

# 송원산업

(004430)

**BUY**

## Issue & Pitch

4 Jun. 2019

정유/화학 이희철 chemlee@ktb.co.kr

## 2분기 실적은 예상치 상회할 듯. 매수 유망

### ▶ Issue

2Q19 실적 Preview 및 향후 투자전략 점검

### ▶ Pitch

동사에 우호적인 영업환경(출하량 회복, 원가 하락, 원화 약세)으로 2Q19 OPM은 3년만에 처음으로 10% 수준 전망. 무역분쟁 등 전반적 매크로 불확실성 높지만 북미 ECC 경쟁력 호전 및 가동률 회복 등으로 동사 출하량은 증가세 반전 추정. 페놀 등 업스트림 약세로 원가 개선 효과 가시화. 또한 수출비중(75~80%) 높아 원화 약세 수혜 예상. 12MF 기준 Target PER과 PBR은 각각 9.5x, 1.36x 수준. 추정 ROE가 14.5~15.6% 내외라는 점, 올해 높은 이익증가율(OP YoY +63.1%) 및 현금흐름 호전 예상된다는 점을 감안하면 추가 상승여력 충분할 듯. 최근 주가 반등 불구 여전히 비중확대 전략 유효 판단

### ▶ In detail

- 2Q19 매출액은 2,236억원(YoY +13.0%, QoQ +17.4%), 영업이익은 240억원(YoY +109.7%, QoQ +74.4%) 추정. 우선 외형 확대를 예상하는 이유는 판매량(수출) 증가 및 환율 효과 때문. 작년 9월 이후 무역분쟁 여파에 따른 전방산업 재고 축소(De-stocking) 영향으로 동사 주력제품인 폴리머안정제(AOX/UV) 출하량도 4Q18과 1Q19에 YoY -10% 내외 축소 이는 전체 실적 둔화 요인으로 작용. 하지만 금년 3월 이후 미국, 유럽, 중동 등을 중심으로 동사 제품에 대한 글로벌 수요 회복세. 에탄크래커의 상대적인 경쟁력 향상으로 글로벌 주요 수요처의 재고 정상화 움직임 가시화. 특히 동사는 바스프와 함께 산화방지제 시장에서 양강 구도 형성. 동 시장 수급 타이트한 상황이고 충분한 공급여력 존재하는 상위 2사 중심 신규 계약 집중 경향. 전방산업(PE/PP) 수요는 중국 온라인 쇼핑 활성화, 인도 및 동남아 소득 확대 등으로 견조한 증가세 지속

- 작년 하반기에 인상되었던 산화방지제 국제가격은 올 들어서 소폭 둔화세. 하지만 페놀, TBA(나프타) 등 주요 원료 가격의 본격 하락으로 제품마진 호전. 금년 2Q부터 이에 따른 효과 가시화 전망. 최근 페놀가격 추가 하락, 중국 내 신증설 예상, 원료 투입 시차(3~4개월) 등 감안 시 하반기에도 산화방지제 마진은 견조할 듯. 최근 원화 약세로 수출 비중 높은 동사의 경우 2Q에 실질 평가 3% 내외 상승 효과 반영 전망

### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액	725	789	873	940	1,045	1,152	1,240
영업이익	54	54	89	107	128	150	167
EBITDA	87	88	123	141	161	184	202
순이익	35	38	64	80	96	114	127
자산총계	865	873	961	1,029	1,137	1,264	1,402
자본총계	378	411	471	547	640	750	873
순차입금	232	216	170	111	41	(31)	(119)
매출액증가율	4.4	8.8	10.7	7.7	11.1	10.2	7.7
영업이익률	7.5	6.9	10.1	11.4	12.2	13.0	13.5
순이익률	4.8	4.8	7.3	8.5	9.2	9.9	10.3
EPS증가율	(18.1)	7.6	68.4	24.3	20.8	18.1	12.0
ROE	9.4	9.5	14.5	15.6	16.2	16.4	15.7

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

	현재	직전	변동
투자 의견	<b>BUY</b>		<b>유지</b>
목표주가	<b>28,000</b>		<b>유지</b>
Earnings			<b>유지</b>

### Stock Information

현재가(6/3)	21,300원
예상 주가상승률	31.5%
시가총액	5,112억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	24,000천주
52주 최저가/최고가	15,650 - 27,950원
3개월 일평균거래대금	38억원
외국인 지분율	19.1%
주요주주지분율(%)	
송원물산(주) (외 7인)	35.6
Red Tulip Investments	9.2
국민연금공단	6.0

