송원산업(004430)

하회 | 부합 | 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

기다렸던 실적 개선은 1분기부터

일회성 비용 25억원 발생, 비수기 영향으로 판매량도 추정치 5% 하회
유가하락에도 불구하고 판가는 지속적으로 상승 중
매출증가와 원가하락이란 최상의 조합이 1분기부터 가시화

Facts : 일회성 비용과 비수기 영향으로 추정치 하회

4분기 영업이익은 전분기대비 41% 감소, 전년동기대비 20% 증가한 102억원을 기록했다. 영업이익이 당사 추정치를 44억원 하회한 이유는 일회성 비용이 총 25억원가량 발생했고 주력 제품인 폴리머안정제 판매량이 추정치를 5% 하회했기 때문이다. 일회성 요인은 신규사업 컨설팅 및 내부 회계시스템 개선 등의 비용 20억원과 5억원가량의 대손상각비가 발생했다.

Pros & cons : 타이트한 수급으로 판가는 지속적으로 상승 중

폴리머안정제 판매단가는 전분기대비 3% 상승했지만 판매량은 13% 가량 감소했다. 판매량 감소 이유는 첫 번째로 국내 주요 석유화학기업의 정기보수가 4분기에 집중됐다. 두 번째로 타이트한 폴리머안정제 수급에도 불구하고 석유화학 구매심리 악화와 전통적인 비수기 영향이 12월 판매량 감소로 이어졌다. 윤활유 산화방지제 판매량도 비수기 영향으로 전분기대비 24% 감소했다.

Action : 매출증가와 원가하락이란 최상의 조합

실적은 4분기를 저점으로 빠르게 개선될 전망으로 매수의견을 유지한다. 1분기 영업이익은 전분기대비 96%, 전년동기대비 31% 개선될 것이다. 4분기 원재료 비용은 3분기와 비슷한 수준이었으나, 1분기부터는 최소 15% 이상 하락할 전망이다. 3개월 후행 원재료 가격이 원가에 반영되는데 주요 원재료가 15~30%가량 하락했기 때문이다. 반면, 폴리머안정제 판매단가는 타이트한 수급으로 4분기에 이어 1분기에도 2~3% 수준 인상될 전망이다. 판매량 또한 1분기부터 연말 비수기영향에서 벗어나 최소 작년 3분기 수준으로 회복될 것으로 추정하고 있으나(전분기대비 15% 증가), 그 이상 증가할 가능성도 열려있다. 석유화학 신규 설비가동이 상반기에 집중되어 있고 정기보수 후 재가동 또한 폴리머안정제 수요증가로 이어질 전망이기 때문이다. 중장기적으로 석유화학 설비증설의 최대 수혜주라는 점은 변하지 않았다. 본격적인 실적 개선은 2019년부터 진행될 전망이다.

매수(유지)

목표주가: 33,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/30)		2,206
주가(1/30)		22,000
시가총액(십억원)		528
발행주식수(백만)		24
52주 최고/최저가(원)		31,150/15,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)		3,281
유동주식비율/외국인지분율(%)		64.4/21.5
주요주주(%)	송원물산 외 7 인	35.6
	Red Tulip Investments	9.2

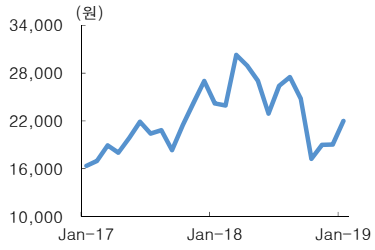
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	18.3	14.0	6.5
PBR(x)	1.7	1.3	1.1
ROE(%)	9.6	9.5	17.9
DY(%)	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA(x)	10.2	8.7	5.0
EPS(원)	1,475	1,575	3,375
BPS(원)	15,869	17,278	20,506

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.5	(16.0)	(12.2)
KOSPI 대비(%p)	7.4	(12.2)	1.9

