

SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

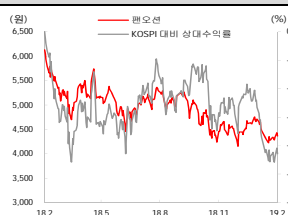
Company Data

자본금	535 십억원
발행주식수	53,457 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,333 십억원
주요주주	
하림지주(외30)	54.90%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	9.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/02/26)	4,365 원
KOSPI	2226.6 pt
52주 Beta	1.19
52주 최고가	6,050 원
52주 최저가	4,155 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.3%	-9.4%
6개월	-17.3%	-14.9%
12개월	-28.8%	-21.4%

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

[4Q18 Review] BDI 약세 지속으로 2019 년 실적 우려 확대

동사의 4Q18 매출액은 6,525 억원으로 컨센서스인 6,792 억원을 3.9% 하회했으며 영업이익은 524 억원으로 컨센서스에 부합하는 수준을 기록. BDI 하락에 따른 벌크선 매출액과 영업이익이 QoQ 감소함. Vale 댐 사고 등으로 2019 년 BDI도 불황을 벗어나기 어렵기에 실적 우려가 여전히 해소되지 않음. CVC 확대와 곡물사업부의 흑자 확대가 턴어라운드 발판이 될 것. 투자 의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

4Q18 매출액 6,525 억원, 영업이익 524 억 기록

동사의 4Q18 매출액은 6,525 억원으로 컨센서스인 6,792 억원을 3.9% 하회했으며 영업이익은 524 억원으로 컨센서스에 부합하는 수준을 기록함. 4Q18 평균 BDI는 1,363pts로 3Q18 평균인 1,607 pts 대비 15.2% 감소하며 연결 조정 기준 4Q18 벌크선 매출액은 3Q18 대비 6.7% 하락한 4,780 억원을 기록함. 연결 조정 기준 4Q18 벌크선 영업이익은 3Q18 대비 11.1% 감소한 502 억원을 기록함

CVC 확대와 곡물사업부 이익 개선 여부가 관건

SK 증권 리서치센터는 지난 1 월 8 일 발간한 ‘Cyclical Bulletin Release 16: 중국, 철강, 그리고 BDI’ 자료를 통해서 BDI 의 중장기 침체 의견을 밝힌 바 있음. 더군다나 Vale 댐 사고의 여파도 올해 상반기 동안 지속될 것이기에 2019 년 평균 BDI 를 1,208pts 수준으로 제시하며 동사의 2019 년 연결 기준 연간 영업이익은 1,712 억원을 기록할 것으로 전망함. 따라서 BDI 에 노출되지 않는 CVC 물량 확대 속도가 동사 이익 개선의 관건이 될 것임. 아울러 사실상 이익이 거의 나지 않아 매출이 성장할수록 전사 이익에 악영향을 주는 곡물사업부에서 ASP 가 높은 곡물을 판매할 때까지 가시적인 이익 턴어라운드 는 어려울 것임

