SK COMPANY Analysis

SK securities

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

[3Q19 Preview] IMO 2020 에 대한 무리한 낙관은 금물

동사의 3Q19 매출액은 7,231 억원, 영업이익은 610 억원이 전망됨. 3Q19 BDI 호조로 매출액과 영업이익 모두 호실적이 전망됨. 그러나 IMO 의 SOx 규제를 3 개월 남짓 앞두고 벌크선의 폐선 증가를 낙관적으로 기대하는 것은 지양해야 함. 벌크선들의 선령은 5~10 년으로 폐선 시기가 많이 남았고, 이미 IMO 에 대한 폐선 대응은 종료된 상황이기 때문. 이에 투자의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

3Q19 매출액 7,231 억원, 영업이익 610 억원 전망

동사의 3Q19 매출액은 7,231 억원, 영업이익은 610 억원이 전망됨. 3Q19 평균 BDI 는 2,030 으로 최근래 가장 높은 수준을 보였음. 이에 동사의 벌크 매출액과 영업이익이 호실적을 기록할 전망. 물론 선박마다 운임 상승 수혜를 받은 것이 있고 아닌 것이 있기에 일부 희석은 있겠지만 전반적으로 양호할 것으로 추정됨

IMO 2020 을 앞두고 무리한 낙관은 금물

과거 사례로 비추어 볼 때 IMO 의 SOx 규제가 2020 년 1 월 1 일부터 시행되지 않을 가능성이 있음. 물론 IMO 측의 입장은 완고하지만 국가별 정치적 이슈를 감안했을 때 100% 확실할 수는 없음. 게다가 SOx 규제가 제때에 시행된다고 하더라도 그것이 벌크선사에게 수혜가 되지는 않을 전망임. 벌크선의 평균 폐선령은 28.04 년인데, 현재 벌크선들은 5~10 년 내외의 선령 분포가 대부분임. 추가적인 폐선을 기대하기는 어려운 상황. 그리고 IMO 의 SOx 규제가 3 개월 남짓 남은 현 시점에 폐선으로 대응하고자 했던 선사들은 이미 대응을 마쳤다고 봐야 함. 따라서 해운업에 미칠 긍정적인 영향은 제한적이라고 판단함. 최근 BDI 도 이를 반영하고 있음. 일시적으로 스크러버 레트로핏을 위한 선박 숏티지가 발생하며 BDI 가 급등했지만 서서히 선박들이 복귀하며 펀더멘털로 회귀하고 있음

투자의견 매수, 목표주가 6,000 원 유지

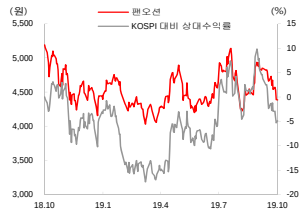
이에 투자의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

Analyst
유승우
yswbest@sks.co.kr
02-3773-9180

Company Data	
자본금	535 십억원
발행주식수	53,457 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,344 십억원
주요주주	
하림지주(외28)	54.90%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	11.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data	
주가(19/10/07)	4,395 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	1.12
52주 최고가	5,150 원
52주 최저가	4,030 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.1%	-11.6%
6개월	2.6%	12.0%
12개월	-15.5%	-4.9%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	1,874	2,336	2,668	2,584	2,860	3,006
yoy	%	3.0	24.7	14.2	-3.2	10.7	5.1
영업이익	십억원	168	195	204	216	236	270
yoy	%	-26.8	16.2	4.6	6.1	9.2	14.5
EBITDA	십억원	337	363	372	389	415	439
세전이익	십억원	99	143	149	149	166	207
순이익(지배주주)	십억원	98	143	152	134	132	162
영업이익률%	%	9.0	8.4	7.6	8.4	8.3	9.0
EBITDA%	%	18.0	15.5	14.0	15.1	14.5	14.6
순이익률	%	5.2	6.1	5.6	5.0	4.4	5.2
EPS(계속사업)	원	184	268	285	251	246	304
PER	배	21.7	19.7	15.6	17.5	17.8	14.4
PBR	배	0.8	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	10.1	10.5	8.8	8.2	7.1	6.0
ROE	%	4.0	5.8	6.1	4.9	4.4	5.1
순차입금	십억원	1,256	965	894	820	608	281
부채비율	%	68.8	61.6	54.8	57.9	55.2	51.9

