

송원산업(004430)

속도가 느려졌을 뿐 구조적 호황은 지속

눈높이는 낮아져도 방향성은 변함없다

2018년, 2019년 영업이익 추정치를 각각 21%, 20% 하향하고 목표주가 또한 33,000원으로 23% 낮춘다. 유가 강세로 원재료 비용이 증가함에 따라 실적 개선 폭이 기존 추정치를 하회할 것으로 전망되기 때문이다. 목표주가는 SotP 기준 올해와 내년 적정가치인 21,000원과 44,000원의 평균 값이다. 원재료 가격 강세로 실적 개선의 속도는 더디지만, 장기 구조적 성장의 방향성이 훼손된 것은 없다. 석유화학 설비 증설의 최대 수혜주로서 최근 주가 하락은 저점매수 기회다.

유가 강세로 실적 개선의 폭은 줄어들

기존 추정치 대비 주요 원재료인 phenol 가격이 28% 상승하고, 기타 원재료의 기준을 형성하는 naphtha 가격 또한 15% 상승했다. 이란의 원유수출 제재에 따른 유가 상승이 가장 큰 이유다. 이에 따라 매출액의 70%를 차지하는 주력제품인 폴리머안정제는 판가인상에도 불구하고 마진 개선속도가 더딜 전망이다. 기타 비주력 제품인 PVC 안정제, 주식 중간체도 적자가 지속되고 있다. 그러나 주요 수요처인 석유화학 설비의 신증설로 폴리머안정제 판매량은 빠르게 증가하고 있다. 열악한 환경에도 불구하고 3분기 영업이익이 전분기대비 66% 개선되는 이유다.

단기 상황보다 구조적 성장으로 시선 전환 필요

예상보다 어려워진 대외환경에도 불구하고 매수 시기라 판단한다. 첫째, WTI 선물기준 유가는 정점기록 후 장기적으로 하락한다. 이란 제재 이후 지정학적 위험이 확대되지 않는 한, 높아진 가격에 따른 공급증가와 정유사의 원유 수요둔화를 반영한 것이다. 둘째, 석유화학설비 증설로 폴리머안정제 수요강세는 2020년 이후에도 지속된다. 미국 이후 중국과 정유사발 석유화학 신증설이 대기하고 있기 때문이다. 셋째, 타이트한 폴리머안정제 수급으로 판가 인상은 지속된다. 빠르면 11월에서 늦어도 12월에는 세계 1, 2위 업체인 BASF와 송원산업이 타이트한 수급과 높아진 원가를 반영해 제차 판가인상을 발표할 것으로 예상된다.

매수(유지)

목표주가: 33,000원(하향)

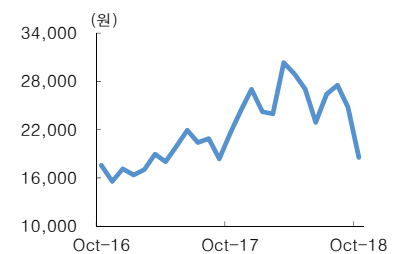
Stock Data

KOSPI(10/18)	2,148
주가(10/18)	18,550
시가총액(십억원)	445
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저(원)	31,150/18,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,284
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.4/20.8
주요주주(%)	송원물산 외 6 인 35.6
	Red Tulip Investments 9.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(28.0)	(40.4)	(4.9)
KOSPI 대비(%p)	(21.0)	(27.0)	8.6

주가추이



자료: WISEfn

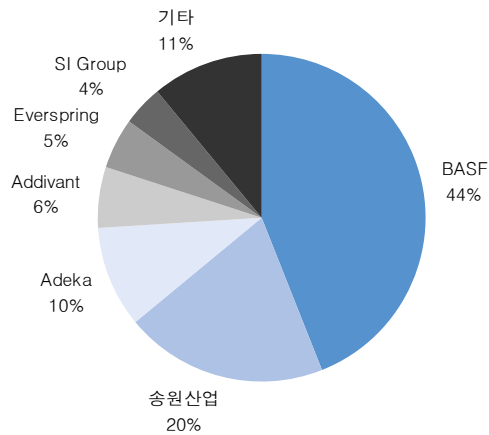
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	694	76	43	1,802	45.2	111	9.5	5.8	1.2	12.9	0.8
2017A	725	54	35	1,475	(18.1)	87	18.3	10.1	1.7	9.6	0.5
2018F	838	66	43	1,810	22.7	99	10.2	7.0	1.0	10.8	0.7
2019F	1,087	132	87	3,635	100.9	166	5.1	3.9	0.9	18.7	0.7
2020F	1,250	201	141	5,865	61.4	235	3.2	2.4	0.7	24.4	0.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이도연

