

# 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	2,796 십억원
주요주주	
하림지주(와11)	54.77%
국민연금공단	8.33%
외국인지분률	15.50%
배당수익률	1.90%

### Stock Data

주가(22/07/13)	5,230 원
KOSPI	2328.61 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	8,310 원
52주 최저가	4,760 원
60일 평균 거래대금	29 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-22.1%	-16.2%
6개월	-7.6%	17.5%
12개월	-32.4%	-5.1%

## 팬오션 (028670/KS | 매수(유지) | T.P 7,000 원(하향))

### 어느덧 코로나 19 이전 수준까지 내려온 BDI

동사의 2Q22 매출액은 1 조 4,066 억원, 영업이익은 1,313 억원을 기록할 것으로 추정됨. 경기 침체 우려는 해운업에도 부정적 영향 주는 중임. 그러나 컨테이너선과 비교하면 업황이 이미 꺾였다는 점에서 벌크선사 상대 매력 있음. 이에 투자의견 매수 유지함. 그러나 전체적인 실적 추정치 하향과, 금리 인상을 반영한 멀티플 조정으로 목표주가는 기존 10,000 원에서 7,000 원으로 하향함

### 코로나 19 이전으로 회귀한 BDI

동사의 2Q22 매출액은 1 조 4,066 억원, 영업이익은 1,313 억원을 기록할 것으로 추정됨. 매출액은 컨센서스인 1 조 4,290 억원대비 - 1.6%, 영업이익은 - 16.8% 하회할 것으로 보임. 작년 가을 BDI는 이미 코로나 19 이전 수준으로 빠르게 돌아갔다가 올해 상반기에 양호한 흐름을 보였음. 그러나 최근 들어 다시 BDI는 맥을 못 추고 있는 상황임. 글로벌 경기 침체에 대한 우려가 전 세계 증시에 드리운 가운데 해운업은 민감하게 반응할 수 밖에 없음. 코로나 19가 촉발시킨 글로벌 공급망 병목 현상으로 물가가 오르고, 조달 금리가 상승하며 전체적인 GDP 성장률이 저하되고 있음. 이는 해운 수요 하락으로 직결된다는 점에서 우려스러움. 그러나 컨테이너선과 비교하면 벌크선은 이미 다 내려왔다는 점에서 상대적으로 긍정적이라고 볼 수 있음

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 10,000 원 → 7,000 원으로 하향

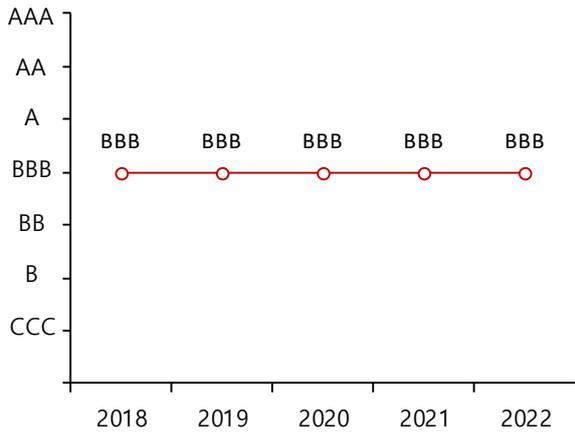
이에 투자 의견 매수를 유지함. 그러나 목표주가는 10,000 원에서 7,000 원으로 - 30% 하향 조정함. 이전 보고서의 지속 가능한 ROE 수준은 9.9%였음. 그러나 BDI가 지속적으로 반등하기 쉽지 않을 것이라는 점을 반영해 실적 추정치를 하향했고(2022년 연간 매출액 기존 5.6조원 → 5.5조원으로 -2.2% 하향, 영업이익 6,228 억원 → 5,685 억원으로 - 8.7% 하향), 금리가 인상된 부분을 반영해 이자비용을 상향 조정함. 이에 지속 가능한 ROE 수준은 6.7%로 추정됨. 아울러 최근 금리 인상으로 동반 상승한 무위험수익률(이전 보고서 3.0%) 3.3%를 감안해 Target PBR을 0.88 배로 하향함. 12M Fwd BPS 8,018 원을 반영해 목표주가 7,000 원으로 하향함

