

# 송원산업(004430)

## 평가 인상에 우호적인 영업 환경까지 가세

### 폴리머 안정제 평가 인상 가속화

송원산업은 지난 6월 29일 폴리머 안정제 평가 15% 인상안을 발표했다. 이는 7월 1일부터 적용되며 송원산업의 스페셜티 제품 특성상 각각의 고객마다 개별적으로 이루어지는 계약 형태를 고려했을 시, 전체 폴리머 안정제 가격에 반영되기까지는 2~3분기 정도가 소요될 것으로 보인다. 지난해 12월, 10%의 평가 인상 발표 이후 대략 2분기에 걸쳐 가격에 반영되었다. 원재료 비용 상승과 타이트한 수급으로 인해 폴리머 안정제 평가는 이미 상승세를 보이고 있어, 3분기에는 7월 인상안과는 별도로 전분기대비 4~5%가 추가 상승될 전망이다. 따라서 폴리머 안정제의 3분기 이후 평가는 2분기대비 총 20%로 상승할 것으로 예상된다.

### 적정가치 66,000원으로 상승

20%의 폴리머 안정제 평가 인상으로 인한 연간 영업이익 증가 규모는 현재 수준의 환율과 폴리머 안정제 생산능력, 원재료 비용이 유지된다는 가정하에 1,150억 원으로 예상된다. 2분기 현재 예상 영업이익 192억원이 지속된다는 가정 시 연간 영업이익이 768억원에 그쳤다면, 폴리머 안정제 평가 인상이 온전히 반영되면 연간 영업이익이 1,910억원으로 증가할 것이다. 이를 반영한 송원산업의 주당 적정가치는 66,000원으로 상승한다. 2019년 예상 영업이익은 2017년 영업이익대비 212% 증가한 1,703억원으로, 윤활유 첨가제부문과 기타부문 이익 정상화를 고려했을 때 현 시점에서는 보수적인 가정이나, 원재료 비용과 환율의 변동성을 감안해 보수적인 추정치를 유지한다.

### 우호적인 영업 환경

현재의 영업 환경은 지난번 평가 인상 시점에 비해 우호적이다. 첫째로, 주요 원재료인 페놀가격이 하락하기 시작하여 지난 5월 고점이었던 톤당 1,343달러에서 7% 하락했다. 원화약세와 더불어 평가 인상을 동반한 폴리머 안정제 사업자간의 인수 합병 또한 긍정적인 요인이다. 2분기에 들어서면 본격적인 미국발 신규 downstream 화학설비 가동과 아시아 화학설비 재가동으로 인해 폴리머 안정제 수급은 더욱 타이트해질 것으로 보인다. 이에, 송원산업에 대해 긍정적 의견을 유지하고 매수할 것을 추천한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	694	76	43	1,802	45.2	111	9.5	5.8	1.2	12.9	0.8
2017A	725	54	35	1,475	(18.1)	87	18.3	10.2	1.7	9.6	0.5
2018F	884	104	71	2,946	99.8	137	8.3	5.9	1.3	17.0	0.6
2019F	1,079	170	117	4,859	64.9	203	5.0	3.6	1.0	23.1	0.6
2020F	1,213	203	144	6,016	23.8	236	4.1	2.6	0.8	22.8	0.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 43,000원(유지)

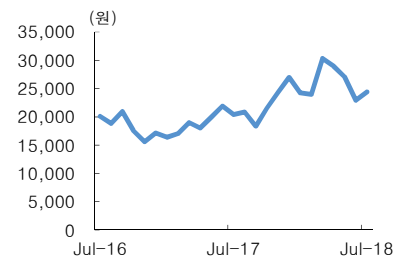
### Stock Data

KOSPI(7/3)	2,273
주가(7/3)	24,400
시가총액(십억원)	586
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저(원)	31,150/17,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,074
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.4/19.4
주요주주(%)	송원물산 외 6 인 35.6
	Red Tulip Investments 9.2

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.6)	(5.8)	13.2
KOSPI 대비(%p)	(1.8)	2.8	18.3