Analyst 유승우 yswbest@sks.co.kr / 02-3773-9180

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**	**7,231**	**6,935**	**23,362**	**26,684**	**25,837**
1. 해운업	**5,218**	**6,066**	**6,540**	**6,307**	**5,112**	**5,294**	**6,497**	**6,343**	**20,912**	**24,130**	**23,246**
벌크	**4,352**	**5,123**	**5,564**	**5,254**	**4,154**	**4,295**	**5,438**	**5,221**	**17,425**	**20,293**	**19,107**
YoY	7.3%	16.8%	24.5%	16.4%	-4.6%	-16.2%	-2.3%	-0.6%	25.8%	16.5%	-5.8%
QoQ	-3.6%	17.7%	8.6%	-5.6%	-20.9%	3.4%	26.6%	-4.0%			
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**	**347**	**354**	**1,388**	**1,244**	**1,316**
YoY	-15.2%	-13.8%	-9.4%	-2.5%	-4.2%	2.8%	18.0%	7.3%	-20.2%	-10.4%	5.8%
QoQ	-6.6%	-3.4%	-3.6%	12.2%	-8.3%	3.6%	10.6%	2.0%			
해운기타	**71**	**75**	**78**	**66**	**66**	**77**	**77**	**79**	**209**	**290**	**299**
YoY	16.0%	47.2%	57.6%	37.4%	-7.7%	2.8%	-1.0%	20.0%	1.7%	38.3%	3.1%
QoQ	49.0%	6.0%	2.9%	-15.5%	0.1%	18.0%	-0.8%	2.5%			
2. 곡물사업	**537**	**895**	**1,329**	**397**	**337**	**1,207**	**930**	**795**	**3,023**	**3,158**	**3,269**
YoY	27.0%	-27.8%	100.4%	-42.9%	-37.2%	34.9%	-30.0%	100.0%	28.8%	4.5%	3.5%
QoQ	-22.9%	66.8%	48.5%	-70.1%	-15.2%	258.1%	-22.9%	-14.6%			
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**	**-510**	**-513**	**-1,708**	**-1,724**	**-1,918**
YoY	9.9%	-11.3%	-1.5%	-0.6%	6.1%	14.0%	15.8%	8.4%	-2.9%	0.9%	11.2%
QoQ	-12.4%	15.8%	1.3%	-3.3%	-6.5%	24.5%	2.9%	0.5%			
매출원가	**5,049**	**6,102**	**6,976**	**5,776**	**4,717**	**5,643**	**6,415**	**6,139**	**20,721**	**23,903**	**22,914**
용선료	1,353	1,735	1,781	1,607	1,116	1,246	1,688	1,621	4,787	6,476	5,671
연료비	1,239	1,442	1,620	1,531	1,263	1,302	1,276	1,258	4,696	5,831	5,098
영업이익	**440**	**501**	**575**	**524**	**450**	**505**	**610**	**598**	**1,950**	**2,039**	**2,163**
BDI(pts)	1,175	1,260	1,607	1,363	798	983	2,030	1,624	1,145	1,351	1,359
WTI($/bbl)	62.9	68.0	69.6	58.8	54.9	60.1	56.4	54.0	50.9	64.8	56.3

자료: 팬오션, SK 증권

2019 년 2 분기 말 기준 CVC 수행 현황 (30 척)

화주명	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

2019 년 2 분기 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 (옵션 +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

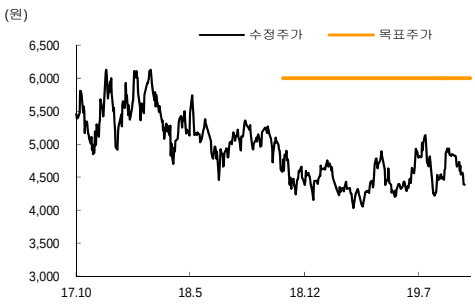
팬오션 목표 주가 산출

	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E
BPS(원)	5,294	5,370	5,524	5,619	5,616
Target BPS(원)	5,452				
Target PBR(배)	**1.1**				
목표 주가(원)	**6,000**				
현재 주가(원)	4,395				
상승 여력	**36.5%**				