투자의견 매수, 목표주가 6,000 원 유지

BPS 추정치에 큰 변화가 없어 투자의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

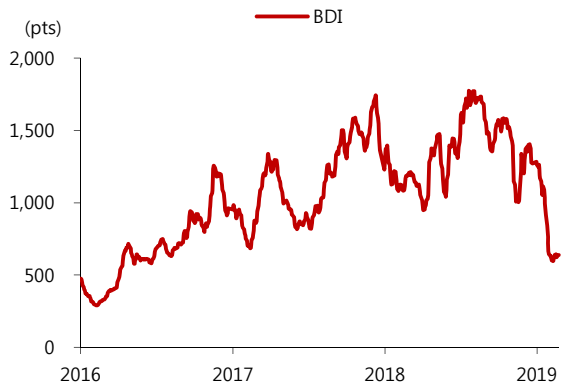
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	1,819	1,874	2,336	2,668	2,725	2,923
yoy	%	10.6	3.0	24.7	14.2	2.1	7.3
영업이익	십억원	229	168	195	204	171	198
yoy	%	6.2	-26.8	16.2	4.6	-16.0	15.6
EBITDA	십억원	392	337	363	367	332	359
세전이익	십억원	48	99	143	164	131	160
순이익(지배주주)	십억원	46	98	143	154	102	124
영업이익률%	%	12.6	9.0	8.4	7.6	6.3	6.8
EBITDA%	%	21.6	18.0	15.5	13.8	12.2	12.3
순이익률	%	2.5	5.2	6.1	5.7	3.6	4.2
EPS	원	129	184	268	288	190	231
PER	배	28.7	21.7	19.7	15.4	23.0	18.9
PBR	배	0.8	0.8	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	8.2	10.1	10.5	8.9	9.2	8.0
ROE	%	2.4	4.0	5.8	6.3	4.1	4.9
순차입금	십억원	1,229	1,256	965	867	693	508
부채비율	%	77.4	68.8	61.6	63.0	65.6	67.8

팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018	2019E
매출액	5,229	6,325	5,838	5,970	5,655	6,788	7,715	6,525	23,362	26,684	27,250
1. 해운업	4,900	5,270	5,334	5,408	5,218	6,066	6,540	6,262	20,912	24,086	24,760
벌크	4,057	4,387	4,468	4,514	4,352	5,123	5,564	5,209	17,425	20,249	20,721
YoY	7.3%	45.2%	37.3%	18.7%	7.3%	16.8%	24.5%	15.4%	25.8%	16.2%	2.3%
QoQ	6.7%	8.1%	1.9%	1.0%	-3.6%	17.7%	8.6%	-6.4%			
컨테이너	409	478	492	509	479	562	605	657	1,888	2,303	2,290
YoY	-10.0%	21.0%	16.1%	56.3%	17.1%	17.6%	22.8%	35.0%	18.1%	22.0%	-0.6%
QoQ	25.6%	16.9%	2.9%	3.4%	-5.9%	17.4%	7.6%	8.7%			
탱커선	372	354	324	338	316	305	294	330	1,388	1,244	1,400
YoY	-22.4%	-24.9%	-18.1%	-14.2%	-15.2%	-13.8%	-9.4%	-2.4%	-20.2%	-10.4%	12.6%
QoQ	-5.5%	-5.0%	-8.3%	4.2%	-6.6%	-3.4%	-3.6%	12.3%			
해운기타	61	51	49	48	71	75	78	66	209	290	348
YoY	21.8%	106.0%	-29.0%	-22.3%	16.0%	47.2%	57.6%	70.0%	1.7%	38.5%	20.0%
QoQ	-0.2%	-16.5%	-3.9%	-3.0%	49.0%	6.0%	2.9%	-14.9%			
2. 곡물사업	423	1,240	663	696	537	895	1,329	397	3,023	3,157	2,850
YoY	-5.4%	154.4%	-17.8%	15.0%	27.0%	-27.8%	100.4%	0.0%	28.8%	4.5%	-9.7%
QoQ	-30.2%	193.4%	-46.5%	5.0%	-22.9%	66.8%	48.5%	-70.1%			
3. 기 타	248	305	289	294	276	262	287	295	1,136	1,120	1,344
YoY	28.0%	132.5%	62.9%	19.1%	11.1%	-14.1%	-0.7%	20.0%	51.6%	-1.4%	20.0%
QoQ	0.6%	23.0%	-5.5%	1.9%	-6.1%	-4.9%	9.2%	3.0%			
(내부거래)	-342	-490	-447	-429	-375	-435	-441	-423	-1,708	-1,674	-1,704
YoY	-61.2%	384.0%	-4.7%	38.8%	9.9%	-11.3%	-1.5%	-1.3%	-2.9%	-2.0%	1.7%
QoQ	10.7%	43.5%	-8.8%	-4.1%	-12.4%	15.8%	1.3%	-3.9%			
매출원가	4,673	5,675	5,149	5,224	5,049	6,102	6,976	5,776	20,721	23,903	24,762
용선료	976	1,194	1,261	1,355	1,353	1,735	1,781	1,736	4,787	6,606	6,664
연료비	1,225	1,150	1,126	1,196	1,239	1,442	1,620	1,536	4,696	5,837	5,828
영업이익	409	488	522	531	440	501	575	524	1,950	2,039	1,712
BDI(pts)	945	1,006	1,137	1,509	1,175	1,260	1,607	1,363	1,145	1,351	1,208
WTI(\$/bbl)	52.0	48.2	48.2	55.2	62.9	68.0	69.6	58.8	50.9	64.8	50.0

