



송원산업 (004430)

석유화학 증설이 걱정된다면

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 3772-7617

Buy (신규)

목표주가(신규): 26,000원

현재 주가(6/7)	19,900원
상승여력	▲30.7%
시가총액	4,776억원
발행주식수	24,000천주
52 주 최고가 / 최저가	22,850 / 11,600원
90 일 일평균 거래대금	95.8억원
외국인 지분율	17.1%

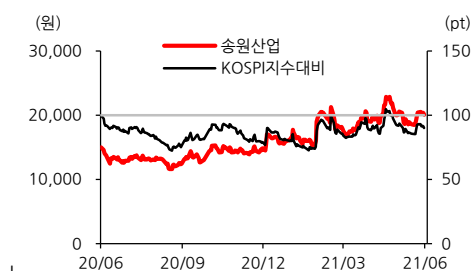
주주 구성	
송원물산 (외 8 인)	35.6%
RedTulipInvestments (외 1 인)	9.2%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.2	13.7	37.2	32.7
상대수익률(KOSPI)	-4.9	6.3	18.8	-16.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	814	808	920	919
영업이익	59	68	98	95
EBITDA	96	103	133	132
지배주주순이익	35	27	59	56
EPS	1,448	1,144	2,457	2,331
순차입금	201	163	117	50
PER	10.7	13.9	8.1	8.5
PBR	0.9	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.0	5.3	4.5	4.0
배당수익률	1.0	0.8	0.6	0.6
ROE	8.2	6.2	12.1	10.4

주가 추이



송원산업은 석유화학(NCC) 생산량이 늘어나 유리하다. 수요와 증설이 동시에 늘어나는 2021년이 아마 최고의 한해가 될 것이다.

공급발 NCC Peak-Out?

동사는 글로벌 산화방지제(PE/PP/ABS 첨가제) 2위(M/S 22%) 업체로, 전방은 NCC/ECC 업체들이다. 동사의 시황을 전망할 때에는 3가지 이슈에 대해 고민해야 하는데, 향후 2~3년간 수요는 좋고, 전방은 증설, 경쟁사는 가동이 어려운 최고의 상황이다:

1) 기본적으로 석유화학 수요가 높을때 NCC와 송원산업 실적/주가 동반 강세가 나타나는데, 온라인 쇼핑/근무로 인한 라이프스타일 변화, 인프라투자 등에 단/장기 수요는 한단계 Level-Up 되었다.

2) 또한, Peak-Out 우려가 난무하는 NCC(전방)와 차별화 될 점은 NCC/ECC 증설이 많을수록, 첨가제 업체들은 고객이 많아져 판매량/마진이 개선된다는 점이다. NCC는 2020년말부터 2023년까지 연간 +6~7%(과거 2배)의 증설이 계획되어 있다.

3) 경쟁사 현황: 산화방지제는 BASF(M/S 50%)의 독일/스위스 (DTBP 부족, 2/18)와 미국/멕시코 불가항력(DTBP 부족, 3/31), 중국 폐쇄(글로벌 Capa -5%) 등으로 부족하다. 최근 SI Group이 북미 산화 방지제 증설 발표를 했지만, 이는 2022년 하반기 가동 예정이다.

1Q Review 및 2Q Preview(QoQ +55%)

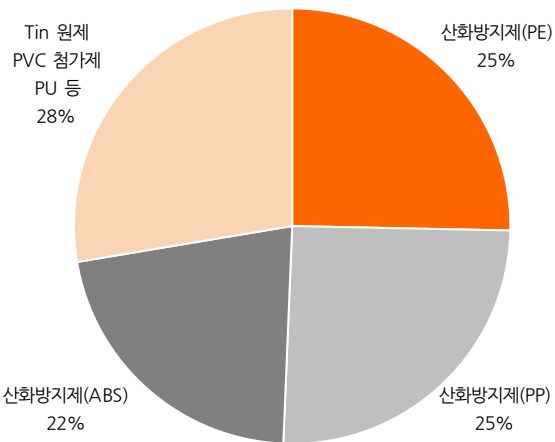
1Q21 매출액은 2,225억원으로 사상 최대치를 달성했다. 산화방지제 판매량은 YoY +6%, Tin원제는 +64% 증가했다. 매출비중 2위인 Tin원제는 반도체 및 코팅 호황으로 수요가 대폭 개선되었다. 영업이익은 173억원(YoY -4%)을 기록했는데, 이는 운임 상승과 경영 효율화를 위한 일회성 비용 등이 발생했기 때문이다.

