

송원산업 (004430)

한상원

sangwon.han@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

26,000

유지

현재주가

20,250

(19.07.26)

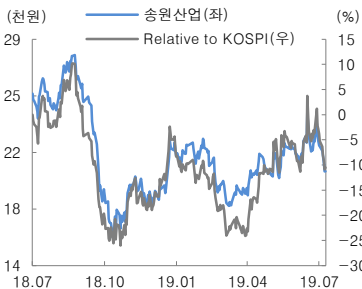
화학업종

4차 산업혁명/안전등급

Neutral Green

KOSPI	2066.26
시가총액	486십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	27,950원 / 15,650원
120일 평균거래대금	51억원
외국인지분율	17.41%
주요주주	송원물산 외 7 인 35.56% Red Tulip Investments 9.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.6	1.3	-6.5	-19.6
상대수익률	-3.1	6.8	-1.4	-11.0



화학 시황 반등 없이도 실적 개선

투자 의견 매수, 목표주가 26,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.2배를 적용하여 산출
- 목표 PBR은 2016~18년(실적 개선 기대감이 존재했던 시기) 평균 1.3배 대비 10% 할인한 수치로 고객사 시황 부진이 지속되고 있는 점을 감안하여 Valuation 할인 적용

2Q19 영업이익 233억원(+69% QoQ)으로 실질적인 컨센서스 부합

- 2분기 영업이익은 233억원으로 시장 기대치(248억원)를 약 6% 하회
vs. 다만 재고 손실 등 약 20억원의 일회성 비용 감산 시 실질적인 컨센서스 부합
- 영업이익이 전분기(+69.1%) 및 전년 동기(+103.3%) 대비 큰 폭으로 증가하며 실적 개선 흐름 지속: 1) 주요 해외 고객사 주문 증가에 따른 판매량 회복(vs. 화학 수요 위축으로 2H18 이후 판매량 감소를 경험), 2) 주요 원재료(페놀 등) 가격의 하향 안정화 등 덕분
- 2Q19 실적이 당사의 추정치를 하회한 이유는 예상보다 매출 성장이 크지 않았기 때문: 전사 매출액 2,185억원(+14.7%) vs. 당사 추정 2,377억원(+24.8% QoQ)
- 주력인 산업용 화학제품(매출 비중 75% 내외)의 매출액은 전분기 대비 16% 증가(vs. 당사 추정 +26% QoQ)한 1,630억원을 기록: 1) 폴리머 안정제의 ASP는 당사 추정치와 유사했으나 판매량 증가가 예상치를 하회(+17% vs. 당사 추정 22%)했기 때문, 2) 윤활유 첨가제도 전방 산업 시황 부진 여파로 매출액이 오히려 소폭 감소(-5~10% 추산)

2019년 영업이익 853억원(+57% YoY) 전망: 판매량 회복 국면에 진입

- 3Q19 영업이익 256억원(+10.0% QoQ) 전망: 중동 고객사 신규 수주 감안하여 폴리머 안정제 판매량 추가 증가 예상(+7% vs. ASP는 전분기와 유사 가정), 윤활유 첨가제 매출액 회복(전년 동기 대비 감소이나 전분기 대비 개선), 페놀 가격 안정화 및 유가 하락 등에 따른 원재료 비용 절감(2~3%) 등의 긍정적인 효과를 기대하기 때문 → 전분기와 유사한 수준의 수익성을 가정하더라도 이익이 개선되는 구간
- 화학 시황 침체(수요 위축)로 주력 제품인 폴리머 안정제의 구조적인 판가 상승 흐름(~1H18)을 기대하긴 어려우나, 급격히 감소했던 수요(판매량)의 회복에 따른 실적 개선 구간에 진입 → 향후 주요 고객사들의 시황 변화를 지켜볼 필요성은 존재하나 구조적인 ASP 상승 가능성을 제외하더라도 물량 증가(Q↑), 비용 절감(원료비 하향 안정화) 등에 따른 이익 개선이 가능할 전망
- 화학 업종의 증설 Cycle 진입에 따른 주력 제품의 구조적인 수요 증가 가능성은 여전히 가장 큰 투자 포인트(글로벌 2위 산화방지제 업체)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	725	789	876	987	1,023
영업이익	54	54	85	103	108
세전순이익	44	46	77	95	100
총당기순이익	35	38	58	75	78
자배분순이익	35	38	58	75	79
EPS	1,475	1,587	2,413	3,114	3,283
PER	18.3	12.0	8.4	6.5	6.2
BPS	15,869	17,163	19,410	22,261	25,286
PBR	1.7	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE	9.6	9.6	13.2	14.9	13.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출