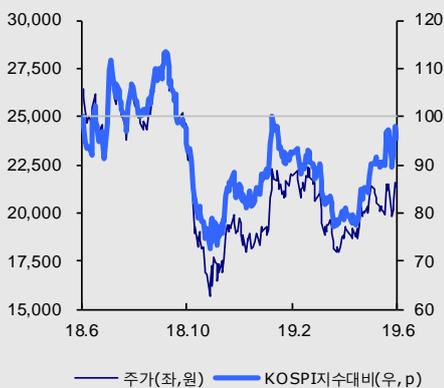
### Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	12.0	8.0	6.4
PBR(배)	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.6	5.6	4.4
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.8

### Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(0.5)	7.8	(20.2)	11.8
KOSPI대비 상대수익률(%)	5.4	10.9	(5.0)	10.5

### Price Trend



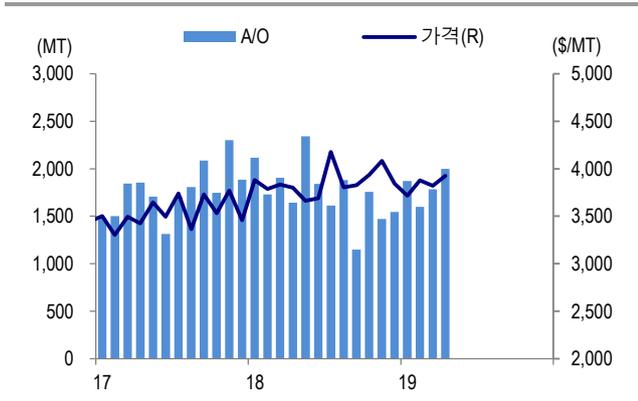
**ktb** 투자증권

Fig. 01: 송원산업 부문별 실적 및 전망

(억원, %)	<분기실적>								<연간실적>		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,905</b>	<b>1,978</b>	<b>2,044</b>	<b>1,960</b>	<b>1,904</b>	<b>2,236</b>	<b>2,322</b>	<b>2,273</b>	<b>7,887</b>	<b>8,735</b>	<b>9,404</b>
(QoQ, YoY)	8.9%	3.9%	3.3%	-4.1%	-2.9%	17.4%	3.9%	-2.1%	8.8%	10.7%	7.7%
산화방지제(AOX)	1,331	1,386	1,454	1,372	1,327	1,627	1,670	1,620	5,543	6,244	6,809
PVC안정제+PU	212	188	197	220	203	208	212	207	816	831	832
Tin	187	238	194	205	177	184	186	190	824	737	745
기타(신규사업등)	176	167	199	163	196	217	255	255	705	922	1,019
<b>영업이익</b>	<b>153</b>	<b>114</b>	<b>174</b>	<b>102</b>	<b>138</b>	<b>240</b>	<b>262</b>	<b>246</b>	<b>543</b>	<b>885</b>	<b>1,069</b>
(QoQ, YoY)	79.6%	-25.0%	52.0%	-41.6%	35.3%	74.4%	9.0%	-6.1%	-0.3%	63.1%	20.8%
산화방지제(AOX)	146	137	150	107	116	218	236	220	540	791	956
PVC안정제+PU	6	6	-3	-3	-3	-3	-3	-3	6	-12	4
Tin	7	12	6	0	5	6	6	6	25	22	22
기타(신규사업등)	-7	-40	21	-2	19	20	23	23	-28	84	87
<b>영업이익률</b>	<b>8.0%</b>	<b>5.8%</b>	<b>8.5%</b>	<b>5.2%</b>	<b>7.2%</b>	<b>10.7%</b>	<b>11.3%</b>	<b>10.8%</b>	<b>6.9%</b>	<b>10.1%</b>	<b>11.4%</b>

