

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

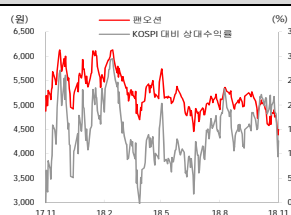
Company Data

자본금	535 십억원
발행주식수	53,457 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,403 십억원
주요주주	
하림지주(외30)	54.90%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	9.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/11/13)	4,495 원
KOSPI	2071.23 pt
52주 Beta	1.20
52주 최고가	6,130 원
52주 최저가	4,385 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.6%	-3.6%
6개월	-18.9%	-2.9%
12개월	-7.8%	12.6%

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

[3Q18 Review] BDI 변동성이 가져다 줄 4분기 실적 우려감

동사의 3Q18 매출액은 7,715 억원(YoY +32.2%)으로 컨센서스인 6,813 억원을 13.2% 상회. 영업이익은 575 억원(YoY +10.2%)으로 컨센서스인 586 억원에 부합. 3분기 BDI 상승이 YoY 성장의 원인이지만 반대로 4분기는 BDI 급락 전환으로 실적 기대감을 낮출 필요가 있음. 그러나 중장기적으로 CVC 확대를 통한 실적 안정성 확보가 가능하기 때문에 투자이견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지하는 바임

3Q18 매출액 7,715 억원, 영업이익 575 억원 기록

동사의 3Q18 매출액은 7,715 억원(YoY +32.2%)으로 컨센서스인 6,813 억원을 13.2% 상회했고, 영업이익은 575 억원(YoY +10.2%)으로 컨센서스인 586 억원에 부합하는 수준을 기록함. 3분기 평균 BDI가 1,607pts를 기록해 작년 3분기 1,137pts 대비 대폭 상승한 것이 매출액과 영업이익 성장의 주요 원인임. 또한 곡물사업부문에서 기존 옥수수에 대두를 함께 운반하며 매출액이 일시적으로 크게 성장한 것도 매출액 성장에 기여함

BDI 급락으로 확산된 4분기 실적 우려

그런데 최근 BHP Billiton의 호주 Mount Newman 철도 탈선사고로 서호주 지역의 열차운행이 중단되면서 철광석 공급이 차질을 빚고 있고 이에 따라 BDI가 급락세를 보이고 있음. 2018년 11월 12일 기준 1,125pts를 기록하고 있는데, 이는 4분기 실적에 대한 우려를 확대시키고 있음. 아울러 SK 증권 리서치센터는 전년보다 강도는 낮지만 중국이 동절기 철강 감산 시즌에 돌입하기 때문에 BDI의 극적인 반전을 기대하기는 어렵다는 의견을 유지. 그래서 4분기 실적에 대해서는 기대감을 낮출 필요가 있다고 판단함

투자의견 매수, 목표주가 6,000 원 유지

단, 동사는 이번 3분기에 발전자회사 CVC 물량을 추가하며 실적 안정성을 확보하려는 노력을 지속하고 있음. 즉, 점차 BDI 변동성에 대한 익스포처를 점차 낮춰갈 것이라는 전망은 유효함. 따라서 투자의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	1,819	1,874	2,336	2,747	3,059	3,282
yoy	%	10.6	3.0	24.7	17.6	11.3	7.3
영업이익	십억원	229	168	195	192	189	262
yoy	%	6.2	-26.8	16.2	-1.8	-1.4	38.9
EBITDA	십억원	392	337	363	353	349	422
세전이익	십억원	48	99	143	154	151	226
순이익(지배주주)	십억원	46	98	143	137	117	174
영업이익률%	%	12.6	9.0	8.4	7.0	6.2	8.0
EBITDA%	%	21.6	18.0	15.5	12.8	11.4	12.9
순이익률	%	2.5	5.2	6.1	4.9	3.7	5.2
EPS	원	129	184	268	256	218	325
PER	배	28.7	21.7	19.7	17.6	20.6	13.8
PBR	배	0.8	0.8	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	8.2	10.1	10.5	9.3	8.9	6.8
ROE	%	2.4	4.0	5.8	5.6	4.6	6.6
순차입금	십억원	1,229	1,256	965	840	664	436
부채비율	%	77.4	68.8	61.6	66.7	66.6	65.1