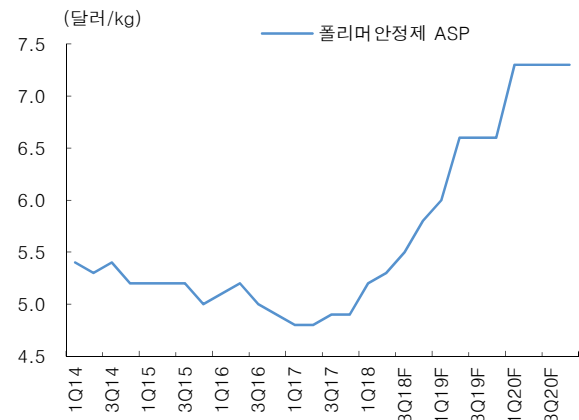
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] 2018년 세계 폴리머안정제 시장점유율



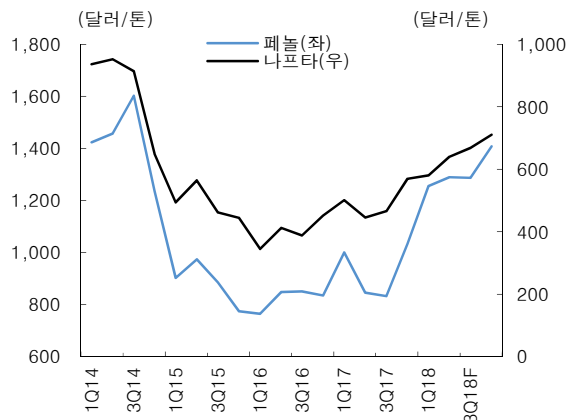
자료: 송원산업, 한국투자증권

[그림 2] 타이트한 수급으로 판가 상승 지속



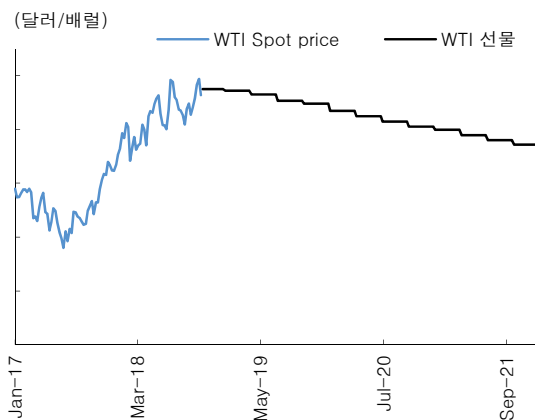
자료: 송원산업, 한국투자증권

[그림 3] 유가 강세로 원재료 가격 상승



자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 4] 선물기준 유가는 장기적으로 하향



자료: 블룸버그, 한국투자증권

<표 1> 미국발 석유화학 설비 신증설로 폴리머안정제 수요증가

분기	국가	회사	에틸렌 기준 신규 생산능력(ktpa)
2Q18	미국	Chevron Phillips Chemical	1,500
	중국	CNOOC and Shell Petrochemicals	1,200
3Q18	미국	ExxonMobil Chemical	1,500
4Q18	미국	Indorama	440
	미국	Shintech	500
	사우디아라비아	Saudi Kayan Petrochemical	93
	한국	Lotte Chemical	200
	투르크메니스탄	Turkmenhimya	390
	러시아	Novourengoyiski Gas Chemical Complex	340
2018	합계		6,163

