

송원산업 (004430)

1Q19 컨센 하회. 2Q19는 3년 래 최대 실적 전망

1Q19 컨센 하회. 물량 감소에 따라 생각보다 부진한 실적

1Q19 영업이익은 143억원(QoQ +41%, YoY -6%)으로 컨센 (159억원)을 10% 하회할 전망이다. 전분기에 발생한 매출채권상각/재고관련손실/컨설팅비용 등 일회성적 요인 20~25억원이 제거되나, 미중 무역분쟁 등에 따른 수요 부진으로 물량 회복이 더디게 나타나며 실적 개선폭은 제한적이기 때문이다. 다만, 3월부터는 산화방지제의 점진적인 물량 회복이 나타나고 있는 것으로 파악된다. 원재료 페놀 가격은 12월 초부터 본격적으로 하락해 원가 절감효과도 3월부터 일부 반영된 것으로 추정된다. 또한 산화방지제 판가는 원료 하락을 감안하면 전분기와 유사한 수준으로 선방한 것으로 추정된다. 참고로, 산화방지제 판가는 2Q18/3Q18/4Q18 각각 QoQ +3%/+4%/+3% 상향된 바 있다.

2Q19 영업이익 QoQ +65% 큰 폭 증가 예상

2Q19 영업이익은 235억원(QoQ +65%, YoY +105%)으로 영업이익 200억원을 넘어서며 약 3년 만에 최대 실적을 시현할 전망이다. 중국 매크로 지표의 개선과 전방 PE협화의 점진적인 호전을 감안하면 주력 제품 산화방지제의 수요와 판매 물량은 점진적으로 회복될 가능성이 높다. 12월 초부터 하락하기 시작한 원재료 페놀은 래깅기간 3개월을 감안하면 3월부터 본격적으로 반영되어 2Q19에는 Full 반영이 예상되는 만큼 원재료 부담은 현저히 낮아질 전망이다. 2Q19의 판가는 1% 가량 인상되는 것으로 가정하였다. 따라서, 2Q19의 실적 개선 가정은 판가 인상보다는 원가절감 효과가 더욱 큰 것으로 가정되어 있다.

2019년, 사상 최대 이익 갱신을 전망한다

BUY, TP 2.9만원을 유지한다. 2019년 영업이익은 전년 대비 68% 증가한 909억원으로 사상 최대치를 갱신할 것으로 전망한다. 타이트한 수급에 따른 산화방지제의 견조한 판가 흐름에 더해 벤젠 약세에 따라 페놀가격이 하향 안정화되면서 원가 부담이 현저하게 줄어들기 때문이다. 하반기에는 페놀 이외에 원재료 IBL 가동률 상승과 자급률 향상에 따른 구조적인 원가절감 효과 또한 추가로 발생한다. 향후 추가적인 실적 개선 가능성이 높으며, 매수 적기로 판단한다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 29,000원 | CP(4월 22일): 20,300원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,216.65
52주 최고/최저(원)	30,300/15,650
시가총액(십억원)	487.2
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	24,000.0
60일 평균 거래량(천주)	144.5
60일 평균 거래대금(십억원)	2.9
19년 배당금(예상, 원)	160
19년 배당수익률(예상, %)	0.79
외국인지분율(%)	19.46
주요주주 지분율(%)	
송원물산 외 7인	35.56
Red Tulip Investments	9.18
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.8 11.2 (33.0)
상대	10.3 8.5 (25.2)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	910.9	1,028.4
영업이익(십억원)	88.3	114.0
순이익(십억원)	61.3	81.0
EPS(원)	2,545	3,361
BPS(원)	19,594	22,872

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	724.9	788.7	948.3	1,039.2	1,034.6
영업이익	십억원	54.5	54.3	90.9	110.4	105.5
세전이익	십억원	44.2	46.3	78.0	97.7	93.1
순이익	십억원	35.4	38.1	59.7	74.8	71.3
EPS	원	1,475	1,587	2,490	3,115	2,971
증감률	%	(18.1)	7.6	56.9	25.1	(4.6)
PER	배	18.31	12.01	8.15	6.52	6.83
PBR	배	1.70	1.11	1.04	0.90	0.80
EV/EBITDA	배	10.20	7.73	5.78	4.75	4.53
ROE	%	9.60	9.61	13.58	14.86	12.46
BPS	원	15,869	17,163	19,493	22,448	25,259
DPS	원	140	160	160	160	160



