

송원산업 (004430)

송구영신(送舊迎新)

4Q18 예상했던 수준에 부합. 악조건 속에서도 선방

4Q18 영업이익은 102억원(QoQ -42%, YoY +20%)으로 하나금융투자 추정치(111억원)에 거의 부합한 것으로 판단한다. 실적의 내용은 더욱 긍정적이다. 매출채권상각/재고관련 손실/컨설팅비용 등 일회성적 요인 20~25억원을 제거할 경우 120~130억원의 실적을 시현한 셈이기 때문이다. 특히, 이번 분기 산화방지제의 판매물량이 유가급락 및 전방 고객사의 재고조정에 따라 QoQ 13% 감소했고, 원재료 투입가는 3Q18과 거의 변화가 없이 높게 투입되었다는 점을 감안하면 악조건 속에서도 매우 견조한 실적을 달성한 것으로 평가한다. 이러한 실적 선방은 평가 상승에 기인한다. 4Q18의 산화방지제 평가는 QoQ +3% 가량 상승한 것으로 파악되는데, 이는 2Q18/3Q18 각각 QOQ +3%/+4% 평가 상향에 이어 지속되는 흐름이다.

1Q19 영업이익 전분기 대비 2배 가량 급증 전망

1Q19 영업이익은 201억원(QoQ +98%, YoY +32%)으로 약 3년 래 최대 실적을 시현할 전망이다. 평가, 원가, 물량 모두 긍정적이기 때문이다. 평가는 타이트한 수급 지속으로 인해 유지 혹은 소폭 상승이 가능하다. 또한 물량은 전방 수요 개선으로 늘어날 가능성이 높다. 특히, 매암공장 가동률은 최근 전방 업체의 주문 증가로 4Q18 일시 조정 이후 현재는 100%에 가까운 수준까지 상승한 것으로 파악된다. 원가는 더욱 긍정적이다. 낮아진 페놀이 본격적으로 투입되기 시작할 것이고, IBL의 가동률 또한 점진적으로 상승하면서(2018년 40%에서 2019년 80% 목표) IBL 자급률 상향에 따른 구조적인 원가절감 효과가 발생하기 때문이다.

2019년, 사상 최대 이익 갱신을 전망한다

BUY, TP 2.9만원을 제시한다. 2019년 영업이익은 전년 대비 75% 증가한 948억원으로 사상 최대치를 갱신할 것으로 전망한다. 타이트한 수급에 따른 구조적인 평가 상승에 더해 벤젠 약세에 따른 페놀 가격 안정화, 그리고 IBL 가동률 상승과 자급률 향상에 따른 구조적인 원가절감 효과가 동시에 발생할 것으로 전망하기 때문이다. 향후 추가적인 실적 개선 가능성이 높다고 판단한다. 매수하기 적절한 시점이라 생각된다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 29,000원 | CP(1월 30일): 22,000원

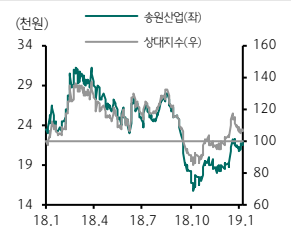
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,206.20	
52주 최고/최저(원)	31,150/15,650	
시가총액(십억원)	528.0	
시가총액비중(%)	0.04	
발행주식수(천주)	24,000.0	
60일 평균 거래량(천주)	168.6	
60일 평균 거래대금(십억원)	3.3	
18년 배당금(예상, 원)	140	
18년 배당수익률(예상, %)	0.73	
외국인지분율(%)	21.55	
주요주주 지분율(%)		
송원물산 외 7인	35.56	
Red Tulip Investments	9.18	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	15.5	(16.0) (12.2)
상대	6.8	(12.7) 2.2

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	791.9	917.2
영업이익(십억원)	58.4	95.1
순이익(십억원)	41.1	67.7
EPS(원)	1,736	2,836
BPS(원)	17,410	20,100

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	694.3	724.9	788.7	884.6	947.5
영업이익	십억원	76.4	54.5	54.3	94.8	107.3
세전이익	십억원	63.6	44.2	46.3	86.2	99.2
순이익	십억원	43.2	35.4	38.1	66.0	75.9
EPS	원	1,802	1,475	1,588	2,750	3,164
증감률	%	45.2	(18.1)	7.7	73.2	15.1
PER	배	9.49	18.31	12.00	8.00	6.95
PBR	배	1.15	1.70	1.10	1.10	0.96
EV/EBITDA	배	5.77	10.18	8.19	5.87	4.99
ROE	%	12.89	9.60	9.57	14.77	14.76
BPS	원	14,851	15,869	17,317	19,926	22,950
DPS	원	140	140	140	140	140