자료: 송원산업, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 송원산업 부문별 실적 추이 및 전망										(단위: 십억원, %)			
		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	전체	190.5	197.8	204.4	196.0	190.4	218.5	239.2	228.1	788.7	876.2	987.5	1,022.9
	산업용	140.8	142.4	152.5	141.5	140.9	163.0	180.4	171.6	577.2	576.6	657.7	791.7
	기능성	49.7	55.5	51.9	54.5	49.5	55.5	58.8	56.5	211.6	299.5	329.8	231.2
영업이익		15.3	11.4	17.4	10.2	13.8	23.3	25.6	22.7	54.3	85.3	103.2	108.4
세전이익		13.4	10.7	16.2	6.0	11.2	20.2	20.3	25.0	46.3	76.7	95.1	100.5
순이익		11.7	8.8	13.0	4.6	8.7	12.8	16.2	20.2	38.1	57.9	74.7	78.8
영업이익률		8.0	5.8	8.5	5.2	7.2	10.7	10.7	10.0	6.9	9.7	10.5	10.6
순이익률		6.1	4.4	6.3	2.4	4.6	5.9	6.8	8.9	4.8	6.6	7.6	7.7
기여도 (%)													
매출비중	산업용	73.9	72.0	74.6	72.2	74.0	74.6	75.4	75.2	73.2	65.8	66.6	77.4
	기능성	26.1	28.0	25.4	27.8	26.0	25.4	24.6	24.8	26.8	34.2	33.4	22.6
증감률 (%YoY)													
매출액	전체	8.9	5.9	13.0	7.5	0.0	10.4	17.0	16.4	8.8	11.1	12.7	3.6
	산업용	21.2	1.7	21.1	16.7	0.1	14.5	18.3	21.3	14.7	-0.1	14.1	20.4
	기능성	-15.5	18.5	-5.4	-10.7	-0.3	0.0	13.2	3.6	-4.5	41.6	10.1	-29.9
영업이익		17.6	-38.1	20.2	19.6	-9.8	103.3	47.1	123.2	-0.3	57.2	21.0	5.0
순이익		40.3	-29.2	34.0	-6.7	-25.5	45.5	24.6	338.3	7.6	52.1	29.1	5.4
증감률 (%QoQ)													
매출액	전체	4.5	3.9	3.3	-4.1	-2.9	14.7	9.5	-4.7				
	산업용	16.1	1.1	7.1	-7.2	-0.4	15.7	10.7	-4.9				
	기능성	-18.6	11.6	-6.4	5.0	-9.2	12.0	6.0	-3.9				
영업이익		79.6	-25.0	52.0	-41.6	35.3	69.1	10.0	-11.3				
순이익		136.7	-24.8	47.4	-64.4	89.0	46.9	26.2	25.1				

주1: 산업용에는 폴리머 안정제 및 윤활유 첨가제 등이 포함 vs. 기능성에는 유기주석화합물, PVC 안정제, 특수화학제품 등이 포함
주2: 1Q19 이후 매출 구분 변경으로 2Q18~4Q18 세부 매출액은 당사 추정치
자료: 송원산업, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 송원산업 목표주가 산출 (단위: 원, %)

