

SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.co.kr
02-3773-9180

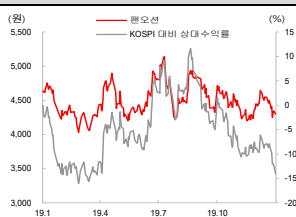
Company Data

자본금	535 십억원
발행주식수	53,457 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,299 십억원
주요주주	
하림지주(외28)	54.90%
국민연금공단	5.81%
외국인지분률	11.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/01/14)	4,345 원
KOSPI	2238.88 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	5,140 원
52주 최저가	4,030 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.4%	-5.9%
6개월	-10.6%	-16.3%
12개월	-6.9%	-13.3%

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

[4Q19 Preview] IMO 효과요?

동사의 4Q19 매출액은 6,625 억원, 영업이익은 562 억원이 전망됨. 3Q19 대비 BDI가 급락해 벌크 매출액이 감소할 것으로 추정됨. 앞으로도 BDI는 비우호적인 것으로 전망되는데, 이는 IMO의 환경규제가 하상일 가능성이 있기 때문임. 이미 규제가 시행 중이지만 BDI는 연일 급락중임. 그러나 동사는 CVC 선대 증가로 분기 250 억원 수준의 안정적인 이익 창출이 기대됨. 이에 투자 의견 매수와 목표주가 6,000 원을 유지함

4Q19 매출액 6,625 억원, 영업이익 562 억원 전망

동사의 4Q19 매출액은 6,625 억원, 영업이익은 562 억원이 전망됨. 4Q19 평균 BDI는 1,562pts로 3Q19 평균인 2,030pts 대비 468pts 하락함(QoQ -23.1%). 이에 동사의 벌크 매출액은 4,837 억원 수준으로 YoY 7.9%, QoQ 4.6% 감소할 것으로 추정됨. 한편, VLCC 업황은 전분기 대비 호조를 보여 매출액이 크게 상승할 것으로 판단됨(YoY +51.3%). 영업이익은 BDI 하락분을 반영하여 562 억원(QoQ -11.4%)가 전망됨. 여전히 곡물사업에 대한 변동성이 크다는 점은 이익 가시성을 저해함.

IMO 2020 규제에 대한 무리한 낙관은 금물

최근 1월 10일 기준 BDI는 774pts로 급락세를 시현중임. IMO에서 1월 1일부터 선박 연료유에 대한 황 함량 규제가 시행되고 있지만 이러한 효과는 시황에 전혀 반영되지 않는 모습임. 물론 최근 LSFO에 대한 수요가 올라오며 IMO의 환경 규제가 시행되었다는 것을 인지할 수는 있지만 당초 동사가 예상했던 것처럼 전체적인 해운업에 긍정적인 효과를 가져다 주지는 않고 있는 것으로 파악됨. 레트로핏(스크러버 장착)을 마친 선박들이 시장에 돌아오며 선대 공급을 늘려주고 있어 BDI는 빠르게 하락하는 것임. 벌크선의 폐선이 증가하는 모습도 확인되지 않고 있음.

투자의견 매수, 목표주가 6,000 원 유지

그러나 2020년부터는 동사는 CVC 선대 증가로 분기당 영업이익 250 억원 수준은 안정적으로 확보할 것으로 전망됨. 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	2,512	2,710	2,853
yoy	%	3.0	24.7	14.2	-5.9	7.9	5.3
영업이익	십억원	168	195	204	215	201	235
yoy	%	-26.8	16.2	4.6	5.5	-6.5	16.9
EBITDA	십억원	337	363	372	398	396	419
세전이익	십억원	99	143	149	154	138	175
순이익(지배주주)	십억원	98	143	152	150	110	138
영업이익률%	%	9.0	8.4	7.6	8.6	7.4	8.2
EBITDA%	%	18.0	15.5	14.0	15.9	14.6	14.7
순이익률	%	5.2	6.1	5.6	5.8	3.9	4.7
EPS(계속사업)	원	184	268	285	282	205	258
PER	배	21.7	19.7	15.6	16.2	21.0	16.7
PBR	배	0.8	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	10.1	10.5	8.8	8.2	7.4	6.2
ROE	%	4.0	5.8	6.1	5.3	3.5	3.9
순차입금	십억원	1,256	965	894	817	610	298
부채비율	%	68.8	61.6	54.8	51.8	47.7	43.7

팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	5,348	6,323	6,822	6,625	6,189	7,308	6,855	6,744	26,684	25,117	27,096
1. 해운업	5,112	5,294	5,909	6,104	5,885	5,965	5,759	6,036	24,130	22,419	23,644
벌크	4,154	4,295	5,071	4,837	4,595	4,633	4,672	4,594	20,293	18,356	18,493
YoY	-4.6%	-16.2%	-8.9%	-7.9%	10.6%	7.9%	-7.9%	-5.0%	16.5%	-9.5%	0.7%
QoQ	-20.9%	3.4%	18.1%	-4.6%	-5.0%	0.8%	0.8%	-1.7%			
컨테이너	590	609	436	691	708	730	523	829	2,303	2,325	2,790
YoY	23.2%	8.2%	-28.0%	5.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	22.0%	0.9%	20.0%
QoQ	-10.3%	3.1%	-28.4%	58.5%	2.5%	3.1%	-28.4%	58.5%			
탱커선	302	313	360	499	504	509	514	519	1,244	1,475	2,045
YoY	-4.2%	2.8%	22.7%	51.3%	66.6%	62.4%	42.6%	4.1%	-10.4%	18.6%	38.7%
QoQ	-8.3%	3.6%	15.0%	38.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%			
해운기타	66	77	42	79	79	93	51	94	290	264	317
YoY	-7.7%	2.8%	-45.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	38.3%	-8.8%	20.0%
QoQ	0.1%	18.0%	-45.4%	86.0%	0.1%	18.0%	-45.4%	86.0%			
2. 곡물사업	337	1,207	961	676	421	1,509	1,202	845	3,158	3,181	3,976
YoY	-37.2%	34.9%	-27.7%	70.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	4.5%	0.7%	25.0%
QoQ	-15.2%	258.1%	-20.4%	-29.7%	-37.6%	258.1%	-20.4%	-29.7%			
3. 기 타	298	317	328	309	312	333	345	325	1,120	1,253	1,315
YoY	7.8%	20.9%	14.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-1.5%	11.9%	5.0%
QoQ	1.0%	6.7%	3.5%	-5.8%	1.0%	6.7%	3.5%	-5.8%			
(내부거래)	-398	-496	-377	-464	-430	-499	-451	-461	-1,724	-1,735	-1,840
YoY	6.1%	14.0%	-14.5%	-1.9%	7.9%	0.6%	19.6%	-0.7%	0.9%	0.6%	6.1%
QoQ	-15.8%	24.5%	-24.0%	23.3%	-7.4%	16.0%	-9.7%	2.4%			
매출원가	4,717	5,643	6,012	5,874	5,303	6,800	6,317	5,891	23,903	22,247	24,311
용선료	1,116	1,246	1,688	1,550	1,473	1,487	1,502	1,472	6,476	5,600	5,934
연료비	1,263	1,302	1,276	1,297	1,240	1,232	1,216	1,216	5,831	5,138	4,904
영업이익	450	505	634	562	709	300	343	660	2,039	2,151	2,012
BDI(pts)	798	983	2,030	1,562	1,093	1,148	1,205	1,085	1,351	1,343	1,133
WTI(\$/bbl)	54.9	60.1	56.4	61.1	53.0	52.0	50.0	50.0	64.8	58.1	51.3

자료: 팬오션 SK 증권

2019년 3분기 말 기준 CVC 수행 현황 (30 척)

회주명	운영 선박	잔여 계약기간	IMO SOx 규제 대응	비고
Vale	8척	17.3년	스크러버 설치	
발전자회사	7척	9.0년	2척 스크러버, 5척 LSFO	남부 3척, 남동 2척, 중부 1척, 동서 1척
Suzano(ex. Fibria)	8척	17.1년	LSFO	
포스코	4척	9.4년	2척 스크러버, 2척 LSFO	
현대제철	3척	10.7년	LSFO	
합계	30척	13.6년		

자료: 팬오션, SK 증권

2019년 3분기 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		

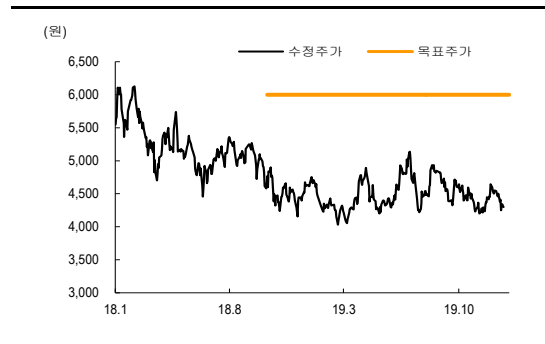
자료: 팬오션, SK 증권

팬오션 목표 주가 산출

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
BPS(원)	5,646	5,792	5,879	6,097	6,240
Target BPS(원)	5,854				
Target PBR(배)	1.0				
목표 주가(원)	6,000				
현재 주가(원)	4,345				
상승 여력	38%				

