



하나금융그룹

2019년 1월 8일 | Equity Research

송원산업 (004430)

벤젠의 구조적 약세까지 더해진다면?

타이트한 산화방지제 수급으로 점진적인 판가 상승 시현 중

2~3%의 글로벌 PE의 수요 증가 및 미국 중심의 신규 플랜트 가동으로 글로벌 산화방지제 시장의 수급은 타이트한 국면이 지속되고 있는 것으로 판단된다. 송원산업은 2017년 말과 2018년 하반기 두 번에 걸친 판가인상 발표 이후 계약갱신을 통해 분기별로 약 1~3% 가량의 점진적인 판가 상향을 이루어왔다. 타이트한 수급을 고려하면 1Q19에도 소폭의 판가 상향이 이루어질 가능성이 높고, 현재 12만톤/년의 산화방지제 가동률이 약 80~90% 수준이라는 점을 감안하면 가동률 상향을 통한 추가적인 물량 공급도 가능한 상황이다.

벤젠의 구조적 약세는 원재료인 페놀의 하향안정화를 견인

과거 12년 간의 영업이익 추이는 페놀 가격과 음의 상관관계를 보였다. 이는 산화방지제의 판가가 기본적으로 변동성이 적고 판가 조정에 일정 수준의 Time Lag이 존재하기 때문이다. 2018년, 판가 상승에도 불구하고 실적이 부진했던 것은 원재료인 페놀가격 급등분을 판가에 즉각 반영하지 못한 영향이었다. 하지만, 2019년부터는 벤젠의 구조적인 약세가 페놀의 하향 안정화를 견인하며 구조적으로 원가부담이 경감되는 국면에 진입할 전망이다. 벤젠의 구조적 약세를 예상하는 것은 휘발유 공급과잉 지속에 따라 정유사의 BTX 생산이 늘어날 가능성이 높기 때문이다.

2019년 사상 최대 이익을 기록하며 텐어라운드 본격화

BUY, TP 2.9만원으로 커버리지를 재개한다. 2019년은 판가 상승에 원가 안정화까지 더해지면서 뚜렷한 실적 개선세를 시현할 전망이다. 또한 윤활유 첨가제용 산화방지제의 이익기여도 상승도 기대된다. 가동률 상승이 나타나고 있기 때문이다. 2019년 판매량은 3.5만톤으로 2018년 약 2.6만톤 (1H18 1만톤+2H18 1.6만톤) 대비 증가할 것으로 예상되며, 이를 연간 환산하면 약 1,100~1,200억원의 매출 기여가 가능할 것이다. 이익률은 2H18 한 자릿수 중반 수준에서 2019년 물량 증대로 추가적인 상승이 가능할 전망이다. 2019년 영업이익은 948억원(YoY +72%)으로 사상 최대치를 기록할 전망이다. TP는 2019~20년 평균 BPS에 Target PBR 1.4배를 적용했다. ROE 15% 감안 시 적정수준이다.

Initiation

BUY(신규)

| TP(12M): 29,000원 | CP(1월 7일): 20,750원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,037.10		
52주 최고/최저(원)	31,150/15,650	798.8	947.6
시가총액(십억원)	498.0	59.8	94.7
시가총액비중(%)	0.04	42.6	67.9
발행주식수(천주)	24,000.0		
60일 평균 거래량(천주)	193.1		
60일 평균 거래대금(십억원)	3.5		
18년 배당금(예상,원)	140		
18년 배당수익률(예상,%)	0.73		
외국인지분율(%)	21.14		
주요주주 지분율(%)			
송원물산 외 7 인	35.56		
Red Tulip Investments	9.18		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	10.4 (24.3) (17.8)		
상대	12.5 (15.5) 0.8		