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

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

표 1. 송원산업 1Q19 실적 Preview

	1Q19F	4Q18	1Q18	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	208.3	196.0	190.5	9.3	6.3	203.8	2.2
영업이익	14.3	10.2	15.3	-6.5	40.2	15.9	-10.1
세전이익	11.1	6.0	13.4	-17.2	85.0	13.0	-14.6
순이익	8.5	4.6	11.7	-27.4	84.8	10.7	-20.6
영업이익률	6.9	5.2	8.0	-1.2	1.7	7.8	-0.9
세전이익률	5.3	3.1	7.0	-1.7	2.3	6.4	-1.0
순이익률	4.1	2.3	6.1	-2.1	1.7	5.3	-1.2

자료: 하나금융투자

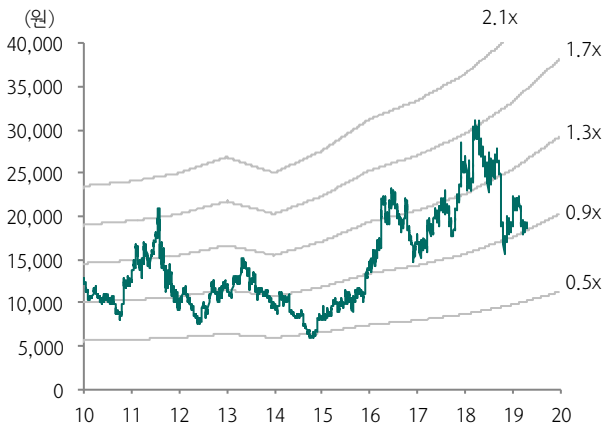
표 2. 송원산업 연간 실적 추정치 변경내역

(십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	948.3	884.6	7.2	1,039.2	947.5	9.7
영업이익	90.9	94.8	-4.1	110.4	107.3	2.9
세전이익	78.0	86.2	-9.5	97.7	99.2	-1.5
순이익	59.7	66.0	-9.5	74.8	75.9	-1.4
영업이익률	9.6	10.7	-1.1	10.6	11.3	-0.7
세전이익률	8.2	9.7	-1.5	9.4	10.5	-1.1
순이익률	6.3	7.5	-1.2	7.2	8.0	-0.8

