

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.com
02-3773-9180

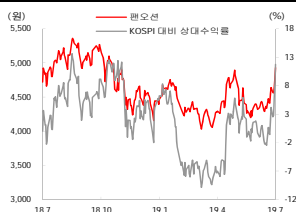
Company Data

자본금	535 십억원
발행주식수	53,457 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,635 십억원
주요주주	
하림지주(외29)	54.90%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	10.90%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/07/05)	4,930 원
KOSPI	2110.59 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	5,360 원
52주 최저가	4,030 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	12.3%	10.1%
6개월	10.4%	5.2%
12개월	4.5%	11.7%

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

[2Q19 Preview] 부진한 벌크선 폐선률이 아쉽다

동사의 2Q19 매출액은 5,696 억원, 영업이익은 447 억원이 전망됨. 평균 BDI가 1Q19 798pts 에서 2Q19 에 983pts 까지 상승하며 벌크 사업부 매출이 성장함. 그러나 곡물 부문 적자 확대로 영업이익 성장은 제한됨. 아울러 IMO2020 을 앞두고 벌크선 폐선이 부진해 BDI 반등 여력도 제한되고 있음. Vale 광산도 전체 재가동까지 추가적인 시간이 필요함. 이에 투자의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

2Q19 매출액 5,696 억원, 영업이익 447 억원 전망

동사의 2Q19 매출액은 5,696 억원, 영업이익은 447 억원이 전망됨. 최근 Vale 의 광산 몇 곳이 재가동에 들어가며 평균 BDI가 1Q19 798pts 에서 2Q19 에 983pts 까지 상승함. 이에 벌크 사업부 매출액이 QoQ 7.7% 성장함. 하지만 영업이익 단에서는 곡물 부문의 적자 폭이 확대되며 QoQ 플랫폼한 실적이 추정됨.

예상보다도 부진한 폐선량

지난 1 월 8 일 발간한 'Cyclical Bulletin Release 16: 중국, 철강, 그리고 BDI' 자료에서 벌크선이 2019 년, 2020 년 합산 1 억톤 가량이 폐선 되면 산술적으로 BDI가 2,758pts 에 도달할 수 있다고 밝힌 바 있음. 그런데 Clarksons Research 에 따르면 올해 상반기 벌크선 폐선량은 451 만DWT 에 불과했음. IMO2020 을 앞두고 예상보다 벌크선의 폐선이 매우 부진한 상황임. Vale 의 광산 전체가 재가동되기까지도 시간이 필요할 것으로 보임. 브라질 당국과의 협재루기가 계속되고 있기 때문임. 게다가 미중 무역전쟁이라는 대외적 변수도 여전히 상존하고 있음. 따라서 BDI 의 기조적 반등 여력도 당연히 제한된다고 판단함.

투자의견 매수, 목표주가 6,000 원 유지

하반기에는 IMO2020 을 앞두고 선주들의 대응이 조금 더 본격화될 것임. 따라서 상반기보다는 벌크선 폐선량도 소폭 증가할 것으로 판단됨. 그러나 상반기가 워낙 부진했기 때문에 연간 폐선량은 기대에 못 미칠 것임. 이에 투자의견 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	2,409	2,573	2,697
yoy	%	3.0	24.7	14.2	-9.7	6.8	4.8
영업이익	십억원	168	195	204	203	263	306
yoy	%	-26.8	16.2	4.6	-0.5	29.7	16.1
EBITDA	십억원	337	363	372	380	447	479
세전이익	십억원	99	143	149	140	199	247
순이익(지배주주)	십억원	98	143	152	119	158	194
영업이익률%	%	9.0	8.4	7.6	8.4	10.2	11.3
EBITDA%	%	18.0	15.5	14.0	15.8	17.4	17.8
순이익률	%	5.2	6.1	5.6	4.7	5.9	7.0
EPS	원	184	268	285	223	295	363
PER	배	21.7	19.7	15.6	22.1	16.7	13.6
PBR	배	0.8	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	10.1	10.5	8.8	9.1	7.2	5.9
ROE	%	4.0	5.8	6.1	4.3	5.1	5.7
순차입금	십억원	1,256	965	894	817	568	205
부채비율	%	68.8	61.6	54.8	51.8	47.4	43.2

팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	5,655	6,788	7,715	6,525	5,348	5,696	6,898	6,148	23,362	26,684	24,090
1. 해운업	5,218	6,066	6,540	6,307	5,112	5,433	5,811	5,836	20,912	24,130	22,192
벌크	4,352	5,123	5,564	5,254	4,154	4,476	4,744	4,721	17,425	20,293	18,094
YoY	7.3%	16.8%	24.5%	16.4%	-4.6%	-12.6%	-14.7%	-10.1%	25.8%	16.5%	-10.8%
QoQ	-3.6%	17.7%	8.6%	-5.6%	-20.9%	7.7%	6.0%	-0.5%			
컨테이너	479	562	605	658	590	534	635	691	1,888	2,303	2,450
YoY	17.1%	17.6%	22.8%	29.2%	23.2%	-5.0%	5.0%	5.0%	18.1%	22.0%	6.3%
QoQ	-5.9%	17.4%	7.6%	8.8%	-10.3%	-9.5%	18.9%	8.8%			
탱커선	316	305	294	330	302	333	339	346	1,388	1,244	1,320
YoY	-15.2%	-13.8%	-9.4%	-2.5%	-4.2%	9.1%	15.5%	5.0%	-20.2%	-10.4%	6.1%
QoQ	-6.6%	-3.4%	-3.6%	12.2%	-8.3%	10.0%	2.0%	2.0%			
해운기타	71	75	78	66	66	90	93	79	209	290	328
YoY	16.0%	47.2%	57.6%	37.4%	-7.7%	20.0%	20.0%	20.0%	1.7%	38.3%	13.2%
QoQ	49.0%	6.0%	2.9%	-15.5%	0.1%	37.8%	2.9%	-15.5%			
2. 곡물사업	537	895	1,329	397	337	358	1,223	417	3,023	3,158	2,335
YoY	27.0%	-27.8%	100.4%	-42.9%	-37.2%	-60.0%	-8.0%	5.0%	28.8%	4.5%	-26.1%
QoQ	-22.9%	66.8%	48.5%	-70.1%	-15.2%	6.2%	241.5%	-65.9%			
3. 기 타	276	262	287	295	298	276	315	309	1,136	1,120	1,198
YoY	11.1%	-14.1%	-0.7%	0.2%	7.8%	5.0%	10.0%	5.0%	51.6%	-1.5%	7.0%
QoQ	-6.1%	-4.9%	9.2%	2.9%	1.0%	-7.4%	14.4%	-1.8%			
(내부거래)	-375	-435	-441	-426	-398	-371	-451	-415	-1,708	-1,677	-1,634
YoY	9.9%	-11.3%	-1.5%	-0.6%	6.1%	-14.8%	2.3%	-2.7%	-2.9%	-1.8%	-2.5%
QoQ	-12.4%	15.8%	1.3%	-3.3%	-6.5%	-7.0%	21.6%	-8.0%			
매출원가	5,049	6,102	6,976	5,776	4,717	5,076	6,322	5,219	20,721	23,903	21,334
용선료	1,353	1,735	1,781	1,607	1,116	1,246	1,433	1,397	4,787	6,476	5,192
연료비	1,239	1,442	1,620	1,531	1,263	1,302	1,266	1,258	4,696	5,831	5,089
영업이익	440	501	575	524	450	447	380	754	1,950	2,039	2,029
BDI(pts)	1,175	1,260	1,607	1,363	798	983	1,278	1,214	1,145	1,351	1,068
WTI(\$/bbl)	62.9	68.0	69.6	58.8	54.9	60.1	55.0	54.0	50.9	64.8	56.0

자료: 팬오션 SK 증권

2019년 1분기 말 기준 CVC 수행 현황 (29 척)

회사명	운영 선박	잔여 계약기간	IMO SOx 규제 대응	비고
Vale	8척	17.8년	스크러버 설치	
발전자회사	7척	9.5년	LSFO	남부 3척, 남동 2척, 중부 1척, 동서 1척
Suzano (ex. Fibria)	7척	18.0년	LSFO	
포스쿠	4척	9.9년	2척 스크러버, 2척 LSFO	
현대제철	3척	11.2년	LSFO	
합계	29척	14.1년		

자료: 팬오션, SK 증권

2019년 1분기 말 기준 도입 예정 선박 (18 척)

선종	Size	척수	인도 예정 시점	비고
벌크	62,000 DWT	3척	2019.5 ~ 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		18척		