실적 전망

(단위: 억원%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	5,229	6,325	5,838	5,970	5,655	6,788	7,715	7,314	23,362	27,472	30,587
1. 해운업	4,900	5,270	5,334	5,408	5,218	6,066	6,540	6,599	20,912	24,423	26,970
벌크	4,057	4,387	4,468	4,514	4,352	5,123	5,564	5,476	17,425	20,516	21,992
YoY	7.3%	45.2%	37.3%	18.7%	7.3%	16.8%	24.5%	21.3%	25.8%	17.7%	7.2%
QoQ	6.7%	8.1%	1.9%	1.0%	-3.6%	17.7%	8.6%	-1.6%			
컨테이너	409	478	492	509	479	562	605	611	1,888	2,257	2,708
YoY	-10.0%	21.0%	16.1%	56.3%	17.1%	17.6%	22.8%	20.0%	18.1%	19.5%	20.0%
QoQ	25.6%	16.9%	2.9%	3.4%	-5.9%	17.4%	7.6%	1.0%			
탱커선	372	354	324	338	316	305	294	455	1,388	1,369	1,933
YoY	-22.4%	-24.9%	-18.1%	-14.2%	-15.2%	-13.8%	-9.4%	34.7%	-20.2%	-1.4%	41.1%
QoQ	-5.5%	-5.0%	-8.3%	4.2%	-6.6%	-3.4%	-3.6%	55.0%			
해운기타	61	51	49	48	71	75	78	57	209	281	337
YoY	21.8%	106.0%	-29.0%	-22.3%	16.0%	47.2%	57.6%	20.0%	1.7%	34.3%	20.0%
QoQ	-0.2%	-16.5%	-3.9%	-3.0%	49.0%	6.0%	2.9%	-26.2%			
2. 곡물사업	423	1,240	663	696	537	895	1,329	836	3,023	3,596	4,116
YoY	-5.4%	154.4%	-17.8%	15.0%	27.0%	-27.8%	100.4%	20.0%	28.8%	19.0%	14.5%
QoQ	-30.2%	193.4%	-46.5%	5.0%	-22.9%	66.8%	48.5%	-37.1%			
3. 기 타	248	305	289	294	276	262	287	353	1,136	1,178	1,413
YoY	28.0%	132.5%	62.9%	19.1%	11.1%	-14.1%	-0.7%	20.0%	51.6%	3.6%	20.0%
QoQ	0.6%	23.0%	-5.5%	1.9%	-6.1%	-4.9%	9.2%	23.2%			
(내부거래)	-342	-490	-447	-429	-375	-435	-441	-474	-1,708	-1,725	-1,912
YoY	-61.2%	384.0%	-4.7%	38.8%	9.9%	-11.3%	-1.5%	10.6%	-2.9%	1.0%	10.9%
QoQ	10.7%	43.5%	-8.8%	-4.1%	-12.4%	15.8%	1.3%	7.6%			
매출원가	4,673	5,675	5,149	5,224	5,049	6,102	6,976	6,705	20,721	24,832	27,826
용선료	976	1,194	1,261	1,355	1,353	1,735	1,781	1,773	4,787	6,642	7,099
연료비	1,225	1,150	1,126	1,196	1,239	1,442	1,620	1,539	4,696	5,840	5,914
영업이익	409	488	522	531	440	501	575	400	1,950	1,916	1,889
BDI (pts)	945	1,006	1,137	1,509	1,175	1,260	1,607	1,455	1,145	1,374	1,481
WTI (\$/bbl)	52.0	48.2	48.2	55.2	62.9	68.0	69.6	59.2	50.9	64.9	52.4

자료: 팬오션 SK 증권

2018년 3분기 말 기준 CVC 수행 현황 (27 척)

화주명	운영 선박	잔여 계약기간	IMO SOx 규제 대응	비고
Vale	8척	18.3년	스크러버 설치	
발전자회사	7척	10.0년	LSFO	남부 3척, 남동 2척, 중부 1척, 동서 1척
Fibria	5척	19.0년	LSFO	
포스코	4척	10.4년	2척 스크러버, 2척 LSFO	
현대제철	3척	11.7년	LSFO	
합계	27척	14.5년		