Stock Price	
(천원)	송원산업(작) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	694.3	724.9	789.4	884.6	947.5
영업이익	십억원	76.4	54.5	55.3	94.8	107.3
세전이익	십억원	63.6	44.2	46.5	86.2	99.2
순이익	십억원	43.2	35.4	37.3	66.4	76.5
EPS	원	1,802	1,475	1,552	2,768	3,186
증감률	%	45.2	(18.1)	5.2	78.4	15.1
PER	배	9.49	18.31	12.27	7.50	6.51
PBR	배	1.15	1.70	1.10	1.04	0.90
EV/EBITDA	배	5.77	10.18	8.11	5.64	4.77
ROE	%	12.89	9.60	9.36	14.89	14.86
BPS	원	14,851	15,869	17,281	19,910	22,955
DPS	원	140	140	140	140	140



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정연
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com



영업이익과 폐놀 가격은
음의 상관관계를 보임

그림 1. 송원산업의 영업이익과 폐놀가격 추이 비교

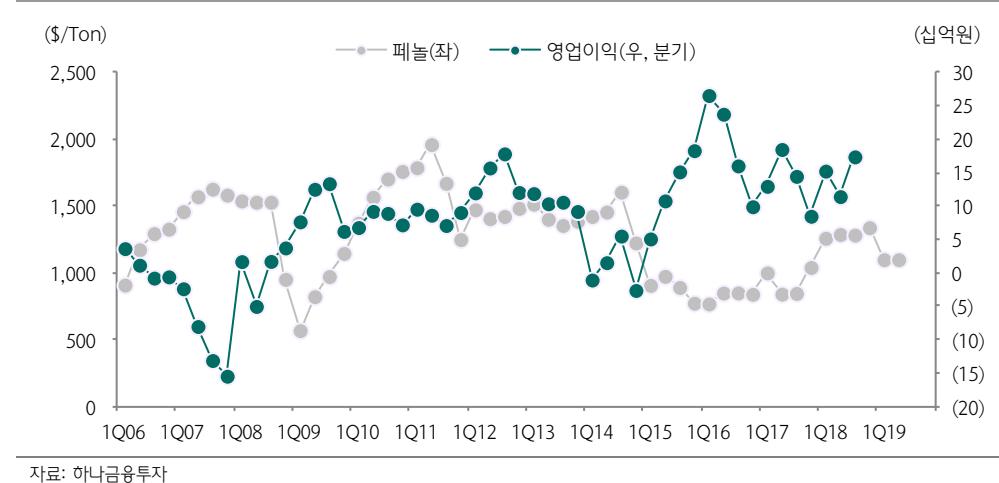
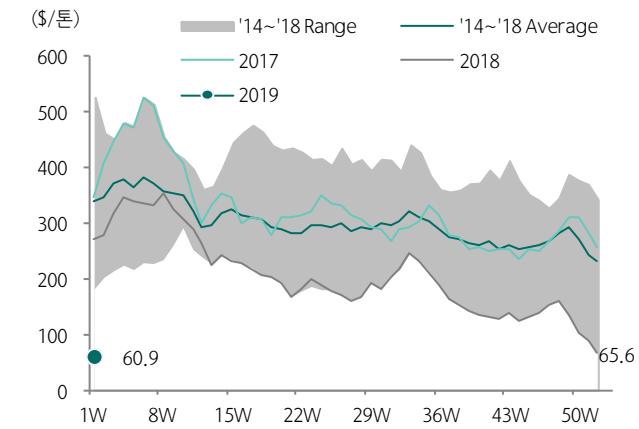


