



송원산업 (004430)

사상 최대 실적. 향후 2~3년간 지속될 것

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (유지)

목표주가(유지): 26,000원

현재 주가(10/29)	17,900원
상승여력	45.3%
시가총액	4,296억원
발행주식수	24,000천주
52 주 최고가 / 최저가	22,850 / 13,900원
90 일 일평균 거래대금	43.41억원
외국인 지분율	17.2%

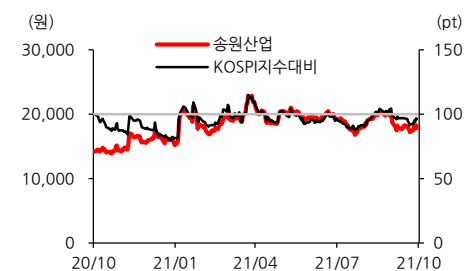
주주 구성	
송원물산 (외 8 인)	35.6%
RedTulipInvestments (외 1 인)	9.2%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.4	-7.0	-18.1	20.9
상대수익률(KOSPI)	-6.4	1.4	-11.7	-6.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	808	982	1,048	1,055
영업이익	68	102	115	115
EBITDA	103	136	151	153
지배주주순이익	27	70	82	83
EPS	1,144	2,896	3,422	3,443
순차입금	163	178	78	-15
PER	13.9	6.2	5.2	5.2
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.3	4.5	3.4	2.7
배당수익률	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE	6.2	14.2	14.6	12.9

주가 추이



3Q 사상 최대 분기 실적 달성

3Q 매출액은 2,601억원(QoQ +12%, YoY +33%)으로 사상 최대치를 달성했다. 부문별 매출도 산업용(산화방지제/윤활첨가제, YoY +33%)과 기능성화학(PVC/PU/Tin, YoY +34%)이 골고루 성장했다.

산화방지제는 선적 지연으로 판매량이 유지/감소(QoQ)했는데, 판가 인상을 통해 매출액 증가했다. 기능성화학은, 수요가 전반적으로 개선되며 Full 가동했다.

3Q 영업이익도 301억원(QoQ +38%, YoY +90%)으로 사상 최대치를 달성했다. 급격한 운임/원료 상승에도 타이트한 수급에 판가 인상이 성공적으로 진행되며 마진률이 개선된 영향이다.

산화방지제: 동사는 4/23일부터 판가를 인상했는데, 통상 재계약 시 (3~6개월마다) 인상된 가격이 반영된다. 2Q보다는 3Q가, 3Q보다는 4Q 판가가 더 높을 것이다. 추가로, 10/7일에는 인계 산화방지제 가격 인상을 발표했다. 윤활기유 첨가제도: 7월(YoY +23%)부터 판가 인상 시작되었다. 10월 수출가격은 YoY +34% 상승했다.

4Q 영업이익 324억원. 비수기에도, 사상 최대 실적 갱신할 것

전통적으로 4Q는 판매량이 감소하는 비수기이나, QoQ 증익을 기대해 본다. 판가 인상은 진행중이며, 3분기째 선적 지연으로 판매량이 늘어나지 못하고 있었기 때문이다. 4Q에는 운임도 진정되고 있다.

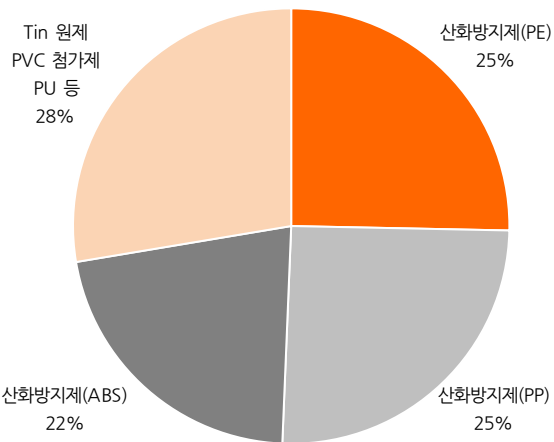
호실적 향후 2~3년간 지속될 것

투자자의견 BUY, 목표주가 2.6만원을 유지한다. '21년 OP는 1,015억원으로 YoY +49% 개선, EPS는 +153% 개선될 전망이다. 반면 12개월 주가 수익률은 KOSPI 대비 -6.7% Underperform 했다.