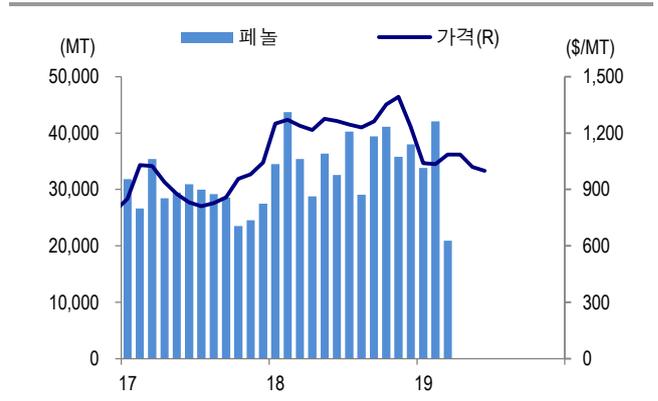
Source: 송원산업, KTB투자증권

Fig. 02: 한국 산화방지제 수출물량 및 평균가격



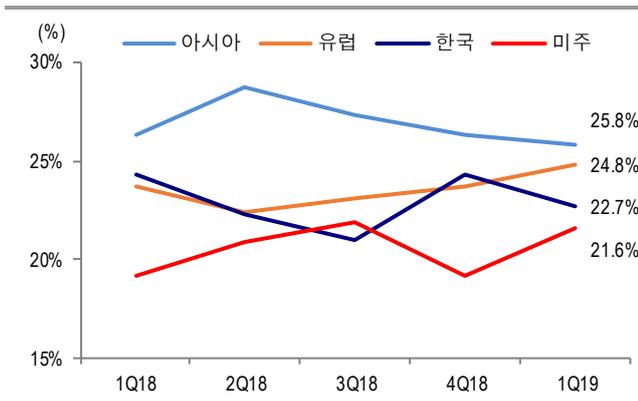
Source: KOTIS, KTB투자증권

Fig. 03: 한국 페놀 수출물량 및 평균가격



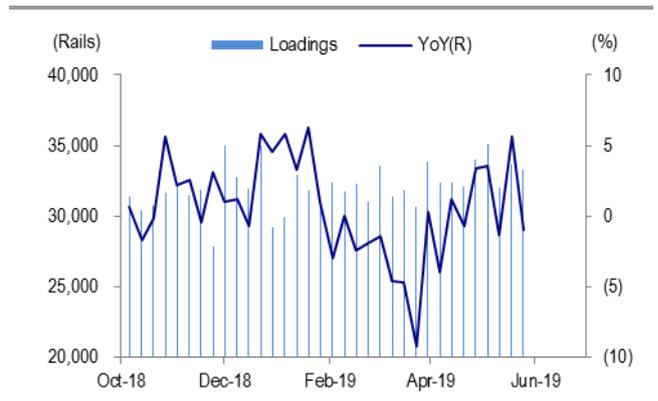
Source: KOTIS, KTB투자증권  
Note: 5~6월은 현물가격 기준 추정치

Fig. 04: 송원산업 지역별 매출 비중 추이



Source: 송원산업, KTB투자증권

Fig. 05: 미국 석유화학 철도 운송 물량 추이



Source: ICIS, KTB투자증권

## 재무제표 (K-IFRS 연결)

### 대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	377.5	391.6	479.7	544.6	646.3
현금성자산	75.5	68.7	100.4	144.6	214.0
매출채권	130.8	115.9	137.0	152.0	160.3
재고자산	166.6	201.4	236.6	242.2	266.2
<b>비유동자산</b>	487.6	480.9	481.0	484.1	491.1
투자자산	24.3	23.8	24.7	25.7	26.8
유형자산	441.7	439.3	441.6	446.2	454.1
무형자산	21.6	17.8	14.7	12.2	10.2
<b>자산총계</b>	865.1	872.5	960.7	1,028.7	1,137.4
<b>유동부채</b>	324.6	376.7	401.8	391.0	404.3
매입채무	84.8	73.3	113.1	117.0	129.9
유동성이자부채	208.8	268.0	253.0	238.0	238.0
<b>비유동부채</b>	162.4	84.7	87.4	90.3	93.3
비유동이자부채	98.8	17.2	17.2	17.2	17.2
<b>부채총계</b>	487.0	461.3	489.2	481.3	497.6
<b>자본금</b>	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
<b>자본잉여금</b>	24.4	24.4	24.4	24.4	24.4
<b>이익잉여금</b>	349.3	380.5	440.8	516.7	609.1
자본조정	(4.8)	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(4.9)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	378.1	411.2	471.5	547.4	639.8
투하자본	594.0	620.9	634.3	650.6	673.4
순차입금	232.0	216.4	169.8	110.5	41.1
ROA	4.1	4.4	7.0	8.0	8.9
ROE	9.4	9.5	14.5	15.6	16.2
ROIC	7.3	7.3	11.0	13.0	15.0

### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업현금</b>	54.8	58.1	83.5	98.6	112.6
당기순이익	34.7	37.8	64.2	79.7	96.3
자산상각비	32.3	33.8	34.0	33.6	33.5
운전자본증감	(25.1)	(16.1)	(16.3)	(16.4)	(19.0)
매출채권감소(증가)	(16.3)	16.7	(21.1)	(15.0)	(8.3)
재고자산감소(증가)	(18.4)	(28.3)	(35.3)	(5.6)	(24.0)
매입채무증가(감소)	10.5	(4.3)	39.7	3.9	13.0
<b>투자현금</b>	(49.7)	(14.9)	(33.2)	(35.7)	(39.6)
단기투자자산감소	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	0.6	0.0	0.9	0.9	0.8
설비투자	(43.5)	(28.9)	(32.3)	(34.8)	(38.7)
유무형자산감소	(0.5)	(1.3)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
<b>재무현금</b>	4.9	(37.6)	(18.8)	(18.8)	(3.8)
차입금증가	17.6	(24.6)	(15.0)	(15.0)	0.0
자본증가	(3.4)	(3.4)	(3.8)	(3.8)	(3.8)
배당금지급	3.4	3.4	3.8	3.8	3.8
<b>현금 증감</b>	6.1	7.9	31.4	44.1	69.1
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	91.6	81.8	99.8	115.1	131.6
(-) 운전자본증가(감소)	15.8	28.1	16.3	16.4	19.0
(-) 설비투자	43.5	28.9	32.3	34.8	38.7
(+) 자산매각	(0.5)	(1.3)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
Free Cash Flow	16.8	50.8	50.2	62.9	73.0
(-) 기타투자	(0.6)	0.0	(0.9)	(0.9)	(0.8)
잉여현금	17.4	50.8	51.1	63.8	73.8

