



송원산업 (004430)

2분기 연속 최대 실적 달성. Up-Cycle 초입 확인?

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (유지)

목표주가(상향): 29,000원

현재 주가(1/28)	19,400원
상승여력	▲49.5%
시가총액	4,656억원
발행주식수	24,000천주
52 주 최고가 / 최저가	22,900 / 15,200원
90 일 일평균 거래대금	90.49억원
외국인 지분율	17.3%

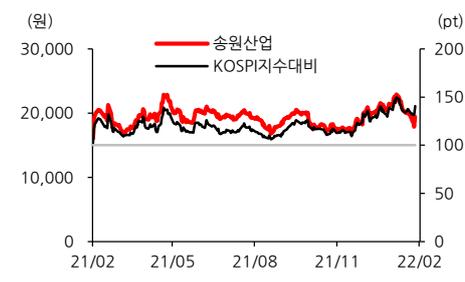
주주 구성	
송원물산 (외 8인)	35.6%
RedTulipInvestments (외 1인)	9.2%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.4	6.3	0.0	24.4
상대수익률(KOSPI)	7.4	17.8	17.7	37.6

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2021P	2022E	2023E	2024E
매출액	998	1,191	1,202	979
영업이익	106	149	147	100
EBITDA	140	185	184	140
지배주주순이익	72	108	106	71
EPS	3,011	4,507	4,434	2,960
순차입금	198	105	-6	-169
PER	5.8	4.3	4.4	6.6
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.4	3.1	2.5	2.1
배당수익률	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE	14.7	18.7	15.6	9.2

주가 추이



4Q21 영업이익 366억원. 최대 실적 달성

4Q21 OP는 366억원(YoY +104%, QoQ +22%)으로, 3Q에 이어 최대 분기실적을 달성했다. 참고로 예상치는 324억원, 4Q는 비수기다.

지난 4월말부터 산화방지제(매출 67%) 판가를 돌아오는 계약별 인상 중인데, 대부분 반영되며 4Q 매출이(YoY +39%, QoQ +9%) 상승한 반면, 평균 원가(Phenol, Butadiene, Naptha)는 상승(YoY +42%, QoQ -13%) 제한됐다. 운임 급등에도, 최대 실적을 달성한 이유다.

1Q22 영업이익 374억원. 최대 실적 갱신 예정

1Q22 OP는 374억원으로 3분기 연속 최대 실적을 예상한다. 1) 12월~2월 NCC 업체들의 가동률 조정과 2) 최근 유가 상승에 따른 원재료 가격 상승을 감안해, 보수적으로 추정했다.

4Q21 대비, 1월 수출금액은 +15%, 수출가격은 +12% 상승해 매출액 상승이 예상되나, 1Q 평균 원가는 QoQ Flat(1월은 -12%) 할 것으로 예상되기 때문이다. 1월 시황이 유지된다면, OP 500억원도 가능하다.

2021~24년, 산화방지제 Up-Cycle? TP 2.9만원으로 상향

산화방지제 Cycle은 PE/PP/ABS/윤활 생산량에 영향을 받는데, 글로벌 NCC 증설은 2021~22년, 최대 수준인 연간 +6~7%씩, 2023년 +4% 이상 계획되어있기 때문이다. 대규모 산화방지제 증설 진행될 때까지 Up-Cycle을 누릴 가능성이 높다.

