

화학

송원산업(004430.KS)

6 August 2013

예상치 하회한 2Q 실적, 중장기 투자 매력 여전히 유효

■ 2Q13 review: 일회적인 비용 반영으로 당사 예상치 하회하는 영업이익 기록

- 2분기 매출액은 1,730억원(-0.8%qoq, -3.4%oyoy)을 기록했고, 영업이익은 107억원(-15.5%qoq, -32.1%oyoy)으로 당사 예상치에 하회하는 실적 기록
- 실적 부진 이유는 동사 산화방지제의 주 원료 중 하나인 페놀은 전분기대비 가격이 8% 하락하며 분기평균 가격이 \$1,405을 기록해 원료 가격이 안정화되었음에도 불구하고, 해외 영업인력 확충에 따른 관리비 증가와 해외 세무 컨설팅 비용이 크게 반영되었기 때문임
- 세전이익 또한 44억원을 기록하며 부진했는데, 환율 변동에 따른 손실이 반영되었기 때문임. 동사는 글로벌 화학업체에 제품을 판매함에 따라 미국 달러, 엔화, 스위스프랑, 유로 환율에 노출되어 있는데, 지역별 판매 현황에 따라 분기별 환 변동의 영향을 받고 있음
- 종합적으로 2분기 실적은 매우 부진했으나, 일회적인 비용과 손실 반영에 따른 것이며, 2분기 실적을 바탕으로 점진적으로 이익 개선 예상

■ 3Q13 전망: 원료 가격 안정화에 따라 이익 회복 예상

- 3분기는 영업이익 141억원으로 이익 회복을 보일 전망. 페놀 가격 안정화에 따라 스프레드는 양호할 것으로 예상되고, 동사는 일부 제품 중심으로 판가 인상을 3분기 중에 실시할 예정으로 있어 이에 따른 수익성 개선 예상. 또한 2분기의 일회적인 비용 소멸로 실적은 점진적 회복세 예상

■ 실적 부진은 주가에 충분히 반영, 투자매력 여전히 높다

- 2013년 영업이익은 510억원으로 2분기 실적 부진에 따라 당초 예상대비 14.6% 감소할 것으로 예상됨. 다만 최근 주가 하락에 따라 부진한 실적은 현 주가에 충분히 반영된 것으로 판단함. 동사에 대한 중장기 투자매력은 여전히 높은 것으로 판단해, 투자의견 BUY와 목표주가 2만원을 유지하며 매수 추천함

Earnings Summary

결산기(12월) (단위: 십억원)	2Q13P			3Q13F		2012	2013F		2014F	
	실적발표	예상치	차이 (%,%)	예상치	qoq (%,%)		예상치	oyoy (%,%)	예상치	oyoy (%,%)
매출액	173.0	189.4	-8.7	179.1	3.5	679.6	705.5	3.8	793.2	12.4
영업이익	10.7	15.6	-31.4	14.1	31.9	57.7	51.0	-11.5	63.6	24.7
세전이익	4.4	9.7	-55.3	9.4	114.8	24.3	32.0	31.6	52.7	64.5
순이익	0.5	8.0	-93.5	7.7	1,367.9	20.5	23.2	13.4	43.2	86.2
OP Margin	6.2	8.2	-2.0	7.9	1.7	8.5	7.2	-1.3	8.0	0.8
NP Margin	0.3	4.2	-3.9	4.3	4.0	3.0	3.3	0.3	5.4	2.2
EPS(원)	157	1,329	-88.2	1,278	715.5	858	981	14.4	1,800	83.4
BPS(원)	12,232	12,474	-1.9	12,552	2.6	11,900	12,856	8.0	14,576	13.4
ROE(%)	1.3	10.7	-9.4	10.2	8.9	7.3	7.8	0.5	13.1	5.3
PER(X)	72.7	8.6	-	8.9	-	13.9	11.6	-	6.3	-
PBR(X)	0.9	0.9	-	0.9	-	1.0	0.9	-	0.8	-

