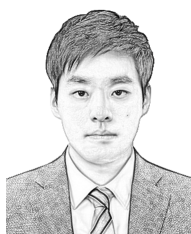


# SK COMPANY Analysis



Analyst  
유승우

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

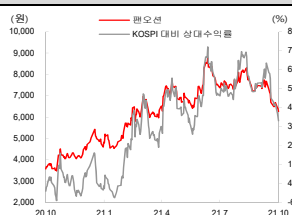
## Company Data

자본금	535 십억원
발행주식수	53,457 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	3,352 십억원
주요주주	
하림지주(와15)	54.75%
국민연금공단	7.07%
외국인지분률	10.90%
배당수익률	0.80%

## Stock Data

주가(21/10/20)	6,270 원
KOSPI	3013.13 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	8,770 원
52주 최저가	3,485 원
60일 평균 거래대금	48 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-16.2%	-12.6%
6개월	-3.8%	2.8%
12개월	75.1%	37.1%

## 팬오션 (028670/KS | 매수(상향) | T.P 7,400 원(유지))

### 수요 감소와 공급 증대 기로에서

3Q21 매출액 1 조 2,191 억원, 영업이익 1,438 억원으로 추정됨. BDI가 2Q21 평균 2,793pts에서 3Q21 3,732pts로 상승한 영향. 그러나 중국 베이징 동계 올림픽 여파로 철강 감산 기조가 이어져 벌크선 수요가 줄고 있고, 중국 항만 체선도 완화돼 벌크선 공급도 늘고 있음. 이에 지속 가능한 ROE 6.6% 수준에서 Target PBR 1.12 배 부여해 목표주가는 7,400 원으로 유지하고, 주가 낙폭 과대로 투자의견은 매수로 상향함

### 3Q21 은 더할 나위 없었다

동사의 3Q21 매출액은 1 조 2,191 억원, 영업이익 1,438 억원으로 추정됨. BDI가 2Q21 평균 2,793pts에서 3Q21 3,732pts로 상승해 2Q21에 이어 다시 한 번 1,000 억원 상회하는 분기 영업이익을 기록할 수 있다는 점에서 매우 고무적이라고 판단함. 이에 2021년 연간 매출액 4 조 383 억원, 영업이익 4,137 억원 수준으로 전망됨

### 수요 감소와 공급 증대 기로에서

그러나 중국이 베이징 동계 올림픽을 앞두고 철강 감산 기조를 가져가고 있기 때문에 벌크선 수요에 악재로 작용하고 있음. 전체 벌크선 물동량 구성에서 철강 생산의 원재료인 철광석과 제철용 석탄 비중이 35%에 달하며, 전 세계 철광석 물동량의 70%가 중국으로부터 발생하기 때문에 중국의 철강 생산 기조 변화가 벌크선 시황에 영향을 미치는 변수 중 가장 큰 변수임. 아울러 지난 9월 말 극심했던 중국 항만의 선박 적체 현상도 해소 국면으로 접어들어 따라 선박 공급도 늘어나고 있음. 전체적으로 벌크선에 대한 수요가 줄어드는 방향이고 공급도 점차 늘어나는 구간이라는 점에서 최근까지 이어진 BDI 강세가 지속되기 힘들다는 판단임