2Q OP는 268억원을 전망한다. 성수기 효과, 2월부터 시작된 판가 인상, 전방 증설, 유통율 수요 개선, 일회성 비용 축소(운임/경영 효율화) 등이 기대되기 때문이다. Tin원제 판가는 4/1일, +20% 인상했다.

투자의견 BUY, 목표주가 2.6만원

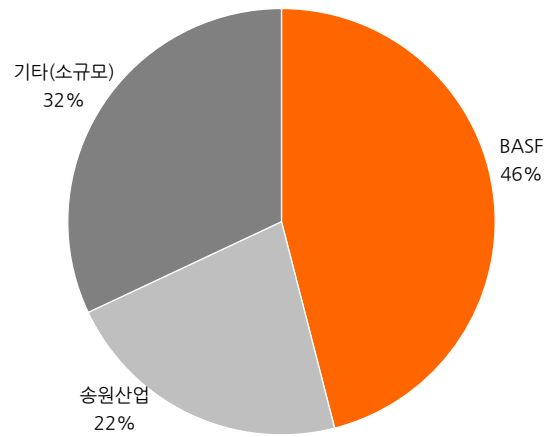
투자의견 BUY, 목표주가 2.6만원을 제시한다. 2021년 OP는 975억원으로 YoY +43% 개선 전망하며, 목표주가는 2021~22년 Target PER 10배(2.4만원)과 Target PBR 1.25배(2.8만원)의 평균이다.

[그림1] 송원산업 매출 구조 (2020)



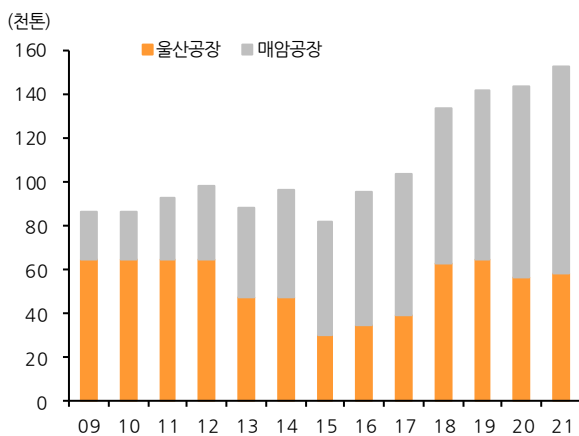
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 산화방지제 시장 점유율 (M/S)



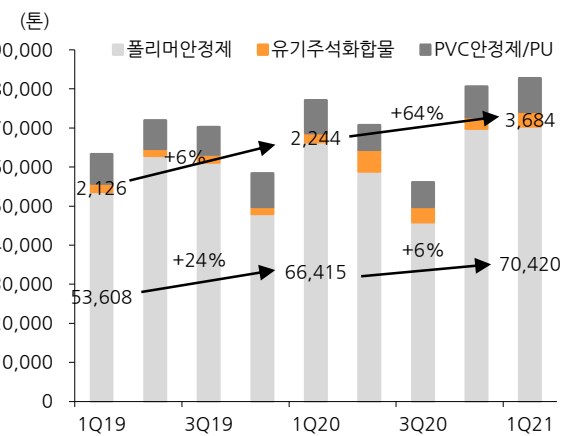
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 송원산업 생산능력 (산화방지제)