자료: 산업자료, 한국투자증권

〈표 2〉 신증설이 폴리머안정제 수요증가로 이어질 전망

분기	국가	회사	에틸렌 기준 신규 생산능력(ktpa)
1Q19	미국	DuPont de Nemours	91
	미국	Formosa Plastics	1,590
	미국	Sasol North America	1,500
	이란	Bushehr Petrochemical	500
2Q19	한국	Hanwha Total Petrochemical Co Ltd	300
	한국	LG Chem Ltd	230
	러시아	ZapSibNeftekhim Petrochemicals (SIBUR)	1,500
	미국	Axiall Lotte Chemical	1,000
3Q19	말레이시아	Petronas – Petroliaam Nasional Berhad	1,200
	중국	Others (50% of 10 expansion projects)	1,128
	이란	Kavian Phase2	550
2019	합계		9,589

자료: 산업자료, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	847	838	(1.1)	1,097	1,087	(0.9)
영업이익	83	66	(21.1)	165	132	(20.3)
영업이익률	9.8	7.8	(2.0)	15.1	12.1	(3.0)
세전이익	75	56	(25.3)	152	119	(22.1)
순이익	59	45	(24.4)	114	88	(22.2)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	175	187	181	182	191	198	216	234	725	838	1,087
영업이익	13	19	15	9	15	11	19	20	55	66	132
영업이익률(%)	7.4	9.9	8.0	4.7	8.0	5.8	8.8	8.6	7.5	7.8	12.1
순이익	8	12	10	5	12	9	12	12	35	45	88
증가율(% YoY)											
매출액	(4.4)	4.2	6.0	12.8	8.9	5.9	19.5	28.3	4.4	15.6	29.7
영업이익	(51.1)	(22.3)	(9.9)	(14.1)	39.3	(38.4)	31.0	135.3	(28.7)	20.6	100.5
순이익	(33.9)	(20.0)	(8.5)	11.4	19.5	19.5	19.5	19.5	(18.2)	25.7	98.7
증가율(% QoQ)											
매출액	(4.4)	6.7	(3.2)	0.8	4.5	3.8	9.3	8.2			
영업이익	(51.1)	42.3	(21.6)	(41.4)	80.0	(25.5)	66.7	5.3			
순이익	(33.9)	47.6	(21.8)	(49.5)	138.8	(24.8)	37.5	(1.7)			
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)							22	23		73	123
							(14.4)	(14.2)		(10.4)	6.8

자료: Fnguide, 한국투자증권

<표 5> SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

	가정	2018F	2019F
사업가치	FY18, FY19 동일 수정 EV/EBITDA 7.6배 적용	748	1,251
투자유가증권		4	4
총자산가치		752	1,255
순부채		240	192
비지배주주 지분		0	0
순자산가치		513	1,064
발행주식수(천주)		24,000	24,000
적정가치(원)		21,356	44,318
목표주가(원)			33,000

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

- 폴리머안정제: 폴리머 산화 및 노화 방지

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	348	378	511	623	760
현금성자산	49	55	89	164	255
매출채권및기타채권	122	131	159	186	209
재고자산	156	167	220	230	251
비유동자산	481	488	486	494	502
투자자산	15	18	15	15	15
유형자산	431	442	448	456	464
무형자산	27	22	20	20	19
자산총계	830	865	999	1,120	1,265
유동부채	301	325	465	490	501
매입채무및기타채무	100	110	134	140	153
단기차입금및단기사채	165	187	305	310	306
유동성장기부채	24	21	8	20	19
비유동부채	175	162	114	124	119
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	112	104	59	74	73
부채총계	475	487	579	614	620
지배주주지분	356	381	422	507	646
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	24	24	24	24	24
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	317	349	391	476	615
비지배주주지분	(2)	(3)	(2)	(1)	0
자본총계	354	378	422	508	647