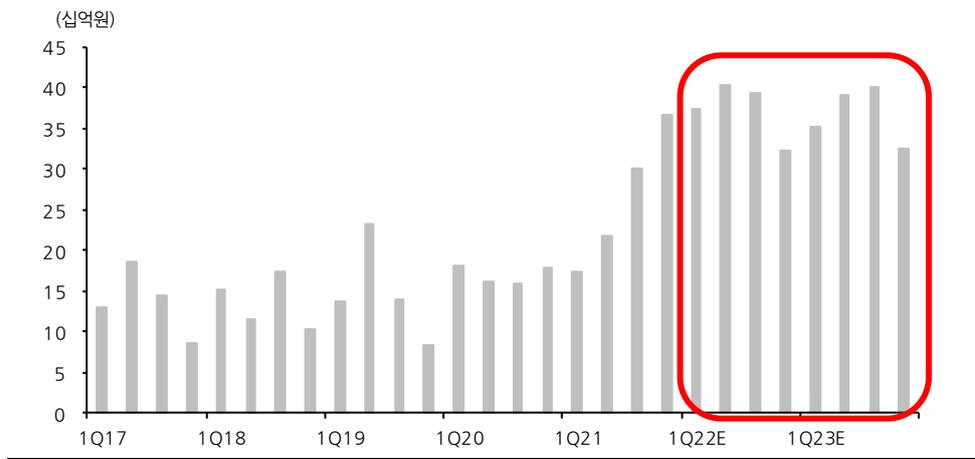
2Q21까지는, 평년 수준의 실적을 시현했는데, 글로벌 NCC 및 ECC 가동차질로 PE/PP/ABS 생산 감소해 NCC 마진 강세가 나타났어도, 이는 송원산업의 고객 감소로 이어졌기 때문이다. 이후, 3Q21부터는 1) NCC/ECC 가동차질 해소 및 2) 본격적인 NCC 가동에, => 원료가 안정화 및 고객사 증가해 최대 실적을 기록한 것으로 판단된다.

2022년 OP는 1,493억원(YoY +41%)으로 추정한다. 이미 Up-Cycle 초입(2H21)에 666억원을 달성했으며, 1월 추가 시황 개선이 확인되고 있기 때문이다. 2022~23년 추정치 상향, Target PER은 8.0 => 6.5배로 조정(실적 확인 필요), 목표주가 2.9만원(Upside +50%)으로 상향한다.

추가 투자포인트: 전자재료 소재

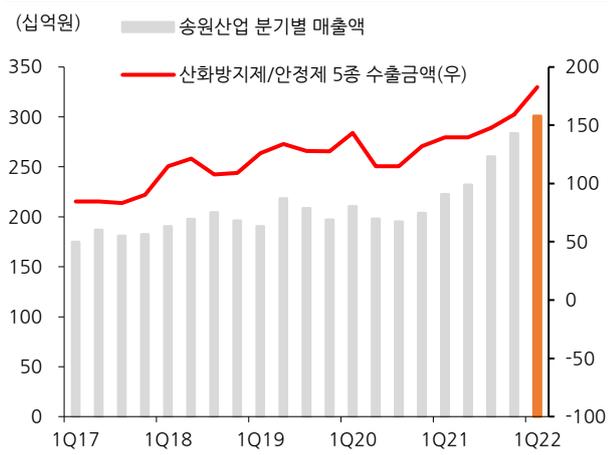
2021년부터 포토레지스트용(PR) 폴리머 3종 개발/생산 시작, 22년 1월 추가 라인 가동하며, PR 첨가제 2종 등 9개 이상 제품 생산 예정이다.

[그림1] 송원산업 영업이익 추이 (일반적으로 4Q는 고객사들이 재고 조정하는 비수기)



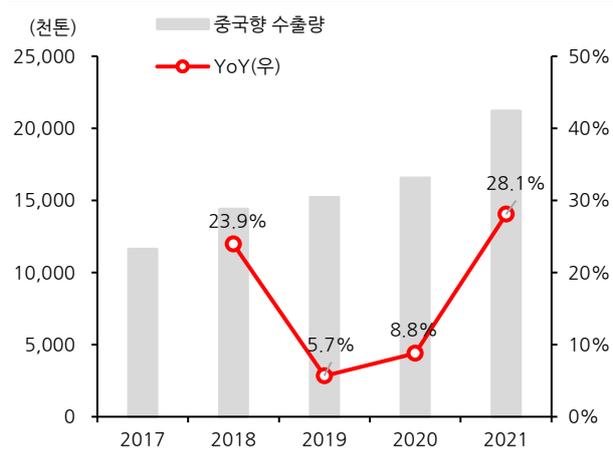
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 송원산업 매출액 및 수출금액 추이 (1Q22 = 1월 x3 배)



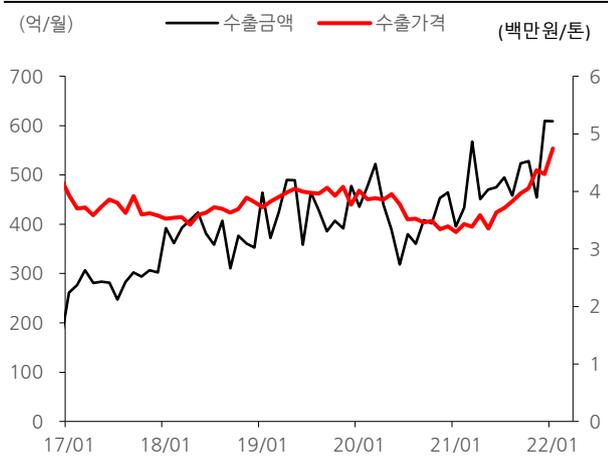
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 2021년, NCC 증설의 중심인 중국/한국향 판매 늘어나