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	2,468	2,497	4,616	5,506	5,427	5,500
yoy	%	-7.5	1.2	84.9	19.3	-1.4	1.4
영업이익	십억원	210	225	573	569	488	592
yoy	%	3.0	7.2	154.4	-0.8	-14.2	21.3
EBITDA	십억원	413	453	933	1,053	955	1,021
세전이익	십억원	148	92	550	425	354	460
순이익(지배주주)	십억원	152	93	549	361	268	348
영업이익률%	%	8.5	9.0	12.4	10.3	9.0	10.8
EBITDA%	%	16.7	18.1	20.2	19.1	17.6	18.6
순이익률	%	6.0	3.6	11.9	6.6	4.9	6.3
EPS(계속사업)	원	284	173	1,028	675	501	652
PER	배	16.0	29.0	5.3	7.7	10.4	8.0
PBR	배	0.8	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	8.3	8.6	4.9	3.8	3.6	2.7
ROE	%	5.5	3.3	17.2	9.5	6.5	7.8
순차입금	십억원	970	1,212	1,688	1,168	595	-77
부채비율	%	53.6	66.0	80.4	80.1	74.0	68.7

## ESG 하이라이트

### 팬오션의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>팬오션 종합 등급</b>	<b>BBB</b>	<b>C-</b>	<b>43.7</b>
환경(Environment)	128	D-	30.3
사회(Social)	49.1	D-	17.6
지배구조(Governance)	60.8	A-	83.0
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
대한해운	BB	NA	34.4

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 팬오션 ESG 평가

전반적으로 ESG에 많은 관심과 좋은 평가를 받고 있다. 국내 해운업체 최초로 ESG 채권을 발행했고 흥행한 바 있음. 조달한 자금 500 억원 중 273 억원은 친환경 LNG 보급선 도입에 쓰고, 227 억원은 선박 평형수 처리장치 설치에 사용함. 팬오션은 애초 공모희망금리밴드인 -0.3~0.3%에서 모집물량 기준으로 -15bp(베이스스포인트)로 전액을 채우는 데 성공함

자료: SK 증권

### 팬오션의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021.6.25	녹색채권	50,000	2.15

자료: KRX, SK 증권

### 팬오션의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.06.11	사회 (Social)	공정위 과징금 철폐에 반발하는 해운업계 "경쟁력 약화"
2021.06.8	사회 (Social)	해운업계 "공동행위 정당한 절차, 해운법 적용해달라"
2020.03.5	사회 (Social)	해양대 실습생 죽음 선사인호 선장 9 일 국내 소환
2017.07.20	지배구조 (Governance)	하림은 왜 공정위 올해 대기업집단 직권조사 1 호가 됐나
2016.05.25	지배구조 (Governance)	법정관리 시작된 STX 조선해양, 셸러리맨 신화 끝나다
2015.06.12	지배구조 (Governance)	팬오션 주주들 "흥기택 산업은행장 등 배임죄 고발"

