

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180

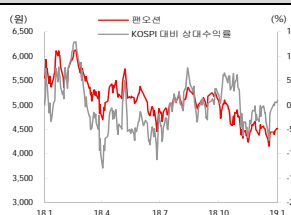
Company Data

자본금	535 십억원
발행주식수	53,457 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,414 십억원
주요주주	
하림지주(외29)	54.90%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	9.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/01/08)	4,515 원
KOSPI	2025.27 pt
52주 Beta	1.24
52주 최고가	6,130 원
52주 최저가	4,155 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.2%	3.8%
6개월	-8.3%	2.9%
12개월	-18.7%	1.0%

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

[4Q18 Preview] BDI의 상단이 제한되어 CVC 확대가 중요함

동사의 4Q18 매출액은 7,201 억원, 영업이익은 509 억원이 전망됨. BDI 하락으로 벌크 매출액이 감소했으나 용선료와 연료비 하락으로 영업이익은 500 억대를 사수함. 단기적으로 중국이 철강 생산과 석탄 사용량을 줄이고 있고 중장기적으로도 전기로 비중이 상승함에 따라 BDI 상단이 제한되고 있으나 지속적인 CVC 확대에 따라 BDI에 대한 실적 변동성이 낮아질 것임. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

4Q18 매출액 7,201 억원, 영업이익 509 억원 전망

동사의 4Q18 매출액은 7,201 억원, 영업이익은 509 억원이 전망됨. 분기 평균 BDI가 3Q18 1,607pts에서 4Q18 1,363pts로 하락함에 따라 벌크 매출액이 감소한 것으로 추정됨. 하지만 BDI가 하락한 만큼 비용 단에서 용선료가 줄어들고 유가 하락으로 연료비도 줄어들었으며 CVC로 인해 500 억원 수준의 영업이익은 유지한 것으로 보임

중국의 철강 생산 및 석탄 사용 감소로 BDI의 구조적인 상승은 제한됨

중국은 동절기 철강 감산 명령과 함께 1Q19에 전진대를 앞두고 철강 생산을 줄이는 모습이며 탈석탄정책의 일환으로 발전/난반용 석탄을 수입하는 대신에 2017년부터 본격적으로 천연가스의 수입을 늘리고 있음. 따라서 건화물 물동량의 절반 이상을 차지하는 철광석과 석탄 물동량 성장이 제한되어 단기적으로 BDI가 상승하기 어려워 보임. 아울러 중장기적으로 중국이 고로보다 전기로에서 조강 생산을 늘릴 개연성이 높은 것도 BDI의 상단을 제한하는 요소임. 중국 내 노폐 철 스크랩 공급 과잉이 전망됨에 따라 고로 대비 전기로의 cost merit가 커져 고로 가동률이 더욱 하락하며 중국이 철광석 및 제철용 석탄을 더 수입할 유인이 떨어지기 때문임

투자의견 매수, 목표주가 6,000 원 유지

BDI의 상단이 제한되는 상황에서 다른 벌크선사 대비 상대적으로 CVC의 비중이 낮은 점은 아쉬움. 그러나 동사는 4Q18에도 CVC 물량을 추가한 것으로 알려져 점차 BDI에 대한 실적 변동성을 줄여 나갈 것으로 판단됨. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