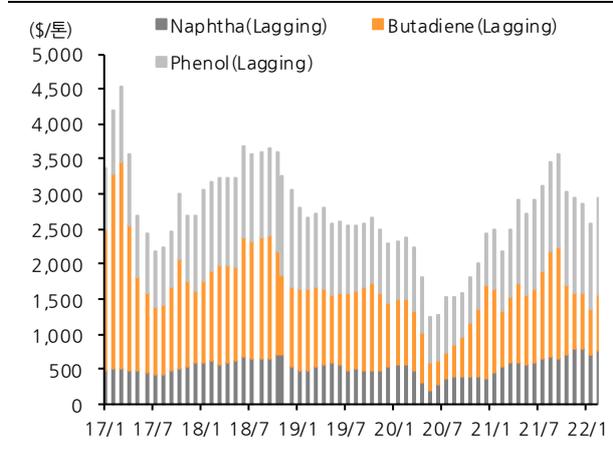
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 산화방지제 수출금액 및 가격 (2017.01~2022.01)



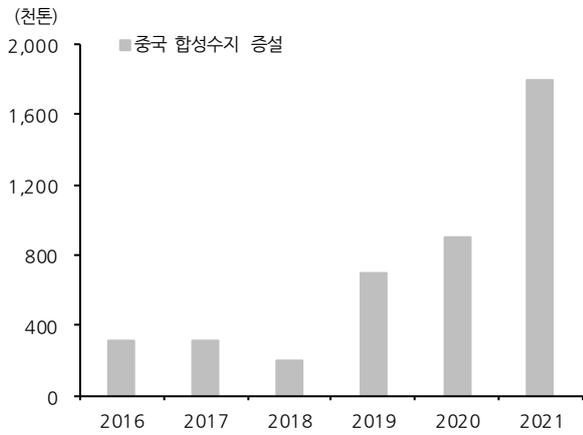
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 주요 원재료 가격 추이



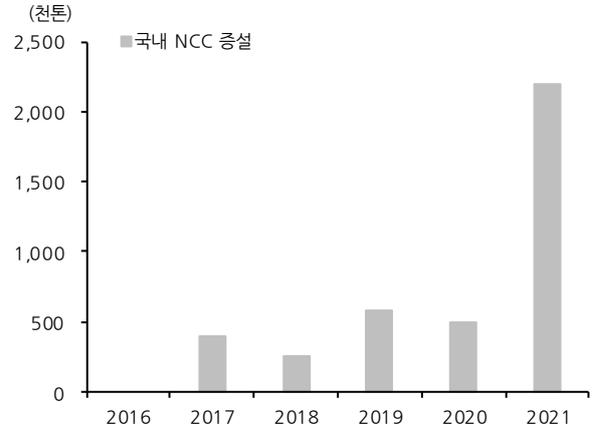
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 중국 석유화학 증설 (전방)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 국내 석유화학 증설 (전방)