자료: 주요 언론사, SK 증권

## 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	6,799	11,299	13,282	14,780	14,409	14,066	13,495	13,088	24,972	46,161	55,059
1. 해운업	6,056	9,413	12,164	13,929	13,314	13,216	12,268	12,021	21,620	41,563	50,819
벌크	4,918	8,073	10,622	12,079	10,552	11,394	10,597	10,420	17,580	35,692	42,963
YoY	13.7%	95.0%	142.4%	155.2%	114.5%	41.1%	-0.2%	-13.7%	-4.2%	103.0%	20.4%
QoQ	3.9%	64.1%	31.6%	13.7%	-12.6%	8.0%	-7.0%	-1.7%			
컨테이너	740	802	883	1,108	1,257	1,083	910	831	2,467	3,533	4,081
YoY	32.8%	17.9%	54.1%	68.9%	69.9%	35.0%	3.0%	-25.0%	12.6%	43.2%	15.5%
QoQ	12.8%	8.4%	10.1%	25.4%	13.5%	-13.9%	-16.0%	-8.7%			
탱커선	266	307	369	460	512	464	468	473	1,427	1,402	1,917
YoY	-31.4%	-24.7%	12.6%	51.4%	92.6%	50.9%	27.0%	2.8%	6.0%	-1.8%	36.7%
QoQ	-12.5%	15.5%	20.1%	24.7%	11.3%	-9.4%	1.0%	1.0%			
해운기타	131	232	290	283	992	276	293	297	147	936	1,858
YoY	246.7%	588.6%	669.6%	650.1%	654.7%	19.0%	1.0%	5.0%	-37.6%	536.9%	98.5%
QoQ	248.6%	76.2%	25.3%	-2.5%	250.7%	-72.2%	6.3%	1.4%			
2. 곡물사업	797	2,032	1,212	942	1,263	1,016	1,272	989	3,767	4,982	4,540
YoY	146.0%	19.9%	-2.3%	85.2%	58.5%	-50.0%	5.0%	5.0%	27.4%	32.3%	-8.9%
QoQ	56.7%	155.0%	-40.4%	-22.3%	34.1%	-19.6%	25.2%	-22.3%			
3. 기 타	466	559	617	707	470	587	648	743	2,025	2,349	2,447
YoY	22.0%	12.4%	2.9%	29.4%	0.8%	5.0%	5.0%	5.0%	53.7%	16.0%	4.2%
QoQ	-14.7%	19.8%	10.4%	14.7%	-33.6%	24.8%	10.4%	14.7%			
(내부거래)	-520	-704	-711	-798	-638	-752	-692	-664	-2,440	-2,733	-2,747
YoY	21.9%	13.8%	-12.7%	37.6%	22.8%	6.8%	-2.6%	-16.8%	41.7%	12.0%	0.5%
QoQ	-10.4%	35.6%	0.9%	12.2%	-20.1%	18.0%	-8.0%	-4.1%			
매출원가	6,111	9,974	11,166	12,253	12,475	12,378	11,741	11,452	21,932	39,504	48,047
용선료	1,620	1,947	2,165	2,120	1,825	1,971	1,833	1,803	5,843	7,851	7,432
연료비	1,084	1,135	1,161	1,196	1,288	1,351	1,315	1,293	4,720	4,576	5,246
영업이익	489	1,120	1,913	2,207	1,691	1,313	1,395	1,287	2,252	5,729	5,685
BDI(pts)	1,739	2,793	3,732	3,498	2,041	2,530	1,998	1,899	1,065	2,940	2,117
WTI(\$/bbl)	57.9	66.1	70.6	77.1	94.8	108.6	100.0	95.0	51.4	67.9	99.6

자료: 팬오션, SK 증권

팬오션 목표주가 산출

(단위: 억원)	3Q23E	3Q24E	3Q25E
순이익(지배주주지분)	2,810	3,276	3,171
자본총계(지배주주지분)	42,864	46,443	49,917
ROE(지배주주지분)	6.6%	7.1%	6.4%
가중치	0.33	0.33	0.33
적정 ROE(지배주주지분)	6.7%		
영구성장률	1.0%		
자기자본비용	7.4%		
무위험수익률	3.3%		
리스크프리미엄	6.0%		
베타	0.69		
Target PBR	0.88		
12M Fwd BPS (원)	8,018		
목표 주가 (원)	7,000		
현재 주가 (원)	5,230		
상승 여력	25.3%		

자료: DataGuide, SK 증권

팬오션 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	2Q22E	2022E	2Q22E	2022E	2Q22E	2022E
매출액(억원)	13,922	56,276	14,066	55,059	1.0%	-2.2%
영업이익(억원)	1,439	6,228	1,313	5,685	-8.8%	-8.7%
목표주가(원)	10,000		7,000		-30.0%	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.07.14	매수	7,000원	6개월		
2022.05.18	매수	10,000원	6개월	-32.73%	-19.10%
2021.10.21	매수	7,400원	6개월	-9.59%	18.51%
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%



### 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 (2022년 7월 14일 기준)

매수	92.91%	중립	7.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	663	1,359	2,162	2,756	3,466
현금및현금성자산	238	522	1,164	1,772	2,469
매출채권및기타채권	152	252	300	296	300
재고자산	57	108	129	127	129
<b>비유동자산</b>	3,997	5,130	5,018	4,698	4,402
장기금융자산	21	20	16	16	16
유형자산	3,873	4,963	4,848	4,512	4,161
무형자산	7	6	6	5	5
<b>자산총계</b>	4,659	6,489	7,180	7,455	7,868
<b>유동부채</b>	604	1,149	1,333	1,340	1,367
단기금융부채	264	534	599	616	634
매입채무 및 기타채무	156	254	303	299	303
단기충당부채	5	10	12	12	12
<b>비유동부채</b>	1,248	1,743	1,860	1,830	1,837
장기금융부채	1,225	1,717	1,782	1,801	1,808
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	23	24	27	28	28
<b>부채총계</b>	1,853	2,892	3,193	3,169	3,204
<b>지배주주지분</b>	2,807	3,597	3,987	4,285	4,664
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	717	717	717
기타자본구성요소	2	2	1,578	1,578	1,578
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	329	851	1,158	1,372	1,667
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	2,807	3,597	3,987	4,285	4,664
<b>부채외자본총계</b>	4,659	6,489	7,180	7,455	7,868