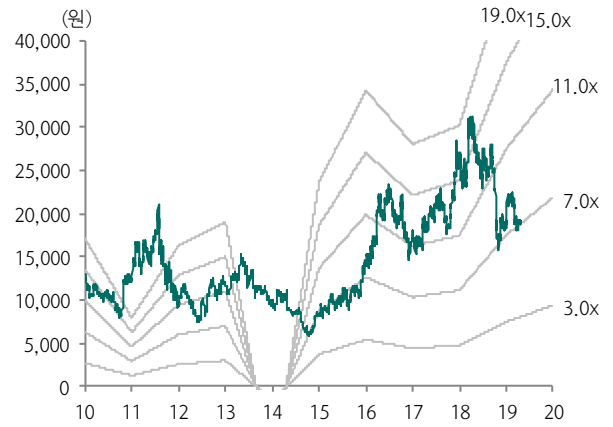
자료: 하나금융투자

그림 1. 송원산업 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

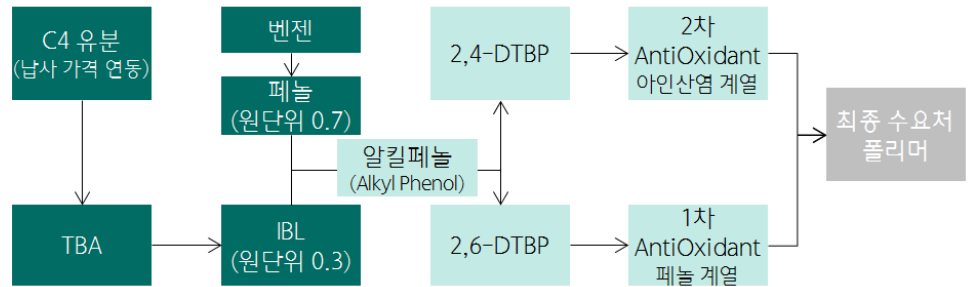
그림 2. 송원산업 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 산화방지제 제조 생산 공정도

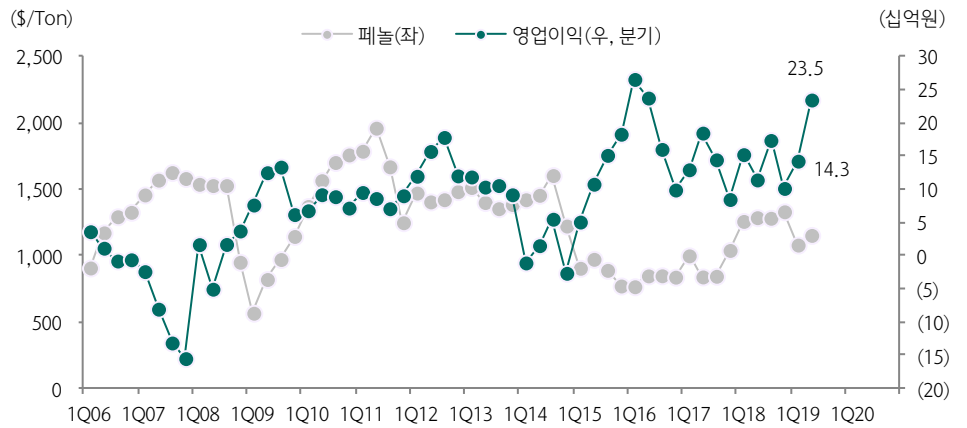
산화방지제의 원재료는 페놀과 TBA. 이는 유가와 연동



자료: 송원산업, 하나금융투자

그림 4. 페놀 가격과 송원산업 분기 영업이익 추이

페놀 가격 하락분이 실적에 본격적으로 반영



주: 1~2Q19는 추정치 / 자료: 송원산업, 하나금융투자

표 3. 송원산업 분기별 실적 추정

	FY2018				FY2019F				2017				2018		2019F		2020F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F	2017	2018	2019F	2020F	
매출액	190.5	197.8	204.4	196.0	208.3	235.7	247.7	256.6	724.9	788.7	948.3	1,039.2	724.9	788.7	948.3	1,039.2	
QoQ(%)	4.5%	3.9%	3.3%	-4.1%	6.3%	13.1%	5.1%	3.6%	4.4%	8.8%	20.2%	9.6%	4.4%	8.8%	20.2%	9.6%	
YoY(%)	8.9%	5.9%	13.0%	7.5%	9.4%	19.1%	21.2%	30.9%	4.4%	8.8%	20.2%	9.6%	4.4%	8.8%	20.2%	9.6%	
영업이익	15.3	11.4	17.4	10.2	14.3	23.5	26.4	26.7	54.5	54.3	90.9	110.4	54.5	54.3	90.9	110.4	
영업이익률(%)	8.0%	5.8%	8.5%	5.2%	6.9%	10.0%	10.7%	10.4%	7.5%	6.9%	9.6%	10.6%	7.5%	6.9%	9.6%	10.6%	
QoQ(%)	79.6%	-25.0%	52.0%	-41.6%	40.5%	64.5%	12.5%	1.2%	-28.7%	-0.3%	67.5%	21.4%	-28.7%	-0.3%	67.5%	21.4%	
YoY(%)	17.6%	-38.1%	20.2%	19.6%	-6.4%	105.2%	51.8%	162.8%	-28.7%	-0.3%	67.5%	21.4%	-28.7%	-0.3%	67.5%	21.4%	
당기순이익	11.5	8.2	13.1	5.0	8.4	15.4	17.6	17.9	34.7	37.8	65.4	75.1	34.7	37.8	65.4	75.1	
QoQ(%)	147.0%	-29.1%	60.3%	-62.1%	69.0%	83.2%	14.4%	1.3%	-17.8%	8.9%	73.0%	14.9%	-17.8%	8.9%	73.0%	14.9%	
YoY(%)	39.3%	-33.4%	38.4%	6.5%	-27.1%	88.4%	34.4%	259.2%	-17.8%	8.9%	73.0%	14.9%	-17.8%	8.9%	73.0%	14.9%	
지배순이익	11.7	8.8	13.0	4.6	8.5	15.5	17.8	18.0	35.4	38.1	65.9	75.7	35.4	38.1	65.9	75.7	

