

송원산업(004430)

사상 첫 호황국면 진입

1분기 영업이익 전분기대비 75% 증가, 일회성 요인으로 컨센서스 하회
순이익은 유효법인세율 하락으로 추정치 상회
폴리머 안정제의 역사적 첫 호황기 진입에 따라 매수 관점 강화할 시기

Facts : 영업이익 일회성 요인으로 컨센서스 하회, 순이익은 상회

1분기 영업이익은 폴리머 안정제부문의 실적 개선과 비주력부문인 PVC 안정제 및 주석 중간체등의 실적 턴어라운드에 힘입어 전분기대비 75% 증가한 149억원을 기록했다. 그러나 추정치와 컨센서스 영업이익을 각각 16%, 19% 하회했다. 25억원의 일회성 비용이 원인으로 폴리머 안정제 설비에 대한 증산 컨설팅 비용과 직원 성과급 관련 충당금이 인식되었다. 일회성 비용을 제거한 실적은 추정치에 부합했다. 예상치 못한 일회성 비용을 감안하더라도 순이익은 전분기대비 129% 증가해 추정치를 14% 상회했다. 유효법인세율 하락이 순이익 개선을 뒷받침 했다.

Pros & cons : 핵심 사업 부문의 펀더멘털 개선세 지속

1분기 폴리머 안정제 판가는 전분기대비 5% 가량 상승하며 kg당 5달러를 넘어섰고 판매물량도 전분기대비 3% 증가했다. 수요가 타이트해짐에 따라 수요처에 판가인상 반영이 과거 어느때보다도 빠르게 진행되었다. 그러나 생산측면에서는 1~3월초까지 발생한 생산효율성 문제로 폴리머 안정제 판매량은 수요강세에도 불구하고 가동률이 크게 상승하지 못했다. 윤활유 첨가제 부문은 설비 가동률이 4분기 25%에서 75%로 상승하여 전분기대비 소폭 흑자전환했다. 그러나, 원재료비용 상승으로 인해 제품마진이 감소되면서 윤활유 산화방지제 부문 실적 개선폭은 미미했다. 이에 송원산업은 적정 제품마진 확보를 위해 판가 인상을 계획하고 있다. 글로벌 3대 윤활유 산화방지제 공급업체 중 하나인 BASF는 이미 작년 말 제품 판가를 15% 인상했고 과점적 시장 구조를 감안할 때 송원산업의 제품 판가 인상은 어렵지 않을 것으로 판단한다.

Action : 폴리머 안정제 장기호황 국면에 진입

송원산업에 대해 매수관점을 강화할 시기다. 첫째, 2분기 실적 모멘텀이 강화될 전망이다. 제품 판가 상승 효과가 2분기에 온전히 반영됨과 더불어 설비 또한 정상 가동되어 폴리머 안정제 판매량은 10% 이상 증가될 전망이다. 둘째, 5~6월 신규 플라스틱 생산설비 가동과 재가동이 집중되어 폴리머 안정제 판가는 2분기내 다시 한번 인상될 가능성이 크다. 마지막으로 송원산업의 폴리머 안정제 설비가 본격적으로 가동한 2007년 이후 최초로 맞이하는 장기호황의 초기국면에 이제 막 진입했다. 송원산업은 높은 에틸렌 마진에서 이어지는 설비 투자 cycle의 최대 수혜주이기 때문이다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 43,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/27)	2,492
주가(4/27)	27,200
시가총액(십억원)	653
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저가(원)	31,150/17,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,908
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.4/21.6
주요주주(%)	송원물산 외 6 인 35.6
	Red Tulip Investments 9.2

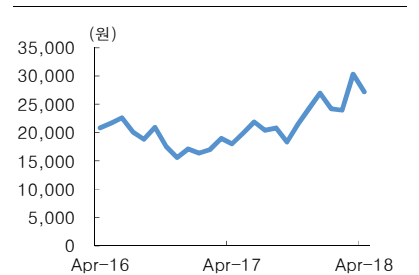
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	18.3	8.2	5.5
PBR(x)	1.7	1.4	1.1
ROE(%)	9.6	18.9	23.2
DY(%)	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(x)	10.1	5.9	3.9
EPS(원)	1,475	3,305	4,975
BPS(원)	15,869	19,057	23,914

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(11.4)	28.6	50.3
KOSPI 대비(%p)	(13.0)	28.8	37.5