한화투자증권은 2023~24년까지 범용 석유화학 Peak-Out을 주장하고 있지만, Peak-Out 논리는 "수요 감소가 아닌 공급 과잉"이다. 실제로, 화학 수요가 개선되어 증설이 제한적인 대부분의 특수화학은 호황기를 누리고 있고, 과도한 증설로 둔화된 PE/PP는 송원산업의 전방(고객)에 해당된다는 점에 주목할 필요가 있다.

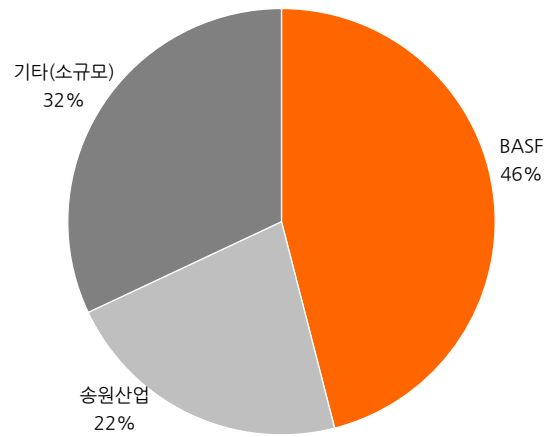
단기/장기적으로 주가 모멘텀을 보유하고 있다. 현 주가는 2021/22년 기준 PER 6.2배/5.2배, PBR 0.8배/0.7배로 저평가이며, 포토레지스트 소재 개발/판매가 꾸준히 늘어나고 있다는 점도 긍정적이다.

[그림1] 송원산업 매출 구조 (2020)



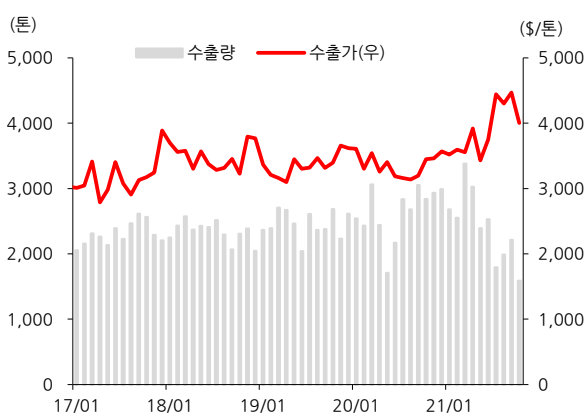
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 산화방지제 시장 점유율(M/S)



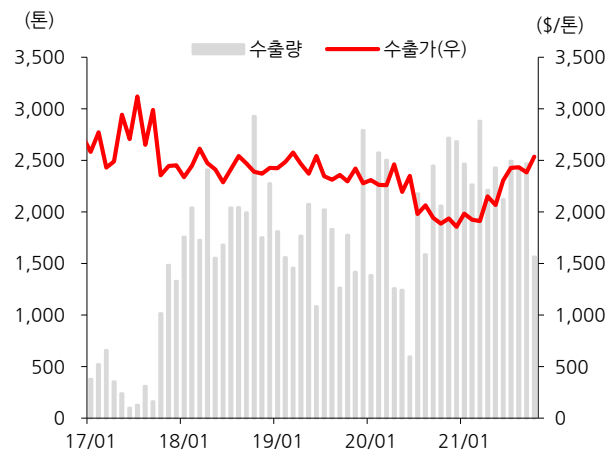
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 산화방지제 수출량 (실제 판매량의 20%에 해당)