자료: SK 증권

Analyst 유승우 yswbest@sks.co.kr / 02-3773-9180

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	6,000원	6개월		
2019.08.14	매수	6,000원	6개월	-24.83%	-14.33%
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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	613	692	976	1,240	1,594
현금및현금성자산	208	209	425	638	965
매출채권및기타채권	105	145	154	171	179
재고자산	50	61	65	72	75
비유동자산	3,281	3,427	3,556	3,537	3,441
장기금융자산	19	18	38	38	38
유형자산	3,224	3,363	3,463	3,370	3,202
무형자산	10	9	8	7	6
자산총계	3,894	4,120	4,532	4,777	5,035
유동부채	545	671	831	866	884
단기금융부채	320	384	527	530	530
매입채무 및 기타채무	113	101	108	119	125
단기충당부채	3	3	3	3	3
비유동부채	939	789	831	833	836
장기금융부채	902	746	785	783	783
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	32	33	35	39	42
부채총계	1,485	1,459	1,662	1,699	1,719
지배주주지분	2,389	2,644	2,860	3,074	3,319
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	219	351	513
비지배주주지분	21	17	10	4	-3
자본총계	2,410	2,660	2,870	3,078	3,316
부채와자본총계	3,894	4,120	4,532	4,777	5,035

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,336	2,668	2,584	2,860	3,006
매출원가	2,072	2,390	2,291	2,542	2,650
매출총이익	264	278	292	318	356
매출총이익률 (%)	11.3	10.4	11.3	11.1	11.8
판매비와관리비	69	74	76	82	86
영업이익	195	204	216	236	270
영업이익률 (%)	8.4	7.6	8.4	8.3	9.0
비영업손익	-52	-55	-67	-70	-64
순금융비용	50	51	56	58	52
외환관련손익	4	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	149	149	166	207
세전계속사업이익률 (%)	6.1	5.6	5.8	5.8	6.9
계속사업법인세	2	0	20	40	50
계속사업이익	141	149	128	126	157
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	149	128	126	157
순이익률 (%)	6.1	5.6	5.0	4.4	5.2
지배주주	143	152	134	132	162
지배주주귀속 순이익률(%)	6.12	5.71	5.19	4.61	5.4
비지배주주	-2	-4	-6	-6	-6
총포괄이익	-155	250	210	208	238
지배주주	-151	254	216	214	245
비지배주주	-4	-4	-7	-7	-7
EBITDA	363	372	389	415	439

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	313	327	498	356	379
당기순이익(손실)	141	149	128	126	157
비현금성항목등	218	233	366	289	283
유형자산감가상각비	167	167	172	178	168
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	1	12	117	12	12
운전자본감소(증가)	-46	-53	24	-19	-10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-15	-22	-39	-16	-9
재고자산감소(증가)	-8	-8	3	-7	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-4	26	12	6
기타	-34	-20	34	-7	-4
법인세납부	-1	-1	-20	-40	-50
투자활동현금흐름	-117	-127	-126	-71	21
금융자산감소(증가)	-14	21	-3	0	0
유형자산감소(증가)	-106	-151	-133	-85	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	4	5	10	15	21
재무활동현금흐름	-206	-208	-163	-72	-73
단기금융부채증가(감소)	0	0	13	3	0
장기금융부채증가(감소)	-155	-149	-83	-3	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-51	-59	-93	-73	-73
현금의 증가(감소)	-37	1	217	213	327
기초현금	245	208	209	425	638
기말현금	208	209	425	638	965
FCF	183	130	193	253	364

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	24.7	14.2	-3.2	10.7	5.1
영업이익	16.2	4.6	6.1	9.2	14.5
세전계속사업이익	44.4	4.1	-0.1	11.6	24.4
EBITDA	7.7	2.6	4.5	6.6	5.9
EPS(계속사업)	45.5	6.5	-12.0	-1.8	23.3
수익성 (%)					
ROE	5.8	6.1	4.9	4.4	5.1
ROA	3.4	3.7	3.0	2.7	3.2
EBITDA마진	15.5	14.0	15.1	14.5	14.6
안정성 (%)					
유동비율	112.4	103.2	117.4	143.1	180.5
부채비율	61.6	54.8	57.9	55.2	51.9
순차입금/자기자본	40.1	33.6	28.6	19.8	8.5
EBITDA/이자비용(배)	7.0	6.8	6.2	5.7	6.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	268	285	251	246	304
BPS	4,469	4,946	5,351	5,751	6,209
CFPS	582	600	574	581	620
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.8	21.5	20.5	20.9	16.9
PER(최저)	14.3	14.6	16.1	16.4	13.3
PBR(최고)	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
PCR	9.1	7.4	7.6	7.6	7.1
EV/EBITDA(최고)	12.5	11.3	9.2	8.1	6.9
EV/EBITDA(최저)	8.4	8.4	7.7	6.7	5.6

자료 : 팬오션, SK증권 추정