주가추이



자료: WISEfn

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

<표 1> 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	175.0	186.7	180.8	182.3	190.5	4.5	8.9	210.6
영업이익	13.0	18.5	14.5	8.5	14.9	75.1	14.7	18.3
영업이익률(%)	7.4	9.9	8.0	4.7	7.8	3.2	0.4	8.7
세전이익	10.7	15.2	12.3	5.9	13.0	120.4	20.9	15.4
순이익	8.4	12.4	9.7	4.9	11.3	129.0	35.7	11.0

자료: FnGuide, 한국투자증권

<표 2> 연간 실적 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이(%)	변경전	변경후	차이(%)
매출액	935.6	883.7	(5.6)	1,114.3	1,078.3	(3.2)
영업이익	125.6	114.0	(9.3)	178.1	172.4	(3.2)
영업이익률(%)	13.4	12.9	(0.5)	16.0	16.0	0.0
세전이익	109.6	103.1	(6.0)	163.1	160.8	(1.4)
순이익	82.3	79.9	(3.0)	122.6	119.9	(2.2)

자료: 한국투자증권

<표 3> 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	175	187	181	182	190	220	241	232	725	884	1,078
영업이익	13	19	14	9	15	27	38	34	54	114	172
영업이익률(%)	7.4	9.9	8.0	4.7	7.8	12.2	16.0	14.6	7.5	12.9	16.0
순이익	8	12	10	5	11	18	27	24	35	80	120
증가율(% YoY)											
매출액	(4.4)	4.3	6.0	12.8	8.9	17.8	33.2	27.5	4.4	21.9	22.0
영업이익	(51.1)	(22.2)	(9.8)	(14.1)	14.6	44.6	165.4	298.9	(28.7)	109.2	51.2
순이익	(34.3)	(20.0)	(8.6)	14.6	35.6	43.4	176.2	385.8	(18.2)	125.6	50.1
증가율(% QoQ)											
매출액	8.3	6.7	(3.2)	0.8	4.5	15.5	9.5	(3.5)			
영업이익	30.8	42.4	(21.7)	(41.4)	75.1	79.7	43.6	(11.8)			
순이익	89.3	48.9	(22.1)	(50.5)	129.1	57.4	50.0	(10.3)			
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)					18.3 (18.7)	25.6 4.5	31.6 21.6	27.8 22.0		102.0 11.7	133.9 28.7
컨센서스 추정 순이익 차이(%)					11.0 2.9	16.7 6.7	22.4 19.4	19.1 25.6		66.8 19.6	91.0 31.8
KIS 추정 영업이익 변화(%)					(15.9)	(19.6)	(3.1)	(3.1)		(9.3)	(3.2)
KIS 추정 순이익 변화(%)					13.5	(18.3)	0.3	0.5		(3.0)	(2.2)

자료: FnGuide, 한국투자증권

<표 4> SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

가정	
사업가치	7.6x FY18 adj. EV/EBITDA 1,107
투자유가증권	7
총자산가치	1,114
순부채	202
비지배주주 지분	0
순자산가치	912
발행주식수(천 주)	24,000
적정가치(원)	37,995
목표주가(원)	43,000

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

송원산업은 1965년 설립되었으며 폴리머 산화 및 노화를 방지하는 폴리머 안정제를 주로 생산한다. 그 외 알킬페놀, 주석 중간체, 윤활유 첨가제 등을 생산한다.

- 폴리머 안정제: 폴리머 산화 및 노화 방지

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	348	378	414	539	667
현금성자산	49	55	47	131	218
매출채권및기타채권	122	131	159	180	202
재고자산	156	167	182	201	219
비유동자산	481	488	506	526	546
투자자산	15	18	18	18	18
유형자산	431	442	468	495	520
무형자산	27	22	13	7	1
자산총계	830	865	920	1,065	1,213
유동부채	301	325	320	338	347
매입채무및기타채무	100	110	120	133	145
단기차입금및단기사채	165	187	170	175	171
유동성장기부채	24	21	21	20	19
비유동부채	175	162	142	152	147
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	112	104	88	103	102
부채총계	475	487	462	490	494
지배주주지분	356	381	457	574	719
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	24	24	24	24	24
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	317	349	426	542	687
비지배주주지분	(2)	(3)	(2)	(2)	(1)
자본총계	354	378	455	572	718