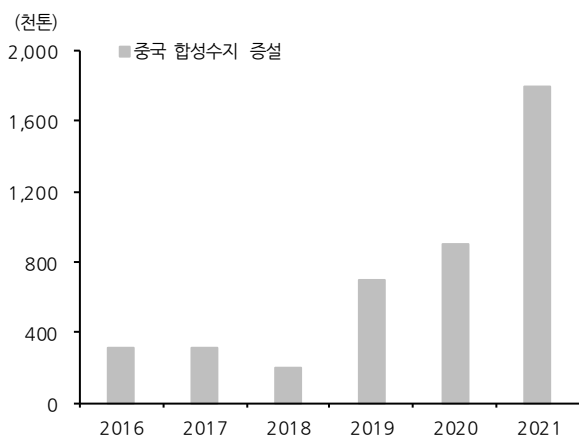
자료: 한화투자증권, 10월은 10/20일까지 반영

[그림4] 윤활기유 첨가제



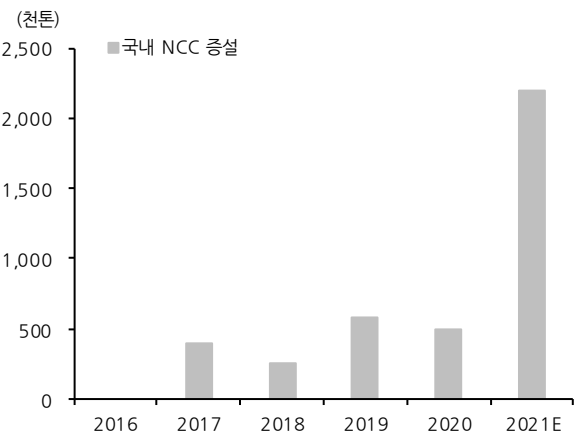
자료: 한화투자증권, 10월은 10/20일까지 반영

[그림5] 중국 석유화학 증설 (전방)



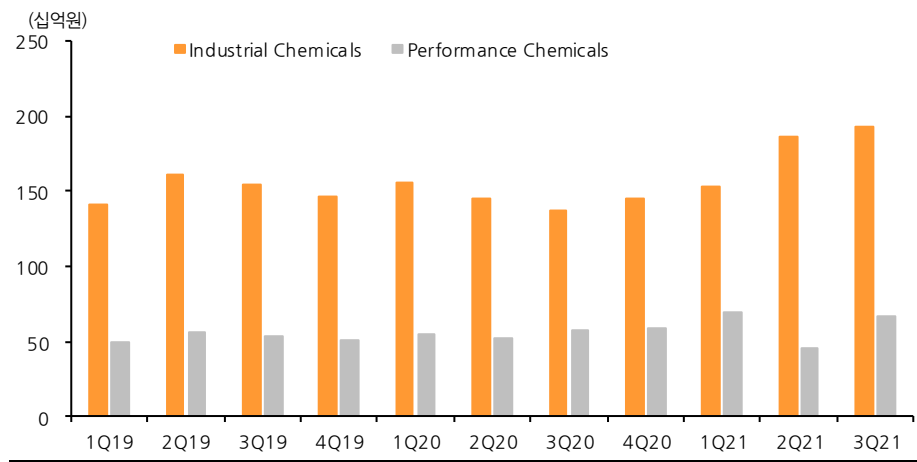
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 국내 석유화학 증설 (전방)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 부문별 매출액 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