	2019F	12MF	2020F
BPS(원)	19,410	21,074	22,261
Target PBR	1.34	1.23	1.17
목표주가	26,000	26,000	26,000
현재주가	20,250	20,250	20,250
현재 PBR	1.04	0.96	0.91
ROE(%)	13.2	14.2	14.9
COE(%)	10.8		
Rf	1.3	국고채 3년 금리	
Rm	9.2	시장(KOSPI) 기대수익률	
Beta	1.2	52주 베타	
적정 PBR	1.23	1.32	1.39

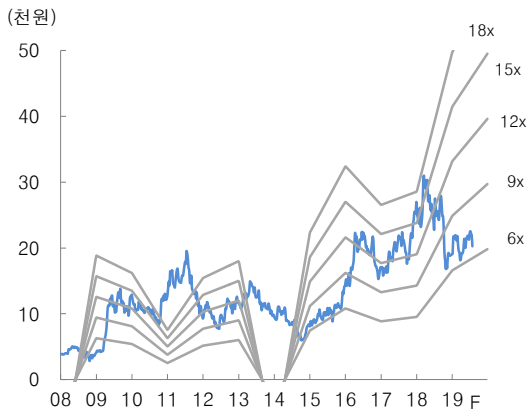
주1: 목표 PBR 1.2배는 2016~18년 평균(1.3배) 대비 10% 할인한 수치
주2: 고객사 상황 부진이 지속되고 있는 점을 감안하여 기대감이 존재했던 과거 수준 대비 할인 적용
주3: 참고로 ROE, COE를 통해 계산되는 적정 수준 대비로는 약 15% 할인
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

송원산업 연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, %, %p, 원)

	수정전		수정후		변경률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	893.6	993.4	876.2	987.5	-2.0	-0.6
영업이익	92.1	109.2	85.3	103.2	-7.4	-5.5
순이익	66.4	79.4	57.9	74.7	-12.7	-5.9
영업이익률	10.3	11.0	9.7	10.5	-0.6	-0.5
순이익률	7.4	8.0	6.6	7.6	-0.8	-0.4
ROE	15.0	15.6	13.2	14.9	-1.8	-0.6
EPS	2,766	3,310	2,413	3,114	-12.7	-5.9
BPS	19,762	22,810	19,410	22,261	-1.8	-2.4

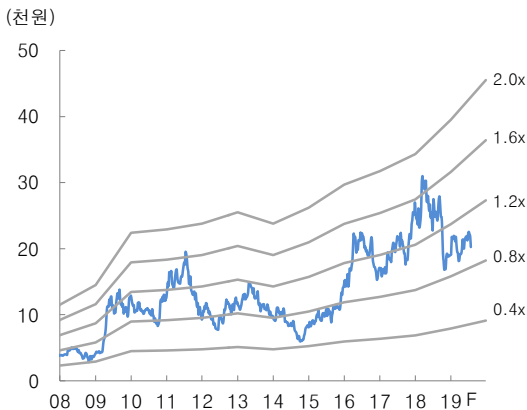
자료: 송원산업, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 송원산업의 12MF PER 밴드 차트



자료: 송원산업, Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 송원산업 12MF PBR 밴드 차트



자료: 송원산업, Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

표 3. Peer Group Valuation 비교 (단위: 십억원, %, 배)