### 주가추이

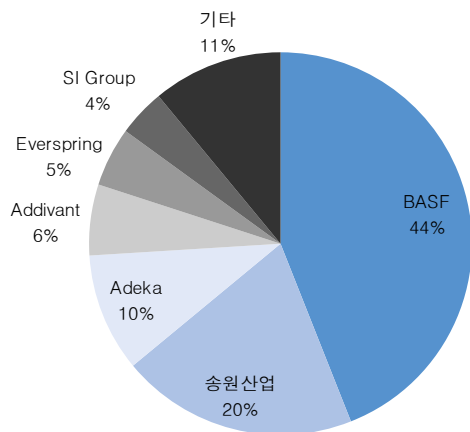


자료: WISEfn

이도연

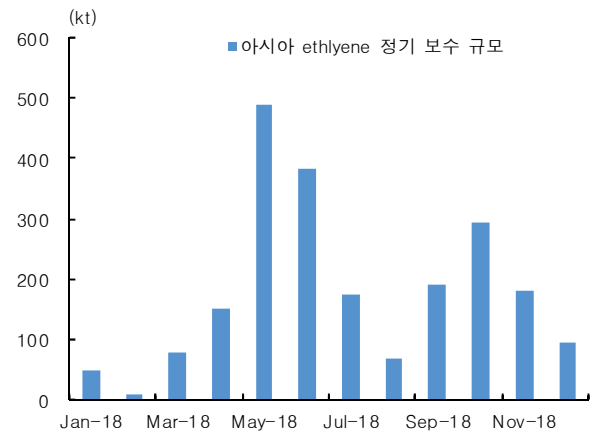
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] 세계 폴리머 안정제 시장 점유율



주: 2017년 기준  
자료: 한국투자증권

[그림 2] 아시아 화학설비 재가동으로 수급은 더욱 타이트



자료: 산업자료, 한국투자증권

&lt;표 1&gt; 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	175	187	181	182	190	220	241	232	725	884	1,079
영업이익	13	19	14	9	15	19	35	34	54	104	170
영업이익률(%)	7.4	9.9	8.0	4.7	8.0	8.7	14.7	14.6	7.5	11.7	15.8
순이익	8	12	10	5	12	12	24	24	35	71	117
증가율(% YoY)											
매출액	(4.4)	4.3	6.0	12.8	8.9	18.0	33.3	27.5	4.4	22.0	22.0
영업이익	(51.1)	(22.2)	(9.8)	(14.4)	17.5	3.8	144.7	298.9	(28.7)	90.6	64.1
순이익	(34.3)	(20.0)	(8.6)	11.8	40.0	(5.2)	149.2	379.1	(18.2)	101.3	64.4
증가율(% QoQ)											
매출액	8.3	6.7	(3.2)	0.8	4.5	15.6	9.4	(3.6)			
영업이익	30.8	42.4	(21.7)	(41.3)	79.5	25.8	84.5	(4.3)			
순이익	88.9	48.9	(22.1)	(49.0)	136.6	0.8	104.7	(1.9)			
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)						21	29	27		91	130
						(8.6)	22.6	27.0		14.4	31.1

자료: FnGuide, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

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

- 폴리머 안정제: 폴리머 산화 및 노화 방지

**재무상태표**

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	348	378	469	617	761
현금성자산	49	55	68	172	272
매출채권및기타채권	122	131	159	180	202
재고자산	156	167	205	226	247
비유동자산	481	488	490	493	496
투자자산	15	18	21	21	21
유형자산	431	442	446	452	458
무형자산	27	22	18	14	12
자산총계	830	865	960	1,111	1,257
유동부채	301	325	375	402	411
매입채무및기타채무	100	110	130	143	156
단기차입금및단기사채	165	187	217	222	218
유동성장기부채	24	21	13	20	19
비유동부채	175	162	138	148	143
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	112	104	83	98	97
부채총계	475	487	513	550	554
지배주주지분	356	381	449	563	704
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	24	24	24	24	24
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	317	349	417	531	673
비지배주주지분	(2)	(3)	(2)	(1)	(0)
자본총계	354	378	447	561	704

