

송원산업(004430)

석유화학 증설의 최대 수혜주

영업이익 전분기대비 69%, 전년동기대비 103% 증가
폴리머안정제 판매량 증가가 실적개선 견인
석유화학 증설발 수요증가는 다년간 추세화 전망

Facts : 영업이익 전년동기대비 103% 증가

2분기 영업이익은 전분기대비 69%, 전년동기대비 103% 증가한 233억원을 기록했다. 석유화학 산업 전반에 걸쳐 무역분쟁에 따른 구매심리 위축이 지속됨에도 가파른 실적개선이 가능했던 이유는 신규 석유화학 증설이 폴리머안정제 수요증가로 이어졌기 때문이다. 영업이익이 컨센서스에는 부합하나 당사 추정치를 7% 하회한 이유는 제품재고손실 20억원을 인식했기 때문이다. 순이익이 추정치를 하회한 이유는 법인세율이 37%로 예상을 크게 상회했기 때문이다.

Pros & cons : 폴리머안정제 판매량 증가세 지속

폴리머안정제 판매량은 전분기대비 20%가량 증가한 것으로 추정된다. 3월부터 반등하기 시작한 폴리머안정제 판매량은 2분기내 지속적으로 증가했다. 국내 및 역내의 경우 부진한 수요가 지속되고 있으나, 미국을 중심으로 역외 수요가 판매량 증가를 견인했다. 미국의 아시아향 플라스틱 수출량은 3월부터 전년동월대비 급등하기 시작했고 6월에도 LDPE 기준 미국의 수출량은 전년동월대비 23% 증가했다. 한편, TPP 및 윤활유 산화방지제 등 기타 사업부 실적은 부진한 상태가 이어져, 폴리머안정제의 이익기여도는 100%를 넘어서는 것으로 추정된다.

Action : 석유화학 증설의 수혜 다년간 이어질 전망

목표주가와 투자의견을 유지한다. 첫째, 폴리머안정제 판매량은 구조적으로 증가할 전망이다. 하반기는 물론 다년간 석유화학설비가 미국, 중국, 정유사에 의해 집중적으로 증설된다. 폴리머안정제 공급은 중장기적으로 타이트해지며 판가 상승으로 이어질 전망이다. 둘째, 원재료 하향 안정화 또한 지속되고 있다. 주요 원재료인 Phenol을 비롯해 기타 원재료의 가격 benchmark로 사용되는 naphtha 가격도 하락했다. 궁극적으로 판매량 증가, 원가하락에 판가상승도 동반될 전망이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 32,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/25)	2,074
주가(7/25)	20,250
시가총액(십억원)	486
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저(원)	27,950/15,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,036
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.4/17.2
주요주주(%)	송원물산 외 7 인 35.6
	Red Tulip Investments 9.2

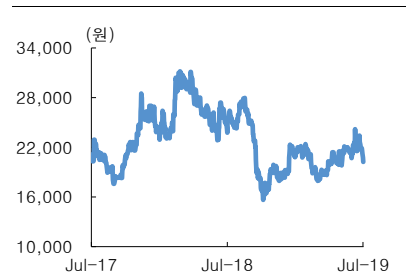
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	12.0	7.4	4.4
PBR(x)	1.1	1.0	0.8
ROE(%)	9.6	14.9	20.9
DY(%)	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(x)	7.7	5.1	3.4
EPS(원)	1,587	2,755	4,616
BPS(원)	17,163	19,823	24,297

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.7)	(6.5)	(14.7)
KOSPI 대비(%p)	(2.5)	(1.7)	(6.0)

주가추이



자료: FnGuide

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	197.8	204.4	196.0	190.4	218.5	14.7	10.4	226.6
영업이익	11.4	17.4	10.2	13.8	23.3	69.1	103.3	24.8
영업이익률	5.8	8.5	5.2	7.2	10.7	3.5	4.9	10.9
세전이익	10.7	16.2	6.0	11.2	20.2	79.7	88.6	23.5
순이익	8.8	13.0	4.6	8.7	12.8	46.9	45.6	17.3

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	891	866	(2.8)	1,254	1,209	(3.6)
영업이익	104	99	(4.8)	164	158	(3.8)
영업이익률	11.7	11.5	(0.2)	13.1	13.1	(0.0)
세전이익	91	90	(0.7)	152	146	(3.9)
순이익	69	66	(4.3)	115	111	(3.9)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	190	198	204	196	190	218	218	240	725	789	866	1,209
영업이익	15	11	17	10	14	23	28	34	54	54	99	158
영업이익률(%)	8.0	5.8	8.5	5.2	7.2	10.7	12.9	14.2	7.5	6.9	11.5	13.1
순이익	12	9	13	5	9	13	20	25	35	38	66	111
증가율(% YoY)												
매출액	8.9	5.9	13.0	7.5	(0.0)	10.4	6.7	22.2	4.4	8.8	9.9	39.5
영업이익	17.5	(38.2)	20.2	19.6	(9.8)	103.3	61.3	235.4	(28.7)	(0.4)	82.8	59.1
순이익	40.0	(29.3)	34.0	(6.7)	(25.4)	45.6	54.3	431.7	(18.2)	7.5	73.5	67.7
증가율(% QoQ)												
매출액	4.5	3.9	3.3	(4.1)	(2.9)	14.7	(0.2)	9.9				
영업이익	79.5	(25.0)	52.1	(41.6)	35.4	69.1	20.6	21.5				
순이익	136.6	(27.8)	47.2	(39.1)	39.4	46.9	20.8	10.6				
컨센서스 추정 영업이익							28	25			88	116
차이(%)							2.0	39.2			12.4	36.2
KIS 추정 영업이익 변화(%)							(5.2)	(4.7)			(4.8)	(3.8)