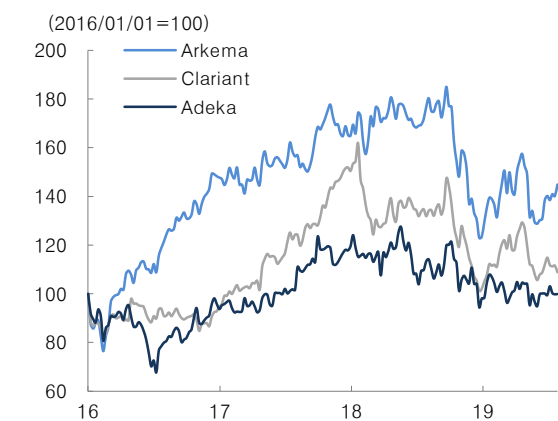
		시가총액 (십억원)	주가 수익률(%)			Valuation(2019F)			Valuation(2020F)		
			1M	3M	6M	PER	PBR	EV/EBITDA	PER	PBR	EV/EBITDA
한국 정밀화학	SKC	1,563	5.2	15.1	7.6	13.7	1.0	9.4	10.3	0.9	8.1
	롯데정밀화학	1,305	-4.2	9.4	13.5	7.5	0.9	4.0	6.2	0.8	3.4
	휴켄스	916	1.8	3.2	0.4	11.5	1.3	4.5	11.1	1.3	4.5
	송원산업	486	-9.0	1.3	-5.4	7.7	1.0	5.9	5.7	0.9	4.9
글로벌	Shin-Etsu	51,190	9.6	5.5	20.6	15.0	1.8	6.7	14.8	1.7	6.6
특수/정밀화학	Akzo Nobel	24,327	4.7	12.4	23.7	28.0	2.8	14.3	20.9	2.7	12.6
	Eastman	12,750	-0.2	-3.2	-4.1	9.7	1.7	7.8	8.7	1.6	7.4
	Ashland	5,909	-0.4	-0.1	4.8	28.1	1.5	13.6	21.0	1.5	12.3
	Cabot	3,178	-3.7	0.0	-1.0	11.1	2.4	6.9	9.8	2.1	6.4
첨가제 (특수화학)	Covestro	10,318	-4.2	-16.2	-7.5	12.5	1.4	5.7	11.5	1.4	5.3
	Arkema	8,520	3.3	-8.1	2.1	10.2	1.2	5.3	9.6	1.1	5.0
	Clariant	7,428	-5.3	-14.3	-2.2	12.7	2.2	8.0	12.4	2.0	7.3
	Adeka	1,805	0.4	-4.0	-7.0	10.0	0.8	N/A	9.5	0.8	N/A

주: 2019-20년 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 3. 한국 정밀화학 업체 상대주가 추이 그림 4. 글로벌 첨가제(특수화학) 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

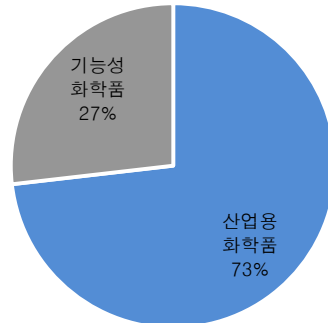
- 송원산업은 김충식과 마우리치오 부티 각자대표 형태로 운영
- 2018년 현재 송원물산과 Red Tulip 이 각각 35.6%, 9.2% 보유
- 송원산업의 사업부는 셀룰로스, 염소, 암모니아, 전자재료로 구성
- 주요 생산제품: 산화방지제(11만톤/년)