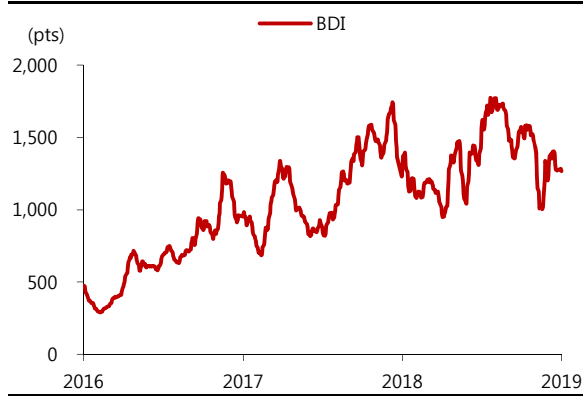
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	1,819	1,874	2,336	2,736	3,023	3,244
yoy	%	10.6	3.0	24.7	17.1	10.5	7.3
영업이익	십억원	229	168	195	202	210	251
yoy	%	6.2	-26.8	16.2	3.8	3.8	19.6
EBITDA	십억원	392	337	363	366	371	412
세전이익	십억원	48	99	143	162	169	214
순이익(지배주주)	십억원	46	98	143	153	131	165
영업이익률%	%	12.6	9.0	8.4	7.4	7.0	7.7
EBITDA%	%	21.6	18.0	15.5	13.4	12.3	12.7
순이익률	%	2.5	5.2	6.1	5.5	4.3	5.0
EPS	원	129	184	268	286	245	308
PER	배	28.7	21.7	19.7	15.5	18.4	14.7
PBR	배	0.8	0.8	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	8.2	10.1	10.5	9.0	8.4	7.0
ROE	%	2.4	4.0	5.8	6.3	5.2	6.4
순차입금	십억원	1,229	1,256	965	882	684	460
부채비율	%	77.4	68.8	61.6	64.2	66.5	67.7

팬오션 실적 추이 및 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	7,201	23,362	27,359	30,230
1. 해운업	4,900	5,270	5,334	5,408	5,218	6,066	6,540	6,618	20,912	24,442	26,758
벌크	4,057	4,387	4,468	4,514	4,352	5,123	5,564	5,423	17,425	20,463	21,778
YoY	7.3%	45.2%	37.3%	18.7%	7.3%	16.8%	24.5%	20.1%	25.8%	17.4%	6.4%
QoQ	6.7%	8.1%	1.9%	1.0%	-3.6%	17.7%	8.6%	-2.5%			
컨테이너	409	478	492	509	479	562	605	687	1,888	2,333	2,799
YoY	-10.0%	21.0%	16.1%	56.3%	17.1%	17.6%	22.8%	35.0%	18.1%	23.5%	20.0%
QoQ	25.6%	16.9%	2.9%	3.4%	-5.9%	17.4%	7.6%	13.6%			
탱커선	372	354	324	338	316	305	294	427	1,388	1,341	1,814
YoY	-22.4%	-24.9%	-18.1%	-14.2%	-15.2%	-13.8%	-9.4%	26.4%	-20.2%	-3.4%	35.2%
QoQ	-5.5%	-5.0%	-8.3%	4.2%	-6.6%	-3.4%	-3.6%	45.5%			
해운기타	61	51	49	48	71	75	78	81	209	305	366
YoY	21.8%	106.0%	-29.0%	-22.3%	16.0%	47.2%	57.6%	70.0%	1.7%	45.7%	20.0%
QoQ	-0.2%	-16.5%	-3.9%	-3.0%	49.0%	6.0%	2.9%	4.6%			
2. 곡물사업	423	1,240	663	696	537	895	1,329	696	3,023	3,457	3,949
YoY	-5.4%	154.4%	-17.8%	15.0%	27.0%	-27.8%	100.4%	0.0%	28.8%	14.4%	14.2%
QoQ	-30.2%	193.4%	-46.5%	5.0%	-22.9%	66.8%	48.5%	-47.6%			
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	-467	-1,708	-1,718	-1,890
YoY	-61.2%	384.0%	-4.7%	38.8%	9.9%	-11.3%	-1.5%	8.9%	-2.9%	0.6%	10.0%
QoQ	10.7%	43.5%	-8.8%	-4.1%	-12.4%	15.8%	1.3%	5.9%			
매출원가	4,673	5,675	5,149	5,224	5,049	6,102	6,976	6,487	20,721	24,614	27,268
용선료	976	1,194	1,261	1,355	1,353	1,735	1,781	1,736	4,787	6,606	6,971
연료비	1,225	1,150	1,126	1,196	1,239	1,442	1,620	1,536	4,696	5,837	5,776
영업이익	409	488	522	531	440	501	575	509	1,950	2,024	2,100
BDI(pts)	945	1,006	1,137	1,509	1,175	1,260	1,607	1,363	1,145	1,351	1,387
WTI(\$/bbl)	52.0	48.2	48.2	55.2	62.9	68.0	69.6	58.8	50.9	64.8	48.2