자료: 유진투자증권

주: EPS, ROE는 annualized 기준, 2013년부터 분기별 연결 실적 발표업체이기 때문에 3분기 실적 예상치는 oyoy 비교값 없음

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.2	-22.2	-0.4	31.0
KOSPI대비상대수익률	-14.8	-19.7	0.7	27.4

your best
partner

유진투자증권



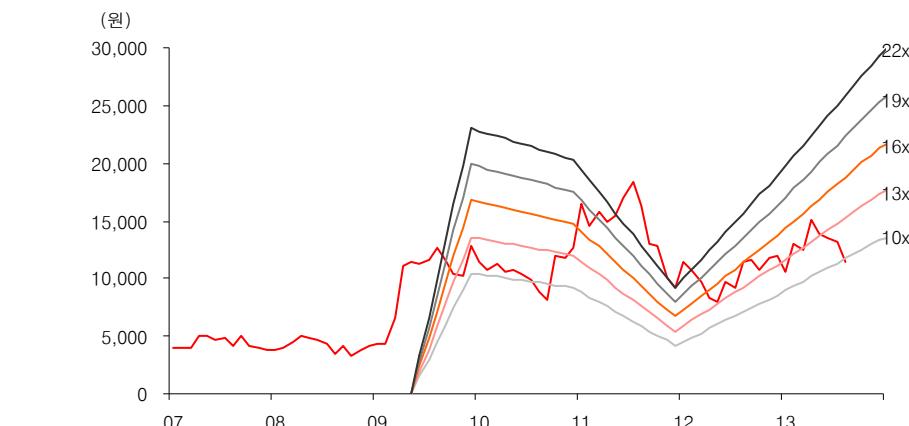
도표 1

환율 변동에 따른 송원산업 당기순이익 민감도 영향: 외화부채보다 외화자산이 많기 때문에 기본적으로 환율 상승이 유리, 다만 분기별로 영업 상황에 따른 등락 있음

구분 (억원)	2010년		2011년		2012년	
	10% 상승시	10% 하락시	10% 상승시	10% 하락시	10% 상승시	10% 하락시
USD	23	-23	-4	4	7	-7
EUR	-1	1	7	-7	24	-24
JPY	-9	9	-24	24	-10	10
CHF	-1	1	24	-24	27	-27
HKD	0	0	3	-3	0	0
합계	13	-13	7	-7	47	-47

자료: 송원산업, 유진투자증권

도표 2 송원산업 PER Band



자료: 유진투자증권

도표 3 송원산업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13P	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	174.7	164.4	147.6	141.6	174.3	173.0	179.1	179.1	679.6	705.5	793.2
영업이익	12.0	18.3	15.2	14.5	12.6	10.7	14.1	13.6	57.7	51.0	63.6
순이익	1.1	8.9	4.0	4.2	7.7	0.5	7.7	7.3	20.5	23.2	43.2
영업이익률	6.9	11.1	10.3	10.2	7.3	6.2	7.9	7.6	8.5	7.2	8.0
순이익률	0.6	5.4	2.7	3.0	4.4	0.3	4.3	4.1	3.0	3.3	5.4

