%

팬오션 (028670/KS | 매수(신규편입) | T.P 6,000 원(신규편입))

CVC 확대 기초 속 아직은 남아 있는 실적 변동성

동사의 3분기 매출액은 7,093 억원, 영업이익은 511 억원으로 추정함. 분기 평균 BDI가 3분기 연속 상승한 영향으로 이번 분기에도 매출액의 성장이 확정적임. 동사는 CVC의 확대로 수익 안정성을 확보하고 있지만 시황에 오픈 되어 있는 선대가 아직은 더 많기에 BDI 변동성에 다소간 노출되어있음. 그럼에도 불구하고 BDI의 절대 레벨이 전년 대비 높을 것으로 판단해 투자의견 매수와 목표주가 6,000 원으로 커버리지 개시함

3Q18 매출액 7,093 억원, 영업이익 511 억원으로 전망

동사의 3분기 매출액은 7,093 억원, 영업이익은 511 억원으로 추정함. 매출액은 YoY +21.5% 영업이익은 YoY -2.2% 수준임. 분기 평균 BDI가 3분기 연속 상승한 영향으로 이번 분기에도 매출액의 성장이 확정적임. 그러나 용선료와 연료비의 상승으로 영업이익의 성장은 다소 제한적임

CVC 확대로 안정성이 점차 커지지만 중국 철강 감소 시즌 수익 감소 불가피

동사는 CVC(장기화물운송계약)를 통한 안정적인 수익을 내고 있음. 벌크선사 특성 상 변동성이 큰 BDI 움직임에 따른 수익 변동성도 커야 하지만 점진적인 CVC 물량 확대로 변동성을 낮춰가고 있음. 2018년 상반기 말 기준 CVC 26 척에 향후 3년간 CVC 13 척을 추가해 안정적인 수익 규모를 지속 확대시킬 전망이다. 하지만 시황에 오픈 되어 있는 선대가 더 많기 때문에 BDI 변동에 따른 수익 변동성 간과할 수는 없음. 특히나 BDI는 중국의 철광석 수입량에 따라 변동이 심하며 연말부터 중국이 철강 감소 시즌에 들어가면 BDI가 당분간 하락전환 할 개연성이 큰 상황을 염두에 둬야 함

투자의견 매수, 목표주가 6,000 원으로 커버리지 개시

비록 중국이 겨울철 철강 감소에 돌입하며 연말 ~ 내년 1분기 동안 BDI가 우하향할 가능성이 높지만 BDI의 절대 레벨은 전년 대비 높은 수준을 보일 것으로 판단함. 아울러 CVC의 확대가 내년부터 점차 이뤄진다는 점에서 이익 성장은 지속될 것임. 이에 Target PBR 1.5 배를 적용해 투자의견 매수, 목표주가 6,000 원으로 커버리지 개시함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	1,819	1,874	2,336	2,425	2,425	2,425
yoy	%	10.6	3.0	24.7	3.8	0.0	0.0
영업이익	십억원	229	168	195	199	199	199
yoy	%	6.2	-26.8	16.2	2.2	0.0	0.0
EBITDA	십억원	392	337	363	360	356	349
세전이익	십억원	48	99	143	163	163	166
순이익(지배주주)	십억원	46	98	143	143	125	128
영업이익률%	%	12.6	9.0	8.4	8.2	8.2	8.2
EBITDA%	%	21.6	18.0	15.5	14.9	14.7	14.4
순이익률	%	2.5	5.2	6.1	5.8	5.1	5.2
EPS	원	129	184	268	267	235	240
PER	배	28.7	21.7	19.7	17.5	19.9	19.5
PBR	배	0.8	0.8	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	8.2	10.1	10.5	9.2	8.5	8.0
ROE	%	2.4	4.0	5.8	5.9	4.9	4.9
순차입금	십억원	1,229	1,256	965	799	529	261
부채비율	%	77.4	68.8	61.6	64.4	63.0	61.7