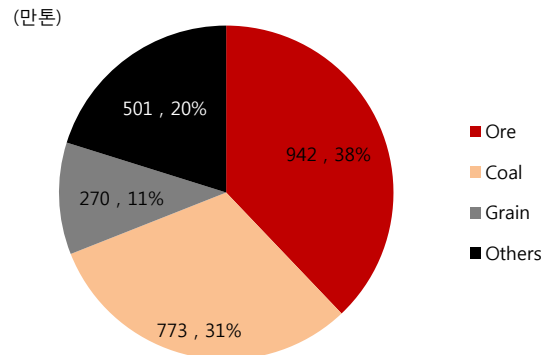
자료: 팬오션 SK 증권

BDI 추이



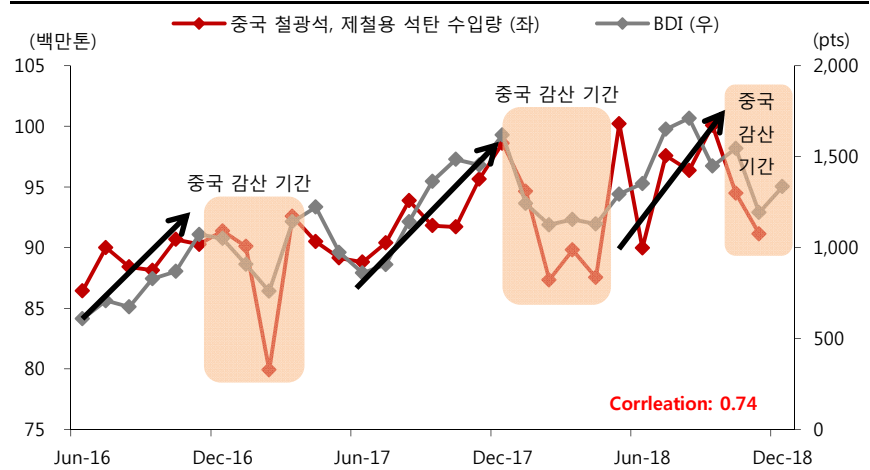
자료: Clarksons Research, SK 증권

2018년 3분기 기준 화종별 물동량 비중



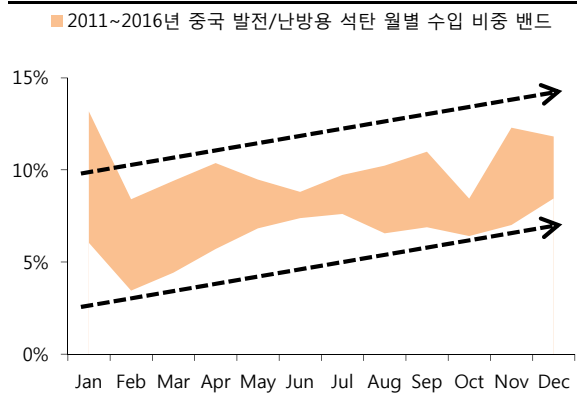
자료: 팬오션, SK 증권

중국의 철광석과 석탄 수입량에 따라 움직이는 BDI



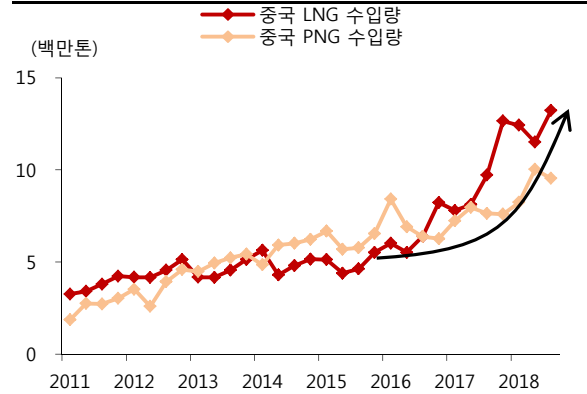
자료: Reuters, Clarksons Research, SK 증권

2016년까지 동절기로 갈수록 중국은 석탄 수입을 늘려왔었음



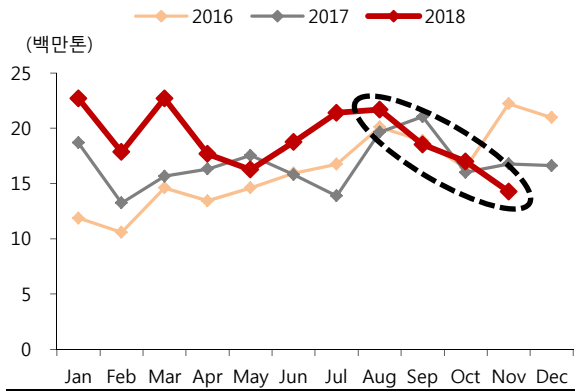
자료: Bloomberg, China Customs, SK 증권

2017년부터 중국이 가스 사용량을 본격적으로 늘렸음



자료: KITA, China Customs, SK 증권

2017년부터는 동절기 발전/난방용 석탄 수입이 확실히 줄어들



자료: Bloomberg, China Customs, SK 증권

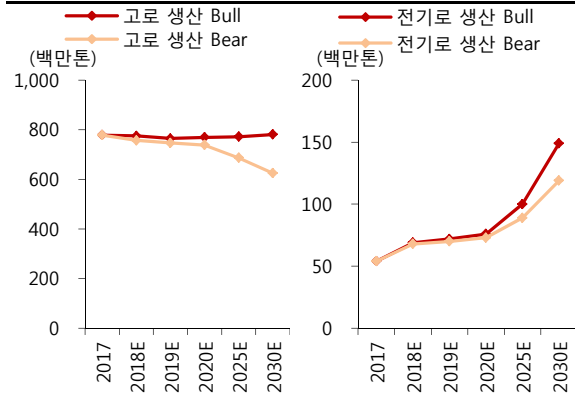
