

# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

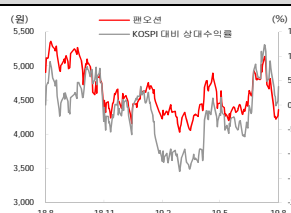
## Company Data

자본금	535 십억원
발행주식수	53,457 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,331 십억원
주요주주	
하림지주(외28)	54.90%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	11.10%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/08/13)	4,360 원
KOSPI	1925.83 pt
52주 Beta	1.06
52주 최고가	5,360 원
52주 최저가	4,030 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.4%	-1.8%
6개월	0.2%	14.6%
12개월	-11.1%	3.8%

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

### [2Q19 Review] 벌크선 수급 개선이 관건

동사의 2Q19 매출액은 6,323 억원으로 컨센서스 2.3% 상회. 영업이익은 505 억원으로 컨센서스 9.3% 상회. 2Q19 평균 BDI 는 983 으로 YoY 22% 낮았기에 매출액도 YoY 6.8% 하락. 영업이익은 환율 효과로 YoY 0.9% 상승. 최근 급등한 BDI는 저조한 폐선량 탓에 급락 중. 하반기는 폐선이 소폭 늘겠지만 워낙 저조했던 상반기 탓에 연간 폐선량은 기대에 못 미칠 것. 이에 투자의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

### 2Q19 매출액 6,323 억원, 영업이익 505 억원 기록

동사의 2Q19 매출액은 6,323 억원으로 컨센서스를 2.3% 상회했고, 영업이익은 505 억원으로 컨센서스를 9.3% 상회함. 2Q19 평균 BDI는 983 으로 YoY 22% 낮았기 때문에 전체적인 매출액도 YoY 6.8% 하락함. 그러나 곡물사업 매출액이 1,207 억원으로 크게 발생해 전체적인 타라인 하락을 막아줌. 영업이익은 환율 효과로 YoY 0.9% 상승함. 참고로 USD 기준 영업이익은 YoY 6.5% 감소함(46mil\$ → 43mil\$).

### 벌크선 수급 개선이 관건

최근 BDI가 급등세를 기록하며 3Q19 실적은 양호할 것으로 판단되나 벌크선의 수급이 개선되지 않으면 현재 BDI 레벨이 유지된다고 보기 어려움. 상반기 벌크선 폐선량이 45척(450만 DWT)에 그침에 따라 벌크선 운임 지수인 BDI가 기초적으로 상승하기는 어려운 상황임. 이를 반영하듯 브라질, 호주에서의 광산 재가동으로 슈팅한 BDI는 다시 급격하게 하락세를 보이고 있음. 따라서 하반기 벌크선 폐선 증가 여부가 동사의 하반기 실적을 결정할 것임.

### 투자의견 매수, 목표주가 6,000 원 유지

물론 하반기에는 IMO2020을 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	2,457	2,651	2,796
yoy	%	3.0	24.7	14.2	-7.9	7.9	5.5
영업이익	십억원	168	195	204	175	157	192
yoy	%	-26.8	16.2	4.6	-14.1	-10.3	22.4
EBITDA	십억원	337	363	372	352	340	365
세전이익	십억원	99	143	149	112	92	131
순이익(지배주주)	십억원	98	143	152	98	77	106
영업이익률%	%	9.0	8.4	7.6	7.1	5.9	6.9
EBITDA%	%	18.0	15.5	14.0	14.3	12.8	13.1
순이익률	%	5.2	6.1	5.6	3.7	2.6	3.6
EPS(계속사업)	원	184	268	285	183	143	198
PER	배	21.7	19.7	15.6	23.8	30.4	22.0
PBR	배	0.8	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	10.1	10.5	8.8	9.0	8.9	7.5
ROE	%	4.0	5.8	6.1	3.5	2.5	3.2
순차입금	십억원	1,256	965	894	837	670	396
부채비율	%	68.8	61.6	54.8	52.0	48.9	45.6