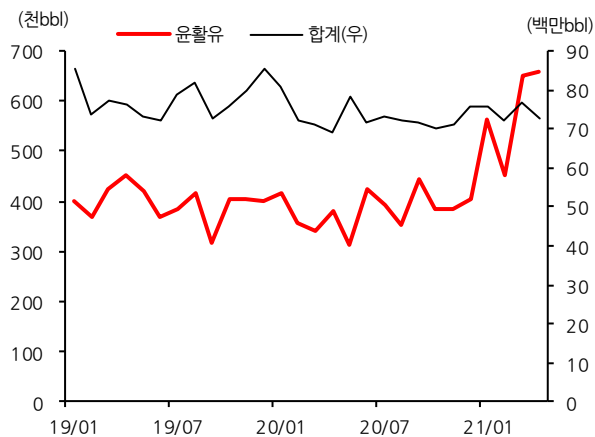
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 송원산업 생산량 추이



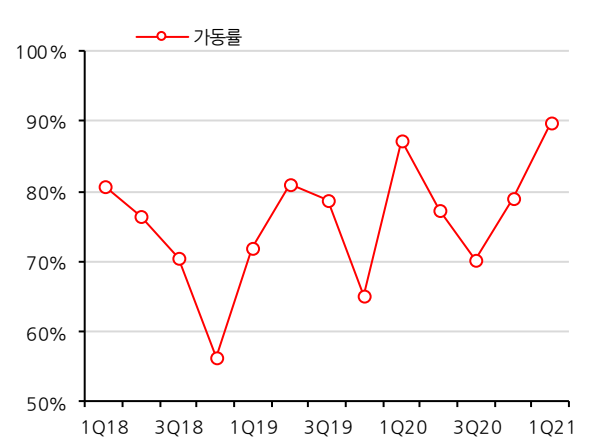
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 국내 윤활유 및 전체 석유제품 생산량 추이



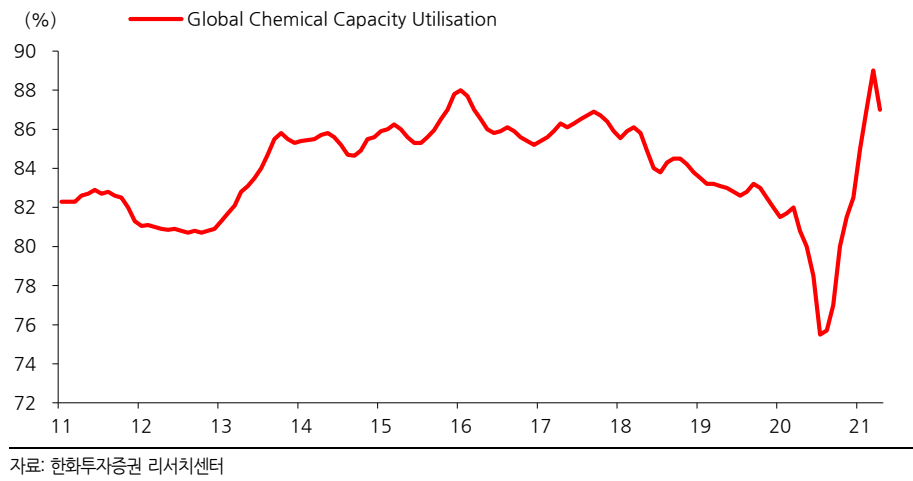
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 송원산업 가동률

