

# 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 줄어듦

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, 주석 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 시황보다 구조적 성장으로 시선 전환 필요

예상보다 어려워진 대외환경에도 불구하고 매수 시기라 판단하다. 첫째, WTI 선물기준 유기는 정점기록 후 장기적으로 하락한다. 이란 제재 이후 지정학적 위험에 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 재차 판가인상을 발표할 것으로 예상된다.

## 매수(유지)

목표주가: 33,000원(하향)

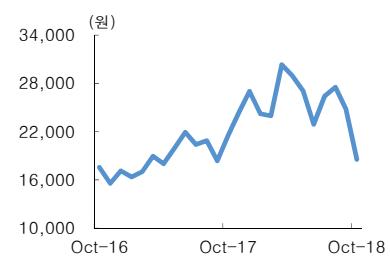
### Stock Data

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

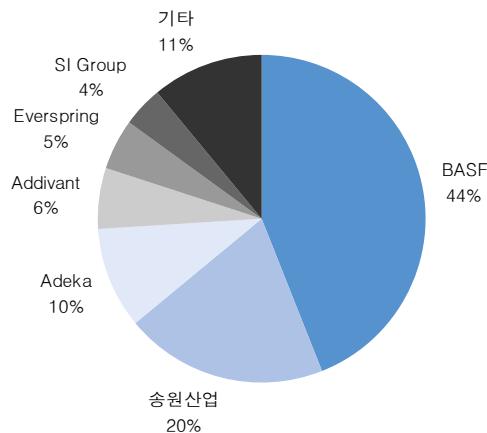
|       | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증감률<br>(%) | EBITDA<br>(십억원) | PER<br>(x) | EV/EBITDA<br>(x) | PBR<br>(x) | ROE<br>(%) | DY<br>(%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|-----------|
| 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

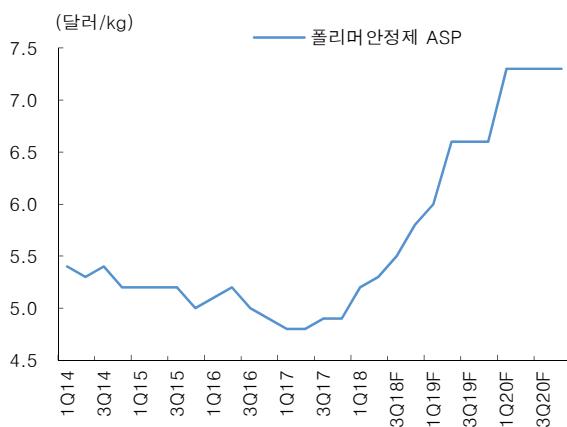
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] 2018년 세계 폴리머안정제 시장점유율



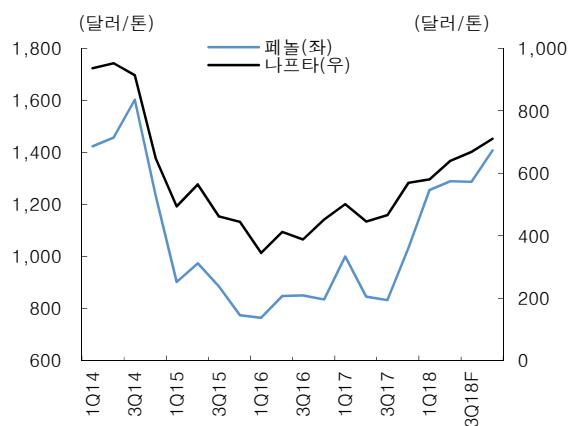
자료: 송원산업, 한국투자증권

[그림 2] 타이트한 수급으로 판가 상승 지속



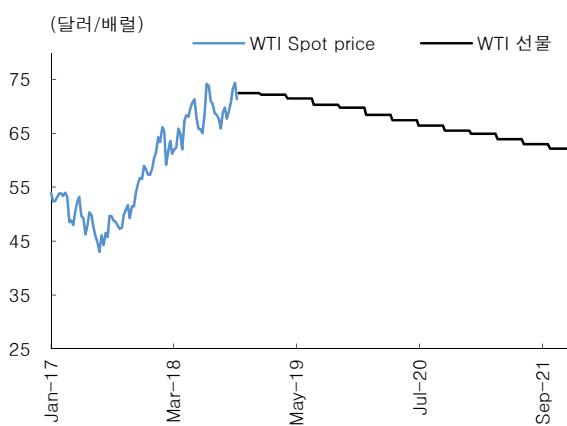
자료: 송원산업, 한국투자증권

[그림 3] 유가 강세로 원재료 가격 상승



자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 4] 선물기준 유가는 장기적으로 하향



자료: 블룸버그, 한국투자증권

&lt;표 1&gt; 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     | Novourengoski 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 – Petroliam Nasional Berhad   | 1,200                |
|      | 중국    | Others (50% of 10 expansion projects)  | 1,128                |
|      | 이란    | Kavian Phase2                          | 550                  |
|      | 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 |        |        |        |        |       |        | 22     | 23     |        | 73     | 123   |
| 차이(%)        |        |        |        |        |       |        | (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        |
| <b>목표주가(원)</b>                          |        | <b>33,000</b> |

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   |

## 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   |

## 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   |

## 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    |

주: K-IFRS (연결) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호)     | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가    | 피리를     |             |
|--------------|------------|------|---------|---------|-------------|
|              |            |      |         | 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 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 (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
- 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 돋기 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.