

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
유승우

yswbest@sk.com  
02-3773-9180

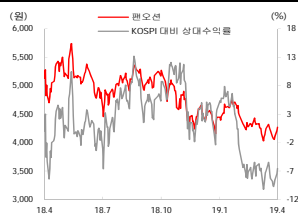
## Company Data

자본금	535 십억원
발행주식수	53,457 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,283 십억원
주요주주	
하림지주(외30)	54.90%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	9.70%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/04/02)	4,270 원
KOSPI	2177.18 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	5,740 원
52주 최저가	4,030 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.3%	-0.4%
6개월	-19.0%	-14.1%
12개월	-16.8%	-6.6%

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

## [1Q19 Preview] BDI 침체로 상반기 실적도 침체

동사의 1Q19 매출액은 5,998 억원, 영업이익은 416 억원이 전망됨. BDI 하락으로 벌크 매출액이 감소함. 중국의 가스 시대 진입, 전기로 비중 증대, 벌크의 수급적 부담, Vale 덩 사고 이슈가 상반기 내내 BDI를 누를 것. 그러나 동사의 지속적인 CVC 확대와 하반기부터 IMO의 환경규제에 대한 대응으로 폐선이 조금씩 이뤄질 수 있다는 점은 우호적인 부분임. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

## 1Q19 매출액 5,998 억원, 영업이익 416 억원 전망

동사의 1Q19 매출액은 5,998 억원, 영업이익은 416 억원이 전망됨. 분기 평균 BDI가 4Q18 1,363pts에서 1Q19 799pts로 하락함에 따라 벌크 매출액이 감소한 것으로 추정됨. 하지만 BDI가 하락한 만큼 비용 단에서 용선료가 줄어들고 유가 하락으로 연료비도 줄어들었을 것으로 추정됨

## 상반기 내내 BDI의 침체는 지속될 것임

SK 증권 리서치센터는 지난 1월 8일 발간한 'Cyclical Bulletin Release 16: 중국, 철강, 그리고 BDI' 보고서를 통해서 중국의 가스 시대로의 진입과 중국의 전기로 베이스의 조강 생산 비중 증가, 벌크의 수급적인 비우호성이 중장기적으로 BDI의 상방을 제한한다고 밝힌 바 있음. 게다가 Vale에서 시작된 최근의 단기적인 BDI 침체 현상도 브라질 현장이 복구될 때까지 지속될 수 밖에 없는 이슈임. 적어도 상반기 동안의 BDI 침체기는 유지될 것으로 판단함

## 투자 의견 매수, 목표주가 6,000 원 유지

BDI의 상단이 제한되는 상황에서 다른 벌크선사 대비 상대적으로 CVC의 비중이 낮은 점도 아쉬움. 그러나 동사는 1Q19에도 CVC 물량을 추가한 것으로 알려져 점차 BDI에 대한 실적 변동성을 줄여 나갈 것으로 판단됨. 그리고 하반기로 갈수록 IMO의 환경규제로 선주들이 노후 벌크선 폐선을 본격적으로 고민할 것이라는 점에서도 수급적으로 BDI에 조금이나마 우호적인 환경이 조성될 수 있을 것임. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	1,874	2,336	2,668	2,600	2,776	2,964
yoy	%	3.0	24.7	14.2	-2.6	6.8	6.8
영업이익	십억원	168	195	204	186	211	239
yoy	%	-26.8	16.2	4.6	-9.0	13.8	13.0
EBITDA	십억원	337	363	372	352	378	396
세전이익	십억원	99	143	149	133	164	196
순이익(지배주주)	십억원	98	143	152	105	128	152
영업이익률%	%	9.0	8.4	7.6	7.1	7.6	8.1
EBITDA%	%	18.0	15.5	14.0	13.6	13.6	13.4
순이익률	%	5.2	6.1	5.6	3.9	4.5	5.0
EPS	원	184	268	285	196	239	285
PER	배	21.7	19.7	15.6	21.8	17.9	15.0
PBR	배	0.8	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	10.1	10.5	8.8	8.5	7.4	6.3
ROE	%	4.0	5.8	6.1	3.8	4.3	4.8
순차입금	십억원	1,256	965	894	699	501	203
부채비율	%	68.8	61.6	54.8	50.9	47.8	44.9