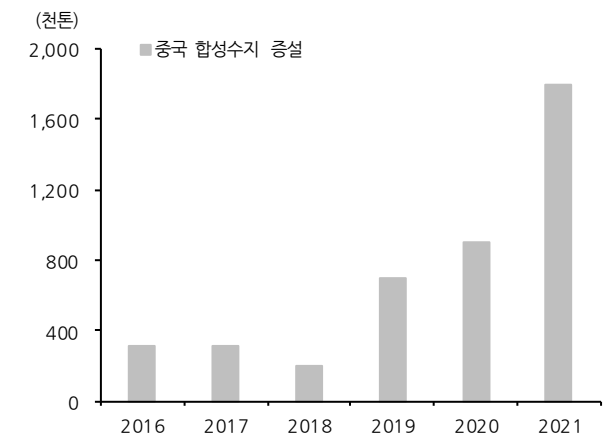


자료: 한화투자증권 리서치센터

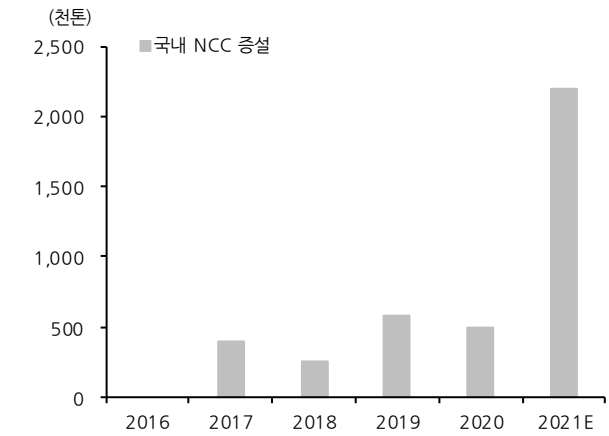
[그림7] 글로벌 석유화학 시설 가동률 추이 (전방)



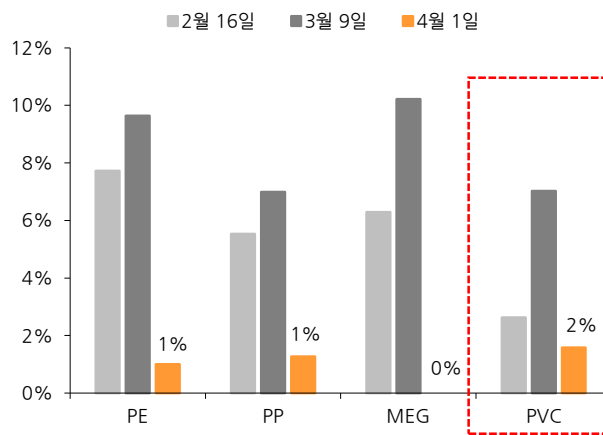
[그림8] 중국 석유화학 증설 (전방)



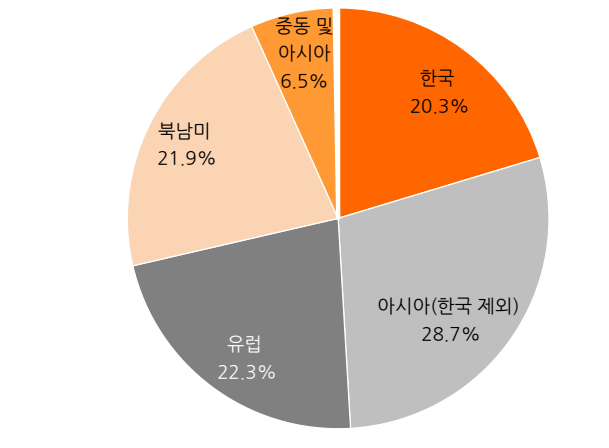
[그림9] 국내 석유화학 증설 (전방)



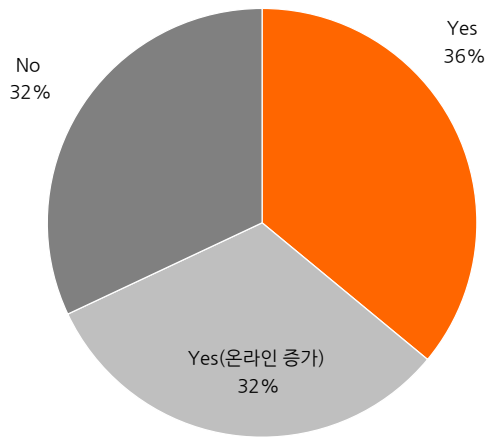
[그림10] 미국 한파로 인한 글로벌 가동차질 (전방 생산 재개)