그림 2. 벤젠과 폐놀가격 추이



그림 3. 벤젠 마진 5년 래 최저수준까지 하락할 정도로 약세



2019년부터 사상 최대
실적을 기록하며
본격 텐어라운드 기대

그림 4. 송원산업의 연간 영업이익 추이

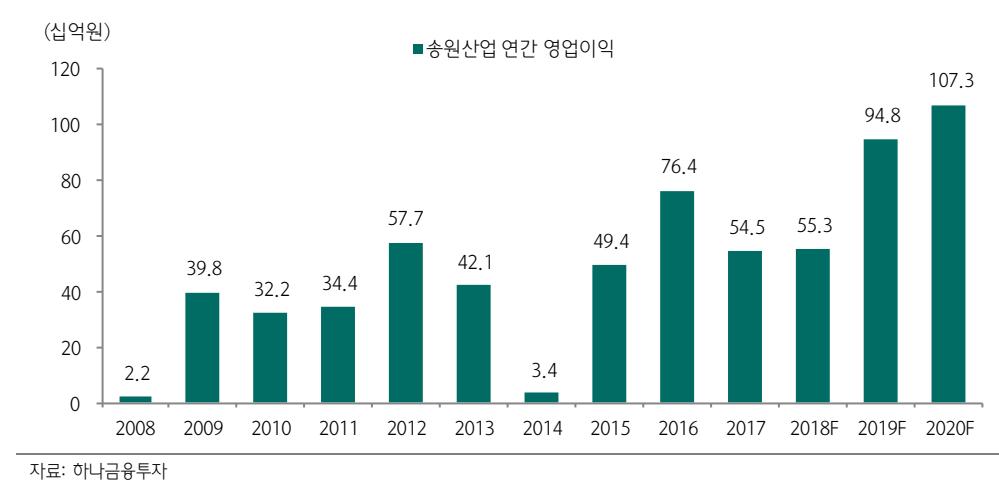
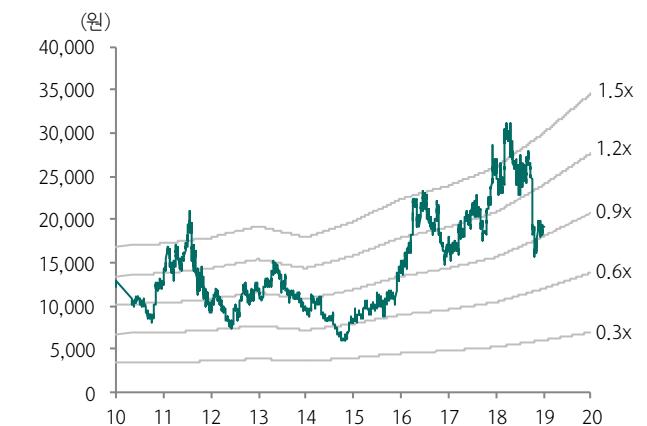
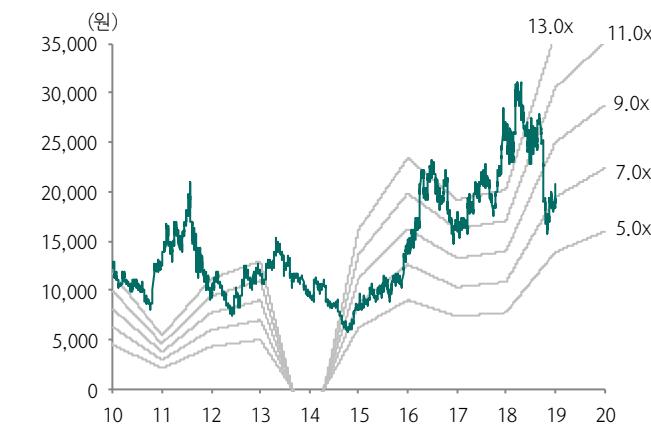


그림 1. 송원산업 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 송원산업 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 2. 송원산업 분기별 실적 추정

	FY2018				FY2019				2016	2017	2018F	2019F	
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F					
매출액	190.5	197.8	204.4	196.7	216.3	219.7	221.1	227.5	694.3	724.9	789.4	884.6	
QoQ(%)	4.5%	3.9%	3.3%	-3.8%	10.0%	1.6%	0.6%	2.9%					
YoY(%)	8.9%	5.9%	13.0%	7.9%	13.6%	11.1%	8.2%	15.7%	6.1%	4.4%	8.9%	12.1%	
영업이익	15.3	11.4	17.4	11.1	20.1	24.2	25.3	25.1	76.4	54.5	55.3	94.8	
영업이익률(%)	8.0%	5.8%	8.5%	5.7%	9.3%	11.0%	11.5%	11.1%	11.0%	7.5%	7.0%	10.7%	
QoQ(%)	79.6%	-25.0%	52.0%	-35.9%	80.2%	20.4%	4.7%	-0.7%					
YoY(%)	17.6%	-38.1%	20.2%	31.2%	31.7%	111.4%	45.6%	125.5%	54.6%	-28.7%	1.5%	71.5%	
당기순이익	11.5	8.2	13.1	3.9	13.7	16.9	17.6	17.3	42.2	34.7	36.7	65.5	
QoQ(%)	147.0%	-29.1%	60.3%	-70.4%	252.1%	23.6%	4.1%	-1.8%					
YoY(%)	39.3%	-33.4%	38.4%	-16.8%	18.6%	106.8%	34.2%	345.1%	47.5%	-17.8%	5.8%	78.4%	
지배순이익	11.7	8.8	13.0	3.8	13.9	17.2	17.9	17.5	43.2	35.4	37.3	66.4	