주가추이



자료: FnGuide

이도연
daniel.dy.lee@truefriend.com

<표 1> 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	182.3	190.5	197.8	204.4	196.0	(4.1)	7.5	203.5
영업이익	8.5	15.3	11.4	17.4	10.2	(41.4)	20.0	14.5
영업이익률	*4.7*	*8.0*	*5.8*	*8.5*	*5.2*	*(3.3)*	*0.5*	*7.1*
세전이익	5.9	13.4	10.7	16.2	6.0	(63.0)	1.7	7.2
순이익	4.9	11.7	8.8	13.0	4.3	(66.9)	(12.2)	6.8

자료: 한국투자증권

<표 2> 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018			2019F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	789	789	0.0	1,002	994	(0.8)
영업이익	59	54	(7.6)	118	117	(0.4)
영업이익률	*7.4*	*6.9*	*(0.6)*	*11.8*	*11.8*	*0.1*
세전이익	51	46	(9.4)	107	107	(0.4)
순이익	42	38	(8.9)	82	82	(0.4)

자료: 한국투자증권

<표 3> 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	190	198	204	196	220	233	273	269	725	789	994
영업이익	15	11	17	10	20	25	34	38	54	54	117
영업이익률(%)	8.0	5.8	8.5	5.2	9.1	10.8	12.5	14.2	7.5	6.9	11.8
순이익	12	9	13	5	13	17	24	27	35	38	82
증가율(% YoY)											
매출액	8.9	5.9	13.0	7.5	15.4	17.7	33.3	37.2	4.4	8.8	26.0
영업이익	17.5	(38.2)	20.2	19.6	30.7	120.2	96.0	274.5	(28.7)	(0.4)	116.2
순이익	40.0	(29.3)	34.0	(6.4)	14.3	97.6	86.3	488.6	(18.2)	7.6	115.7
증가율(% QoQ)											
매출액	4.5	3.9	3.3	(4.1)	12.1	6.0	17.0	(1.3)			
영업이익	79.5	(25.0)	52.1	(41.6)	96.2	26.2	35.4	11.6			
순이익	136.6	(24.8)	47.6	(64.3)	188.8	30.0	39.1	12.7			
컨센서스 추정 영업이익					21	24	27	27			101
차이(%)					(3.1)	6.7	27.3	43.1			25.4
컨센서스 추정 순이익					14	17	18	17			72
차이(%)					(6.6)	2.8	33.5	59.2			21.9
KIS 추정 영업이익 변화(%)					(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.3)			(0.4)
KIS 추정 순이익 변화(%)					(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.4)			(0.4)

자료: FnGuide, 한국투자증권

<표 4> SotP 밸류에이션 (단위: 십억원)

	가정	2018	2019F
사업가치	FY18, FY19 동일 수정 EV/EBITDA 7.6 배 적용	665	1,146
투자유가증권		4	4
총자산가치		669	1,150
순부채		222	218
비지배주주 지분		0	0
순자산가치		447	932
발행주식수(천주)		24,000	24,000
적정가치(원)		18,644	38,832
목표주가(원)			33,000

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

- 폴리머 안정제: 폴리머 산화 및 노화 방지

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	348	378	387	489	583
현금성자산	49	55	21	32	70
매출채권및기타채권	122	131	134	183	209
재고자산	156	167	210	248	277
비유동자산	481	488	480	492	503
투자자산	15	18	14	14	14
유형자산	431	442	445	459	473
무형자산	27	22	18	16	14
자산총계	830	865	870	984	1,089
유동부채	301	325	354	380	394
매입채무및기타채무	100	110	120	142	159
단기차입금및단기사채	165	187	192	197	193
유동성장기부채	24	21	27	20	19
비유동부채	175	162	104	114	79
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	112	104	47	62	31
부채총계	475	487	459	494	474
지배주주지분	356	381	416	494	620
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	24	24	24	24	24
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	317	349	384	463	589
비지배주주지분	(2)	(3)	(1)	(0)	1
자본총계	354	378	413	492	618