실적 전망

(단위: 억원%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	5,229	6,325	5,838	5,970	5,655	6,788	7,093	7,220	23,362	26,756	29,747
1. 해운업	4,900	5,270	5,334	5,408	5,218	6,066	6,446	6,522	20,912	24,251	26,593
벌크	4,057	4,387	4,468	4,514	4,352	5,123	5,476	5,522	17,425	20,474	22,176
YoY	7.3%	45.2%	37.3%	18.7%	7.3%	16.8%	22.6%	22.3%	25.8%	17.5%	8.3%
QoQ	6.7%	8.1%	1.9%	1.0%	-3.6%	17.7%	6.9%	0.8%			
컨테이너	409	478	492	509	479	562	591	611	1,888	2,243	2,691
YoY	-10.0%	21.0%	16.1%	56.3%	17.1%	17.6%	20.0%	20.0%	18.1%	18.8%	20.0%
QoQ	25.6%	16.9%	2.9%	3.4%	-5.9%	17.4%	5.1%	3.4%			
탱커선	372	354	324	338	316	305	319	332	1,388	1,272	1,410
YoY	-22.4%	-24.9%	-18.1%	-14.2%	-15.2%	-13.8%	-1.6%	-1.8%	-20.2%	-8.4%	10.8%
QoQ	-5.5%	-5.0%	-8.3%	4.2%	-6.6%	-3.4%	4.8%	4.0%			
해운기타	61	51	49	48	71	75	59	57	209	263	315
YoY	21.8%	106.0%	-29.0%	-22.3%	16.0%	47.2%	20.0%	20.0%	1.7%	25.5%	20.0%
QoQ	-0.2%	-16.5%	-3.9%	-3.0%	49.0%	6.0%	-21.6%	-3.0%			
2. 곡물사업	423	1,240	663	696	537	895	796	836	3,023	3,063	3,676
YoY	-5.4%	154.4%	-17.8%	15.0%	27.0%	-27.8%	20.0%	20.0%	28.8%	1.3%	20.0%
QoQ	-30.2%	193.4%	-46.5%	5.0%	-22.9%	66.8%	-11.1%	5.0%			
3. 기 타	248	305	289	294	276	262	346	353	1,136	1,237	1,485
YoY	28.0%	132.5%	62.9%	19.1%	11.1%	-14.1%	20.0%	20.0%	51.6%	8.9%	20.0%
QoQ	0.6%	23.0%	-5.5%	1.9%	-6.1%	-4.9%	31.9%	1.9%			
(내부거래)	-342	-490	-447	-429	-375	-435	-494	-491	-1,708	-1,796	-2,006
YoY	-61.2%	384.0%	-4.7%	38.8%	9.9%	-11.3%	10.5%	14.5%	-2.9%	5.1%	11.7%
QoQ	10.7%	43.5%	-8.8%	-4.1%	-12.4%	15.8%	13.7%	-0.7%			
매출원가	4,673	5,675	5,149	5,224	5,049	6,102	6,367	6,394	20,721	23,912	25,748
용선료	976	1,194	1,261	1,355	1,353	1,735	1,759	1,764	4,787	6,612	7,063
연료비	1,225	1,150	1,126	1,196	1,239	1,442	1,454	1,420	4,696	5,554	5,456
영업이익	409	488	522	531	440	501	511	606	1,950	2,058	3,097
BDI (pts)	945	1,006	1,137	1,509	1,175	1,260	1,607	1,688	1,145	1,433	1,718
WTI (\$/bbl)	52.0	48.2	48.2	55.2	62.9	68.0	69.6	64.8	50.9	66.3	57.3

자료: 팬오션 SK 증권

2018년 상반기 말 기준 CVC 수행 현황 (26 척)

회사명	운영 선박	잔여 계약기간	IMO SOx 규제 대응	비고
Vale	8척	18.5년	스크러버 설치	
발전자회사	6척	9.0년	검토중	남부발전 3척, 남동발전 2척, 중부발전 1척
Fibria	5척	19.2년	검토중	
포스코	4척	10.7년	2척 스크러버 설치	
현대제철	3척	11.9년	검토중	
합계	26척	14.6년		

