2018년 4월 30일 I Equity Research

송원산업 (004430)

일회성비용 발생으로 컨센 하회. 큰 그림은 변화없다

1Q18 영업이익 컨센 17% 하회. 일회성비용 영향

1Q18 영업이익은 149억원(QoQ +75%, YoY +15%)으로 컨센(180억원)을 17% 하회했다. 광학안정제 라인확대 관련한 컨설팅비용이 약 25억원 가량 발생한 영향이며, 이를 제외하면 컨센에 거의 부합한 실적이었다. 산화방지제의 마진율이 3%p 가량 개선된 것으로 추정되는데, 이는 작년 말 산화방지제 판가인상에 따른 영향이라 판단된다. 최근 원재료인 페놀가격 강세에도 불구하고 산화방지제의 타이트한 수급에 따라 판가 전이가 원활하게 나타나고 있는 것으로 판단된다. 신규사업인 윤활유첨가제용 산화방지제 사업은 신규 증설 이후 가동률 상향이 나타나며 물량 증대효과가 나타나고 있다. 현재는 영업이익 기준 BEP 수준이나 하반기에는 점진적으로 이익 기여도가 늘어날 전망이다.

2Q18 영업이익은 QoQ +31% 증익 전망

2Q18 영업이익은 195억원(QoQ +31%, YoY +6%)으로 증가할 전망이다. 전분기에 반영되었던 일회성 비용이 제거되고, 작년 말 판가 인상 발표분이 추가적으로 반영되면서 스프레드가 개선될 것으로 전망하기 때문이다. 윤활유첨가제용 산화방지제 사업 또한 가동률이 지속적으로 상승하면서 이익 기여도가 상승할 것으로 판단한다.

PE 수요 호조에 따른 산화방지제 수급타이트 지속

BUY를 유지하고, 목표가를 3만원에서 3.3만원으로 상향한다. 타이트한 산화방지제의 수급을 반영하여 글로벌 No.2로의 Valuation 프리미엄을 적용했다. 목표가는 2018~19년 BPS에 Target PBR 1.66배를 적용했다. 산화방지제는 전방 PE 수요 호조에 따라 타이트한 수급이 지속될 것으로 전망한다. 작년 말 판가인상 발표가 이를 대변한다. 주가는 작년 말 이후 큰 폭 상승해 2018년 추정기준 PER 11.8배에 도달해 업황 개선 기대감을 일정 부분 반영하고 있다. 전방 NCC 업체의 낮은 Valuation과 페놀 가격 부담이 일정 부분 존재하는 만큼 추가적인 판가인상 발표가 추가적인 주가 모멘텀이 될 것이라 판단한다. 판가 인상 발표 시 추가적으로 목표주가를 상향하겠다.

Earnings Review

BUY

I TP(12M): 33,000원(상향) I CP(4월 27일): 27,200원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,492.40
52주 최고/최저(원)	31,150/17,600
시가총액(십억원)	652.8
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	24,000.0
60일 평균 거래량(천주)	303.1
60일 평균 거래대금(십억원)	8.4
18년 배당금(예상,원)	140
18년 배당수익률(예상,%)	0.51
외국인지분율(%)	21.63
주요주주 지분율(%)	
송원물산 외 6 인	35.55
Red Tulip Investments	9.18

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(11.4)	28.6	50.3
상대	(12.8)	28.8	33.2

Consensus Data	2018	2019
매출액(십억원)	902.1	1,034.9
영업이익(십억원)	101.9	134.0
순이익(십억원)	65.3	88.9
EPS(원)	2,784	3,790
BPS(원)	18,738	22,611

Stock Price

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	694.3	724.9	823.9	874.2	902.4
영업이익	십억원	76.4	54.5	80.2	116.0	144.8
세전이익	십억원	63.6	44.2	71.5	107.9	137.9
순이익	십억원	43.2	35.4	55.1	83.2	106.3
EPS	원	1,802	1,475	2,296	3,465	4,431
증감률	%	45.2	(18.1)	55.7	50.9	27.9
PER	배	9.49	18.31	11.84	7.85	6.14
PBR	배	1.15	1.70	1.51	1.27	1.06
EV/EBITDA	배	5.77	10.18	8.00	5.60	4.14
ROE	%	12.89	9.60	13.55	17.60	18.86
BPS	원	14,851	15,869	18,026	21,351	25,642
DPS	원	140	140	140	140	140

Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

하나금융투자

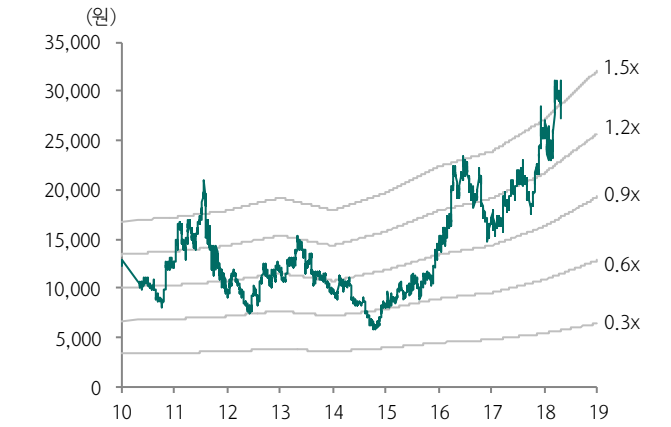
Analyst 윤재성 02-3771-7567

표 1. 송원산업 1Q18 실적 Review

	1Q18P	4Q17	1Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	190.5	182.3	175.0	8.9	4.5	209.4	-9.0
영업이익	14.9	8.5	13.0	14.6	75.3	18.0	-17.2
세전이익	13.0	5.9	10.7	21.5	120.3	13.9	-6.5
순이익	11.3	4.9	8.3	36.1	130.6	12.3	-8.1
영업이익률	7.8	4.7	7.4	0.4	3.2	8.6	-0.8
세전이익률	6.8	3.2	6.1	0.7	3.6	6.6	0.2
순이익률	5.9	2.7	4.7	1.2	3.2	5.9	0.1

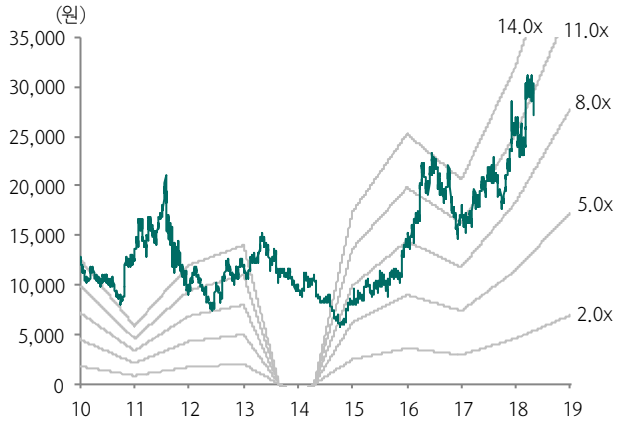
자료: 하나금융투자

그림 1. 송원산업 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 송원산업 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 2. 송원산업 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	FY2017				FY2018				2016	2017	2018F	2019F
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q17F	3Q17F	4Q17F				
매출액	175.0	186.7	180.8	182.3	190.5	208.0	211.6	213.8	694.3	724.9	823.9	874.2
QoQ(%)	8.3%	6.7%	-3.2%	0.8%	4.5%	9.2%	1.7%	1.1%				
YoY(%)	-4.4%	4.3%	6.0%	12.8%	8.9%	11.4%	17.0%	17.3%	6.1%	4.4%	13.7%	6.1%
영업이익	13.0	18.5	14.5	8.5	14.9	19.5	22.5	23.2	76.4	54.5	80.2	116.0
영업이익률(%)	7.4%	9.9%	8.0%	4.7%	7.8%	9.4%	10.7%	10.9%	11.0%	7.5%	9.7%	13.3%
QoQ(%)	30.8%	42.5%	-21.8%	-41.3%	75.1%	31.2%	15.4%	3.1%				
YoY(%)	-51.2%	-22.2%	-9.8%	-14.4%	14.6%	5.5%	55.7%	173.5%	54.6%	-28.7%	47.2%	44.6%
당기순이익	8.3	12.3	9.5	4.7	11.2	12.7	15.4	15.0	42.2	34.7	54.3	82.0
QoQ(%)	102.3%	48.2%	-22.9%	-50.7%	138.9%	14.1%	21.2%	-2.8%				
YoY(%)	-32.1%	-21.2%	-8.5%	14.1%	34.7%	3.7%	62.9%	221.2%	47.5%	-17.8%	56.5%	50.9%
지배순이익	8.3	12.4	9.7	4.9	11.3	12.9	15.7	15.2	43.2	35.4	55.1	83.2