### 투자의견 매수로 상향, 목표주가 7,400 원 유지

지속 가능한 ROE 수준인 6.6%를 적용해 Target PBR 은 1.12 배로 제시하며 12M Fwd PBR 6,603 원을 적용해 목표주가는 7,400 원을 유지함. 그러나 최근 주가 낙폭 과대로 상승 여력이 18%가 되어 투자의견을 중립에서 매수로 상향함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	2,668	2,468	2,497	4,038	4,052	4,020
yoy	%	14.2	-7.5	1.2	61.7	0.3	-0.8
영업이익	십억원	204	210	225	414	356	385
yoy	%	4.6	3.0	7.2	83.7	-14.0	8.2
EBITDA	십억원	372	413	453	662	614	634
세전이익	십억원	149	148	92	376	312	344
순이익(지배주주)	십억원	152	152	93	320	236	261
영업이익률%	%	7.6	8.5	9.0	10.3	8.8	9.6
EBITDA%	%	14.0	16.7	18.1	16.4	15.1	15.8
순이익률	%	5.6	6.0	3.6	7.9	5.8	6.5
EPS(계속사업)	원	285	284	173	598	442	488
PER	배	15.6	16.0	29.0	10.5	14.2	12.8
PBR	배	0.9	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	8.8	8.3	8.6	6.6	6.6	5.8
ROE	%	6.1	5.5	3.3	10.6	7.0	7.0
순차입금	십억원	894	970	1,212	1,031	694	317
부채비율	%	54.8	53.6	66.0	76.4	67.9	62.3

## 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	5,588	6,834	6,344	6,205	6,799	11,299	12,191	10,093	24,679	24,972	40,383
1. 해운업	5,308	5,262	5,320	5,730	6,056	9,413	10,648	9,905	22,128	21,620	36,023
벌크	4,325	4,141	4,382	4,733	4,918	8,073	9,431	8,802	18,357	17,580	31,224
YoY	4.1%	-3.6%	-13.6%	-2.2%	13.7%	95.0%	115.2%	86.0%	-9.5%	-4.2%	77.6%
QoQ	-10.6%	-4.3%	5.8%	8.0%	3.9%	64.1%	16.8%	-6.7%			
컨테이너	558	680	573	656	740	802	802	787	2,190	2,467	3,132
YoY	-5.5%	11.8%	31.6%	18.0%	32.8%	17.9%	40.0%	20.0%	-4.9%	12.6%	27.0%
QoQ	0.3%	22.0%	-15.7%	14.4%	12.8%	8.4%	0.0%	-1.9%			
탱커선	388	408	328	304	266	307	264	267	1,345	1,427	1,104
YoY	28.2%	30.2%	-9.1%	-17.8%	-31.4%	-24.7%	-19.3%	-12.1%	8.2%	6.0%	-22.6%
QoQ	4.9%	5.2%	-19.7%	-7.3%	-12.5%	15.5%	-14.0%	1.0%			
해운기타	38	34	38	38	131	232	151	49	235	147	563
YoY	-42.2%	-56.6%	-10.9%	-24.8%	246.7%	588.6%	300.0%	30.0%	-18.7%	-37.6%	283.0%
QoQ	-24.4%	-11.3%	12.1%	0.1%	248.6%	76.2%	-34.9%	-67.5%			
2. 곡물사업	324	1,694	1,240	509	797	2,032	1,674	356	2,956	3,767	4,858
YoY	-3.9%	40.4%	29.0%	12.9%	146.0%	19.9%	35.0%	-30.0%	-6.4%	27.4%	29.0%
QoQ	-28.1%	423.3%	-26.8%	-59.0%	56.7%	155.0%	-17.6%	-78.7%			
3. 기 타	382	497	599	547	466	559	629	574	1,318	2,025	2,228
YoY	28.5%	56.5%	82.5%	46.0%	22.0%	12.4%	5.0%	5.0%	17.7%	53.7%	10.0%
QoQ	2.1%	30.0%	20.7%	-8.8%	-14.7%	19.8%	12.7%	-8.8%			
(내부거래)	-426	-619	-815	-580	-520	-704	-760	-742	-1,722	-2,440	-2,726
YoY	6.9%	24.9%	116.3%	28.4%	21.9%	13.8%	-6.7%	27.9%	-0.1%	41.7%	11.7%
QoQ	-5.6%	45.3%	31.6%	-28.8%	-10.4%	35.6%	7.9%	-2.4%			
매출원가	5,023	5,992	5,529	5,388	6,111	9,974	10,363	8,680	21,801	21,932	35,128
용선료	1,309	1,394	1,657	1,483	1,620	1,947	2,165	2,021	5,600	5,843	7,752
연료비	1,177	1,292	1,280	970	1,084	1,135	1,161	1,185	5,107	4,720	4,565
영업이익	378	643	629	602	489	1,120	1,438	1,090	2,100	2,252	4,137
BDI(pts)	592	783	1,522	1,361	1,739	2,793	3,732	2,986	1,343	1,065	2,812
WTI(\$/bbl)	46.4	60.0	56.5	42.8	57.9	66.1	70.6	75.0	56.3	51.4	67.4