NDRC는 석탄 수입 쿼터제를 도입하겠다고도 밝힌 상황

China to impose monthly coal import controls

China will likely impose monthly import controls as its top economic planning body, *the National Development and Reform Commission, looks set to apply a firmer grip on imported coal volumes in 2019*, sources said Thursday... (중략)... At a meeting of the NDRC this week, officials discussed the country's supply and demand situation for coking and thermal coal, and highlighted the need to "*firmly control imports*," several market sources in China said. (하략)

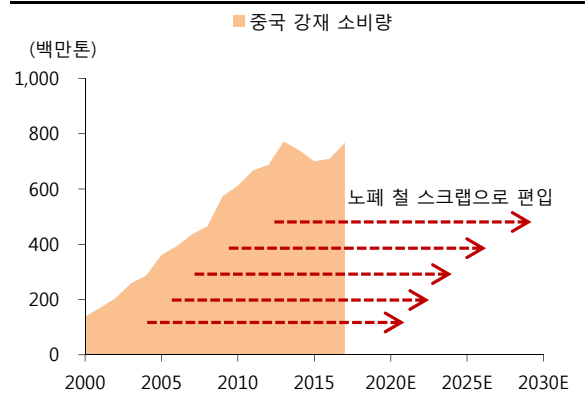
자료: S&P Global Platts(2018-12-27), SK 증권

