



하나금융그룹

2019년 1월 30일 | Equity Research

# 송원산업 (004430)

## 매암공장 탐방기: 감춰둔 또 하나의 원가 절감 포인트

### 페놀 뿐 아니라 IBL까지 원가절감 효과 발생

산화방지제의 중간원재료는 알킬페놀이다. 알킬페놀은 페놀과 IBL(이소부틸렌)을 반응해 만들어지며, 알킬페놀 생산을 위한 구성비는 대략 페놀 70%, IBL 30%이다. 페놀은 벤젠을 원재료로 만들어지는데, 휘발유의 과잉공급에 따라 벤젠 및 페놀 가격의 하향안정화가 구조적으로 지속될 수 있음은 이미 이전 보고서를 통해 언급한 바 있다. 이번 공장 탐방을 통해 추가적으로 발견한 포인트는 IBL 또한 원가절감 효과가 발생할 수 있다는 점이다. 송원산업은 2009년 중반 190억원을 투자해 IBL 3만톤 공장을 완공한데 이어, 2010년 중반에는 공정개선을 통해 4만톤 체제를 갖추었다. 하지만, 2018년까지 IBL 필요량의 55~60% 가량을 국내 NCC업체를 통해 조달하고, 나머지 35~40%는 자체 공장 가동을 통해 내부조달했다. 즉, 이전까지 IBL 공장의 가동률은 40% 내외에 불과했던 것으로 추정된다. 하지만, 2019년부터는 IBL의 원재료인 TBA의 국내 수급이 원활해지면서 TBA를 외부 조달해 IBL의 자체 조달 비중을 늘려 나갈 전망이다. 이로 인해, 2019년 IBL의 자체 가동률은 80% 내외 수준까지 상승 가능할 전망이다. 특히, TBA는 납사 가격에 연동되기 때문에 최근 나타나고 있는 휘발유 공급과잉에 따른 납사 하향안정화 효과를 톡톡히 누릴 수 있을 전망이다. IBL 플랜트의 가동률 상향과 TBA의 가격 안정화는 결국 IBL공장의 단위 당 원가절감과 전사적인 원가절감으로 이어질 것으로 판단한다.

### 판가 인상은 지속되고 있다

2017년 말, 2018년 중반 산화방지제 판가 인상 발표 이후 계약갱신을 통해 판가는 매 분기 2~4% 수준으로 꾸준히 상승하고 있다. 1Q19에도 판가 유지 혹은 1~2% 상향 가능성이 높아 보인다.

### 4Q18을 바탕으로 실적은 뚜렷한 개선 전망

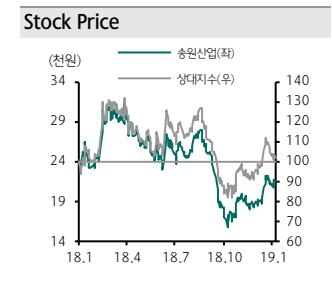
4Q18 영업이익은 높은 원료 투입과 연말 고객사의 재고조정에 따른 가동률 일시 조정 등 영향으로 전분기 대비 부진할 전망이다. 다만, 1Q19부터는 낮은 원료 투입에 따른 마진 확대가 가능할 전망이며, 가동률 또한 4Q18을 바탕으로 현재 90% 이상으로 상향되어 뚜렷한 실적 개선이 가능할 것으로 판단한다.

### Update

## BUY

| TP(12M): 29,000원 | CP(1월 29일): 21,400원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,183.36		
52주 최고/최저(원)	31,150/15,650	791.9	917.2
시가총액(십억원)	513.6	58.4	95.1
시가총액비중(%)	0.04	41.1	67.7
발행주식수(천주)	24,000.0	EPS(원)	1,736 2,836
60일 평균 거래량(천주)	171.0	BPS(원)	17,410 20,100
60일 평균 거래대금(십억원)	3.3		
18년 배당금(예상,원)	140		
18년 배당수익률(예상, %)	0.73		
외국인지분율(%)	21.65		
주요주주 지분율(%)			
송원물산 외 7 인	35.56		
Red Tulip Investments	9.18		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	12.3 (15.4) (13.7)		
상대	5.0 (11.1) 2.7		



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	7.73	6.72
PBR	배	1.15	1.70	1.10	1.07	0.93
EV/EBITDA	배	5.77	10.18	8.11	5.76	4.89
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