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

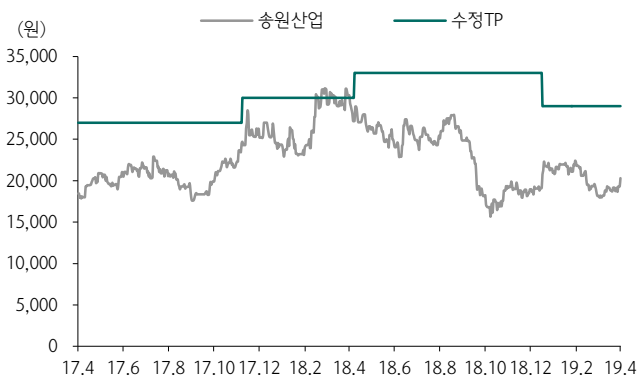
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	724.9	788.7	948.3	1,039.2	1,034.6
매출원가	569.8	632.6	719.1	764.9	793.4
매출총이익	155.1	156.1	229.2	274.3	241.2
판매비	100.6	101.9	138.2	163.9	135.7
영업이익	54.5	54.3	90.9	110.4	105.5
금융손익	(11.5)	(8.2)	(12.4)	(12.2)	(11.8)
중속/관계기업손익	1.2	1.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	(1.1)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
세전이익	44.2	46.3	78.0	97.7	93.1
법인세	9.5	8.5	18.7	23.4	22.4
계속사업이익	34.7	37.8	59.3	74.2	70.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.7	37.8	59.3	74.2	70.8
비지배주주지분순이익	(0.7)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
지배주주순이익	35.4	38.1	59.7	74.8	71.3
지배주주지분포괄이익	27.8	34.4	60.1	75.3	71.8
NOPAT	42.8	44.3	69.1	83.9	80.2
EBITDA	86.8	88.1	122.0	144.1	141.9
성장성(%)					
매출액증가율	4.4	8.8	20.2	9.6	(0.4)
NOPAT증가율	(15.6)	3.5	56.0	21.4	(4.4)
EBITDA증가율	(22.1)	1.5	38.5	18.1	(1.5)
영업이익증가율	(28.7)	(0.4)	67.4	21.5	(4.4)
(지배주주)순이익증가율	(18.1)	7.6	56.7	25.3	(4.7)
EPS증가율	(18.1)	7.6	56.9	25.1	(4.6)
수익성(%)					
매출총이익률	21.4	19.8	24.2	26.4	23.3
EBITDA이익률	12.0	11.2	12.9	13.9	13.7
영업이익률	7.5	6.9	9.6	10.6	10.2
계속사업이익률	4.8	4.8	6.3	7.1	6.8
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,475	1,587	2,490	3,115	2,971
BPS	15,869	17,163	19,493	22,448	25,259
CFPS	3,816	3,407	5,040	5,961	5,871
EBITDAPS	3,615	3,669	5,082	6,003	5,913
SPS	30,202	32,864	39,511	43,299	43,109
DPS	140	160	160	160	160
주기지표(배)					
PER	18.3	12.0	8.2	6.5	6.8
PBR	1.7	1.1	1.0	0.9	0.8
PCFR	7.1	5.6	4.0	3.4	3.5
EV/EBITDA	10.2	7.7	5.8	4.7	4.5
PSR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	9.6	9.6	13.6	14.9	12.5
ROA	4.2	4.4	6.5	7.4	6.6
ROIC	6.6	6.6	9.6	10.7	9.7
부채비율	128.8	112.2	106.2	95.9	85.1
순부채비율	63.3	54.6	46.9	36.9	26.1
이자보상배율(배)	5.5	5.4	9.4	11.4	10.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	377.5	391.6	463.4	522.0	560.4
금융자산	73.9	65.3	71.2	92.2	132.5
현금성자산	55.4	63.3	68.8	89.6	129.9
매출채권 등	130.9	116.0	139.4	152.8	152.1
재고자산	166.6	201.4	242.1	265.3	264.1
기타유동자산	6.1	8.9	10.7	11.7	11.7