중국의 조강 생산에서 전기로 생산 비중이 증가할 것으로 전망됨



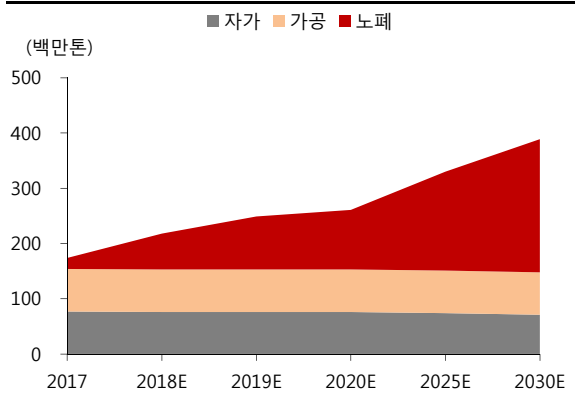
자료: POSRI, SK 증권

중국의 강제 소비량 증가는 미래 노폐 철 스크랩 증가를 의미함



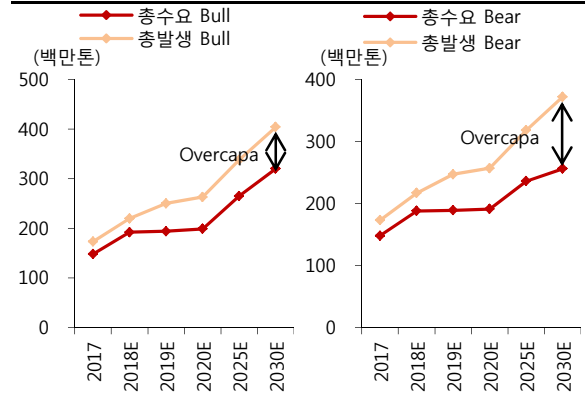
자료: World Steel Association, SK 증권

따라서 중국의 노폐 철 스크랩은 증가할 것임



자료: POSRI, SK 증권

중국 철 스크랩은 공급 과잉으로 전기로의 cost merit 확대 전망



자료: POSRI, SK 증권

2018년 3분기 말 기준 CVC 수행 현황 (27 척)

회사명	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	
포스쿠	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		

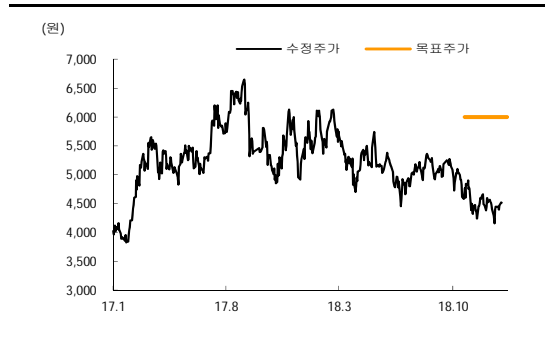
자료: 팬오션, SK 증권

팬오션 목표 주가 산출

	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
BPS(원)	4,655	4,655	4,692	4,971	4,962
Target BPS(원)	4,820				
Target PBR(배)	1.3				
목표 주가(원)	6,000				
현재 주가(원)	4,515				
상승 여력	33%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.09	매수	6,000원	6개월		
2018.11.14	매수	6,000원	6개월	-24.83%	-18.33%
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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 1월 9일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	573	613	706	939	1,198
현금및현금성자산	245	208	253	456	681
매출채권및기타채권	99	105	127	136	146
재고자산	48	50	61	65	70
비유동자산	3,757	3,281	3,378	3,300	3,227
장기금융자산	38	19	19	19	19
유형자산	3,678	3,224	3,316	3,237	3,161
무형자산	10	10	9	8	7
자산총계	4,331	3,894	4,085	4,239	4,425
유동부채	524	545	597	621	645
단기금융부채	326	320	325	329	332
매입채무 및 기타채무	92	113	137	147	157
단기충당부채	1	3	3	4	4
비유동부채	1,241	939	1,000	1,072	1,142
장기금융부채	1,195	902	834	834	832
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	39	32	39	41	45
부채총계	1,765	1,485	1,597	1,693	1,787
지배주주지분	2,541	2,389	2,471	2,532	2,628
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	85	216	380
비지배주주지분	25	21	17	14	11
자본총계	2,566	2,410	2,488	2,547	2,638
부채외자본총계	4,331	3,894	4,085	4,239	4,425