자료: 팬오션 SK 증권

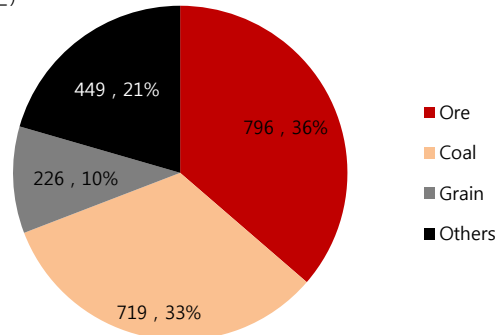
BDI 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

2018년 4분기 기준 화종별 물동량 비중

(만톤)



자료: 팬오션, SK 증권

2018년 4분기 말 기준 CVC 수행 현황 (28 척)

화주명	운영 선박	잔여 계약기간	IMO SOx 규제 대응	비고
Vale	8척	17.9년	스크러버 설치	
발전자회사	7척	9.6년	LSFO	남부 3척, 남동 2척, 중부 1척, 동서 1척
Suzano	6척	18.6년	LSFO	
포스코	4척	10.0년	2척 스크러버, 2척 LSFO	
현대제철	3척	11.3년	LSFO	
합계	28척	14.1년		

자료: 팬오션, SK 증권

2018년 4분기 말 기준 도입 예정 선박 (19 척)

선종	Size	척수	인도 예정 시점	비고
벌크	62,000 DWT	4척	2019.3 ~ 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	3척	2020.9 ~ 2020.10	
벌크	208,000 DWT	2척	2020.10 ~ 2020.11	
컨테이너	1,800 TEU	2척	2019.11 ~ 2020.1	용선 선박 대체
합계		19척		

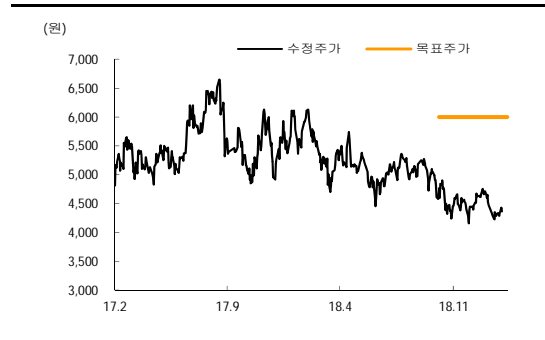
자료: 팬오션, SK 증권

팬오션 목표 주가 산출

	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
BPS(원)	4,657	4,677	4,939	4,927	4,711
Target BPS(원)	4,813				
Target PBR(배)	1.3				
목표 주가(원)	6,000				
현재 주가(원)	4,365				
상승 여력	37%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.02.26	매수	6,000원	6개월		
2019.01.09	매수	6,000원	6개월	-24.88%	-18.33%
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 기관투자자 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 2월 26일 기준)