## 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	5,655	6,788	7,715	6,525	5,348	6,323	6,828	6,073	23,362	26,684	24,571
1. 해운업	5,218	6,066	6,540	6,307	5,112	5,294	5,772	5,796	20,912	24,130	21,973
벌크	4,352	5,123	5,564	5,254	4,154	4,295	4,724	4,701	17,425	20,293	17,873
YoY	7.3%	16.8%	24.5%	16.4%	-4.6%	-16.2%	-15.1%	-10.5%	25.8%	16.5%	-11.9%
QoQ	-3.6%	17.7%	8.6%	-5.6%	-20.9%	3.4%	10.0%	-0.5%			
컨테이너	479	562	605	658	590	609	635	691	1,888	2,303	2,524
YoY	17.1%	17.6%	22.8%	29.2%	23.2%	8.2%	5.0%	5.0%	18.1%	22.0%	9.6%
QoQ	-5.9%	17.4%	7.6%	8.8%	-10.3%	3.1%	4.3%	8.8%			
탱커선	316	305	294	330	302	313	320	326	1,388	1,244	1,261
YoY	-15.2%	-13.8%	-9.4%	-2.5%	-4.2%	2.8%	8.8%	-1.1%	-20.2%	-10.4%	1.4%
QoQ	-6.6%	-3.4%	-3.6%	12.2%	-8.3%	3.6%	2.0%	2.0%			
해운기타	71	75	78	66	66	77	93	79	209	290	315
YoY	16.0%	47.2%	57.6%	37.4%	-7.7%	2.8%	20.0%	20.0%	1.7%	38.3%	8.7%
QoQ	49.0%	6.0%	2.9%	-15.5%	0.1%	18.0%	20.2%	-15.5%			
2. 곡물사업	537	895	1,329	397	337	1,207	1,223	417	3,023	3,158	3,184
YoY	27.0%	-27.8%	100.4%	-42.9%	-37.2%	34.9%	-8.0%	5.0%	28.8%	4.5%	0.8%
QoQ	-22.9%	66.8%	48.5%	-70.1%	-15.2%	258.1%	1.3%	-65.9%			
3. 기 타	276	262	287	295	298	317	315	309	1,136	1,120	1,239
YoY	11.1%	-14.1%	-0.7%	0.2%	7.8%	20.9%	10.0%	5.0%	51.6%	-1.5%	10.7%
QoQ	-6.1%	-4.9%	9.2%	2.9%	1.0%	6.7%	-0.7%	-1.8%			
(내부거래)	-375	-435	-441	-426	-398	-496	-482	-449	-1,708	-1,724	-1,826
YoY	9.9%	-11.3%	-1.5%	-0.6%	6.1%	14.0%	9.4%	-5.0%	-2.9%	0.9%	5.9%
QoQ	-12.4%	15.8%	1.3%	-3.3%	-15.8%	24.5%	-2.8%	-6.7%			
매출원가	5,049	6,102	6,976	5,776	4,717	5,643	6,422	5,314	20,721	23,903	22,097
용선료	1,353	1,735	1,781	1,607	1,116	1,246	1,557	1,519	4,787	6,476	5,438
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	505	211	586	1,950	2,039	1,751
BDI(pts)	1,175	1,260	1,607	1,363	798	983	1,475	1,401	1,145	1,351	1,164
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 2분기 말 기준 CVC 수행 현황 (30 척)

회사명	운영 선박	잔여 계약기간	IMO SOx 규제 대응	비고
Vale	8척	17.5년	스크러버 설치	
발전자회사	7척	9.3년	LSFO	남부 3척, 남동 2척, 중부 1척, 동서 1척
Suzano(ex. Fibria)	8척	17.4년	LSFO	
포스코	4척	9.7년	2척 스크러버, 2척 LSFO	
현대제철	3척	10.9년	LSFO	
합계	30척	13.9년		

자료: 팬오션, SK 증권

2019년 2분기 말 기준 도입 예정 선박 (17 척)

선종	Size	척수	인도 예정 시점	비고
벌크	62,000 DWT	2척	2019.10 & 2020.2	Suzano CVC 15년 (옵선 +10년)
벌크	325,000 DWT	6척	2019.12 ~ 2021.3	Vale CVC 27년
벌크	37,500 DWT	2척	2020.6 & 2020.12	
벌크	63,500 DWT	3척	2020.9 & 2020.10 & 2020.12	
벌크	208,000 DWT	2척	2020.9 & 2020.10	Vale CVC 5년
컨테이너	1,800 TEU	2척	2019.11 & 2020.1	용선 선박 대체
합계		17척		

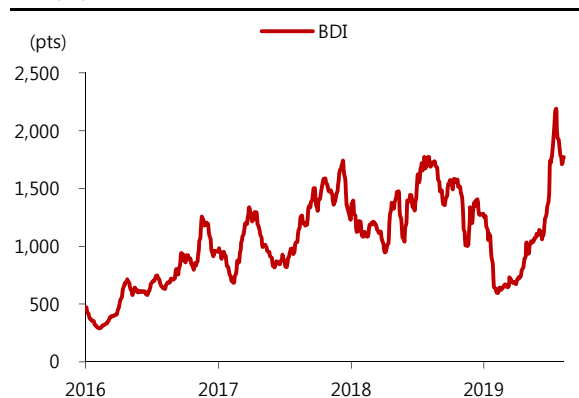
자료: 팬오션, SK 증권

팬오션 목표 주가 산출

	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E
BPS(원)	5,374	5,451	5,577	5,797	5,745
Target BPS(원)	5,550				
Target PBR(배)	<b>1.2</b>				
목표 주가(원)	<b>6,000</b>				
현재 주가(원)	4,360				
상승 여력	<b>38%</b>				

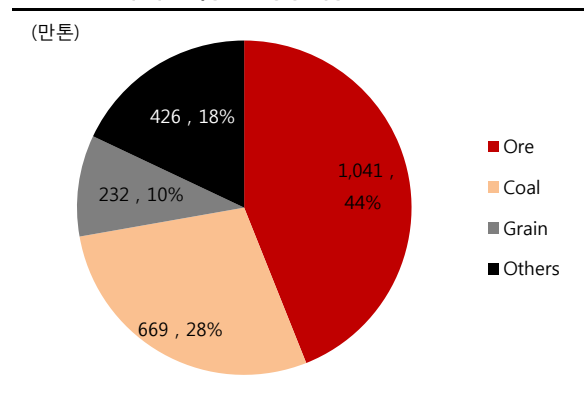
자료: SK 증권

BDI 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

2019년 2분기 기준 화종별 물동량 비중



자료: 팬오션, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.08.14	매수	6,000원	6개월		
2019.07.08	매수	6,000원	6개월	-25.27%	-14.33%
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 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 8월 14일 기준)**

