

송원산업(004430)

구조적 성장의 신호탄

가능성의 현실화 확인 구간

과거 2년간 송원산업의 주력제품인 폴리머안정제의 고속성장에 대한 기대감은 컸으나 그에 상응하는 실적개선은 보여주지 못했다. 예상치 못한 대외환경 영향이다. 2017년 하반기는 미국의 허리케인 하비로 석유화학 신증설이 지연됐다. 2018년은 3분기까지 원가 폭등을 겪은 이후 4분기에 미중 무역분쟁에 따른 재고소진 사이클로 폴리머안정제 수요가 꺾였다. 그러나 열악한 환경 속에서도 시간이 흐르며 폴리머안정제 수급은 더욱 타이트해졌다. 그 결과 2분기 영업이익은 전년동기대비 76%, 전분기대비 46% 이상 증가할 전망이다. 2분기 영업이익이 200억원을 초과하며 2019년 영업이익이 전년대비 80% 이상 증가할 수 있음을 확인해줄 것이다.

강력한 폴리머안정제 leverage 효과

폴리머안정제의 영업이익 기여도는 100%를 초과하며 전사 영업이익에 있어 강력한 leverage 효과가 있다. 2018년 주요 원재료인 phenol과 원가에 직접적인 영향을 미치는 naphtha 가격은 전년대비 각각 38%, 32% 상승했다. 또한 기타 사업부의 적자폭은 확대되고 폴리머안정제 판매량도 2%가량 감소했다. 그럼에도 2018년 영업이익이 전년수준과 유사하게 유지된 것은 폴리머안정제 가격이 6% 상승했기 때문이다. 2분기부터 큰 실적개선을 예상하는 이유는 폴리머안정제 판매량과 가격 모두 상승하는 가운데 원가는 하락한 우호적 환경이 펼쳐지고 있기 때문이다.

판매량 증가, 판가상승, 원가하락이란 3박자

매수관점을 강화할 시기다. 첫째, 2분기 폴리머안정제 판매량은 전분기대비 8% 이상 증가할 전망이다. 미국을 중심으로 한 신규 석유화학설비들이 본격적인 가동을 시작하며 판매계약이 빠르게 증가하고 있기 때문이다. 둘째, 원화약세로 폴리머안정제 판가는 2~4%가량 상승할 전망이다. 마지막으로 원재료 가격은 3개월 후 행으로 원가에 반영된다. 2분기 phenol과 naphtha 원가는 전분기대비 각각 19%, 8% 하락한다. 판매량 증가, 판가상승과 원가하락이란 조합을 감안하면, 2분기 영업이익은 추정치를 크게 상회할 가능성도 열려있다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	725	54	35	1,475	(18.1)	87	18.3	10.2	1.7	9.6	0.5
2018A	789	54	38	1,587	7.6	88	12.0	7.7	1.1	9.6	0.8
2019F	886	100	66	2,767	74.3	134	7.2	5.3	1.0	15.0	0.7
2020F	1,235	165	115	4,795	73.3	200	4.2	3.3	0.8	21.7	0.7
2021F	1,268	186	135	5,607	16.9	220	3.6	2.5	0.7	20.6	0.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 28,000원(유지)

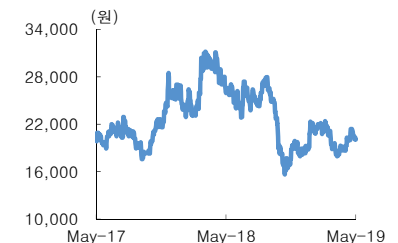
Stock Data

KOSPI(5/17)	2,056
주가(5/17)	20,050
시가총액(십억원)	481
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저가(원)	27,950/15,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,080
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.4/19.2
주요주주(%)	송원물산 외 7인 35.6
	Red Tulip Investments 9.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.7	6.6	(22.7)
KOSPI 대비(%p)	13.2	8.4	(6.7)