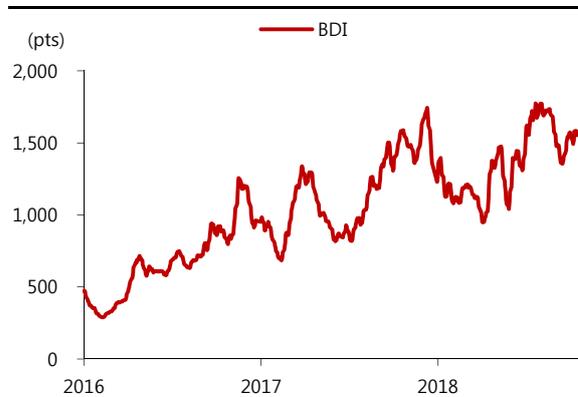
자료: 팬오션, SK 증권

2018년 상반기 말 기준 도입 예정 선박 (13 척)

선종	Size	척수	인도 예정 시점	비고
벌크	62,000 DWT	5척	2018.12 ~ 2020.9	Fibria CVC 15년
벌크	325,000 DWT	6척	2019.12 ~ 2021.9	Vale CVC 27년
컨테이너	1,800 TEU	2척	2019.11 ~ 2020.1	용선 선박 대체
합계		13척		

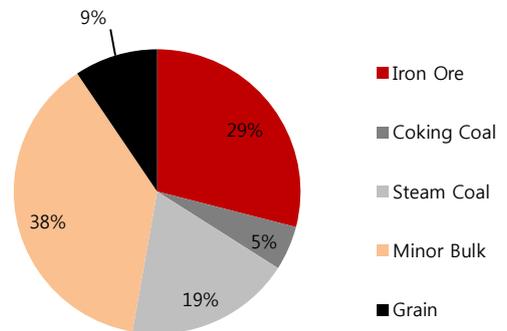
자료: 팬오션, SK 증권

BDI 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

2017년 기준 전 세계 건화물 물동량 비중



자료: Clarksons Research, SK 증권

중국은 철강업에 대해 환경 규제를 명목으로 지속적으로 감산을 추구하고 있음

중국 철강업 감산 정책

겨울철 대기오염 억제 비상대책 (2017.11.15~2018.03.15)

중국 환경보호국이 오염이 심각한 북경, 천진, 허북, 허난, 산시, 산둥 등 6개 성과 28개 도시들의 철강, 석탄발전소를 대기 오염도를 15% 감축하고 철강 가동률을 50%로 제한하는 명령.
 환경보호국은 300만개에 이르는 기업들을 추궁하기에 앞서 먼저 오염도가 높은 8~10개 도시를 선정, 순찰감독조 파견 석탄을 주로 쓰는 중소 규모 제조 기업이 중심이 됨
 철강사들의 생산능력을 기준으로 적용하는지 실제 생산량인지는 알려지지 않음
 이번 대책은 국가발전개혁위원회, 재정부 등 10개 부처와 6개 성의 지방정부가 모두 참석해 마련한 이례적인 비상대책 억제 기준에 미달할 경우 당서기까지 문책 결정
 철강사들은 6개월동안 이뤄질 대책이 실시되기 전까지 반제품인 빌릿 등의 재고 확보 위해 최대 생산에 나설 전망

당산시 비난방기 감산 (2018.03.16~2018.11.14)

당산시(허북성)는 3월 16일부터 11월 14일까지 244일간 업체별로 생산량의 10~ 15% 감축을 실시할 계획

당산시 대기질 개선을 위한 감산 (2018.07.20~2018.08.31)

당산시(허북성)는 환경부 대기질 조사 중 3대 주요오염물질인 SO2, NO2, CO의 배출량 1위를 기록함
 이에 7월 20일부터 8월 31일까지 43일간 오염물질 개선을 위한 조치가 취해질 예정
 하반기에 SO2, NO2, CO의 배출량을 상반기 대비 31%, 21% 24% 감축목표를 달성하기 위한 것임

2018년 허남성 난방기 철강산업 감산 (2018.11.15~2019.03.15)

허남성은 2018년 난방기(11.15- 3.15) 철강업체 대상 30% 이상 감산조치 계획을 밝힘
 2018년 10월 전까지 오염을 저배출 요건에 만족하는 철강기업은 2019년 1월 1일부터 3월 15일 본 감산조치 면제