자료: FnGuide, 한국투자증권

〈표 4〉 SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

	가정	2018	2019F
사업가치	FY18, FY19 동일 수정 EV/EBITDA 7.6 배 적용	665	1,040
투자유가증권		5	5
총자산가치		670	1,045
순부채		219	215
비지배주주 지분		0	0
순자산가치		451	830
발행주식수(천주)		24,000	24,000
적정가치(원)		18,802	34,590
적정주가(원)	FY18 적정가*0.25 + FY19 적정가*0.75		30,643
목표주가(원)			32,000

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 2019년 에틸렌 기준 신증설

(단위: ktpa)

	국가	회사	생산능력
1Q19	미국	DuPont de Nemours	91
	미국	Shintech	500
	이란	Bushehr Petrochemical	500
2Q19	한국	Hanwha Total Petrochemical Co Ltd	300
	한국	LG Chem Ltd	230
	러시아	ZapSibNeftekhim Petrochemical (SIBUR)	1,500
	미국	Axiall Lotte Chemical	1,000
3Q19	미국	Sasol	1,500
	중국	Others (50% of 10 expansion projects)	1,128
	이란	Kavian Phase2	550
4Q19	말레이시아	Petronas – Petrolim Nasional Berhad	1,200
2H19	미국	Formosa Plastics	1,500
2019	합계		9,999

자료: 산업자료, 한국투자증권

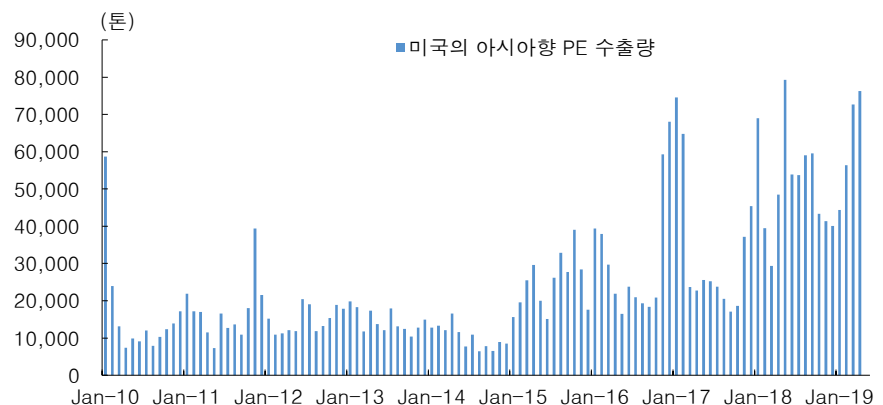
〈표 6〉 중국은 2020년부터 신증설 본격화

(단위: ktpa)

	지역	회사	생산능력
2020	저우산군도-저장성	Zhejiang Petrochemical	1,500
	다롄-랴오닝성	Hengli Petrochemical	1,500
	롄윈강-장쑤성	Shenghong Refining & Chemical	1,100
	판진-랴오닝성	Liaoning Bora Petrochemical	1,000
	취안저우-푸젠성	Sinochem Quanzhou Petrochemical	1,000
	옌타이-산둥성	Wanhua Chemical	1,000
	잔장-광둥성	Sinopec Zhongke Refining & Petrochemical	800
	타이저우-저장성	SP Chemicals(Taixing)	650
	닝보-저장성	Ningbo Huatai Wealthy Polymer Material	600
	우한-후베이성	Sinopec-SK Wuhan Petrochemical	300
	톈진	Sinopec SABIC Tianjin Petrochemical	300
	홍둥-산시성	Shanxi Coking Coal Group	300
	합계		10,050

자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 1] 미국 PE 수출 증가는 폴리머안정제 수요증가로 이어짐