주가추이

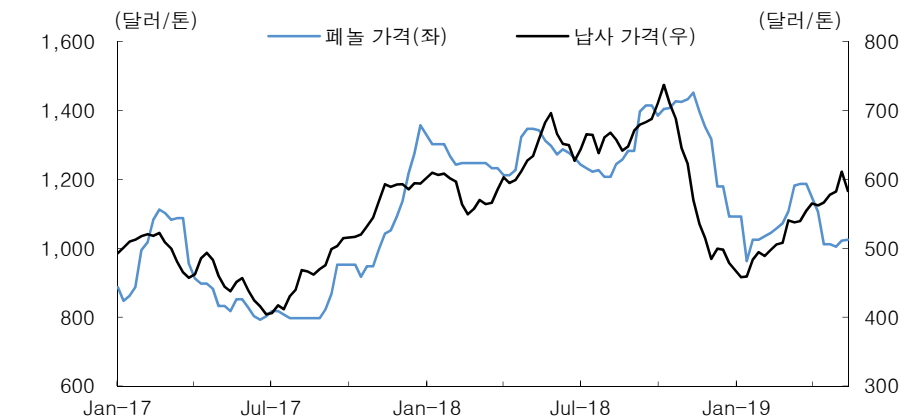


자료: FnGuide

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] 원가는 하향 안정



자료: 씨스캠, 한국투자증권

<표 1> 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	190	198	204	196	190	207	238	250	725	789	886	1,235
영업이익	15	11	17	10	14	20	30	36	54	54	100	165
영업이익률(%)	8.0	5.8	8.5	5.2	7.2	9.7	12.6	14.3	7.5	6.9	11.2	13.4
순이익	12	9	13	5	9	13	20	25	35	38	66	115
증가율(% YoY)												
매출액	8.9	5.9	13.0	7.5	(0.0)	4.5	16.6	27.7	4.4	8.8	12.3	39.5
영업이익	17.5	(38.2)	20.2	19.6	(9.8)	75.7	72.4	251.7	(28.7)	(0.4)	83.6	65.8
순이익	40.0	(29.3)	34.0	(6.7)	(25.9)	45.2	56.3	434.5	(18.2)	7.5	74.3	73.4
증가율(% QoQ)												
매출액	4.5	3.9	3.3	(4.1)	(2.9)	8.6	15.3	5.0				
영업이익	79.5	(25.0)	52.1	(41.6)	35.3	46.1	49.3	19.2				
순이익	136.6	(27.8)	47.2	(39.1)	39.3	34.5	29.5	13.6				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)						21	26	26			88	116
						(4.3)	15.0	38.6			13.4	42.0
KIS 추정 영업이익 변화(%)						0.0	0.0	0.0			0.0	0.0

자료: FnGuide, 한국투자증권

<표 2> SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

가정	2018	2019F
사업가치	665	1,014
투자유가증권	5	5
총자산가치	670	1,019
순부채	219	226
비지배주주 지분	0	0
순자산가치	451	793
발행주식수(천주)	24,000	24,000
적정가치(원)	18,802	33,036
목표주가(원)		28,000

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)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	378	392	422	541	640
현금성자산	55	63	21	62	149
매출채권및기타채권	131	116	171	206	212
재고자산	167	201	218	257	264
비유동자산	488	481	490	501	513
투자자산	18	16	19	19	19
유형자산	442	439	455	469	484
무형자산	22	18	14	12	10
자산총계	865	873	916	1,045	1,156
유동부채	325	377	333	351	351
매입채무및기타채무	110	101	109	129	132
단기차입금및단기사채	187	185	190	186	182
유동성장기부채	21	83	20	19	19
비유동부채	162	85	107	107	87
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	104	20	41	40	19
부채총계	487	461	440	458	437
지배주주지분	381	412	471	579	706
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	24	24	24	24	24
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	349	380	443	555	686
비지배주주지분	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
자본총계	378	411	474	586	717