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	101	55	76	121	148
당기순이익	42	35	78	118	145
유형자산감가상각비	27	28	29	30	30
무형자산상각비	8	5	3	2	1
자산부채변동	24	(25)	(34)	(28)	(28)
기타	0	12	0	(1)	0
투자활동현금흐름	(36)	(50)	(54)	(54)	(54)
유형자산투자	(23)	(43)	(56)	(56)	(56)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(13)	(6)	1	1	1
무형자산순증	(0)	(1)	5	5	5
기타	0	0	(4)	(4)	(4)
재무활동현금흐름	(85)	5	(33)	18	(5)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(64)	12	(32)	20	(4)
배당금지급	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	(19)	(4)	2	1	2
기타현금흐름	1	(4)	0	0	0
현금의증가	(19)	6	(11)	85	88

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

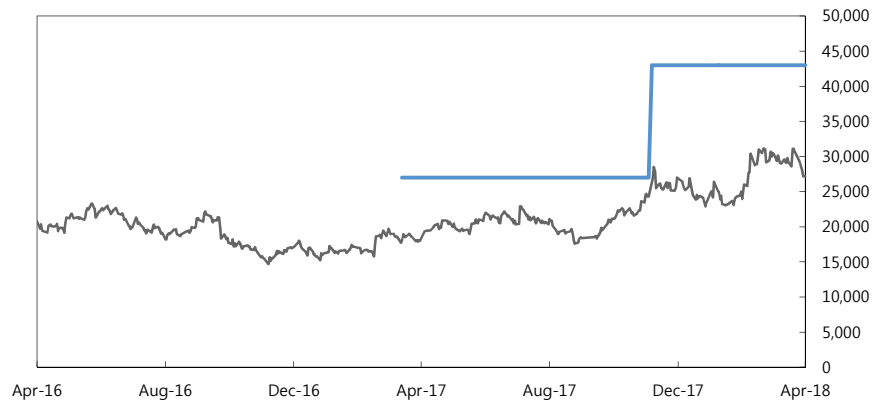
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	694	725	884	1,078	1,212
매출원가	516	570	639	737	804
매출총이익	178	155	244	341	408
판매관리비	102	101	130	169	202
영업이익	76	54	114	172	206
금융수익	27	25	10	9	10
이자수익	1	1	0	0	1
금융비용	41	36	25	25	25
이자비용	11	10	10	9	9
기타영업외손익	1	0	2	2	2
관계기업관련손익	1	1	1	1	1
세전계속사업이익	64	44	102	160	194
법인세비용	21	9	24	42	48
연결당기순이익	42	35	78	118	145
지배주주지분순이익	43	35	79	119	147
기타포괄이익	1	(7)	0	0	0
총포괄이익	43	27	78	118	145
지배주주지분포괄이익	44	28	79	119	147
EBITDA	111	87	146	204	237

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,802	1,475	3,305	4,975	6,143
BPS	14,851	15,869	19,057	23,914	29,939
DPS	140	140	140	140	140
성장성(% YoY)					
매출증가율	6.1	4.4	21.9	22.0	12.4
영업이익증가율	54.6	(28.7)	109.2	51.2	19.3
순이익증가율	45.2	(18.1)	124.1	50.5	23.5
EPS증가율	45.2	(18.1)	124.1	50.5	23.5
EBITDA증가율	32.7	(22.1)	68.8	39.3	16.0
수익성(%)					
영업이익률	11.0	7.5	12.9	16.0	17.0
순이익률	6.2	4.9	9.0	11.1	12.2
EBITDA Margin	16.0	12.0	16.6	18.9	19.5
ROA	5.0	4.1	8.8	11.9	12.8
ROE	12.9	9.6	18.9	23.2	22.8
배당수익률	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
배당성향	7.8	9.5	4.2	2.8	2.3
안정성					
순차입금(십억원)	235	237	214	150	59
차입금/자본총계비율(%)	85.1	82.9	61.9	52.6	41.3
Valuation(X)					
PER	9.5	18.3	8.2	5.5	4.4
PBR	1.2	1.7	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	5.8	10.1	5.9	3.9	3.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
송원산업(004430)	2017.04.11	매수	27,000원	-24.0	-8.5
	2017.12.04	매수	43,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 29일 현재 송원산업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.