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.01.20	매수	6,000원	6개월		
2019.10.08	매수	6,000원	6개월	-25.12%	-14.33%
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 (2020 년 1 월 20 일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	613	692	875	1,119	1,458
현금및현금성자산	208	209	385	592	905
매출채권및기타채권	105	145	147	159	167
재고자산	50	61	62	67	70
비유동자산	3,281	3,427	3,707	3,806	3,832
장기금융자산	19	18	12	12	12
유형자산	3,224	3,363	3,604	3,495	3,313
무형자산	10	9	7	7	6
자산총계	3,894	4,120	4,582	4,925	5,290
유동부채	545	671	750	776	792
단기금융부채	320	384	459	462	462
매입채무 및 기타채무	113	101	103	111	117
단기충당부채	3	3	3	3	3
비유동부채	939	789	814	814	817
장기금융부채	902	746	771	768	768
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	32	33	34	36	39
부채총계	1,485	1,459	1,563	1,589	1,609
지배주주지분	2,389	2,644	3,007	3,329	3,679
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	235	345	483
비지배주주지분	21	17	12	7	2
자본총계	2,410	2,660	3,018	3,335	3,681
부채외자본총계	3,894	4,120	4,582	4,925	5,290

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	313	327	551	349	367
당기순이익(손실)	141	149	145	105	133
비현금성항목등	218	233	435	292	286
유형자산감가상각비	167	167	182	194	183
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	1	12	189	6	6
운전자본감소(증가)	-46	-53	-20	-13	-10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-15	-22	4	-12	-8
재고자산감소(증가)	-8	-8	6	-5	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-4	-29	8	6
기타	-34	-20	-2	-5	-4
법인세납부	-1	-1	-9	-33	-42
투자활동현금흐름	-117	-127	-165	-78	10
금융자산감소(증가)	-14	21	6	0	0
유형자산감소(증가)	-106	-151	-178	-85	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	4	5	8	7	10
재무활동현금흐름	-206	-208	-223	-64	-64
단기금융부채증가(감소)	0	0	-12	3	0
장기금융부채증가(감소)	-155	-149	-107	-3	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-51	-59	-105	-64	-64
현금의 증가(감소)	-37	1	176	207	313
기초현금	245	208	209	385	592
기말현금	208	209	385	592	905
FCF	183	130	165	249	352

자료 : 팬오션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,336	2,668	2,512	2,710	2,853
매출원가	2,072	2,390	2,225	2,431	2,536
매출총이익	264	278	287	278	316
매출총이익률 (%)	11.3	10.4	11.4	10.3	11.1
판매비와관리비	69	74	72	77	81
영업이익	195	204	215	201	235
영업이익률 (%)	8.4	7.6	8.6	7.4	8.2
비영업손익	-52	-55	-61	-63	-60
순금융비용	50	51	55	57	54
외환관련손익	4	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	149	154	138	175
세전계속사업이익률 (%)	6.1	5.6	6.1	5.1	6.2
계속사업법인세	2	0	9	33	42
계속사업이익	141	149	145	105	133
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	149	145	105	133
순이익률 (%)	6.1	5.6	5.8	3.9	4.7
지배주주	143	152	150	110	138
지배주주귀속 순이익률(%)	6.12	5.71	5.99	4.05	4.84
비지배주주	-2	-4	-5	-5	-5
총포괄이익	-155	250	358	317	345
지배주주	-151	254	363	322	350
비지배주주	-4	-4	-5	-5	-5
EBITDA	363	372	398	396	419

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	24.7	14.2	-5.9	7.9	5.3
영업이익	16.2	4.6	5.5	-6.5	16.9
세전계속사업이익	44.4	4.1	3.5	-10.5	27.1
EBITDA	7.7	2.6	7.0	-0.6	5.8
EPS(계속사업)	45.5	6.5	-1.3	-27.2	25.9
수익성 (%)					
ROE	5.8	6.1	5.3	3.5	3.9
ROA	3.4	3.7	3.3	2.2	2.6
EBITDA마진	15.5	14.0	15.9	14.6	14.7
안정성 (%)					
유동비율	112.4	103.2	116.7	144.3	184.1
부채비율	61.6	54.8	51.8	47.7	43.7
순차입금/자기자본	40.1	33.6	27.1	18.3	8.1
EBITDA/이자비용(배)	7.0	6.8	6.8	6.2	6.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	268	285	282	205	258
BPS	4,469	4,946	5,624	6,227	6,882
CFPS	582	600	624	569	602
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.8	21.5	18.3	22.0	17.4
PER(최저)	14.3	14.6	14.3	20.7	16.5
PBR(최고)	1.5	1.2	0.9	0.7	0.7
PBR(최저)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
PCR	9.1	7.4	7.3	7.6	7.2
EV/EBITDA(최고)	12.5	11.3	9.0	7.6	6.5
EV/EBITDA(최저)	8.4	8.4	7.5	7.3	6.2