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	694.3	724.9	789.4	884.6	947.5
매출원가	516.3	569.8	625.7	659.6	687.8
매출총이익	178.0	155.1	163.7	225.0	259.7
판관비	101.7	100.6	108.5	130.3	152.4
영업이익	76.4	54.5	55.3	94.8	107.3
금융순익	(14.3)	(11.5)	(8.8)	(8.6)	(8.1)
종속/관계기업손익	0.7	1.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	63.6	44.2	46.5	86.2	99.2
법인세	21.4	9.5	9.8	20.7	23.8
계속사업이익	42.2	34.7	36.7	65.5	75.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	42.2	34.7	36.7	65.5	75.4
비지배주주지분순이익	(1.0)	(0.7)	(0.5)	(1.0)	(1.1)
지배주주순이익	43.2	35.4	37.3	66.4	76.5
지배주주지분포괄이익	44.0	27.8	37.4	66.7	76.7
NOPAT	50.7	42.8	43.7	72.0	81.5
EBITDA	111.4	86.8	84.9	125.8	140.6
성장성(%)					
매출액증가율	6.1	4.4	8.9	12.1	7.1
NOPAT증가율	60.4	(15.6)	2.1	64.8	13.2
EBITDA증가율	32.8	(22.1)	(2.2)	48.2	11.8
영업이익증가율	54.7	(28.7)	1.5	71.4	13.2
(지배주주)순익증가율	45.0	(18.1)	5.4	78.0	15.2
EPS증가율	45.2	(18.1)	5.2	78.4	15.1
수익성(%)					
매출총이익률	25.6	21.4	20.7	25.4	27.4
EBITDA이익률	16.0	12.0	10.8	14.2	14.8
영업이익률	11.0	7.5	7.0	10.7	11.3
계속사업이익률	6.1	4.8	4.6	7.4	8.0

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,802	1,475	1,552	2,768	3,186
BPS	14,851	15,869	17,281	19,910	22,955
CFPS	4,420	3,816	3,536	5,241	5,859
EBITDAPS	4,640	3,615	3,536	5,241	5,859
SPS	28,930	30,202	32,891	36,859	39,479
DPS	140	140	140	140	140
주가지표(배)					
PER	9.5	18.3	12.3	7.5	6.5
PBR	1.2	1.7	1.1	1.0	0.9
PCFR	3.9	7.1	5.4	4.0	3.5
EV/EBITDA	5.8	10.2	8.1	5.6	4.8
PSR	0.6	0.9	0.6	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	12.9	9.6	9.4	14.9	14.9
ROA	5.2	4.2	4.2	6.9	7.3
ROIC	7.8	6.6	6.5	10.1	10.8
부채비율	134.2	128.8	122.1	110.8	98.9
순부채비율	66.3	62.8	56.9	45.4	32.8
이자보상배율(배)	6.8	5.5	5.5	9.4	10.6