비유동자산	487.6	480.9	498.7	529.9	557.5
투자자산	18.2	15.9	6.1	6.6	6.6
금융자산	3.0	0.3	0.3	0.4	0.4
유형자산	441.7	439.3	469.8	502.2	530.9
무형자산	21.6	17.8	15.1	13.3	12.1
기타비유동자산	6.1	7.9	7.7	7.8	7.9
자산총계	865.1	872.5	962.1	1,051.9	1,117.9
유동부채	324.6	376.7	397.8	409.8	409.2
금융부채	210.0	269.4	269.7	269.8	269.8
매입채무 등	110.0	101.1	121.5	133.2	132.6
기타유동부채	4.6	6.2	6.6	6.8	6.8
비유동부채	162.4	84.7	97.7	105.1	104.7
금융부채	103.4	20.5	20.5	20.5	20.5
기타비유동부채	59.0	64.2	77.2	84.6	84.2
부채총계	487.0	461.3	495.4	514.9	513.9
지배주주지분	380.8	411.9	467.9	538.7	606.2
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	(4.8)	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(4.9)
이익잉여금	349.3	380.5	436.4	507.3	574.8
비지배주주지분	(2.7)	(0.7)	(1.2)	(1.7)	(2.2)
자본총계	378.1	411.2	466.7	537.0	604.0
손금유부채	239.5	224.6	219.0	198.2	157.9
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	55.1	58.2	71.0	102.4	120.9
당기순이익	34.7	37.8	59.3	74.2	70.8
조정	45.2	36.3	43.8	46.5	49.2
감가상각비	32.3	33.8	31.1	33.7	36.5
외환거래손익	0.0	0.0	3.6	3.6	3.6
지분법손익	(1.2)	(1.4)	0.0	0.0	0.0
기타	14.1	3.9	9.1	9.2	9.1
영업활동자산부채변동	(24.8)	(15.9)	(32.1)	(18.3)	0.9
투자활동 현금흐름	(49.7)	(14.8)	(52.4)	(68.3)	(67.1)
투자자산감소(증가)	(1.7)	3.7	9.8	(0.6)	0.0
유형자산감소(증가)	(43.4)	(28.8)	(58.7)	(64.3)	(64.1)
기타	(4.6)	10.3	(3.5)	(3.4)	(3.0)
재무활동 현금흐름	4.7	(37.9)	(13.2)	(13.3)	(13.5)
금융부채증가(감소)	12.0	(23.5)	0.3	0.2	(0.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.9)	(11.0)	(9.7)	(9.7)	(9.7)
배당지급	(3.4)	(3.4)	(3.8)	(3.8)	(3.8)
현금의 증감	6.1	7.9	5.4	20.8	40.3
Unlevered CFO	91.6	81.8	121.0	143.1	140.9
Free Cash Flow	11.6	29.3	12.3	38.1	56.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

송원산업



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.8	BUY	29,000	-30.11%	-12.27%
18.4.30	BUY	33,000	-10.66%	3.83%
17.11.30	BUY	30,000	-23.62%	-9.26%
17.5.1	BUY	27,000		

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	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 22일

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 04월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 04월 23일 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.