자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 2] 원가는 하향 안정



자료: 씨스캠, 산업자료, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

- 폴리머 안정제: 폴리머 산화 및 노화 방지

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	378	392	437	559	658
현금성자산	55	63	30	63	150
매출채권및기타채권	131	116	163	202	207
재고자산	167	201	232	280	287
비유동자산	488	481	487	496	506
투자자산	18	16	21	21	21
유형자산	442	439	449	461	474
무형자산	22	18	15	13	11
자산총계	865	873	927	1,058	1,167
유동부채	325	377	352	375	376
매입채무및기타채무	110	101	119	144	147
단기차입금및단기사채	187	185	196	192	188
유동성장기부채	21	83	20	19	19
비유동부채	162	85	121	121	101
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	104	20	35	34	13
부채총계	487	461	473	496	477
지배주주지분	381	412	470	574	699
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	24	24	24	24	24
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	349	380	443	550	679
비지배주주지분	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
자본총계	378	411	475	583	711

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	55	58	37	76	148
당기순이익	35	38	66	111	132
유형자산감가상각비	28	30	33	34	34
무형자산상각비	5	4	6	5	4
자산부채변동	(25)	(16)	(69)	(73)	(21)
기타	12	2	1	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(50)	(15)	(29)	(33)	(33)
유형자산투자	(43)	(29)	(22)	(29)	(29)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(6)	15	(8)	(3)	(3)
무형자산순증	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	0	0	3	1	1
재무활동현금흐름	5	(38)	(41)	(9)	(28)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	12	(24)	(37)	(6)	(25)
배당금지급	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	(4)	(11)	(1)	0	0
기타현금흐름	(4)	2	0	0	0
현금의증가	6	8	(32)	33	87

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

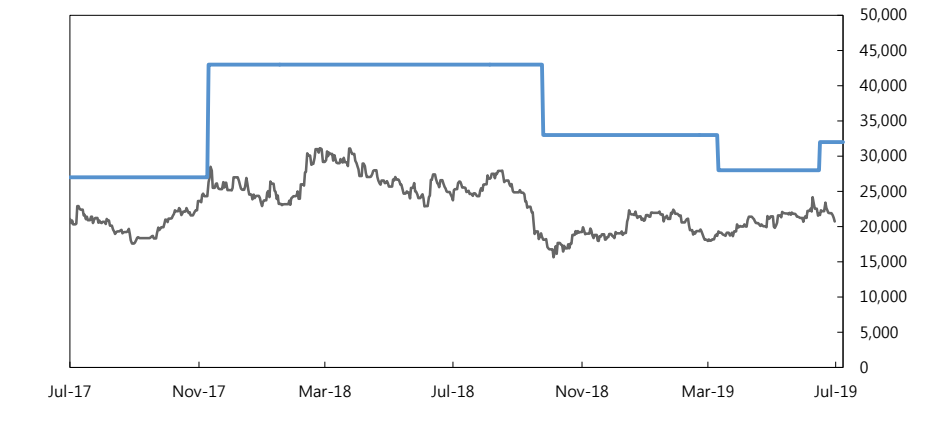
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	725	789	866	1,209	1,241
매출원가	570	633	632	844	847
매출총이익	155	156	234	365	394
판매관리비	101	102	135	207	212
영업이익	54	54	99	158	181
금융수익	25	21	19	16	19
이자수익	1	1	2	2	5
금융비용	36	29	29	29	28
이자비용	10	10	8	8	7
기타영업외손익	0	(1)	1	1	1
관계기업관련손익	1	1	1	1	1
세전계속사업이익	44	46	90	146	174
법인세비용	9	9	24	35	42
연결당기순이익	35	38	66	111	132
지배주주지분순이익	35	38	66	111	132
기타포괄이익	(7)	(4)	(4)	(4)	(4)
총포괄이익	27	34	62	107	128
지배주주지분포괄이익	28	34	62	107	128
EBITDA	87	88	138	196	219

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,475	1,587	2,755	4,616	5,513
BPS	15,869	17,163	19,823	24,297	29,669
DPS	140	160	140	140	140
성장성(% YoY)					
매출증가율	4.4	8.8	9.9	39.5	2.6
영업이익증가율	(28.7)	(0.3)	82.8	59.1	15.0
순이익증가율	(18.1)	7.6	73.6	67.5	19.4
EPS증가율	(18.1)	7.6	73.6	67.5	19.4
EBITDA증가율	(22.1)	1.5	56.3	42.4	11.7
수익성(%)					
영업이익률	7.5	6.9	11.5	13.1	14.6
순이익률	4.9	4.8	7.6	9.2	10.7
EBITDA Margin	12.0	11.2	15.9	16.2	17.7
ROA	4.1	4.4	7.3	11.2	11.9
ROE	9.6	9.6	14.9	20.9	20.4
배당수익률	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
배당성향	9.5	10.1	5.1	3.0	2.5
안정성					
순차입금(십억원)	237	221	220	181	69
차입금/자본총계비율(%)	82.9	70.5	53.2	42.3	31.2
Valuation(X)					
PER	18.3	12.0	7.4	4.4	3.7
PBR	1.7	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.2	7.7	5.1	3.4	2.5

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	-39.4	-27.6
	2018.10.19	매수	33,000원	-41.0	-32.1
	2019.04.04	매수	28,000원	-25.8	-13.6
	2019.07.10	매수	32,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 26일 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 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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 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.