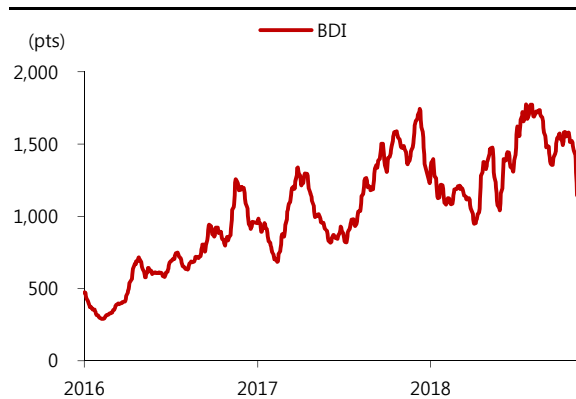
자료: 팬오션, SK 증권

2018년 3분기 말 기준 도입 예정 선박 (17+1 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
벌크	37,500 DWT	2척	2020.6 ~ 2020.12	
벌크	63,500 DWT	2+1척	2020.9 ~ 2020.10	
컨테이너	1,800 TEU	2척	2019.11 ~ 2020.1	용선 선박 대체
합계		17+1척		

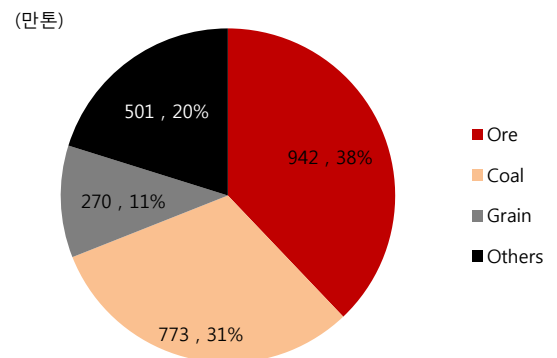
자료: 팬오션, SK 증권

BDI 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

2018년 3분기 기준 화종별 물동량 비중



자료: 팬오션, SK 증권

중국 은 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, 석탄발전소들 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

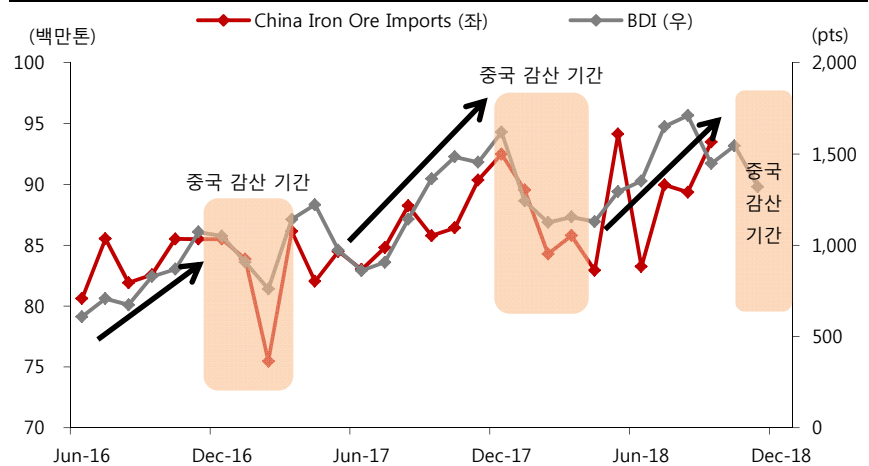
Blue Sky Protection (2018~2019)

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



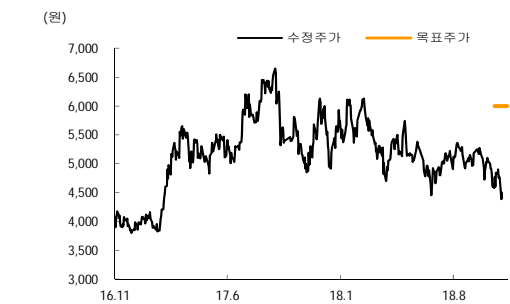
자료 : Reuters, Clarksons Research, SK 증권

팬오션 목표 주가 산출

	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
BPS(원)	4,698	4,698	4,724	4,996	5,069
Target BPS(원)	4,872				
Target PBR(배)	1.3				
목표 주가(원)	6,000				
현재 주가(원)	4,495				
상승 여력	33%				

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.14	매수	6,000원	6개월		
2018.10.31	매수	6,000원	6개월	-21.50%	-18.33%