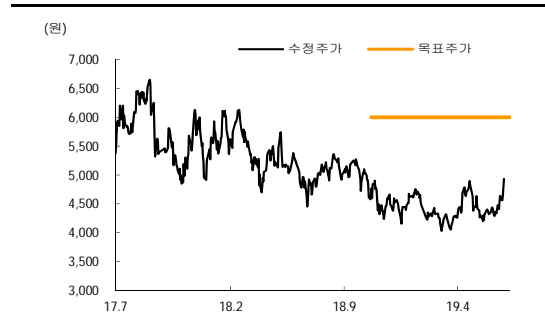
자료: 팬오션, SK 증권

팬오션 목표 주가 산출

	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E
BPS(원)	5,399	5,389	5,491	5,641	5,940
Target BPS(원)	5,480				
Target PBR(배)	1.2				
목표 주가(원)	6,000				
현재 주가(원)	4,930				
상승 여력	22%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.08	매수	6,000원	6개월		
2019.04.03	매수	6,000원	6개월	-25.90%	-17.83%
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 정확히 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 7월 8일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	613	692	821	1,100	1,485
현금및현금성자산	208	209	367	617	980
매출채권및기타채권	105	145	137	146	153
재고자산	50	61	58	61	64
비유동자산	3,281	3,427	3,634	3,689	3,670
장기금융자산	19	18	18	18	18
유형자산	3,224	3,363	3,451	3,354	3,182
무형자산	10	9	8	7	6
자산총계	3,894	4,120	4,455	4,789	5,155
유동부채	545	671	808	829	843
단기금융부채	320	384	538	541	541
매입채무 및 기타채무	113	101	95	102	107
단기충당부채	3	3	2	3	3
비유동부채	939	789	712	711	713
장기금융부채	902	746	671	669	669
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	32	33	31	33	35
부채총계	1,485	1,459	1,519	1,540	1,556
지배주주지분	2,389	2,644	2,924	3,243	3,599
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	204	362	556
비지배주주지분	21	17	11	6	0
자본총계	2,410	2,660	2,935	3,249	3,599
부채외자본총계	3,894	4,120	4,455	4,789	5,155

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	313	327	373	388	411
당기순이익(손실)	141	149	112	151	187
비현금성항목등	218	233	271	295	291
유형자산감가상각비	167	167	176	182	172
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	1	12	3	11	11
운전자본감소(증가)	-46	-53	17	-11	-8
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-15	-22	34	-9	-7
재고자산감소(증가)	-8	-8	5	-4	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-4	-60	6	5
기타	-34	-20	39	-4	-3
법인세납부	-1	-1	-27	-48	-60
투자활동현금흐름	-117	-127	-109	-76	14
금융자산감소(증가)	-14	21	-1	0	0
유형자산감소(증가)	-106	-151	-115	-85	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	4	5	7	9	14
재무활동현금흐름	-206	-208	-109	-62	-62
단기금융부채증가(감소)	0	0	-4	3	0
장기금융부채증가(감소)	-155	-149	-32	-3	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-51	-59	-72	-62	-62
현금의 증가(감소)	-37	1	159	250	363
기초현금	245	208	209	367	617
기말현금	208	209	367	617	980
FCF	183	130	225	287	396

자료 : 팬오션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,336	2,668	2,409	2,573	2,697
매출원가	2,072	2,390	2,133	2,236	2,315
매출총이익	264	278	276	337	383
매출총이익률 (%)	11.3	10.4	11.4	13.1	14.2
판매비와관리비	69	74	73	73	77
영업이익	195	204	203	263	306
영업이익률 (%)	8.4	7.6	8.4	10.2	11.3
비영업손익	-52	-55	-63	-64	-58
순금융비용	50	51	53	53	48
외환관련손익	4	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	149	140	199	247
세전계속사업이익률 (%)	6.1	5.6	5.8	7.8	9.2
계속사업법인세	2	0	27	48	60
계속사업이익	141	149	112	151	187
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	149	112	151	187
순이익률 (%)	6.1	5.6	4.7	5.9	7.0
지배주주	143	152	119	158	194
지배주주귀속 순이익률(%)	6.12	5.71	4.94	6.13	7.19
비지배주주	-2	-4	-7	-7	-7
총포괄이익	-155	250	275	313	350
지배주주	-151	254	280	319	355
비지배주주	-4	-4	-6	-6	-6
EBITDA	363	372	380	447	479

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	24.7	14.2	-9.7	6.8	4.8
영업이익	16.2	4.6	-0.5	29.7	16.1
세전계속사업이익	44.4	4.1	-6.3	42.7	24.1
EBITDA	7.7	2.6	2.1	17.5	7.2
EPS(계속사업)	45.5	6.5	-21.9	32.4	23.1
수익성 (%)					
ROE	5.8	6.1	4.3	5.1	5.7
ROA	3.4	3.7	2.6	3.3	3.8
EBITDA마진	15.5	14.0	15.8	17.4	17.8
안정성 (%)					
유동비율	112.4	103.2	101.7	132.7	176.2
부채비율	61.6	54.8	51.8	47.4	43.2
순차입금/자기자본	40.1	33.6	27.9	17.5	5.7
EBITDA/이자비용(배)	7.0	6.8	6.6	7.2	7.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	268	285	223	295	363
BPS	4,469	4,946	5,470	6,067	6,732
CFPS	582	600	554	638	687
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.8	21.5	22.1	16.7	13.6
PER(최저)	14.3	14.6	18.1	13.7	11.1
PBR(최고)	1.5	1.2	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
PCR	9.1	7.4	8.9	7.7	7.2
EV/EBITDA(최고)	12.5	11.3	9.1	7.2	5.9
EV/EBITDA(최저)	8.4	8.4	7.9	6.1	4.9