자료: 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**694.3**	**724.9**	**823.9**	**874.2**	**902.4**
매출원가	516.3	569.8	613.1	607.4	601.0
매출총이익	178.0	155.1	210.8	266.8	301.4
판관비	101.7	100.6	130.6	150.9	156.7
영업이익	**76.4**	**54.5**	**80.2**	**116.0**	**144.8**
금융손익	(14.3)	(11.5)	(8.7)	(8.1)	(6.9)
종속/관계기업손익	0.7	1.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	**63.6**	**44.2**	**71.5**	**107.9**	**137.9**
법인세	21.4	9.5	17.2	25.9	33.1
계속사업이익	42.2	34.7	54.3	82.0	104.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**42.2**	**34.7**	**54.3**	**82.0**	**104.8**
비지배주주지분순이익	(1.0)	(0.7)	(0.8)	(1.2)	(1.5)
지배주주순이익	**43.2**	**35.4**	**55.1**	**83.2**	**106.3**
지배주주지분포괄이익	44.0	27.8	55.3	83.5	106.7
NOPAT	50.7	42.8	60.9	88.1	110.0
EBITDA	111.4	86.8	109.4	145.4	174.7
성장성(%)					
매출액증가율	6.1	4.4	13.7	6.1	3.2
NOPAT증가율	60.4	(15.6)	42.3	44.7	24.9
EBITDA증가율	32.8	(22.1)	26.0	32.9	20.2
영업이익증가율	54.7	(28.7)	47.2	44.6	24.8
(지배주주)순익증가율	45.0	(18.1)	55.6	51.0	27.8
EPS증가율	45.2	(18.1)	55.7	50.9	27.9
수익성(%)					
매출총이익률	25.6	21.4	25.6	30.5	33.4
EBITDA이익률	16.0	12.0	13.3	16.6	19.4
영업이익률	11.0	7.5	9.7	13.3	16.0
계속사업이익률	6.1	4.8	6.6	9.4	11.6

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,802	1,475	2,296	3,465	4,431
BPS	14,851	15,869	18,026	21,351	25,642
CFPS	4,420	3,816	4,560	6,059	7,280
EBITDAPS	4,640	3,615	4,560	6,059	7,280
SPS	28,930	30,202	34,330	36,426	37,602
DPS	140	140	140	140	140
주가지표(배)					
PER	9.5	18.3	11.8	7.8	6.1
PBR	1.2	1.7	1.5	1.3	1.1
PCFR	3.9	7.1	6.0	4.5	3.7
EV/EBITDA	5.8	10.2	8.0	5.6	4.1
PSR	0.6	0.9	0.8	0.7	0.7
재무비율(%)					
ROE	12.9	9.6	13.6	17.6	18.9
ROA	5.2	4.2	6.1	8.4	9.8
ROIC	7.8	6.6	9.0	12.4	15.2
부채비율	134.2	128.8	119.0	102.9	86.9
순부채비율	66.3	62.8	52.8	32.7	12.6
이자보상배율(배)	6.8	5.5	7.9	11.5	14.3