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

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

표 1. 송원산업 4Q18 실적 Review

(십억원, %, %p)

	4Q18	3Q18	4Q17	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	196.0	204.4	182.3	7.5	-4.1	196.7	-0.4	203.5	-3.7
영업이익	10.2	17.4	8.5	20.0	-41.4	11.1	-8.1	14.5	-29.7
순이익	4.6	13.0	4.9	-6.1	-64.6	3.8	21.1	8.3	-44.6
영업이익률	5.2	8.5	4.7	0.5	-3.3	5.6	-0.4	7.1	-1.9
순이익률	2.3	6.4	2.7	-0.3	-4.0	1.9	0.4	4.1	-1.7

자료: 하나금융투자

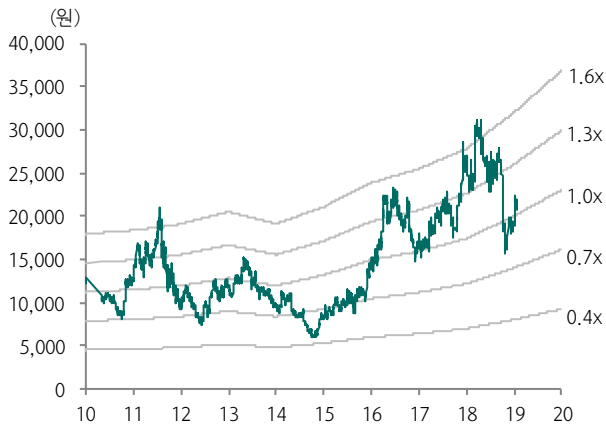
표 2. 송원산업 연간 실적 추정치 변경내역

(십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	788.7	789.4	-0.1	884.6	884.6	0.0
영업이익	54.3	55.3	-1.8	94.8	94.8	0.0
세전이익	46.3	46.5	-0.4	86.2	86.2	0.0
순이익	38.1	37.3	2.1	66.0	66.4	-0.6
영업이익률	6.9	7.0	-0.1	10.7	10.7	0.0
세전이익률	5.9	5.9	0.0	9.7	9.7	0.0
순이익률	4.8	4.7	0.1	7.5	7.5	0.0

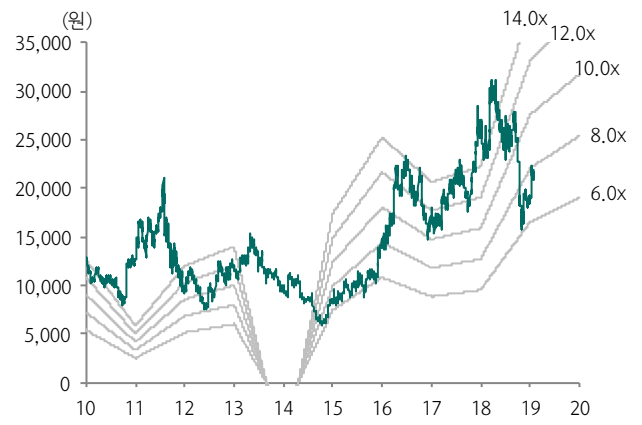
자료: 하나금융투자

그림 1. 송원산업 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

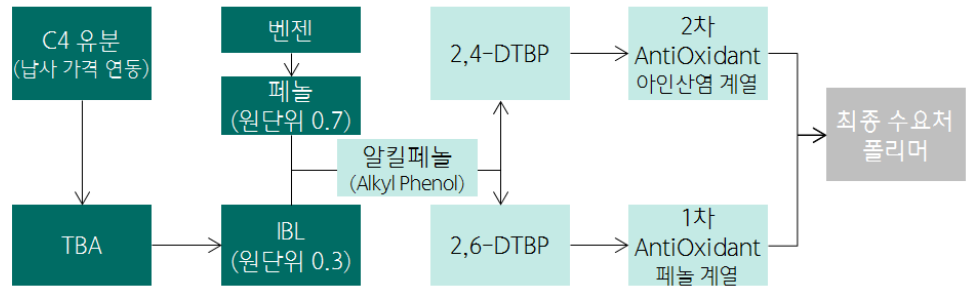
그림 2. 송원산업 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 산화방지제 제조 생산 공정도