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	348.1	377.5	420.3	478.9	538.9
금융자산	66.5	76.0	79.4	98.5	135.0
현금성자산	49.3	55.4	57.0	73.4	108.2
매출채권 등	121.7	130.9	142.5	159.7	171.1
재고자산	155.7	166.6	194.0	215.8	227.7
기타유동자산	4.2	4.0	4.4	4.9	5.1
비유동자산	481.4	487.6	493.5	519.7	546.6
투자자산	15.2	18.2	19.8	22.2	23.8
금융자산	8.7	11.2	12.2	13.6	14.6
유형자산	431.5	441.7	449.3	475.3	502.3
무형자산	27.3	21.6	18.4	16.0	14.4
기타비유동자산	7.4	6.1	6.0	6.2	6.1
자산총계	829.5	865.1	913.8	998.5	1,085.4
유동부채	300.6	324.6	334.7	349.6	359.4
금융부채	189.0	210.0	210.1	210.3	210.4
매입채무 등	100.2	110.0	119.8	134.3	143.8
기타유동부채	11.4	4.6	4.8	5.0	5.2
비유동부채	174.7	162.4	167.6	175.3	180.5
금융부채	112.3	103.4	103.4	103.4	103.4
기타비유동부채	62.4	59.0	64.2	71.9	77.1
부채총계	475.3	487.0	502.3	524.9	539.8
지배주주지분	356.4	380.8	414.8	477.8	550.9
자본금	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
자본잉여금	24.4	24.4	24.4	24.4	24.4
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	2.6	(4.8)	(4.8)	(4.8)	(4.8)
이익잉여금	317.5	349.3	383.2	446.3	519.4
비지배주주지분	(2.2)	(2.7)	(3.3)	(4.2)	(5.3)
자본총계	354.2	378.1	411.5	473.6	545.6
순금융부채	234.9	237.4	234.2	215.2	178.8

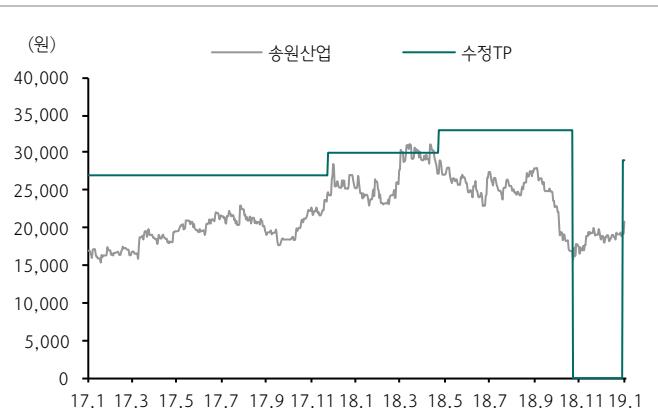
현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	100.8	55.1	52.3	89.6	110.1
당기순이익	42.2	34.7	36.7	65.5	75.4
조정	34.8	45.2	39.8	41.1	43.4
감가상각비	35.0	32.3	29.6	31.0	33.3
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.7)	(1.2)	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	14.1	10.2	10.1	10.1
영업활동자산부채변동	23.8	(24.8)	(24.2)	(17.0)	(8.7)
투자활동 현금흐름	(36.0)	(49.7)	(37.3)	(59.9)	(62.0)
투자자산감소(증가)	(6.3)	(1.7)	(1.6)	(2.4)	(1.6)
유형자산감소(증가)	(23.1)	(43.4)	(33.9)	(54.8)	(58.7)
기타	(6.6)	(4.6)	(1.8)	(2.7)	(1.7)
재무활동 현금흐름	(84.7)	4.7	(13.3)	(13.3)	(13.4)
금융부채증가(감소)	(61.2)	12.0	0.1	0.2	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(21.8)	(3.9)	(10.0)	(10.1)	(10.1)
배당지급	(1.7)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
현금의 증감	(19.1)	6.1	1.6	16.5	34.7
Unlevered CFO	106.1	91.6	84.9	125.8	140.6
Free Cash Flow	77.5	11.6	18.4	34.8	51.4



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

송원산업



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.1.8	BUY	29,000		
18.10.30	커버리지 제외	-		
18.4.30	BUY	33,000	-30.11%	-12.27%
17.11.30	BUY	30,000	-10.66%	3.83%
17.3.17	BUY	27,000	-24.95%	-9.26%
16.2.1	BUY	20,000	-6.32%	16.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.6%	4.6%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2019년 1월 7일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 01월 08일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.