주가 변동요인

- 산화방지제 평가 인상 흐름 변화
- 고객사 증설에 따른 필수 첨가제 수요 증가
- 증설을 통한 판매량 증가
- 국제 유가 및 환율 변동

자료: 송원산업 대신증권 Research&Strategy본부

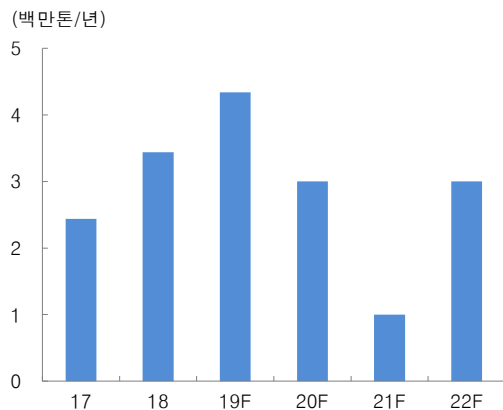
매출 비중



자료: 송원산업 대신증권 Research&Strategy본부

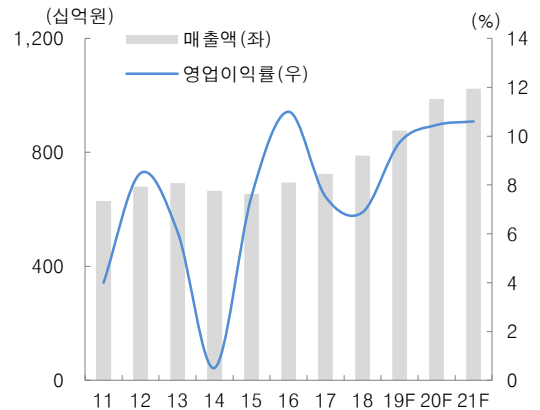
2. Earnings Driver

북미 ECC 증설 추이 및 전망



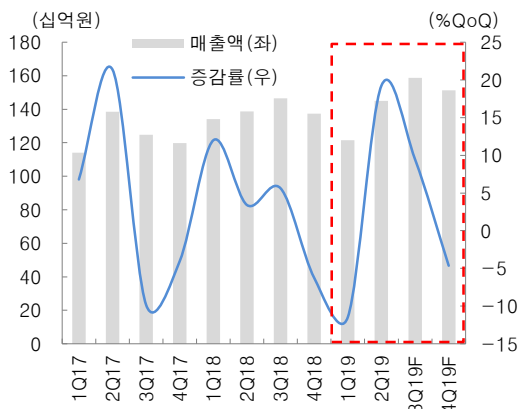
자료: 산업자료, 대신증권 Research&Strategy본부

연도별 영업실적 추이 및 전망



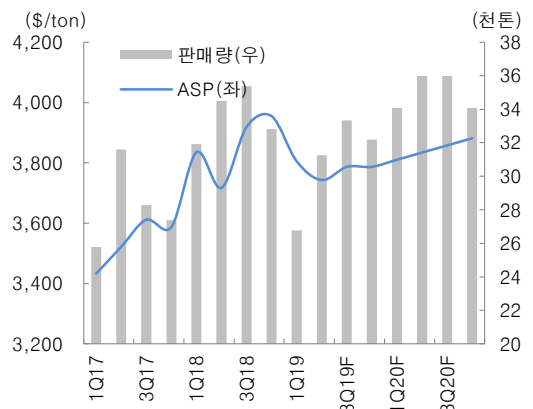
자료: 송원산업 대신증권 Research&Strategy본부

폴리머안정제 매출액 추이 및 전망



자료: 송원산업 대신증권 Research&Strategy본부

분기별 ASP vs. 판매량 추이 및 전망



자료: 송원산업 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	725	789	876	987	1,023
매출원가	570	633	675	754	780
매출총이익	155	156	201	234	243
판매비와관리비	101	102	116	131	134
영업이익	54	54	85	103	108
영업외수익	7.5	6.9	9.7	10.5	10.6
EBITDA	87	88	118	134	138
영업외손익	-10	-8	-9	-8	-8
관계기업손익	1	1	1	1	1
금융수익	25	21	20	20	20
외환보편이익	0	0	22	21	20
금융비용	-36	-29	-29	-28	-28
외환보편손실	25	18	18	18	18
기타	0	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	44	46	77	95	100
법인세비용	-9	-9	-19	-20	-22
계속사업손익	35	38	58	75	78
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	35	38	58	75	78
당기순이익	48	48	66	76	77
비재계분순이익	-1	0	0	0	0
재계분순이익	35	38	58	75	79
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	27	34	54	71	75
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	28	34	54	71	75