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 기관투자자 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 11 월 14 일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	573	613	836	1,048	1,310
현금및현금성자산	245	208	371	552	780
매출채권및기타채권	99	105	129	138	148
재고자산	48	50	62	66	71
비유동자산	3,757	3,281	3,351	3,275	3,204
장기금융자산	38	19	19	19	19
유형자산	3,678	3,224	3,288	3,209	3,136
무형자산	10	10	9	8	8
자산총계	4,331	3,894	4,187	4,323	4,514
유동부채	524	545	656	681	705
단기금융부채	326	320	380	385	388
매입채무 및 기타채무	92	113	139	149	160
단기충당부채	1	3	3	4	4
비유동부채	1,241	939	1,019	1,048	1,074
장기금융부채	1,195	902	860	860	857
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	39	32	39	42	46
부채총계	1,765	1,485	1,676	1,729	1,780
지배주주지분	2,541	2,389	2,493	2,578	2,720
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	68	185	359
비지배주주지분	25	21	19	16	14
자본총계	2,566	2,410	2,511	2,594	2,734
부채외자본총계	4,331	3,894	4,187	4,323	4,514

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	299	313	327	302	356
당기순이익(손실)	97	141	134	114	172
비현금성항목등	234	218	224	234	251
유형자산감가상각비	168	167	160	159	159
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	20	1	-28	-8	-8
운전자본감소(증가)	-31	-46	-11	-10	-12
매출채권및기타채권의 감소(증가)	32	-15	5	-9	-10
재고자산감소(증가)	-6	-8	-8	-4	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	11	-9	10	11
기타	-54	-34	1	-7	-8
법인세납부	-1	-1	-21	-36	-55
투자활동현금흐름	-92	-117	-46	-75	-78
금융자산감소(증가)	-24	-14	22	0	0
유형자산감소(증가)	-76	-106	-68	-80	-85
무형자산감소(증가)	-2	-1	0	0	0
기타	9	4	1	5	7
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	164	181	228
기초현금	278	245	208	371	552
기말현금	245	208	371	552	780
FCF	118	183	209	211	262

자료 : 팬오션 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,874	2,336	2,747	3,059	3,282
매출원가	1,650	2,072	2,483	2,783	2,926
매출총이익	224	264	264	276	356
매출총이익률 (%)	11.9	11.3	9.6	9.0	10.9
판매비와관리비	56	69	72	87	94
영업이익	168	195	192	189	262
영업이익률 (%)	9.0	8.4	7.0	6.2	8.0
비영업손익	-69	-52	-37	-38	-36
순금융비용	41	50	46	45	43
외환관련손익	-3	4	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	99	143	154	151	226
세전계속사업이익률 (%)	5.3	6.1	5.6	4.9	6.9
계속사업법인세	2	2	20	36	55
계속사업이익	97	141	134	114	172
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	97	141	134	114	172
순이익률 (%)	5.2	6.1	4.9	3.7	5.2
지배주주	98	143	137	117	174
지배주주귀속 순이익률(%)	5.22	6.12	4.97	3.81	5.3
비지배주주	-1	-2	-2	-2	-2
총포괄이익	176	-155	103	83	140
지배주주	176	-151	105	85	142
비지배주주	0	-4	-2	-2	-2
EBITDA	337	363	353	349	422

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	3.0	24.7	17.6	11.3	7.3
영업이익	-26.8	16.2	-1.8	-1.4	38.9
세전계속사업이익	107.4	44.4	7.8	-2.3	50.2
EBITDA	-14.1	7.7	-2.9	-1.1	21.1
EPS(계속사업)	42.8	45.5	-4.5	-14.7	49.2
수익성 (%)					
ROE	4.0	5.8	5.6	4.6	6.6
ROA	2.3	3.4	3.3	2.7	3.9
EBITDA마진	18.0	15.5	12.8	11.4	12.9
안정성 (%)					
유동비율	109.4	112.4	127.3	154.0	185.7
부채비율	68.8	61.6	66.7	66.6	65.1
순차입금/자기자본	48.9	40.1	33.5	25.6	16.0
EBITDA/이자비용(배)	7.6	7.0	7.1	7.0	8.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	184	268	256	218	325
BPS	4,754	4,469	4,663	4,822	5,089
CFPS	502	582	557	517	624
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.5	24.8	24.0	28.1	18.9
PER(최저)	15.6	14.3	17.2	20.1	13.5
PBR(최고)	0.9	1.5	1.3	1.3	1.2
PBR(최저)	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
PCR	7.9	9.1	8.1	8.7	7.2
EV/EBITDA(최고)	10.7	12.5	11.8	11.4	8.8
EV/EBITDA(최저)	8.3	8.4	9.1	8.7	6.6