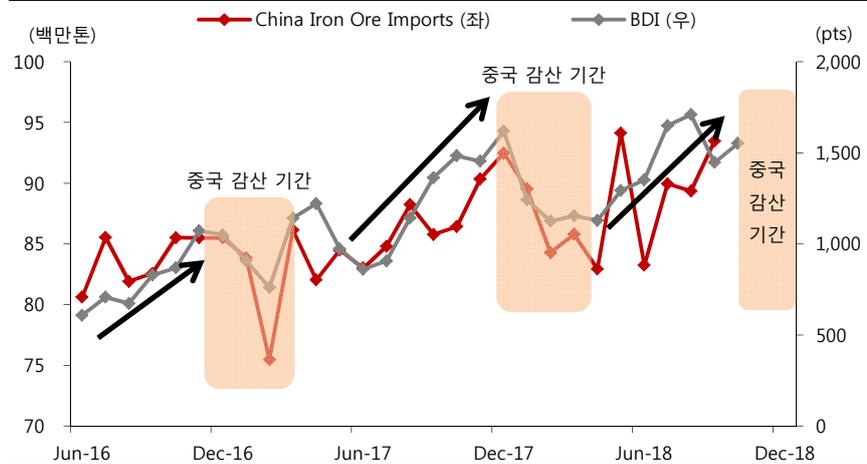
Blue Sky Protection (2018~2019)

500명의 환경보호계통 인력과 126명의 관련부처 간부를 200개조로 분류해 철강업체를 포함한 중국내 주요 오염물질 배출 업체를 대상으로 환경요건 부적합 생산의 재발방지 및 기준설비 개조작업 등을 엄격하게 감찰

상해 공기청결행동계획 (2018~2022)

상해시는 2020년까지 대기질 오염을 원천적으로 제거하고, 연중 공기질 '우수' 등급 일수를 80% 이상으로 유지하고, 2022년까지 PM2.5의 연평균농도 35mg/m³를 달성하겠다고 발표
 이를 위해 구역내 조강 생산량을 1,502만톤으로 제한하고, 오염물질 관련 표준을 강화하며, 2018년까지는 연료 퇴적장 밀폐화, 2019년까지 원료 및 연료 노천운송 금지 등 근본적인 오염원을 제거해 나갈 전망
 특히, 중국 최대 철강그룹인 보무강철그룹에 대해서는, 2020년까지의 석탄 사용량을 1,150만톤으로 제한하겠다고 특정한
 자료: 언론 자료, SK 증권

중국의 철광석 수입량에 따라 움직이는 최근 BDI



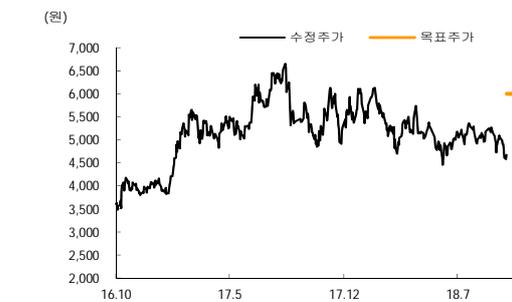
자료 : Reuters, Clarksons Research, SK 증권

팬오션 목표 주가 산출

	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E
BPS(원)	4,943	4,709	4,709	4,733	5,021
Target BPS(원)	4,793				
Target PBR(배)	1.3				
목표 주가(원)	6,000				
현재 주가(원)	4,670				
상승 여력	28.5%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.31	매수	6,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 10 월 31 일 기준)

매수	92.48%	중립	7.52%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	573	613	803	1,074	1,341
현금및현금성자산	245	208	419	689	957
매출채권및기타채권	99	105	105	105	105
재고자산	48	50	50	50	50
비유동자산	3,757	3,281	3,336	3,179	3,030
장기금융자산	38	19	19	19	19
유형자산	3,678	3,224	3,278	3,122	2,974
무형자산	10	10	9	8	8
자산총계	4,331	3,894	4,139	4,253	4,372
유동부채	524	545	612	612	612
단기금융부채	326	320	387	387	387
매입채무 및 기타채무	92	113	113	113	113
단기충당부채	1	3	3	3	3
비유동부채	1,241	939	1,009	1,031	1,055
장기금융부채	1,195	902	860	860	860
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	39	32	32	32	32
부채총계	1,765	1,485	1,621	1,643	1,668
지배주주지분	2,541	2,389	2,499	2,593	2,690
자본금	534	535	535	535	535
자본잉여금	1,940	1,941	1,941	1,941	1,941
기타자본구성요소	7	5	5	5	5
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-210	-66	75	200	328
비지배주주지분	25	21	19	16	14
자본총계	2,566	2,410	2,517	2,609	2,704
부채외자본총계	4,331	3,894	4,139	4,253	4,372