산화방지제의 원재료는 페놀과 TBA. 이는 유가와 연동



자료: 송원산업, 하나금융투자

표 3. 송원산업 분기별 실적 추정

	FY2018				FY2019				2016	2017	2018P	2019F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F				
매출액	190.5	197.8	204.4	196.0	216.3	219.7	221.1	227.5	694.3	724.9	788.7	884.6
QoQ(%)	4.5%	3.9%	3.3%	-4.1%	10.3%	1.6%	0.6%	2.9%				
YoY(%)	8.9%	5.9%	13.0%	7.5%	13.6%	11.1%	8.2%	16.1%	6.1%	4.4%	8.8%	12.2%
영업이익	15.3	11.4	17.4	10.2	20.1	24.2	25.3	25.1	76.4	54.5	54.3	94.8
영업이익률(%)	8.0%	5.8%	8.5%	5.2%	9.3%	11.0%	11.5%	11.1%	11.0%	7.5%	6.9%	10.7%
QoQ(%)	79.6%	-25.0%	52.0%	-41.6%	97.6%	20.4%	4.7%	-0.7%				
YoY(%)	17.6%	-38.1%	20.2%	19.6%	31.7%	111.4%	45.6%	147.3%	54.6%	-28.7%	-0.3%	74.6%
당기순이익	11.5	8.2	13.1	5.0	13.1	16.1	16.6	19.6	42.2	34.7	37.8	65.5
QoQ(%)	147.0%	-29.1%	60.3%	-62.0%	163.1%	23.0%	3.2%	17.9%				
YoY(%)	39.3%	-33.4%	38.4%	6.8%	13.7%	97.2%	26.9%	293.5%	47.5%	-17.8%	9.0%	73.2%
지배순이익	11.7	8.8	13.0	4.6	13.2	16.3	16.8	19.8	43.2	35.4	38.1	66.0