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	101	55	62	116	143
당기순이익	42	35	70	115	142
유형자산감가상각비	27	28	29	29	30
무형자산상각비	8	5	4	3	3
자산부채변동	24	(25)	(41)	(30)	(31)
기타	0	12	0	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(36)	(50)	(50)	(38)	(38)
유형자산투자	(23)	(43)	(33)	(36)	(36)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(13)	(6)	(0)	2	2
무형자산순증	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
기타	0	0	(17)	(4)	(4)
재무활동현금흐름	(85)	5	0	26	(5)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(64)	12	2	28	(4)
배당금지급	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	(19)	(4)	1	1	2
기타현금흐름	1	(4)	0	0	0
현금의증가	(19)	6	12	104	100

주: K-IFRS (연결) 기준

**손익계산서**

(단위: 십억원)

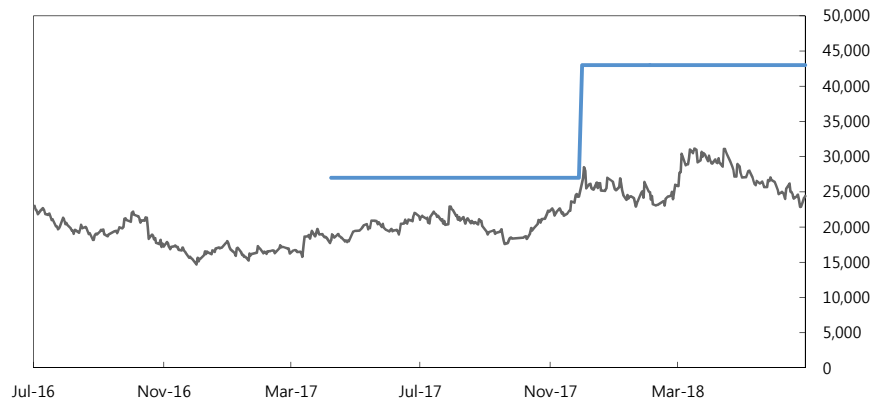
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	694	725	884	1,079	1,213
매출원가	516	570	650	737	805
매출총이익	178	155	235	342	408
판매관리비	102	101	131	171	205
영업이익	76	54	104	170	203
금융수익	27	25	15	9	10
이자수익	1	1	0	0	1
금융비용	41	36	31	26	26
이자비용	11	10	11	10	10
기타영업외손익	1	0	1	1	1
관계기업관련손익	1	1	2	2	2
세전계속사업이익	64	44	91	156	190
법인세비용	21	9	21	41	47
연결당기순이익	42	35	70	115	142
지배주주지분순이익	43	35	71	117	144
기타포괄이익	1	(7)	0	0	0
총포괄이익	43	27	70	115	142
지배주주지분포괄이익	44	28	71	117	144
EBITDA	111	87	137	203	236

**주요투자지표**

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,802	1,475	2,946	4,859	6,016
BPS	14,851	15,869	18,699	23,440	29,338
DPS	140	140	140	140	140
성장성(% , YoY)					
매출증가율	6.1	4.4	22.0	22.0	12.4
영업이익증가율	54.6	(28.7)	90.6	64.1	19.4
순이익증가율	45.2	(18.1)	99.8	64.9	23.8
EPS증가율	45.2	(18.1)	99.8	64.9	23.8
EBITDA증가율	32.7	(22.1)	57.5	48.6	16.3
수익성(%)					
영업이익률	11.0	7.5	11.7	15.8	16.8
순이익률	6.2	4.9	8.0	10.8	11.9
EBITDA Margin	16.0	12.0	15.5	18.8	19.5
ROA	5.0	4.1	7.6	11.1	12.0
ROE	12.9	9.6	17.0	23.1	22.8
배당수익률	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
배당성향	7.8	9.5	4.8	2.9	2.3
안정성					
순차입금(십억원)	235	237	217	140	36
차입금/자본총계비율(%)	85.1	82.9	70.6	61.1	48.1
Valuation(X)					
PER	9.5	18.3	8.3	5.0	4.1
PBR	1.2	1.7	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	5.8	10.2	5.9	3.6	2.6

## 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	-	-



### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 3일 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 추가등락 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 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.