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,475	1,587	2,413	3,114	3,283
PER	18.3	12.0	8.4	6.5	6.2
BPS	15,869	17,163	19,410	22,261	25,286
PBR	1.7	1.1	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	3,615	3,669	4,912	5,570	5,729
EV/EBITDA	10.2	7.7	5.7	4.6	4.0
SPS	30,202	32,864	36,507	41,145	42,621
PSR	0.9	0.6	0.6	0.5	0.5
CFPS	3,816	3,407	4,908	5,582	5,763
DPS	140	160	250	250	250

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증감률	4.4	8.8	11.1	12.7	3.6
영업이익 증감률	-28.7	-0.3	57.2	21.0	5.0
순이익 증감률	-17.8	8.9	52.1	29.8	5.0
수익성					
ROIC	6.2	6.3	8.9	11.0	11.3
ROA	6.4	6.2	9.5	10.8	10.4
ROE	9.6	9.6	13.2	14.9	13.8
안정성					
부채비율	128.8	112.2	98.1	86.9	78.3
순차입금비율	62.8	53.6	39.0	25.2	10.1
이자보상비율	5.5	5.4	9.1	11.5	11.6

자료: 송원산업 대손증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	378	392	448	535	628
현금및현금성자산	55	63	86	127	207
매출채권 및 기타채권	131	116	145	160	161
재고자산	167	201	207	237	249
기타유동자산	25	11	11	11	11
비유동자산	488	481	473	462	452
유형자산	442	439	430	417	405
관계기업투자금	7	5	8	12	15
기타비유동자산	39	37	34	33	32
자산총계	865	873	921	997	1,080
유동부채	325	377	383	359	385
매입채무 및 기타채무	110	101	110	119	120
차입금	187	185	190	202	210
유동상채무	21	83	75	29	47
기타유동부채	6	8	8	8	9
비유동부채	162	85	73	105	89
차입금	99	17	3	31	13
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	64	68	69	73	76
부채총계	487	461	456	464	474
자본	381	412	466	534	607
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	24	24	24	24	24
이익잉여금	349	380	435	503	576
기타자본변동	-5	-5	-5	-5	-6
비자본	-3	-1	-1	-1	-1
자본총계	378	411	465	533	606
순차입금	237	221	182	134	61

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	55	58	65	69	96
당기순이익	35	38	58	75	78
비현금항목의 가감	57	44	60	59	60
감가상각비	32	34	33	30	29
외환손익	0	0	1	1	1
자본법정이익	-1	-1	-1	-1	-1
기타	26	12	28	29	31
자산취득의 증감	-25	-16	-25	-36	-12
기타현금흐름	-12	-8	-28	-29	-31
투자활동 현금흐름	-50	-15	-24	-19	-19
투자자산	-6	15	-4	-4	-4
유형자산	-43	-29	-21	-16	-16
기타	-1	-1	0	0	1
재무활동 현금흐름	5	-38	-31	-23	-10
단기차입금	12	-24	5	12	7
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	-14	28	-18
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-3	-4	-6	-6
기타	-4	-11	-19	-57	7
현금의 증감	6	8	23	41	80
초기 현금	49	55	63	86	127
기말 현금	55	63	86	127	207
NOPLAT	43	44	64	81	85
FCF	31	48	76	95	98

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대산증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (하위)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (위)
----------------	--------------------	--------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한상원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

송원산업(004430) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	19.07.29	19.07.10	19.07.03	19.04.29	19.03.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	26,000	26,000	24,000	24,000	24,000
과다율(평균%)		(16.41)	(14.76)	(15.25)	(20.94)
과다율(최대/최소%)		(10.00)	0.83	0.83	(15.42)
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					
제시일자					00.06.29
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190726)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.7%	9.8%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장이익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장이익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장이익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장이익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장이익률)
: 향후 6개월간 시장이익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장이익률 하회)
: 향후 6개월간 시장이익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상