## 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	5,655	6,788	7,715	6,525	5,998	6,466	7,141	6,392	23,362	26,684	25,997
1. 해운업	5,218	6,066	6,540	6,307	5,523	5,653	6,045	6,068	20,912	24,130	23,289
벌크	4,352	5,123	5,564	5,254	4,682	4,698	4,980	4,955	17,425	20,293	19,315
YoY	7.3%	16.8%	24.5%	16.4%	7.6%	-8.3%	-10.5%	-5.7%	25.8%	16.5%	-4.8%
QoQ	-3.6%	17.7%	8.6%	-5.6%	-10.9%	0.3%	6.0%	-0.5%			
컨테이너	479	562	605	658	431	534	635	691	1,888	2,303	2,291
YoY	17.1%	17.6%	22.8%	29.2%	-10.0%	-5.0%	5.0%	5.0%	18.1%	22.0%	-0.6%
QoQ	-5.9%	17.4%	7.6%	8.8%	-34.4%	23.9%	18.9%	8.8%			
탱커선	316	305	294	330	324	331	337	344	1,388	1,244	1,336
YoY	-15.2%	-13.8%	-9.4%	-2.5%	2.7%	8.5%	14.8%	4.3%	-20.2%	-10.4%	7.4%
QoQ	-6.6%	-3.4%	-3.6%	12.2%	-1.7%	2.0%	2.0%	2.0%			
해운기타	71	75	78	66	85	90	93	79	209	290	347
YoY	16.0%	47.2%	57.6%	37.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	1.7%	38.3%	20.0%
QoQ	49.0%	6.0%	2.9%	-15.5%	30.1%	6.0%	2.9%	-15.5%			
2. 곡물사업	537	895	1,329	397	563	940	1,223	417	3,023	3,158	3,143
YoY	27.0%	-27.8%	100.4%	-42.9%	5.0%	5.0%	-8.0%	5.0%	28.8%	4.5%	-0.5%
QoQ	-22.9%	66.8%	48.5%	-70.1%	41.8%	66.8%	30.1%	-65.9%			
3. 기 타	276	262	287	295	290	276	315	309	1,136	1,120	1,190
YoY	11.1%	-14.1%	-0.7%	0.2%	5.0%	5.0%	10.0%	5.0%	51.6%	-1.5%	6.3%
QoQ	-6.1%	-4.9%	9.2%	2.9%	-1.7%	-4.9%	14.4%	-1.8%			
(내부거래)	-375	-435	-441	-426	-378	-403	-441	-403	-1,708	-1,677	-1,625
YoY	9.9%	-11.3%	-1.5%	-0.6%	0.8%	-7.4%	0.2%	-5.5%	-2.9%	-1.8%	-3.1%
QoQ	-12.4%	15.8%	1.3%	-3.3%	-11.2%	6.4%	9.7%	-8.8%			
매출원가	5,049	6,102	6,976	5,776	5,403	5,906	6,587	5,496	20,721	23,903	23,393
용선료	1,353	1,735	1,781	1,607	1,275	1,281	1,473	1,436	4,787	6,476	5,465
연료비	1,239	1,442	1,620	1,531	1,497	1,461	1,442	1,423	4,696	5,831	5,823
영업이익	440	501	575	524	416	375	350	714	1,950	2,039	1,856
BDI(pts)	1,175	1,260	1,607	1,363	799	807	1,050	997	1,145	1,351	913
WTI(\$/bbl)	62.9	68.0	69.6	58.8	54.9	51.0	49.0	47.0	50.9	64.8	50.5

자료: 팬오션 SK 증권

## 2018년 4분기 말 기준 CVC 수행 현황 (28 척)

회사명	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	
포스쿠	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	Suzano CVC 15년 (옵션 +10년)
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	Vale CVC 5년
컨테이너	1,800 TEU	2척	2019.11 ~ 2020.1	용선 선박 대체
합계		19척		

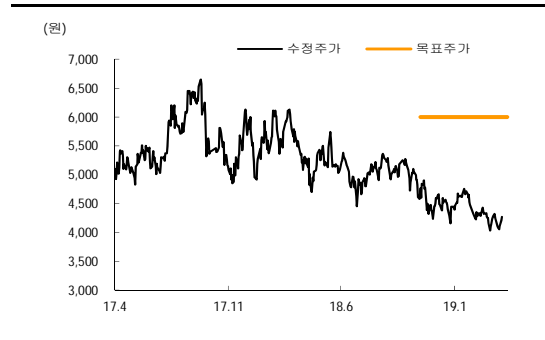
자료: 팬오션, SK 증권

## 팬오션 목표 주가 산출

	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
BPS(원)	4,977	4,997	5,268	5,254	5,356
Target BPS(원)	5,124				
Target PBR(배)	<b>1.3</b>				
목표 주가(원)	<b>6,000</b>				
현재 주가(원)	4,270				
상승 여력	<b>41%</b>				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.03	매수	6,000원	6개월		
2019.02.27	매수	6,000원	6개월	-26.08%	-18.33%
2019.01.09	매수	6,000원	6개월	-24.92%	-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 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 4월 3일 기준)**