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

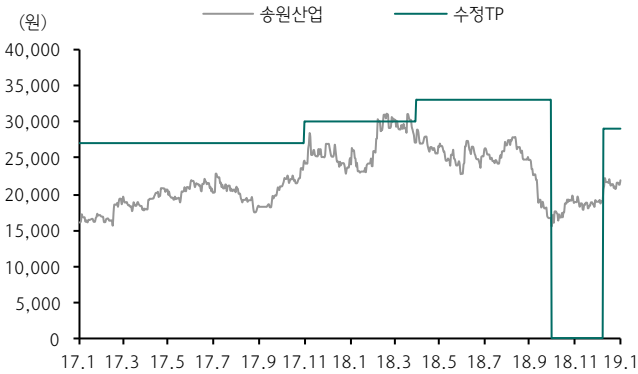
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	694.3	724.9	788.7	884.6	947.5
매출원가	516.3	569.8	626.1	659.6	687.8
매출총이익	178.0	155.1	162.6	225.0	259.7
판매비	101.7	100.6	108.4	130.3	152.4
영업이익	76.4	54.5	54.3	94.8	107.3
금융손익	(14.3)	(11.5)	(8.8)	(8.6)	(8.1)
중속/관계기업손익	0.7	1.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.9	0.0	0.8	0.0	0.0
세전이익	63.6	44.2	46.3	86.2	99.2
법인세	21.4	9.5	8.5	20.7	23.8
계속사업이익	42.2	34.7	37.8	65.5	75.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	42.2	34.7	37.8	65.5	75.4
비지배주주지분순이익	(1.0)	(0.7)	(0.3)	(0.5)	(0.6)
지배주주순이익	43.2	35.4	38.1	66.0	75.9
지배주주지분포괄이익	44.0	27.8	38.5	66.7	76.7
NOPAT	50.7	42.8	44.3	72.0	81.5
EBITDA	111.4	86.8	83.9	125.8	140.6
성장성(%)					
매출액증가율	6.1	4.4	8.8	12.2	7.1
NOPAT증가율	60.4	(15.6)	3.5	62.5	13.2
EBITDA증가율	32.8	(22.1)	(3.3)	49.9	11.8
영업이익증가율	54.7	(28.7)	(0.4)	74.6	13.2
(지배주주)순이익증가율	45.0	(18.1)	7.6	73.2	15.0
EPS증가율	45.2	(18.1)	7.7	73.2	15.1
수익성(%)					
매출총이익률	25.6	21.4	20.6	25.4	27.4
EBITDA이익률	16.0	12.0	10.6	14.2	14.8
영업이익률	11.0	7.5	6.9	10.7	11.3
계속사업이익률	6.1	4.8	4.8	7.4	8.0
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,802	1,475	1,588	2,750	3,164
BPS	14,851	15,869	17,317	19,926	22,950
CFPS	4,420	3,816	3,530	5,241	5,859
EBITDAPS	4,640	3,615	3,495	5,241	5,859
SPS	28,930	30,202	32,864	36,859	39,479
DPS	140	140	140	140	140
주기지표(배)					
PER	9.5	18.3	12.0	8.0	7.0
PBR	1.2	1.7	1.1	1.1	1.0
PCFR	3.9	7.1	5.4	4.2	3.8
EV/EBITDA	5.8	10.2	8.2	5.9	5.0
PSR	0.6	0.9	0.6	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	12.9	9.6	9.6	14.8	14.8
ROA	5.2	4.2	4.3	6.9	7.3
ROIC	7.8	6.6	6.6	10.1	10.8
부채비율	134.2	128.8	121.7	110.6	98.7
순부채비율	66.3	62.8	56.4	45.1	32.5
이자보상배율(배)	6.8	5.5	5.4	9.4	10.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	348.1	377.5	421.3	480.0	540.0
금융자산	66.5	76.0	80.6	99.7	136.2
현금성자산	49.3	55.4	58.3	74.6	109.3
매출채권 등	121.7	130.9	142.4	159.7	171.1
재고자산	155.7	166.6	193.9	215.8	227.7
기타유동자산	4.2	4.0	4.4	4.8	5.0
비유동자산	481.4	487.6	493.5	519.6	546.5
투자자산	15.2	18.2	19.8	22.2	23.8
금융자산	8.7	11.2	12.1	13.6	14.6
유형자산	431.5	441.7	449.2	475.3	502.3
무형자산	27.3	21.6	18.4	16.0	14.4
기타비유동자산	7.4	6.1	6.1	6.1	6.0
자산총계	829.5	865.1	914.7	999.6	1,086.6
유동부채	300.6	324.6	334.6	349.6	359.4
금융부채	189.0	210.0	210.1	210.3	210.4
매입채무 등	100.2	110.0	119.7	134.3	143.8
기타유동부채	11.4	4.6	4.8	5.0	5.2
비유동부채	174.7	162.4	167.5	175.3	180.5
금융부채	112.3	103.4	103.4	103.4	103.4
기타비유동부채	62.4	59.0	64.1	71.9	77.1
부채총계	475.3	487.0	502.2	524.9	539.8
지배주주지분	356.4	380.8	415.6	478.2	550.8
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	384.1	446.7	519.3
비지배주주지분	(2.2)	(2.7)	(3.0)	(3.5)	(4.1)
자본총계	354.2	378.1	412.6	474.7	546.7
순금융부채	234.9	237.4	232.9	214.0	177.6
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	100.8	55.1	53.5	89.5	110.1
당기순이익	42.2	34.7	37.8	65.5	75.4
조정	34.8	45.2	39.7	41.1	43.4
감가상각비	35.0	32.3	29.6	31.0	33.3
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	10.1
영업활동자산부채변동	23.8	(24.8)	(24.0)	(17.1)	(8.7)
투자활동 현금흐름	(36.0)	(49.7)	(37.3)	(59.9)	(62.0)
투자자산감소(증가)	(6.3)	(1.7)	(1.6)	(2.4)	(1.6)
유형자산감소(증가)	(23.1)	(43.4)	(33.9)	(54.8)	(58.7)
기타	(6.6)	(4.6)	(1.8)	(2.7)	(1.7)
재무활동 현금흐름	(84.7)	4.7	(13.3)	(13.3)	(13.4)
금융부채증가(감소)	(61.2)	12.0	0.1	0.2	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(21.8)	(3.9)	(10.0)	(10.1)	(10.1)
배당지급	(1.7)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
현금의 증감	(19.1)	6.1	2.9	16.3	34.7
Unlevered CFO	106.1	91.6	84.7	125.8	140.6
Free Cash Flow	77.5	11.6	19.6	34.7	51.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

송원산업



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.8	BUY	29,000		
18.10.30	커버리지 제외			
18.4.30	BUY	33,000	-30.11%	-12.27%
17.11.30	BUY	30,000	-10.66%	3.83%
17.3.17	BUY	27,000	-24.95%	-9.26%
16.2.1	BUY		-	

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 30일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 01월 31일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.