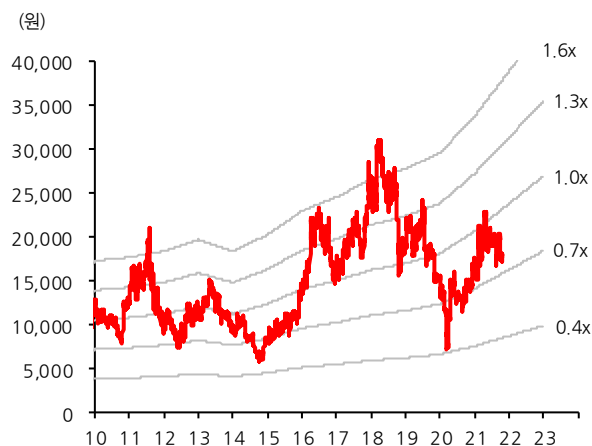
[표1] 송원산업 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	210.5	198.1	195.2	203.8	222.5	232.1	260.1	267.2	807.8	981.9	1,048.0
QoQ(%)	6.8%	-5.9%	-1.5%	4.4%	9.1%	4.3%	12.1%	2.7%			
YoY(%)	10.6%	-9.3%	-6.3%	3.4%	5.7%	17.1%	33.2%	31.1%	-0.8%	21.6%	6.7%
산화방지제	156.0	145.5	137.6	145.3	153.4	186.3	193.5	190.2	584.5	723.4	767.6
특수화학/기타	54.5	52.6	57.7	58.5	69.1	45.8	66.6	76.9	223.3	258.4	280.4
영업이익	18.1	16.2	15.8	18.0	17.3	21.7	30.1	32.4	68.0	101.5	114.7
영업이익률(%)	8.6%	8.2%	8.1%	8.8%	7.8%	9.4%	11.6%	12.1%	8.4%	10.3%	10.9%
QoQ(%)	119.9%	-10.5%	-2.1%	13.5%	-3.4%	25.3%	38.2%	7.9%			
YoY(%)	31.3%	-30.5%	12.7%	118.5%	-4.0%	34.5%	89.9%	80.6%	14.7%	49.3%	12.9%
당기순이익	11.2	5.4	8.7	3.0	9.2	15.0	21.0	23.3	28.4	68.4	82.1
지배순이익	11.0	5.1	8.5	2.8	10.0	15.2	21.0	23.3	27.5	69.5	82.1
순이익률(%)	5.2%	2.6%	4.4%	1.4%	4.5%	6.5%	8.1%	8.7%	3.4%	7.1%	7.8%

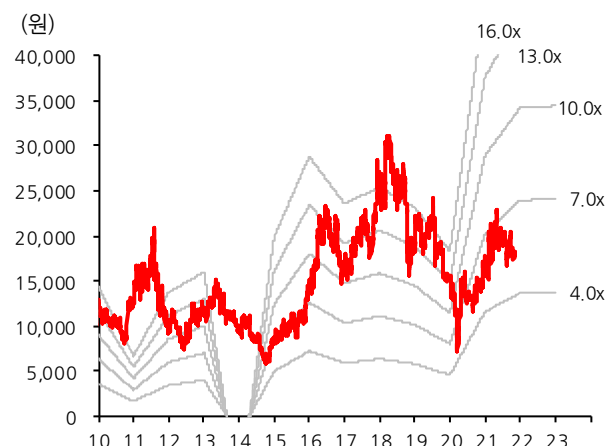
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 송원산업 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 송원산업 12M 선행 PER 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	814	808	982	1,048	1,055
매출총이익	166	164	309	295	253
영업이익	59	68	102	115	115
EBITDA	96	103	136	151	153
순이자손익	-9	-6	-6	-6	-6
외화관련손익	-2	-4	1	0	0
지분법손익	1	1	1	1	1
세전계속사업손익	48	51	94	110	110
당기순이익	35	28	68	82	83
지배주주순이익	35	27	70	82	83
증가율(%)					
매출액	3.2	-0.8	21.6	6.7	0.7
영업이익	9.2	14.7	49.3	12.9	0.6
EBITDA	9.5	6.5	32.8	10.7	1.4
순이익	-7.4	-19.0	141.3	20.0	0.6
이익률(%)					
매출총이익률	20.4	20.3	31.5	28.1	24.0
영업이익률	7.3	8.4	10.3	10.9	10.9
EBITDA 이익률	11.8	12.7	13.9	14.4	14.5
세전이익률	5.9	6.3	9.6	10.4	10.4
순이익률	4.3	3.5	7.0	7.8	7.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	78	76	12	125	120
당기순이익	35	28	68	82	83
자산상각비	37	35	35	36	38
운전자본증감	-9	8	-98	5	-2
매출채권 감소(증가)	-10	-12	-57	2	-2
재고자산 감소(증가)	7	4	-78	4	-3
매입채무 증가(감소)	-3	22	39	-2	1
투자현금흐름	-24	-27	-16	-23	-23
유형자산처분(취득)	-30	-21	-19	-20	-21
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
재무현금흐름	-55	-39	12	-3	-3
차입금의 증가(감소)	-43	-30	20	0	0
자본의 증가(감소)	-4	-4	-3	-3	-3
배당금의 지급	-4	-4	-3	-3	-3
총현금흐름	93	101	118	120	122
(-)운전자본증가(감소)	1	-10	93	-5	2
(-)설비투자	30	21	19	20	21
(+)자산매각	0	-1	-1	-1	-1
Free Cash Flow	61	89	4	104	98
(-)기타투자	3	7	0	1	1
잉여현금	58	82	5	103	96
NOPLAT	43	38	74	86	87
(+) Dep	37	35	35	36	38
(-)운전자본투자	1	-10	93	-5	2
(-)Capex	30	21	19	20	21
OpFCF	49	62	-3	108	101