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	**348.1**	**377.5**	**442.9**	**523.6**	**621.8**
금융자산	66.5	76.0	87.1	147.8	237.1
현금성자산	49.3	55.4	63.8	123.0	211.5
매출채권 등	121.7	130.9	148.8	157.9	163.0
재고자산	155.7	166.6	202.5	213.3	216.8
기타유동자산	4.2	4.0	4.5	4.6	4.9
비유동자산	**481.4**	**487.6**	**496.7**	**506.5**	**516.5**
투자자산	15.2	18.2	20.7	22.0	22.7
금융자산	8.7	11.2	12.7	13.5	13.9
유형자산	431.5	441.7	451.6	462.4	473.4
무형자산	**27.3**	**21.6**	**18.4**	**16.0**	**14.4**
기타비유동자산	**7.4**	**6.1**	**6.0**	**6.1**	**6.0**
자산총계	**829.5**	**865.1**	**939.6**	**1,030.1**	**1,138.2**
유동부채	**300.6**	**324.6**	**340.1**	**347.9**	**352.3**
금융부채	189.0	210.0	210.2	210.2	210.3
매입채무 등	100.2	110.0	125.1	132.7	137.0
기타유동부채	11.4	4.6	4.8	5.0	5.0
비유동부채	**174.7**	**162.4**	**170.4**	**174.5**	**176.8**
금융부채	**112.3**	**103.4**	**103.4**	**103.4**	**103.4**
기타비유동부채	62.4	59.0	67.0	71.1	73.4
부채총계	**475.3**	**487.0**	**510.5**	**522.4**	**529.1**
지배주주지분	**356.4**	**380.8**	**432.6**	**512.4**	**615.5**
자본금	**12.0**	**12.0**	**12.0**	**12.0**	**12.0**
자본잉여금	24.4	24.4	24.4	24.4	24.4
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	2.6	(4.8)	(4.8)	(4.8)	(4.8)
이익잉여금	317.5	349.3	401.1	480.9	583.9
비지배주주지분	**(2.2)**	**(2.7)**	**(3.5)**	**(4.7)**	**(6.3)**
자본총계	**354.2**	**378.1**	**429.1**	**507.7**	**609.2**
순금융부채	234.9	237.4	226.5	165.9	76.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

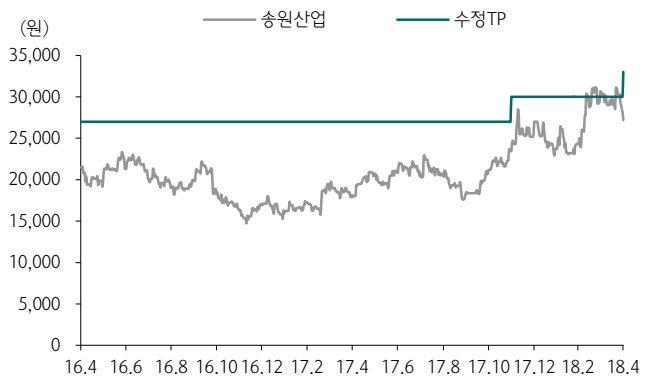
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**100.8**	**55.1**	**62.7**	**113.3**	**142.7**
당기순이익	42.2	34.7	54.3	82.0	104.8
조정	34.8	45.2	39.3	39.5	40.0
감가상각비	35.0	32.3	29.2	29.4	30.0
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.7)	(1.2)	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	14.1	10.1	10.1	10.0
영업활동자산부채변동	23.8	(24.8)	(30.9)	(8.2)	(2.1)
투자활동 현금흐름	**(36.0)**	**(49.7)**	**(41.1)**	**(40.7)**	**(40.7)**
투자자산감소(증가)	(6.3)	(1.7)	(2.5)	(1.3)	(0.7)
유형자산감소(증가)	(23.1)	(43.4)	(35.8)	(38.0)	(39.2)
기타	(6.6)	(4.6)	(2.8)	(1.4)	(0.8)
재무활동 현금흐름	**(84.7)**	**4.7**	**(13.3)**	**(13.4)**	**(13.4)**
금융부채증가(감소)	(61.2)	12.0	0.2	0.1	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(21.8)	(3.9)	(10.1)	(10.1)	(10.0)
배당지급	(1.7)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
현금의 증감	**(19.1)**	**6.1**	**8.3**	**59.2**	**88.6**
Unlevered CFO	106.1	91.6	109.4	145.4	174.7
Free Cash Flow	77.5	11.6	26.9	75.3	103.5

자료: 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

송원산업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.4.30	BUY	33,000		
17.11.30	BUY	30,000	-10.81%	3.83%
17.5.25	1년 경과		-23.59%	-12.41%
16.5.24	BUY	27,000	-30.33%	-13.70%
16.2.1	BUY	20,000	-6.97%	11.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 04월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.