자료: KTB 투자증권

### 손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	724.9	788.7	873.5	940.4	1,044.8
증가율 (Y-Y,%)	4.4	8.8	10.7	7.7	11.1
<b>영업이익</b>	54.5	54.3	88.5	106.9	127.7
증가율 (Y-Y,%)	(28.7)	(0.3)	63.1	20.8	19.4
EBITDA	86.8	88.1	122.5	140.5	161.2
<b>영업외손익</b>	(10.3)	(7.9)	(6.1)	(4.6)	(4.1)
순이자수익	(8.7)	(9.1)	(7.1)	(6.4)	(6.0)
외화관련손익	(2.1)	(1.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.2	1.4	1.1	1.1	1.1
<b>세전계속사업손익</b>	44.2	46.3	82.4	102.3	123.6
<b>당기순이익</b>	34.7	37.8	64.2	79.7	96.3
지배기업당기순이익	35.4	38.1	64.1	79.7	96.3
증가율 (Y-Y,%)	(17.8)	8.9	69.8	24.2	20.8
<b>NOPLAT</b>	42.8	44.3	69.0	83.3	99.5
(+) Dep	32.3	33.8	34.0	33.6	33.5
(-) 운전자본투자	15.8	28.1	16.3	16.4	19.0
(-) Capex	43.5	28.9	32.3	34.8	38.7
OpFCF	15.8	21.0	54.4	65.7	75.3
<b>3 Yr CAGR &amp;</b>					
매출액증가율(3Yr)	2.9	6.4	8.0	9.1	9.8
영업이익증가율(3Yr)	152.1	3.2	5.0	25.2	33.0
EBITDA증가율(3Yr)	33.9	1.6	3.2	17.4	22.3
순이익증가율(3Yr)	n/a	9.7	15.0	31.9	36.6
영업이익률(%)	7.5	6.9	10.1	11.4	12.2
EBITDA마진(%)	12.0	11.2	14.0	14.9	15.4
순이익률(%)	4.8	4.8	7.3	8.5	9.2

### 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Per share Data</b>					
EPS	1,475	1,587	2,672	3,322	4,011
BPS	14,969	16,420	19,065	22,330	26,262
DPS	140	160	160	160	160
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	18.3	12.0	8.0	6.4	5.3
PBR	1.8	1.2	1.1	1.0	0.8
EV/ EBITDA	10.1	7.6	5.6	4.4	3.4
배당수익률	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
PCR	7.1	5.6	5.1	4.4	3.9
PSR	0.9	0.6	0.6	0.5	0.5
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	128.8	112.2	103.8	87.9	77.8
Net debt/Equity	61.4	52.6	36.0	20.2	6.4
Net debt/EBITDA	267.5	245.8	138.6	78.6	25.5
유동비율	116.3	104.0	119.4	139.3	159.8
이자보상배율	6.3	5.9	12.5	16.6	21.4
이자비용/매출액	1.4	1.3	0.9	0.8	0.7
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	85.6	87.0	83.5	79.2	73.7
현금+투자자산(%)	14.4	13.0	16.5	20.8	26.3
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	44.9	40.9	36.4	31.8	28.5
자기자본(%)	55.1	59.1	63.6	68.2	71.5

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 85.7%    HOLD : 13.7%    SELL : 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음  
 당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.  
 • Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우  
 • Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우  
 • Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

송원산업 (004430)



일자	커버리지	2018.7.3	2018.11.14	2019.1.7
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY
목표주가		34,000원	26,000원	28,000원

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018.07.03	34,000원	23,428원	27,950원	-31.09	-17.79
실제주가	2018.11.14	26,000원	18,813원	19,900원	-27.64	-23.46
괴리율	2019.01.07	28,000원	-	-	-	-

\* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 6월 3일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

# ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 [www.ktb.co.kr](http://www.ktb.co.kr)

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대릉서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.