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	399	412	554	648	747
현금성자산	64	76	81	182	275
매출채권	129	138	184	181	183
재고자산	197	192	270	266	269
비유동자산	496	479	467	454	440
투자자산	41	45	48	50	52
유형자산	439	426	410	395	379
무형자산	15	8	9	9	10
자산총계	894	891	1,020	1,102	1,188
유동부채	293	293	365	365	368
매입채무	76	92	132	130	131
유동성이자부채	174	162	191	191	191
비유동부채	166	135	132	134	137
비유동이자부채	91	77	69	69	69
부채총계	460	428	497	500	505
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	22	22	20	20	20
이익잉여금	400	433	500	579	659
자본조정	-3	-9	-9	-9	-9
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	435	463	523	602	682

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,448	1,144	2,896	3,422	3,443
BPS	17,944	19,113	21,797	25,099	28,423
DPS	150	120	120	120	120
CFPS	3,872	4,199	4,911	5,003	5,089
ROA(%)	3.9	3.1	7.3	7.7	7.2
ROE(%)	8.2	6.2	14.2	14.6	12.9
ROIC(%)	6.9	6.0	11.3	12.6	13.0
Multiples(x, %)					
PER	10.7	13.9	6.2	5.2	5.2
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	4.0	3.8	3.6	3.6	3.5
EV/EBITDA	6.0	5.3	4.5	3.4	2.7
배당수익률	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	105.8	92.3	95.0	82.9	74.1
Net debt/Equity	46.3	35.1	34.1	13.0	-2.2
Net debt/EBITDA	208.8	158.2	130.8	51.9	-9.9
유동비율	135.9	140.6	151.6	177.5	202.9
이자보상배율(배)	6.4	10.2	16.8	18.4	18.5
자산구조(%)					
투하자본	85.6	83.6	84.3	74.5	66.9
현금+투자자산	14.4	16.4	15.7	25.5	33.1
자본구조(%)					
차입금	37.9	34.0	33.2	30.1	27.6
자기자본	62.1	66.0	66.8	69.9	72.4

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 11월 01일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[송원산업 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.06.07	2021.06.07	2021.06.08	2021.07.14	2021.08.12
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		전우제	26,000	26,000	26,000	26,000
일 시	2021.09.08	2021.11.01				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	26,000	26,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.06.07	Buy	26,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%