[그림11] 송원산업 지역별 매출비중

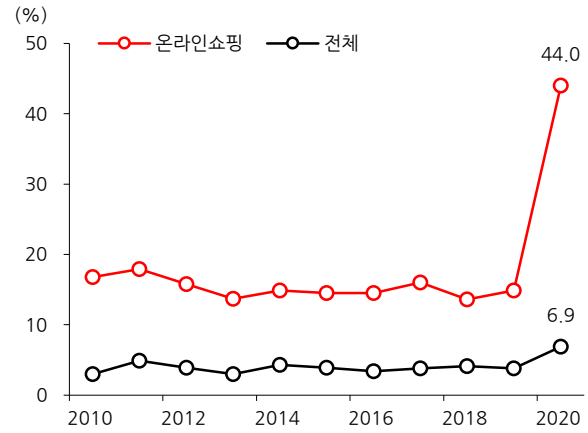


[그림12] 오프라인쇼핑을 온라인쇼핑으로 대체 (미국 4 월)



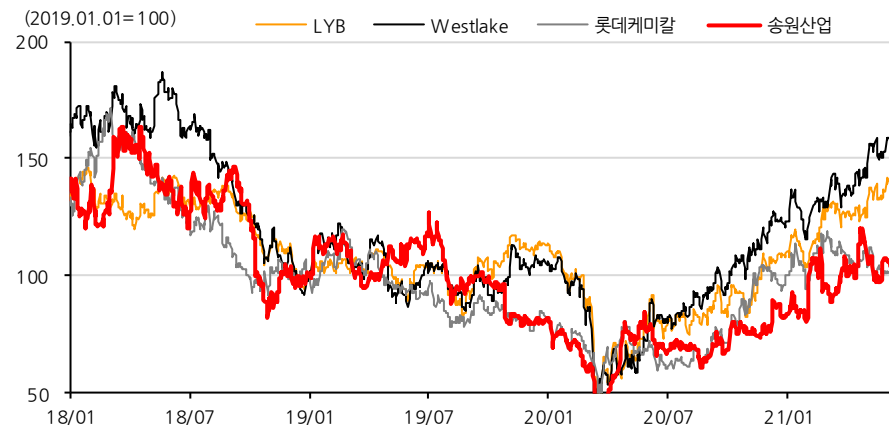
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 이로 인한 온라인 쇼핑 급증



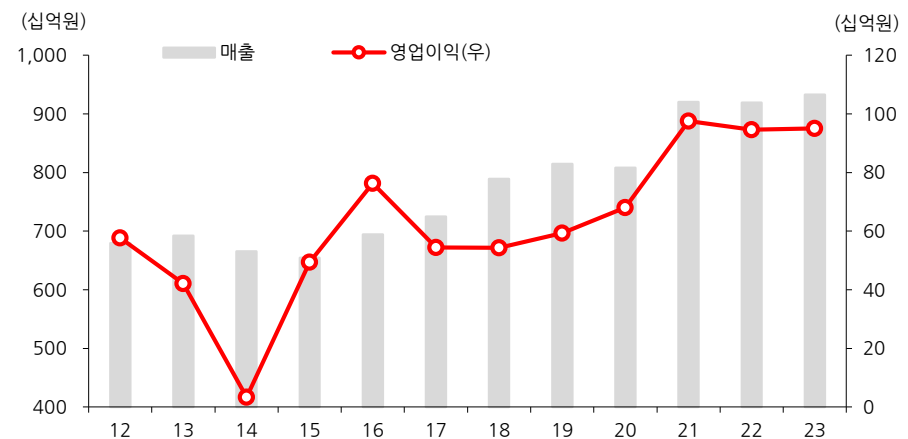
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림14] NCC/ECC/송원산업 주가추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 연간 매출/영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