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	101	55	24	91	144
당기순이익	42	35	45	88	143
유형자산감가상각비	27	28	29	30	30
무형자산상각비	8	5	4	4	4
자산부채변동	24	(25)	(55)	(31)	(33)
기타	0	12	1	0	0
투자활동현금흐름	(36)	(50)	(40)	(29)	(29)
유형자산투자	(23)	(43)	(22)	(22)	(22)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(13)	(6)	5	1	1
무형자산순증	(0)	(1)	(3)	(4)	(4)
기타	0	0	(20)	(4)	(4)
재무활동현금흐름	(85)	5	58	29	(8)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(64)	12	61	33	(4)
배당금지급	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	(19)	(4)	0	(1)	(1)
기타현금흐름	1	(4)	0	0	0
현금의증가	(19)	6	42	91	107

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

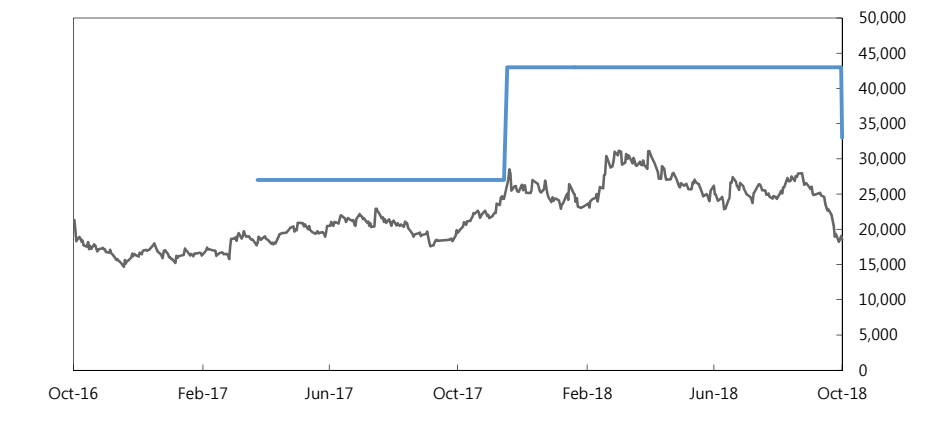
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	694	725	838	1,087	1,250
매출원가	516	570	652	777	833
매출총이익	178	155	186	309	417
판매관리비	102	101	121	178	217
영업이익	76	54	66	132	201
금융수익	27	25	18	8	9
이자수익	1	1	0	0	1
금융비용	41	36	33	26	27
이자비용	11	10	11	12	12
기타영업외손익	1	0	3	4	4
관계기업관련손익	1	1	2	1	1
세전계속사업이익	64	44	56	119	188
법인세비용	21	9	12	31	47
연결당기순이익	42	35	45	88	143
지배주주지분순이익	43	35	43	87	141
기타포괄이익	1	(7)	0	0	0
총포괄이익	43	27	45	88	143
지배주주지분포괄이익	44	28	46	90	145
EBITDA	111	87	99	166	235

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,802	1,475	1,810	3,635	5,865
BPS	14,851	15,869	17,698	21,192	26,953
DPS	140	140	140	140	140
성장성(% , YoY)					
매출증가율	6.1	4.4	15.6	29.7	15.0
영업이익증가율	54.6	(28.7)	20.6	100.5	52.3
순이익증가율	45.2	(18.1)	22.7	100.9	61.4
EPS증가율	45.2	(18.1)	22.7	100.9	61.4
EBITDA증가율	32.7	(22.1)	14.1	67.2	41.9
수익성(%)					
영업이익률	11.0	7.5	7.8	12.1	16.0
순이익률	6.2	4.9	5.2	8.0	11.3
EBITDA Margin	16.0	12.0	11.8	15.2	18.8
ROA	5.0	4.1	4.8	8.3	12.0
ROE	12.9	9.6	10.8	18.7	24.4
배당수익률	0.8	0.5	0.7	0.7	0.7
배당성향	7.8	9.5	7.7	3.9	2.4
안정성					
순차입금(십억원)	235	237	252	210	114
차입금/자본총계비율(%)	85.1	82.9	88.7	80.2	62.3
Valuation(X)					
PER	9.5	18.3	10.2	5.1	3.2
PBR	1.2	1.7	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA	5.8	10.1	7.0	3.9	2.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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
	2018.10.18	매수	33,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 18일 현재 송원산업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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
- 중립 : 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 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
- 중립 : 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.