자료: 한화투자증권 리서치센터

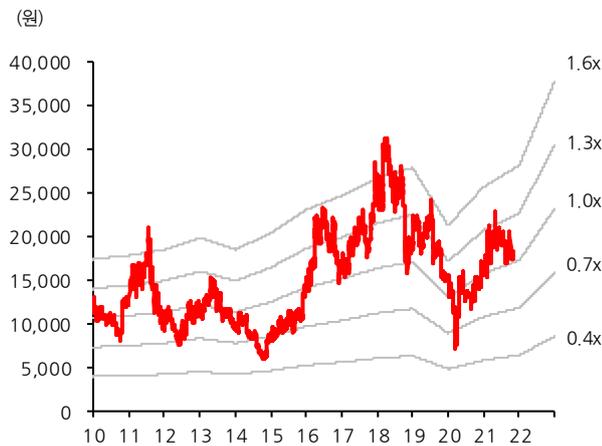
[표1] 송원산업 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	222.5	232.1	260.1	283.5	300.9	297.7	295.9	297.0	998.2	1,191.4	1,202.4
QoQ(%)	9.1%	4.3%	12.1%	9.0%	6.1%	-1.1%	-0.6%	0.4%			
YoY(%)	5.7%	17.1%	33.2%	39.1%	35.2%	28.3%	13.7%	4.8%	23.6%	19.4%	0.9%
산화방지제	153.4	186.3	193.3	195.6	217.2	215.2	212.8	204.4	728.7	849.5	840.9
특수화학/기타	69.1	45.8	66.8	87.9	83.7	82.5	83.1	92.6	269.5	341.9	361.5
영업이익	17.3	21.7	30.1	36.6	37.4	40.2	39.4	32.2	105.7	149.3	147.0
영업이익률(%)	7.8%	9.4%	11.6%	12.9%	12.4%	13.5%	13.3%	10.8%	10.6%	12.5%	12.2%
QoQ(%)	-3.4%	25.3%	38.2%	21.7%	2.3%	7.4%	-1.9%	-18.4%			
YoY(%)	-4.0%	34.5%	89.9%	103.8%	115.9%	85.0%	31.3%	-12.0%	55.4%	41.2%	-1.6%
당기순이익	9.2	15.0	21.0	26.1	27.1	29.2	28.6	23.2	71.2	108.2	106.4
지배순이익	10.0	15.2	21.0	26.1	27.1	29.2	28.6	23.2	72.3	108.2	106.4
순이익률(%)	4.5%	6.5%	8.1%	9.2%	9.0%	9.8%	9.7%	7.8%	7.2%	9.1%	8.9%

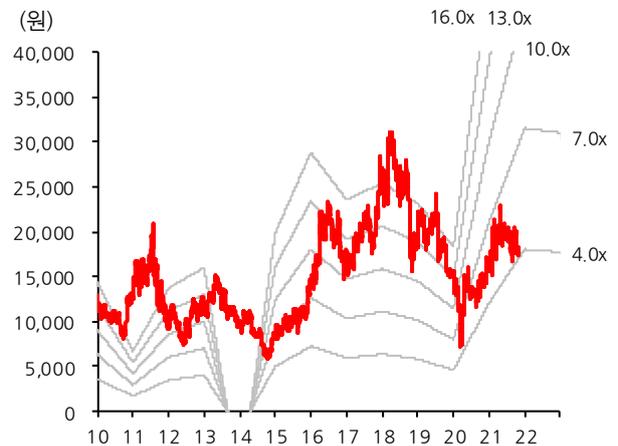
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 송원산업 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 송원산업 12M 선행 PER 밴드

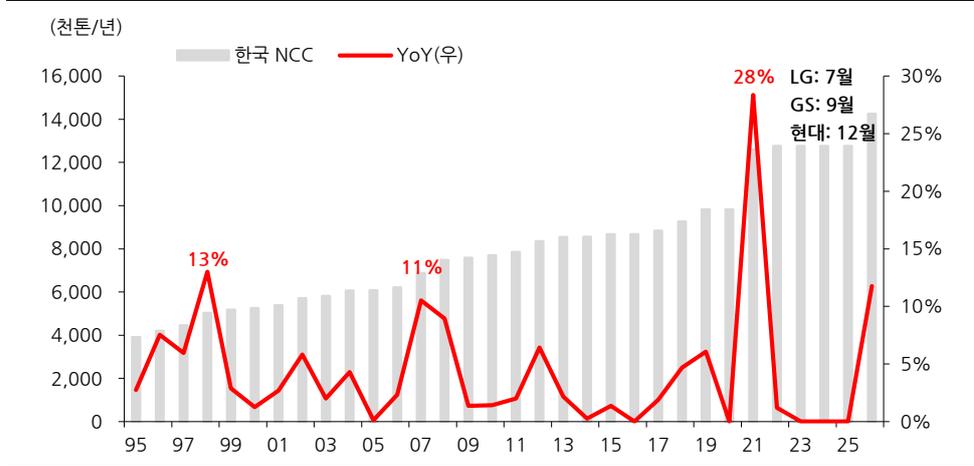


자료: 한화투자증권 리서치센터

(11월 Monthly)