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	517	814	1,066	873	908
당기순이익(손실)	91	549	361	268	348
비현금성항목등	374	398	808	687	673
유형자산감가상각비	226	359	484	466	429
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	102	13	172	23	33
운전자본감소(증가)	54	-129	-39	3	-3
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-27	-85	18	4	-4
재고자산감소(증가)	5	-44	-10	2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	28	81	-205	-4	4
기타	48	-81	158	1	-1
법인세납부	-1	-4	-64	-86	-111
<b>투자활동현금흐름</b>	-337	-351	-159	-128	-73
금융자산감소(증가)	4	-3	0	0	0
유형자산감소(증가)	-271	-333	-150	-131	-78
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	-69	-14	-9	3	5
<b>재무활동현금흐름</b>	-186	-204	-276	-136	-137
단기금융부채증가(감소)	0	0	-40	17	18
장기금융부채증가(감소)	-121	-121	-133	19	7
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-27	0	-53	-53
기타	-65	-56	-104	-119	-109
<b>현금의 증가(감소)</b>	-18	284	642	608	697
기초현금	255	238	522	1,164	1,772
기말현금	238	522	1,164	1,772	2,469
FCF	202	330	732	709	797

자료 : 팬오션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	2,497	4,616	5,506	5,427	5,500
매출원가	2,193	3,950	4,805	4,765	4,732
<b>매출총이익</b>	304	666	701	662	768
매출총이익률 (%)	12.2	14.4	12.7	12.2	14.0
<b>판매비와관리비</b>	79	93	133	174	176
<b>영업이익</b>	225	573	569	488	592
영업이익률 (%)	9.0	12.4	10.3	9.0	10.8
<b>비영업손익</b>	-133	-23	-144	-134	-132
순금융비용	39	42	89	116	104
외환관련손익	-19	9	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	5	9	5	5	5
<b>세전계속사업이익</b>	92	550	425	354	460
세전계속사업이익률 (%)	3.7	11.9	7.7	6.5	8.4
<b>계속사업법인세</b>	1	1	64	86	111
<b>계속사업이익</b>	91	549	361	268	348
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	91	549	361	268	348
순이익률 (%)	3.6	11.9	6.6	4.9	6.3
지배주주	93	549	361	268	348
지배주주귀속 순이익률(%)	3.71	11.9	6.56	4.94	6.33
비지배주주	-2	0	0	0	0
총포괄이익	-80	817	445	352	432
지배주주	-77	817	445	352	432
비지배주주	-2	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	453	933	1,053	955	1,021

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.2	84.9	19.3	-1.4	1.4
영업이익	7.2	154.4	-0.8	-14.2	21.3
세전계속사업이익	-38.0	498.5	-22.9	-16.7	29.9
EBITDA	9.7	106.1	12.8	-9.3	6.9
EPS(계속사업)	-39.1	493.7	-34.3	-25.7	29.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	3.3	17.2	9.5	6.5	7.8
ROA	2.0	9.9	5.3	3.7	4.6
EBITDA마진	18.1	20.2	19.1	17.6	18.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	109.6	118.2	162.2	205.8	253.5
부채비율	66.0	80.4	80.1	74.0	68.7
순차입금/자기자본	43.2	46.9	29.3	13.9	-1.6
EBITDA/이자비용(배)	11.0	21.4	11.7	8.0	9.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	173	1,028	675	501	652
BPS	5,250	6,728	7,458	8,016	8,725
CFPS	599	1,702	1,582	1,376	1,455
주당 현금배당금	50	100	100	100	100
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	29.0	8.5	12.0	16.1	12.4
PER(최저)	12.1	4.4	7.1	9.5	7.3
PBR(최고)	1.0	1.3	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR	8.4	3.2	3.3	3.8	3.6
EV/EBITDA(최고)	8.6	6.8	5.2	5.2	4.2
EV/EBITDA(최저)	5.1	4.4	3.5	3.3	2.4