자료: 팬오션 SK 증권

## 팬오션 목표주가 산출

(단위: 억원)	3Q22E	3Q23E	3Q24E
순이익(지배주주지분)	2,494	2,556	2,305
자본총계(지배주주지분)	34,357	37,864	38,971
ROE(지배주주지분)	7.3%	6.8%	5.9%
가중치	0.33	0.33	0.33
적정 ROE(지배주주지분)	6.6%		
영구성장률	1.0%		
자기자본비용	6.0%		
무위험수익률	1.9%		
리스크프리미엄	6.0%		
베타	0.69		
Target PBR	1.12		
12M Fwd BPS (원)	6,603		
목표 주가 (원)	7,400		
현재 주가 (원)	6,270		
상승 여력	18%		

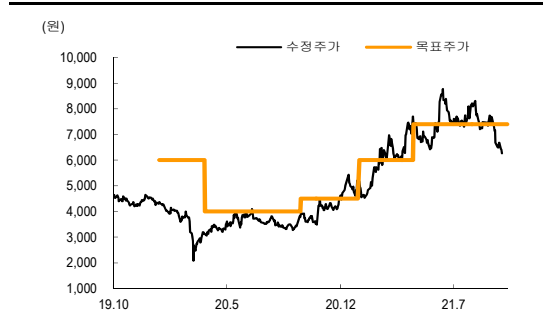
자료: DataGuide, SK 증권

## 팬오션 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E
매출액(억원)	6,689	26,360	12,191	40,383	82.3%	53.2%
영업이익(억원)	722	2,702	1,438	4,137	99.2%	53.1%
목표주가(원)	7,400		7,400		0.0%	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.21	매수	7,400원	6개월		
2021.05.07	중립	7,400원	6개월	0.18%	18.51%
2021.01.25	매수	6,000원	6개월	-0.22%	28.33%
2020.10.07	매수	4,500원	6개월	-5.27%	20.67%
2020.04.10	매수	4,000원	6개월	-11.25%	2.38%
2020.01.15	매수	6,000원	6개월	-39.93%	-27.17%



**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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 10월 21일 기준)**

매수	88.19%	중립	11.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	680	663	1,457	1,762	2,169
현금및현금성자산	255	238	775	1,077	1,490
매출채권및기타채권	135	152	246	247	245
재고자산	65	57	93	93	92
<b>비유동자산</b>	3,775	3,997	4,207	4,213	4,210
장기금융자산	12	21	11	11	11
유형자산	3,737	3,873	4,026	3,919	3,801
무형자산	8	7	7	6	6
<b>자산총계</b>	4,454	4,659	5,664	5,975	6,380
<b>유동부채</b>	709	604	1,036	1,008	1,021
단기금융부채	444	264	486	456	473
매입채무 및 기타채무	136	156	252	253	251
단기충당부채	4	5	7	7	7
<b>비유동부채</b>	846	1,248	1,417	1,408	1,428
장기금융부채	817	1,225	1,380	1,375	1,394
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	26	23	37	33	34
<b>부채총계</b>	1,555	1,853	2,453	2,416	2,448
<b>지배주주지분</b>	2,886	2,807	3,211	3,559	3,931
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
기타자본구성요소	5	2	2	2	2
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	236	329	622	858	1,119
비지배주주지분	13	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	2,900	2,807	3,211	3,559	3,931
<b>부채외자본총계</b>	4,454	4,659	5,664	5,975	6,380