[추가 자료] 특수/정밀화학, 10년에 한번 오는 기회

[그림10] 2021 년말, 한국 NCC 증설 물려. Downstream 에 10여년에 찾아온 기회



자료: 한화투자증권 리서치센터

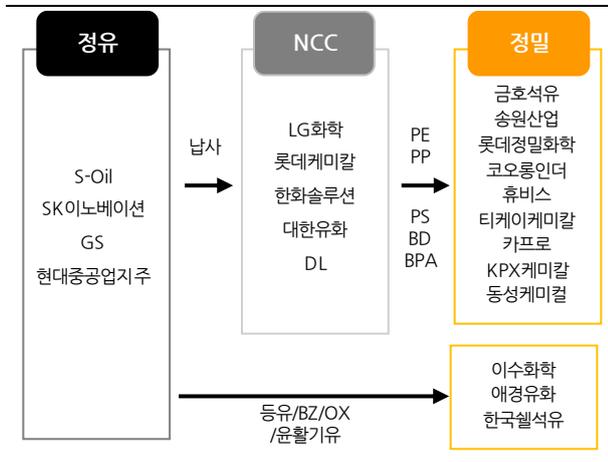
1) 10년만의 한국 NCC 증설이다. 그것도 3개씩이나

국내 석유화학 업계는 수백개 회사들이 마치 하나의 회사인 것처럼, 모두 연결되어있다 (정유=>NCC=>정밀화학).

또한, 국내 생산 제품은 대부분 수출되며, 국제가격에 판매된다. 결국 “한국”에 원재료/중간재가 많으면 “한국” 특수/정밀화학 업체들의 원가경쟁력이 확보되는 것이다. 이번 한국 NCC 증설로, 대부분의 비-NCC 화학업체들이 수혜가 예상된다.

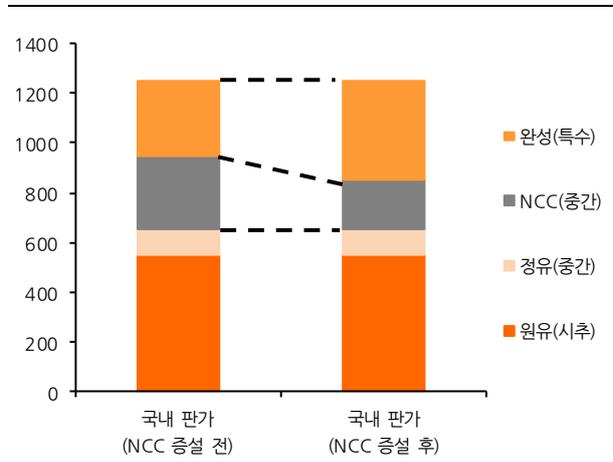
*수혜 종목은: 금호석유, 송원산업, 롯데정밀화학, 코오롱인더스트리, 휴비스, 티케이케미칼, 카프로, KPX케미칼, 동성케미칼 등

[그림11] 국내 석유화학 업계 수직계열화



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 국내 NCC 증설로 인한 특수/정밀화학 수혜



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
매출액	808	998	1,191	1,202	979
매출총이익	164	288	434	309	75
영업이익	68	106	149	147	100
EBITDA	103	140	185	184	140
순이자손익	-6	-6	-7	-7	-7
외화관련손익	-4	1	0	0	0
지분법손익	1	1	2	2	2
세전계속사업손익	51	101	144	142	95
당기순이익	28	71	108	106	71
지배주주순이익	27	72	108	106	71
증가율(%)					
매출액	-0.8	23.6	19.4	0.9	-18.5
영업이익	14.7	55.4	41.2	-1.6	-32.1
EBITDA	6.5	36.1	32.1	-0.5	-23.6
순이익	-19.0	151.0	51.9	-1.6	-33.2
이익률(%)					
매출총이익률	20.3	28.9	36.4	25.7	7.6
영업이익률	8.4	10.6	12.5	12.2	10.2
EBITDA 이익률	12.7	14.0	15.5	15.3	14.3
세전이익률	6.3	10.1	12.1	11.8	9.7
순이익률	3.5	7.1	9.1	8.9	7.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	76	2	130	140	193
당기순이익	28	71	108	106	71
자산상각비	35	34	35	37	41
운전자본증감	8	-105	-15	-5	80
매출채권 감소(증가)	-12	-47	-9	-3	41
재고자산 감소(증가)	4	-104	-14	-5	68
매입채무 증가(감소)	22	36	6	2	-30
투자현금흐름	-27	-18	-34	-26	-27
유형자산처분(취득)	-21	-25	-31	-23	-25
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-2	-2	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	-39	32	-3	-3	-3
차입금의 증가(감소)	-30	41	0	0	0
자본의 증가(감소)	-4	-3	-3	-3	-3
배당금의 지급	4	3	3	3	3
총현금흐름	101	123	145	145	113
(-)운전자본증가(감소)	-10	108	15	5	-80
(-)설비투자	21	25	31	23	25
(+)자산매각	-1	-1	-2	-2	-1
Free Cash Flow	89	-11	96	115	166
(-)기타투자	7	-11	0	0	1
잉여현금	82	0	96	114	166
NOPLAT	38	77	112	110	75
(+) Dep	35	34	35	37	41
(-)운전자본투자	-10	108	15	5	-80
(-)Capex	21	25	31	23	25
OpFCF	62	-22	101	119	170