매수	90.08%	중립	9.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	573	613	681	875	1,090
현금및현금성자산	245	208	269	447	632
매출채권및기타채권	99	105	115	120	128
재고자산	48	50	55	57	61
비유동자산	3,757	3,281	3,375	3,296	3,222
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	4,057	4,171	4,312
유동부채	524	545	571	586	607
단기금융부채	326	320	325	329	332
매입채무 및 기타채무	92	113	124	129	138
단기충당부채	1	3	3	3	3
비유동부채	1,241	939	996	1,067	1,136
장기금융부채	1,195	902	834	834	832
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	39	32	35	36	39
부채총계	1,765	1,485	1,567	1,653	1,743
지배주주지분	2,541	2,389	2,472	2,504	2,558
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	86	187	311
비지배주주지분	25	21	17	14	11
자본총계	2,566	2,410	2,489	2,518	2,569
부채외자본총계	4,331	3,894	4,057	4,171	4,312

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	299	313	354	296	310
당기순이익(손실)	97	141	152	99	121
비현금성항목등	234	218	223	233	238
유형자산감가상각비	168	167	162	160	160
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	20	1	-33	-3	-3
운전자본감소(증가)	-31	-46	-8	-5	-10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	32	-15	23	-5	-9
재고자산감소(증가)	-6	-8	-2	-2	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	11	-56	5	9
기타	-54	-34	28	-3	-7
법인세납부	-1	-1	-13	-32	-39
투자활동현금흐름	-92	-117	-99	-76	-78
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	7
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	61	178	185
기초현금	278	245	208	269	447
기말현금	245	208	269	447	632
FCF	118	183	182	205	216

자료 : 팬오션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,874	2,336	2,668	2,725	2,923
매출원가	1,650	2,072	2,390	2,476	2,642
매출총이익	224	264	278	249	281
매출총이익률 (%)	11.9	11.3	10.4	9.1	9.6
판매비와관리비	56	69	74	78	83
영업이익	168	195	204	171	198
영업이익률 (%)	9.0	8.4	7.6	6.3	6.8
비영업손익	-69	-52	-40	-41	-38
순금융비용	41	50	44	42	40
외환관련손익	-3	4	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	99	143	164	131	160
세전계속사업이익률 (%)	5.3	6.1	6.1	4.8	5.5
계속사업법인세	2	2	12	32	39
계속사업이익	97	141	152	99	121
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	97	141	152	99	121
순이익률 (%)	5.2	6.1	5.7	3.6	4.2
지배주주	98	143	154	102	124
지배주주귀속 순이익률(%)	5.22	6.12	5.78	3.72	4.23
비지배주주	-1	-2	-3	-3	-3
총포괄이익	176	-155	81	29	51
지배주주	176	-151	85	32	54
비지배주주	0	-4	-3	-3	-3
EBITDA	337	363	367	332	359

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	3.0	24.7	14.2	2.1	7.3
영업이익	-26.8	16.2	4.6	-16.0	15.6
세전계속사업이익	107.4	44.4	14.5	-20.3	22.4
EBITDA	-14.1	7.7	1.2	-9.6	8.1
EPS(계속사업)	42.8	45.5	7.8	-34.2	21.9
수익성 (%)					
ROE	4.0	5.8	6.3	4.1	4.9
ROA	2.3	3.4	3.8	2.4	2.9
EBITDA마진	18.0	15.5	13.8	12.2	12.3
안정성 (%)					
유동비율	109.4	112.4	119.3	149.5	179.6
부채비율	68.8	61.6	63.0	65.6	67.8
순차입금/자기자본	48.9	40.1	34.8	27.5	19.8
EBITDA/이자비용(배)	7.6	7.0	7.9	7.1	7.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	184	268	288	190	231
BPS	4,754	4,469	4,624	4,684	4,786
CFPS	502	582	594	491	533
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.5	24.8	21.3	25.0	20.6
PER(최저)	15.6	14.3	14.4	22.3	18.3
PBR(최고)	0.9	1.5	1.3	1.0	1.0
PBR(최저)	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
PCR	7.9	9.1	7.5	8.9	8.2
EV/EBITDA(최고)	10.7	12.5	11.3	9.8	8.5
EV/EBITDA(최저)	8.3	8.4	8.5	8.9	7.8