매수	88.89%	중립	11.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	613	692	882	1,111	1,441
현금및현금성자산	208	209	408	606	904
매출채권및기타채권	105	145	142	152	162
재고자산	50	61	60	64	68
<b>비유동자산</b>	3,281	3,427	3,438	3,456	3,399
장기금융자산	19	18	18	18	18
유형자산	3,224	3,363	3,277	3,197	3,040
무형자산	10	9	8	7	6
<b>자산총계</b>	3,894	4,120	4,320	4,567	4,840
<b>유동부채</b>	545	671	669	691	711
단기금융부채	320	384	389	392	392
매입채무 및 기타채무	113	101	99	106	113
단기충당부채	3	3	2	3	3
<b>비유동부채</b>	939	789	788	786	789
장기금융부채	902	746	746	743	743
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	32	33	32	34	36
<b>부채총계</b>	1,485	1,459	1,457	1,477	1,500
<b>지배주주지분</b>	2,389	2,644	2,851	3,081	3,335
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,941	1,942	1,942	1,942	1,942
기타자본구성요소	5	5	5	5	5
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-66	85	190	318	470
<b>비지배주주지분</b>	21	17	13	9	4
<b>자본총계</b>	2,410	2,660	2,863	3,089	3,340
<b>부채외자본총계</b>	3,894	4,120	4,320	4,567	4,840

**현금흐름표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	313	327	323	327	337
당기순이익(손실)	141	149	101	124	149
비현금성항목등	218	233	251	254	248
유형자산감가상각비	167	167	166	165	157
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	1	12	4	4	4
운전자본감소(증가)	-46	-53	3	-11	-12
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-15	-22	3	-10	-10
재고자산감소(증가)	-8	-8	1	-4	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-4	-2	7	7
기타	-34	-20	1	-4	-4
법인세납부	-1	-1	-32	-40	-47
<b>투자활동현금흐름</b>	-117	-127	-74	-74	16
금융자산감소(증가)	-14	21	0	0	0
유형자산감소(증가)	-106	-151	-80	-85	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	4	5	6	11	16
<b>재무활동현금흐름</b>	-206	-208	-50	-54	-55
단기금융부채증가(감소)	0	0	4	3	0
장기금융부채증가(감소)	-155	-149	0	-3	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-51	-59	-54	-55	-55
<b>현금의 증가(감소)</b>	-37	1	199	198	298
기초현금	245	208	209	408	606
기말현금	208	209	408	606	904
FCF	183	130	231	230	327

자료 : 팬오션, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	2,336	2,668	2,600	2,776	2,964
<b>매출원가</b>	2,072	2,390	2,339	2,486	2,641
<b>매출총이익</b>	264	278	260	290	323
매출총이익률 (%)	11.3	10.4	10.0	10.5	10.9
<b>판매비와관리비</b>	69	74	75	79	84
영업이익	195	204	186	211	239
영업이익률 (%)	8.4	7.6	7.1	7.6	8.1
<b>비영업손익</b>	-52	-55	-52	-47	-43
<b>순금융비용</b>	50	51	48	44	39
외환관련손익	4	-1	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	149	133	164	196
세전계속사업이익률 (%)	6.1	5.6	5.1	5.9	6.6
계속사업법인세	2	0	32	40	47
<b>계속사업이익</b>	141	149	101	124	149
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	149	101	124	149
<b>순이익률 (%)</b>	6.1	5.6	3.9	4.5	5.0
지배주주	143	152	105	128	152
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.12	5.71	4.03	4.61	5.14
<b>비지배주주</b>	-2	-4	-4	-4	-4
<b>총포괄이익</b>	-155	250	203	226	250
<b>지배주주</b>	-151	254	207	230	254
<b>비지배주주</b>	-4	-4	-4	-4	-4
<b>EBITDA</b>	363	372	352	378	396

**주요투자지표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	24.7	14.2	-2.6	6.8	6.8
영업이익	16.2	4.6	-9.0	13.8	13.0
세전계속사업이익	44.4	4.1	-10.5	22.8	19.7
EBITDA	7.7	2.6	-5.4	7.2	4.9
EPS(계속사업)	45.5	6.5	-31.2	22.0	19.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.8	6.1	3.8	4.3	4.8
ROA	3.4	3.7	2.4	2.8	3.2
EBITDA마진	15.5	14.0	13.6	13.6	13.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	112.4	103.2	131.8	160.7	202.6
부채비율	61.6	54.8	50.9	47.8	44.9
순차입금/자기자본	40.1	33.6	24.4	16.2	6.1
EBITDA/이자비용(배)	7.0	6.8	6.5	6.9	7.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	268	285	196	239	285
BPS	4,469	4,946	5,333	5,763	6,239
CFPS	582	600	508	551	580
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	24.8	21.5	24.3	19.9	16.7
PER(최저)	14.3	14.6	20.6	16.9	14.1
PBR(최고)	1.5	1.2	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
PCR	9.1	7.4	8.4	7.8	7.4
EV/EBITDA(최고)	12.5	11.3	9.3	8.1	6.9
EV/EBITDA(최저)	8.4	8.4	8.2	7.1	6.0