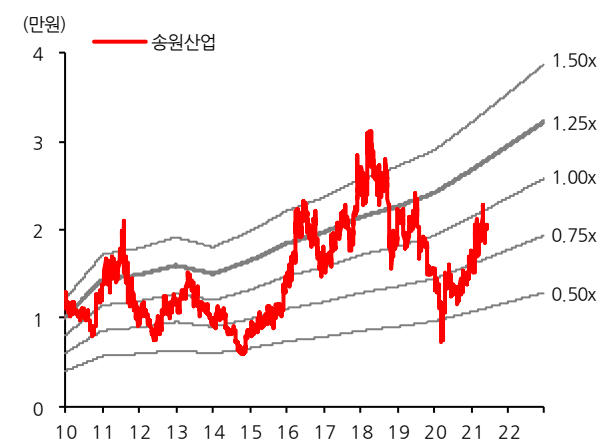
[표1] 송원산업 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	210.5	198.1	195.2	203.8	222.5	240.9	233.9	222.9	807.8	920.1	918.9
QoQ(%)	6.8%	-5.9%	-1.5%	4.4%	9.1%	8.3%	-2.9%	-4.7%			
YoY(%)	10.6%	-9.3%	-6.3%	3.4%	5.7%	21.6%	19.8%	9.4%	-0.8%	13.9%	-0.1%
산화방지제	156.0	145.5	137.6	145.3	153.4	164.9	166.8	158.0	584.5	643.1	655.8
특수화학/기타	54.5	52.6	57.7	58.5	69.1	75.9	67.1	64.9	223.3	277.0	263.1
영업이익	18.1	16.2	15.8	18.0	17.3	26.8	31.8	21.6	68.0	97.5	94.7
영업이익률(%)	8.6%	8.2%	8.1%	8.8%	7.8%	11.1%	13.6%	9.7%	8.4%	10.6%	10.3%
QoQ(%)	119.9%	-10.5%	-2.1%	13.5%	-3.4%	54.6%	18.4%	-32.0%			
YoY(%)	31.3%	-30.5%	12.7%	118.5%	-4.0%	65.9%	100.7%	20.3%	14.7%	43.4%	-2.9%
당기순이익	11.2	5.4	8.7	3.0	9.2	15.9	22.7	13.0	28.4	60.7	58.9
지배순이익	11.0	5.1	8.5	2.8	10.0	15.1	21.5	12.4	27.5	59.0	55.9
순이익률(%)	5.2%	2.6%	4.4%	1.4%	4.5%	6.3%	9.2%	5.5%	3.4%	6.4%	6.1%