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	613	692	797	997	1,296
현금및현금성자산	208	209	348	515	789
매출채권및기타채권	105	145	135	146	154
재고자산	50	61	57	61	65
<b>비유동자산</b>	3,281	3,427	3,633	3,687	3,668
장기금융자산	19	18	18	18	18
유형자산	3,224	3,363	3,451	3,354	3,182
무형자산	10	9	8	7	6
<b>자산총계</b>	3,894	4,120	4,430	4,684	4,964
<b>유동부채</b>	545	671	805	829	844
단기금융부채	320	384	538	541	541
매입채무 및 기타채무	113	101	94	102	107
단기충당부채	3	3	2	3	3
<b>비유동부채</b>	939	789	711	709	711
장기금융부채	902	746	671	669	669
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	32	33	31	31	33
<b>부채총계</b>	1,485	1,459	1,516	1,538	1,556
<b>지배주주지분</b>	2,389	2,644	2,903	3,141	3,409
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	183	260	366
비지배주주지분	21	17	11	6	0
<b>자본총계</b>	2,410	2,660	2,914	3,147	3,409
<b>부채외자본총계</b>	3,894	4,120	4,430	4,684	4,964

**현금흐름표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	313	327	354	306	324
당기순이익(손실)	141	149	91	70	99
비현금성항목등	218	233	264	270	266
유형자산감가상각비	167	167	176	182	172
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	1	12	3	11	11
운전자본감소(증가)	-46	-53	19	-12	-9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-15	-22	35	-11	-8
재고자산감소(증가)	-8	-8	5	-4	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-4	-61	7	6
기타	-34	-20	40	-5	-3
법인세납부	-1	-1	-20	-22	-32
<b>투자활동현금흐름</b>	-117	-127	-109	-77	12
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	8	12
<b>재무활동현금흐름</b>	-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
<b>현금의 증가(감소)</b>	-37	1	139	167	274
기초현금	245	208	209	348	515
기말현금	208	209	348	515	789
FCF	183	130	206	205	309

자료 : 팬오션, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	2,336	2,668	2,457	2,651	2,796
<b>매출원가</b>	2,072	2,390	2,210	2,418	2,524
<b>매출총이익</b>	264	278	247	233	272
매출총이익률 (%)	11.3	10.4	10.1	8.8	9.7
<b>판매비와관리비</b>	69	74	72	76	80
영업이익	195	204	175	157	192
영업이익률 (%)	8.4	7.6	7.1	5.9	6.9
<b>비영업손익</b>	-52	-55	-63	-65	-61
<b>순금융비용</b>	50	51	53	54	50
외환관련손익	4	-1	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	149	112	92	131
세전계속사업이익률 (%)	6.1	5.6	4.5	3.5	4.7
계속사업법인세	2	0	20	22	32
<b>계속사업이익</b>	141	149	91	70	99
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	149	91	70	99
<b>순이익률 (%)</b>	6.1	5.6	3.7	2.6	3.6
지배주주	143	152	98	77	106
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.12	5.71	3.98	2.89	3.79
<b>비지배주주</b>	-2	-4	-7	-7	-7
<b>총포괄이익</b>	-155	250	254	233	262
<b>지배주주</b>	-151	254	259	238	267
<b>비지배주주</b>	-4	-4	-6	-6	-6
<b>EBITDA</b>	363	372	352	340	365

**주요투자지표**

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	24.7	14.2	-7.9	7.9	5.5
영업이익	16.2	4.6	-14.1	-10.3	22.4
세전계속사업이익	44.4	4.1	-25.1	-17.2	41.9
EBITDA	7.7	2.6	-5.4	-3.4	7.3
EPS(계속사업)	45.5	6.5	-35.8	-21.7	38.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.8	6.1	3.5	2.5	3.2
ROA	3.4	3.7	2.1	1.5	2.1
EBITDA마진	15.5	14.0	14.3	12.8	13.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	112.4	103.2	99.0	120.3	153.5
부채비율	61.6	54.8	52.0	48.9	45.6
순차입금/자기자본	40.1	33.6	28.7	21.3	11.6
EBITDA/이자비용(배)	7.0	6.8	6.1	5.5	5.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	268	285	183	143	198
BPS	4,469	4,946	5,431	5,876	6,377
CFPS	582	600	514	486	522
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	24.8	21.5	28.1	35.9	25.9
PER(최저)	14.3	14.6	22.0	28.1	20.3
PBR(최고)	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
PCR	9.1	7.4	8.5	9.0	8.4
EV/EBITDA(최고)	12.5	11.3	10.2	10.1	8.6
EV/EBITDA(최저)	8.4	8.4	8.5	8.3	7.0