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	299	313	339	320	349
당기순이익(손실)	97	141	151	128	162
비현금성항목등	234	218	223	243	250
유형자산감가상각비	168	167	162	160	160
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	20	1	-33	-3	-3
운전자본감소(증가)	-31	-46	-22	-10	-12
매출채권및기타채권의 감소(증가)	32	-15	11	-9	-10
재고자산감소(증가)	-6	-8	-8	-4	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	11	-44	10	11
기타	-54	-34	18	-6	-8
법인세납부	-1	-1	-12	-41	-52
투자활동현금흐름	-92	-117	-99	-76	-77
금융자산감소(증가)	-24	-14	20	0	0
유형자산감소(증가)	-76	-106	-124	-80	-85
무형자산감소(증가)	-2	-1	0	0	0
기타	9	4	6	4	8
재무활동현금흐름	-246	-206	-201	-42	-47
단기금융부채증가(감소)	0	0	-7	4	3
장기금융부채증가(감소)	-198	-155	-108	0	-3
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-48	-51	-86	-47	-47
현금의 증가(감소)	-33	-37	46	202	225
기초현금	278	245	208	253	456
기말현금	245	208	253	456	681
FCF	118	183	167	229	255

자료 : 팬오션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,874	2,336	2,736	3,023	3,244
매출원가	1,650	2,072	2,461	2,727	2,900
매출총이익	224	264	275	296	344
매출총이익률 (%)	11.9	11.3	10.0	9.8	10.6
판매비와관리비	56	69	72	86	92
영업이익	168	195	202	210	251
영업이익률 (%)	9.0	8.4	7.4	7.0	7.7
비영업손익	-69	-52	-40	-41	-38
순금융비용	41	50	44	42	39
외환관련손익	-3	4	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	99	143	162	169	214
세전계속사업이익률 (%)	5.3	6.1	5.9	5.6	6.6
계속사업법인세	2	2	12	41	52
계속사업이익	97	141	151	128	162
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	97	141	151	128	162
순이익률 (%)	5.2	6.1	5.5	4.3	5.0
지배주주	98	143	153	131	165
지배주주귀속 순이익률(%)	5.22	6.12	5.59	4.33	5.07
비지배주주	-1	-2	-3	-3	-3
총포괄이익	176	-155	80	58	92
지배주주	176	-151	84	62	95
비지배주주	0	-4	-3	-3	-3
EBITDA	337	363	366	371	412

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	3.0	24.7	17.1	10.5	7.3
영업이익	-26.8	16.2	3.8	3.8	19.6
세전계속사업이익	107.4	44.4	13.4	4.4	26.1
EBITDA	-14.1	7.7	0.8	1.4	11.1
EPS(계속사업)	42.8	45.5	7.0	-14.4	25.6
수익성 (%)					
ROE	4.0	5.8	6.3	5.2	6.4
ROA	2.3	3.4	3.8	3.1	3.7
EBITDA마진	18.0	15.5	13.4	12.3	12.7
안정성 (%)					
유동비율	109.4	112.4	118.4	151.4	185.8
부채비율	68.8	61.6	64.2	66.5	67.7
순차입금/자기자본	48.9	40.1	35.4	26.9	17.4
EBITDA/이자비용(배)	7.6	7.0	7.9	7.9	8.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	184	268	286	245	308
BPS	4,754	4,469	4,622	4,737	4,915
CFPS	502	582	592	546	609
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.5	24.8	21.4	18.5	14.7
PER(최저)	15.6	14.3	14.5	17.9	14.3
PBR(최고)	0.9	1.5	1.3	1.0	0.9
PBR(최저)	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
PCR	7.9	9.1	7.5	8.3	7.4
EV/EBITDA(최고)	10.7	12.5	11.4	8.4	7.0
EV/EBITDA(최저)	8.3	8.4	8.5	8.2	6.9