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
유동자산	412	587	704	825	881
현금성자산	76	86	179	290	453
매출채권	138	180	189	192	151
재고자산	192	300	315	320	252
비유동자산	479	476	476	466	454
투자자산	45	46	48	50	52
유형자산	426	421	417	404	390
무형자산	8	9	10	11	12
자산총계	891	1,063	1,180	1,291	1,334
유동부채	293	397	405	410	382
매입채무	92	133	139	142	112
유동성이자부채	162	208	208	208	208
비유동부채	135	141	143	146	149
비유동이자부채	77	76	76	76	76
부채총계	428	537	549	556	532
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	22	20	20	20	20
이익잉여금	433	502	608	711	779
자본조정	-9	-9	-9	-9	-9
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	463	526	631	735	803

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	1,144	3,011	4,507	4,434	2,960
BPS	19,113	21,917	26,304	30,618	33,458
DPS	120	120	120	120	120
CFPS	4,199	5,137	6,032	6,023	4,713
ROA(%)	3.1	7.4	9.6	8.6	5.4
ROE(%)	6.2	14.7	18.7	15.6	9.2
ROIC(%)	6.0	11.5	15.5	15.2	11.1
Multiples(x, %)					
PER	13.9	5.8	4.3	4.4	6.6
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
PCR	3.8	3.4	3.2	3.2	4.1
EV/EBITDA	5.3	4.4	3.1	2.5	2.1
배당수익률	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	92.3	102.2	86.9	75.7	66.2
Net debt/Equity	35.1	37.6	16.6	-0.9	-21.1
Net debt/EBITDA	158.2	141.6	56.8	-3.5	-120.5
유동비율	140.6	148.1	173.8	201.3	230.3
이자보상배율(배)	10.2	17.4	21.9	21.6	14.7
자산구조(%)					
투하자본	83.6	84.5	76.3	68.0	55.4
현금+투자자산	16.4	15.5	23.7	32.0	44.6
자본구조(%)					
차입금	34.0	35.0	31.0	27.8	26.1
자기자본	66.0	65.0	69.0	72.2	73.9

[Compliance Notice]

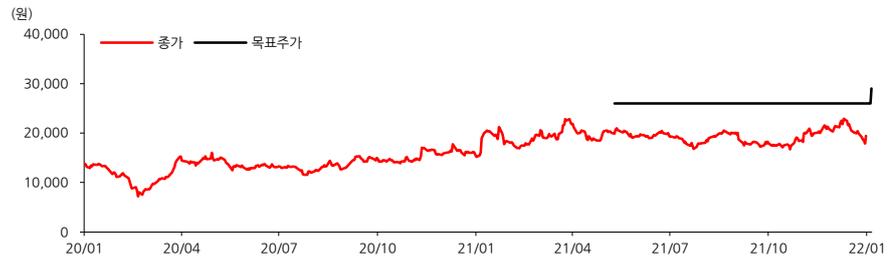
(공표일: 2022년 02월 03일)

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 종목의 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	2021.11.11	2021.12.10	2022.01.12	2022.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000
일 시	2022.02.03					
투자의견	Buy					
목표가격	29,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.06.07	Buy	26,000	-25.93	-11.92
2022.02.03	Buy	29,000		

[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 추정치에 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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	97.7%	2.3%	0.0%	100.0%