자료: 송원산업, 유진투자증권

송원산업(004430.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
자산총계	870.2	862.1	912.8	966.4	1,038.4
유동자산	366.7	358.7	412.7	466.1	531.5
현금성자산	74.9	83.9	154.3	186.3	197.3
매출채권	105.2	100.5	98.1	103.7	124.1
재고자산	182.6	171.0	157.0	172.8	206.8
비유동자산	503.4	503.5	500.1	500.3	506.9
투자자산	33.5	41.8	42.3	44.0	45.8
유형자산	421.9	421.0	421.1	424.2	433.0
기타	48.0	40.7	36.7	32.0	28.0
부채총계	595.1	575.4	603.1	615.4	630.9
유동부채	480.3	475.4	378.0	387.8	400.7
매입채무	52.3	51.8	55.0	64.5	77.2
유동성이자부채	413.6	404.6	303.8	303.8	303.8
기타	14.5	19.1	19.3	19.4	19.6
비유동부채	114.8	100.0	225.0	227.6	230.3
비유동성이자부채	37.2	30.0	161.9	161.9	161.9
기타	77.6	70.0	63.1	65.7	68.4
자본총계	275.0	286.7	309.7	351.0	407.4
지배지분	275.0	285.6	308.5	349.8	406.2
자본금	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
자본잉여금	24.4	24.4	24.4	24.4	24.4
이익잉여금	238.7	252.6	274.0	315.3	371.7
기타	(0.0)	(3.4)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
비자매지분	0.0	1.1	1.2	1.2	1.2
자본총계	275.0	286.7	309.7	351.0	407.4
총차입금	450.8	434.6	465.7	465.7	465.7
순차입금	375.9	350.6	311.5	279.5	268.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	629.0	679.6	705.5	793.2	963.1
증가율(%)	11.2	8.1	3.8	12.4	21.4
매출원가	536.9	547.6	574.8	642.8	777.7
매출총이익	92.1	132.0	130.7	150.4	185.4
판매 및 일반관리비	67.0	74.3	79.7	86.8	105.4
기타영업손익	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	25.2	57.7	51.0	63.6	80.0
증가율(%)	(46.8)	129.2	(11.5)	24.7	25.8
EBITDA	54.2	88.0	73.9	93.6	109.7
증가율(%)	(24.6)	62.2	(16.0)	26.6	17.3
영업외손익	(16.3)	(33.3)	(19.0)	(10.9)	(8.8)
이자수익	0.6	0.6	0.5	0.7	0.9
이자비용	23.4	23.1	19.6	18.6	16.8
지분법손익	0.2	0.0	1.7	1.7	1.7
기타영업손익	6.4	(10.8)	(1.6)	5.3	5.3
세전순이익	8.9	24.3	32.0	52.7	71.1
증가율(%)	(65.1)	174.4	31.6	64.5	35.0
법인세비용	(1.2)	3.9	8.8	9.5	12.8
당기순이익	10.0	20.5	23.2	43.2	58.3
증가율(%)	(62.1)	103.9	13.4	86.2	35.0
지배주주지분	10.0	20.6	23.6	43.2	58.3
증가율(%)	(54.7)	105.2	14.4	83.4	35.0
비자매지분	0.0	(0.1)	(0.4)	0.0	0.0
EPS	418	858	981	1,800	2,431
증가율(%)	(54.7)	105.2	14.4	83.4	35.0
수정 EPS	418	858	981	1,800	2,431
증가율(%)	(54.7)	105.2	14.4	83.4	35.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업현금	19.4	94.6	95.8	62.4	47.5
당기순이익	10.0	20.5	23.2	43.2	58.3
자산상각비	29.1	30.3	22.9	30.0	29.7
기타비현금성손익	(0.4)	(0.2)	18.9	0.9	1.0
운전자본증감	(35.7)	29.5	31.1	(11.6)	(41.5)
매출채권감소(증가)	103.1	11.2	25.4	(5.6)	(20.4)
재고자산감소(증가)	(31.2)	5.3	18.7	(15.8)	(34.0)
매입채무증가(감소)	(120.0)	15.6	(17.9)	9.6	12.7
기타	12.4	(2.6)	4.9	0.2	0.2
투자현금	(33.9)	(31.8)	(35.7)	(29.0)	(35.1)
단기투자자산감소	0.2	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)
장기투자증권감소	0.0	(5.0)	1.0	1.3	1.3
설비투자	(33.7)	(24.1)	(24.9)	(28.1)	(34.1)
유형자산처분	1.0	0.3	0.5	0.0	0.0
무형자산처분	(0.1)	(0.8)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
재무현금	58.9	(45.5)	(0.1)	(1.9)	(1.9)
차입금증가	83.2	(20.8)	7.6	0.0	0.0
자본증가	(1.4)	(1.4)	0.0	(1.9)	(1.9)
배당금지급	1.4	1.4	0.0	1.9	1.9
현금 증감	42.9	8.6	59.4	31.5	10.4
기초현금	30.0	72.9	81.5	140.9	172.4
기말현금	72.9	81.5	140.9	172.4	182.8
Gross Cash flow	56.6	67.3	65.0	74.0	89.0
Gross Investment	69.8	2.0	4.2	40.1	76.1
Free Cash Flow	(13.2)	65.3	60.8	33.9	12.9

주요투자지표

(단위: 원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표					
EPS	418	858	981	1,800	2,431
BPS	11,459	11,900	12,856	14,576	16,927
DPS	60	80	80	80	80
밸류에이션(배, %)					
PER	22.2	13.9	11.6	6.3	4.7
PBR	0.8	1.0	0.9	0.8	0.7
EV / EBITDA	11.0	7.2	7.9	5.9	5.0
배당수익률	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
PCR	3.9	4.2	4.2	3.7	3.1
수익성(%)					
영업이익률	4.0	8.5	7.2	8.0	8.3
EBITDA이익률	8.6	12.9	10.5	11.8	11.4
순이익률	1.6	3.0	3.3	5.4	6.1
ROE	4.3	7.3	7.8	13.1	15.4
ROIC	3.1	7.6	6.0	8.5	10.2
안정성 (%)					
순차입금/자기자본	136.7	122.3	100.6	79.6	65.9
유동비율	76.4	75.4	109.2	120.2	132.6
이자보상배율	1.1	2.6	2.7	3.6	5.0
활동성 (%)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0
매출채권회전율	5.9	6.6	7.1	7.9	8.5
재고자산회전율	3.9	3.8	4.3	4.8	5.1
매입채무회전율	11.2	13.1	13.2	13.3	13.6

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

Compliance Notice

당시는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당시는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당시는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 시전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당시는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

증목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천증목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 종가대비 0%미만