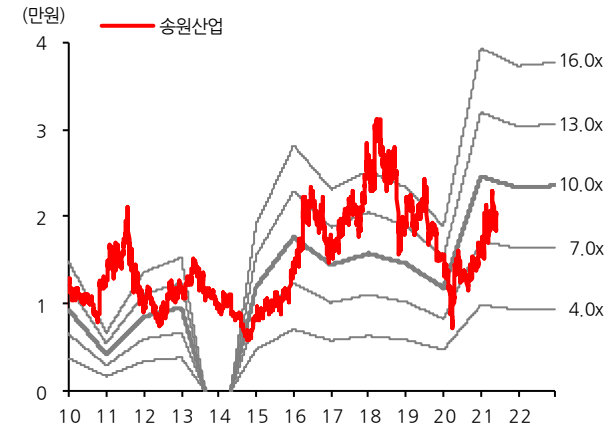
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 송원산업 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 송원산업 12M 선행 PER 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	814	808	920	919	933
매출총이익	166	164	271	214	224
영업이익	59	68	98	95	95
EBITDA	96	103	133	132	134
순이자손익	-9	-6	-6	-5	-5
외화관련손익	-2	-4	1	0	0
지분법손익	1	1	1	1	1
세전계속사업손익	48	51	82	79	79
당기순이익	35	28	61	59	59
지배주주순이익	35	27	59	56	57
증가율(%)					
매출액	3.2	-0.8	13.9	-0.1	1.5
영업이익	9.2	14.7	43.4	-2.9	0.4
EBITDA	9.5	6.5	29.9	-1.1	1.4
순이익	-7.4	-19.0	114.0	-3.0	1.0
이익률(%)					
매출총이익률	20.4	20.3	29.4	23.3	24.0
영업이익률	7.3	8.4	10.6	10.3	10.2
EBITDA 이익률	11.8	12.7	14.5	14.4	14.3
세전이익률	5.9	6.3	8.9	8.5	8.5
순이익률	4.3	3.5	6.6	6.4	6.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	78	76	76	96	93
당기순이익	35	28	61	59	59
자산상각비	37	35	36	37	39
운전자본증감	-9	8	-20	1	-3
매출채권 감소(증가)	-10	-12	-13	0	-3
재고자산 감소(증가)	7	4	-12	0	-4
매입채무 증가(감소)	-3	22	7	0	2
투자현금흐름	-24	-27	-27	-26	-27
유형자산처분(취득)	-30	-21	-22	-23	-24
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
재무현금흐름	-55	-39	-9	-23	-23
차입금의 증가(감소)	-43	-30	-4	-20	-20
자본의 증가(감소)	-4	-4	-3	-3	-3
배당금의 지급	-4	-4	-3	-3	-3
총현금흐름	93	101	100	95	97
(-)운전자본증감(감소)	1	-10	20	-1	3
(-)설비투자	30	21	22	23	24
(+)자산매각	0	-1	-1	-1	-1
Free Cash Flow	61	89	57	71	68
(-)기타투자	3	7	3	1	1
잉여현금	58	82	54	71	67
NOPLAT	43	38	72	71	71
(+) Dep	37	35	36	37	39
(-)운전자본투자	1	-10	20	-1	3
(-)Capex	30	21	22	23	24
OpFCF	49	62	66	86	82

주1: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	399	412	488	536	587
현금성자산	64	76	118	166	210
매출채권	129	138	150	150	153
재고자산	197	192	205	204	208
비유동자산	496	479	469	459	447
투자자산	41	45	47	49	51
유형자산	439	426	414	400	387
무형자산	15	8	8	9	10
자산총계	894	891	957	995	1,035
유동부채	293	293	309	291	274
매입채무	76	92	103	103	104
유동성이자부채	174	162	164	144	124
비유동부채	166	135	133	135	138
비유동이자부채	91	77	72	72	72
부채총계	460	428	441	426	412
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	22	22	20	20	20
이익잉여금	400	433	489	542	596
자본조정	-3	-9	-9	-9	-9
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	435	463	516	569	623

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,448	1,144	2,457	2,331	2,354
BPS	17,944	19,113	21,381	23,592	25,826
DPS	150	120	120	120	120
CFPS	3,872	4,199	4,169	3,940	4,028
ROA(%)	3.9	3.1	6.4	5.7	5.6
ROE(%)	8.2	6.2	12.1	10.4	9.5
ROIC(%)	6.9	6.0	11.6	11.5	11.8
Multiples(x, %)					
PER	10.7	13.9	8.1	8.5	8.5
PBR	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	4.0	3.8	4.8	5.1	4.9
EV/EBITDA	6.0	5.3	4.5	4.0	3.5
배당수익률	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	105.8	92.3	85.5	74.8	66.1
Net debt/Equity	46.3	35.1	22.7	8.7	-2.3
Net debt/EBITDA	208.8	158.2	88.0	37.7	-10.6
유동비율	135.9	140.6	158.0	184.5	214.1
이자보상배율(배)	6.4	10.2	16.8	17.5	19.3
자산구조(%)					
투하자본	85.6	83.6	79.1	74.0	69.7
현금+투자자산	14.4	16.4	20.9	26.0	30.3
자본구조(%)					
차입금	37.9	34.0	31.3	27.5	23.9
자기자본	62.1	66.0	68.7	72.5	76.1

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 06월 07일)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[송원산업 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2021.06.07				
투자의견	투자등급변경	Buy				
목표가격		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 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%