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	470	517	718	537	552
당기순이익(손실)	148	91	320	236	261
비현금성항목등	272	374	380	377	373
유형자산감가상각비	201	226	248	256	248
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	20	102	22	-12	-12
운전자본감소(증가)	51	54	78	-1	1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	9	-27	4	-1	2
재고자산감소(증가)	-2	5	-6	0	1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-15	28	-93	1	-2
기타	59	48	172	-1	0
법인세납부	0	-1	-59	-75	-83
<b>투자활동현금흐름</b>	-213	-337	-124	-143	-121
금융자산감소(증가)	-4	4	-2	0	0
유형자산감소(증가)	-217	-271	-100	-150	-130
무형자산감소(증가)	1	-1	-1	-1	-1
기타	6	-69	-21	7	10
<b>재무활동현금흐름</b>	-217	-186	-66	-91	-19
단기금융부채증가(감소)	0	0	-35	-30	17
장기금융부채증가(감소)	-152	-121	66	-5	19
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-27	0	0
기타	-65	-65	-70	-56	-55
<b>현금의 증가(감소)</b>	47	-18	537	303	412
기초현금	209	255	238	775	1,077
기말현금	255	238	775	1,077	1,490
FCF	200	202	438	375	411

자료 : 팬오션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	2,468	2,497	4,038	4,052	4,020
<b>매출원가</b>	2,180	2,193	3,513	3,566	3,506
<b>매출총이익</b>	288	304	526	486	514
매출총이익률 (%)	11.7	12.2	13.0	12.0	12.8
<b>판매비와관리비</b>	78	79	112	130	129
<b>영업이익</b>	210	225	414	356	385
영업이익률 (%)	8.5	9.0	10.3	8.8	9.6
<b>비영업손익</b>	-62	-133	-38	-44	-41
순금융비용	50	39	42	48	45
외환관련손익	-1	-19	-12	-12	-12
관계기업투자등 관련손익	0	5	4	4	4
<b>세전계속사업이익</b>	148	92	376	312	344
세전계속사업이익률 (%)	6.0	3.7	9.3	7.7	8.6
<b>계속사업법인세</b>	1	1	56	75	83
<b>계속사업이익</b>	148	91	320	236	261
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	148	91	320	236	261
순이익률 (%)	6.0	3.6	7.9	5.8	6.5
<b>지배주주</b>	152	93	320	236	261
지배주주귀속 순이익률(%)	6.15	3.71	7.92	5.83	6.5
<b>비지배주주</b>	-4	-2	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	239	-80	431	348	373
<b>지배주주</b>	243	-77	431	348	373
<b>비지배주주</b>	-4	-2	0	0	0
<b>EBITDA</b>	413	453	662	614	634

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-7.5	1.2	61.7	0.3	-0.8
영업이익	3.0	7.2	83.7	-14.0	8.2
세전계속사업이익	-0.5	-38.0	308.6	-17.1	10.6
EBITDA	10.9	9.7	46.2	-7.3	3.4
EPS(계속사업)	-0.4	-39.1	245.5	-26.1	10.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.5	3.3	10.6	7.0	7.0
ROA	3.5	2.0	6.2	4.1	4.2
EBITDA마진	16.7	18.1	16.4	15.1	15.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	95.8	109.6	140.6	174.8	212.5
부채비율	53.6	66.0	76.4	67.9	62.3
순차입금/자기자본	33.5	43.2	32.1	19.5	8.1
EBITDA/이자비용(배)	7.5	11.0	14.9	11.0	11.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	284	173	598	442	488
BPS	5,400	5,250	6,007	6,657	7,354
CFPS	664	599	1,062	924	955
주당 현금배당금	0	50	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	18.1	29.0	14.7	19.9	18.0
PER(최저)	14.2	12.1	7.6	10.3	9.3
PBR(최고)	1.0	1.0	1.5	1.3	1.2
PBR(최저)	0.8	0.4	0.8	0.7	0.6
PCR	6.9	8.4	5.9	6.8	6.6
EV/EBITDA(최고)	9.0	8.6	8.6	8.8	7.9
EV/EBITDA(최저)	7.6	5.1	5.2	5.1	4.3