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	55	58	32	91	137
당기순이익	35	38	66	115	135
유형자산감가상각비	28	30	31	31	31
무형자산상각비	5	4	4	3	3
자산부채변동	(25)	(16)	(68)	(58)	(30)
기타	12	2	(1)	0	(2)
투자활동현금흐름	(50)	(15)	(27)	(31)	(31)
유형자산투자	(43)	(29)	(29)	(29)	(29)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(6)	15	(6)	(3)	(3)
무형자산순증	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)
기타	0	0	8	1	1
재무활동현금흐름	5	(38)	(40)	(9)	(28)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	12	(24)	(37)	(6)	(25)
배당금지급	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	(4)	(11)	0	0	0
기타현금흐름	(4)	2	0	0	0
현금의증가	6	8	(35)	51	78

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

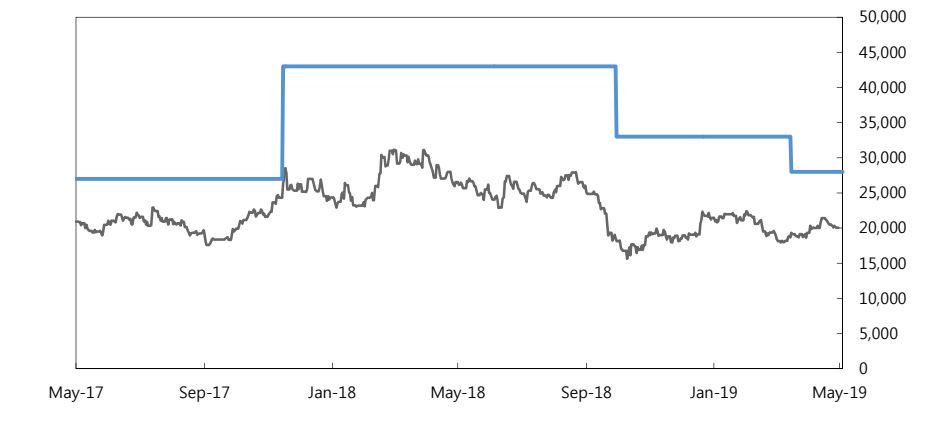
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	725	789	886	1,235	1,268
매출원가	570	633	643	859	865
매출총이익	155	156	242	376	403
판매관리비	101	102	143	211	217
영업이익	54	54	100	165	186
금융수익	25	21	16	15	19
이자수익	1	1	2	1	5
금융비용	36	29	28	29	28
이자비용	10	10	8	8	7
기타영업외손익	0	(1)	(1)	(1)	(1)
관계기업관련손익	1	1	1	1	1
세전계속사업이익	44	46	87	151	177
법인세비용	9	9	21	36	42
연결당기순이익	35	38	66	115	135
지배주주지분순이익	35	38	66	115	135
기타포괄이익	(7)	(4)	(4)	(4)	(4)
총포괄이익	27	34	62	111	131
지배주주지분포괄이익	28	34	62	111	131
EBITDA	87	88	134	200	220

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,475	1,587	2,767	4,795	5,607
BPS	15,869	17,163	19,785	24,439	29,905
DPS	140	160	140	140	140
성장성(% , YoY)					
매출증가율	4.4	8.8	12.3	39.5	2.6
영업이익증가율	(28.7)	(0.3)	83.6	65.8	12.6
순이익증가율	(18.1)	7.6	74.4	73.3	16.9
EPS증가율	(18.1)	7.6	74.3	73.3	16.9
EBITDA증가율	(22.1)	1.5	52.4	48.7	10.1
수익성(%)					
영업이익률	7.5	6.9	11.2	13.4	14.7
순이익률	4.9	4.8	7.5	9.3	10.6
EBITDA Margin	12.0	11.2	15.1	16.2	17.3
ROA	4.1	4.4	7.4	11.7	12.2
ROE	9.6	9.6	15.0	21.7	20.6
배당수익률	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
배당성향	9.5	10.1	5.1	2.9	2.5
안정성					
순차입금(십억원)	237	221	231	183	72
차입금/자본총계비율(%)	82.9	70.5	53.4	42.2	31.0
Valuation(X)					
PER	18.3	12.0	7.2	4.2	3.6
PBR	1.7	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.2	7.7	5.3	3.3	2.5

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	-41.0	-32.1
	2019.04.04	매수	28,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 20일 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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.