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	299	313	335	310	308
당기순이익(손실)	97	141	141	123	126
비현금성항목등	234	218	226	236	233
유형자산감가상각비	168	167	160	159	159
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	20	1	-28	-8	-8
운전자본감소(증가)	-31	-46	-9	-10	-11
매출채권및기타채권의 감소(증가)	32	-15	29	0	0
재고자산감소(증가)	-6	-8	3	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	11	-35	0	0
기타	-54	-34	-6	-10	-11
법인세납부	-1	-1	-23	-39	-40
투자활동현금흐름	-92	-117	-36	6	10
금융자산감소(증가)	-24	-14	22	0	0
유형자산감소(증가)	-76	-106	-58	0	0
무형자산감소(증가)	-2	-1	0	0	0
기타	9	4	1	6	10
재무활동현금흐름	-246	-206	-126	-46	-50
단기금융부채증가(감소)	0	0	-7	4	3
장기금융부채증가(감소)	-198	-155	-44	0	-3
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-48	-51	-75	-50	-50
현금의 증가(감소)	-33	-37	182	270	268
기초현금	278	245	208	389	660
기말현금	245	208	389	660	928
FCF	118	183	253	308	300

자료 : 팬오션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,874	2,336	2,425	2,425	2,425
매출원가	1,650	2,072	2,152	2,152	2,152
매출총이익	224	264	273	273	273
매출총이익률 (%)	11.9	11.3	11.3	11.3	11.3
판매비와관리비	56	69	73	73	73
영업이익	168	195	199	199	199
영업이익률 (%)	9.0	8.4	8.2	8.2	8.2
비영업손익	-69	-52	-37	-37	-33
순금융비용	41	50	46	43	39
외환관련손익	-3	4	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	99	143	163	163	166
세전계속사업이익률 (%)	5.3	6.1	6.7	6.7	6.9
계속사업법인세	2	2	22	39	40
계속사업이익	97	141	141	123	126
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	97	141	141	123	126
순이익률 (%)	5.2	6.1	5.8	5.1	5.2
지배주주	98	143	143	125	128
지배주주귀속 순이익률(%)	5.22	6.12	5.89	5.17	5.29
비지배주주	-1	-2	-2	-2	-2
총포괄이익	176	-155	109	92	95
지배주주	176	-151	112	94	97
비지배주주	0	-4	-2	-2	-2
EBITDA	337	363	360	356	349

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	3.0	24.7	3.8	0.0	0.0
영업이익	-26.8	16.2	2.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	107.4	44.4	13.5	0.0	2.3
EBITDA	-14.1	7.7	-0.8	-1.1	-2.2
EPS(계속사업)	42.8	45.5	-0.1	-12.2	2.2
수익성 (%)					
ROE	4.0	5.8	5.9	4.9	4.9
ROA	2.3	3.4	3.5	2.9	2.9
EBITDA마진	18.0	15.5	14.9	14.7	14.4
안정성 (%)					
유동비율	109.4	112.4	131.2	175.3	219.0
부채비율	68.8	61.6	64.4	63.0	61.7
순차입금/자기자본	48.9	40.1	31.8	20.3	9.7
EBITDA/이자비용(배)	7.6	7.0	7.3	7.2	7.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	184	268	267	235	240
BPS	4,754	4,469	4,675	4,851	5,032
CFPS	502	582	568	528	519
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.5	24.8	22.9	26.1	25.5
PER(최저)	15.6	14.3	16.7	19.0	18.6
PBR(최고)	0.9	1.5	1.3	1.3	1.2
PBR(최저)	0.6	0.9	1.0	0.9	0.9
PCR	7.9	9.1	8.2	8.8	9.0
EV/EBITDA(최고)	10.7	12.5	11.4	10.7	10.2
EV/EBITDA(최저)	8.3	8.4	8.9	8.2	7.6