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	694	725	789	994	1,254
매출원가	516	570	630	714	858
매출총이익	178	155	158	280	395
판매관리비	102	101	104	163	217
영업이익	76	54	54	117	178
금융수익	27	25	21	19	19
이자수익	1	1	0	0	0
금융비용	41	36	31	31	30
이자비용	11	10	10	9	9
기타영업외손익	1	0	1	0	0
관계기업관련손익	1	1	1	1	1
세전계속사업이익	64	44	46	107	168
법인세비용	21	9	9	26	40
연결당기순이익	42	35	38	82	129
지배주주지분순이익	43	35	38	81	128
기타포괄이익	1	(7)	0	0	0
총포괄이익	43	27	38	82	129
지배주주지분포괄이익	44	28	38	83	131
EBITDA	111	87	88	152	212

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	101	55	41	48	124
당기순이익	42	35	38	82	129
유형자산감가상각비	27	28	29	31	31
무형자산상각비	8	5	4	4	3
자산부채변동	24	(25)	(36)	(69)	(40)
기타	0	12	6	0	1
투자활동현금흐름	(36)	(50)	(25)	(34)	(34)
유형자산투자	(23)	(43)	(29)	(29)	(29)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(13)	(6)	6	1	1
무형자산순증	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	0	0	(1)	(5)	(5)
재무활동현금흐름	(85)	5	(48)	10	(38)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(64)	12	(44)	14	(34)
배당금지급	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	(19)	(4)	(1)	(1)	(1)
기타현금흐름	1	(4)	0	0	0
현금의증가	(19)	6	(32)	24	53

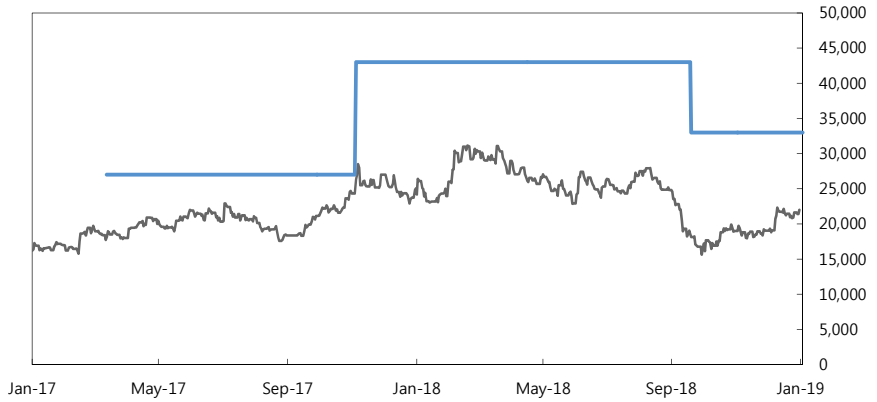
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,802	1,475	1,575	3,375	5,313
BPS	14,851	15,869	17,278	20,506	25,700
DPS	140	140	140	140	140
성장성(%, YoY)					
매출증가율	6.1	4.4	8.8	26.0	26.1
영업이익증가율	54.6	(28.7)	(0.4)	116.2	51.8
순이익증가율	45.2	(18.1)	6.8	114.3	57.4
EPS증가율	45.2	(18.1)	6.8	114.3	57.4
EBITDA증가율	32.7	(22.1)	1.4	72.4	40.1
수익성(%)					
영업이익률	11.0	7.5	6.9	11.8	14.2
순이익률	6.2	4.9	4.8	8.1	10.2
EBITDA Margin	16.0	12.0	11.2	15.3	16.9
ROA	5.0	4.1	4.4	8.9	12.5
ROE	12.9	9.6	9.5	17.9	23.0
배당수익률	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
배당성향	7.8	9.5	8.9	4.1	2.6
안정성					
순차입금(십억원)	235	237	234	236	165
차입금/자본총계비율(%)	85.1	82.9	65.1	57.4	40.2
Valuation(X)					
PER	9.5	18.3	14.0	6.5	4.1
PBR	1.2	1.7	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	5.8	10.2	8.7	5.0	3.3

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	-39.4	-27.6
	2018.10.19	매수	33,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 30일 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 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.