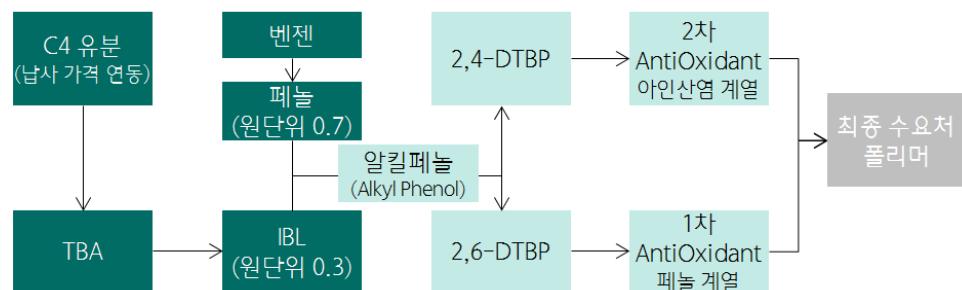
02-3771-7617

jeonghyeon.kim@hanafn.com

하나금융투자

그림 1. 산화방지제 제조 생산 공정도

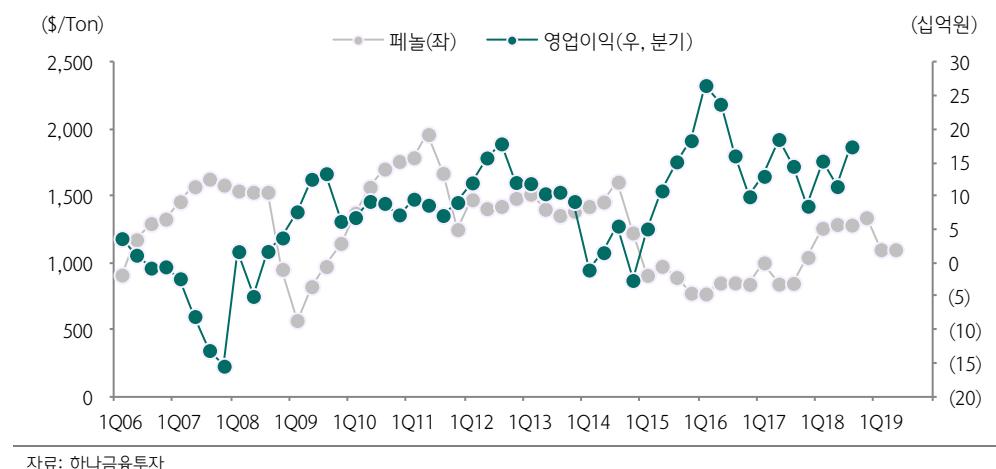
산화방지제의 원재료는 페놀과 TBA.  
이는 유가와 연동



자료: 송원산업, 하나금융투자

그림 2 송원산업의 영업이익과 페놀가격 추이 비교

영업이익과 페놀 가격은  
음의 상관관계를 보임



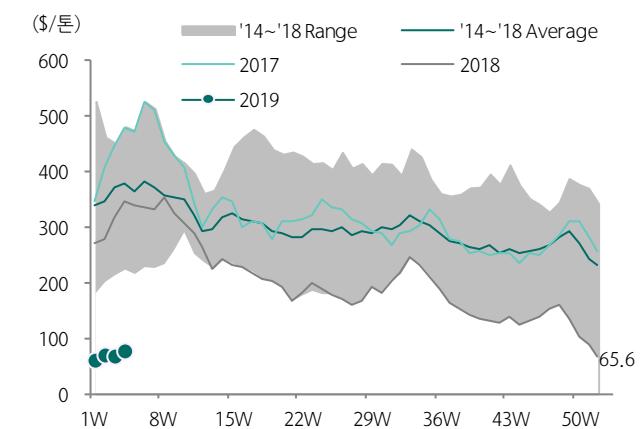
자료: 하나금융투자

그림 3 벤젠과 페놀가격 추이



자료: Cischem, 하나금융투자

그림 4 벤젠 마진 5년 래 최저수준까지 하락할 정도로 약세



자료: Platts, 하나금융투자

2019년부터 사상 최대  
실적을 기록하며  
본격 텐어라운드 기대

그림 5 송원산업의 연간 영업이익 추이

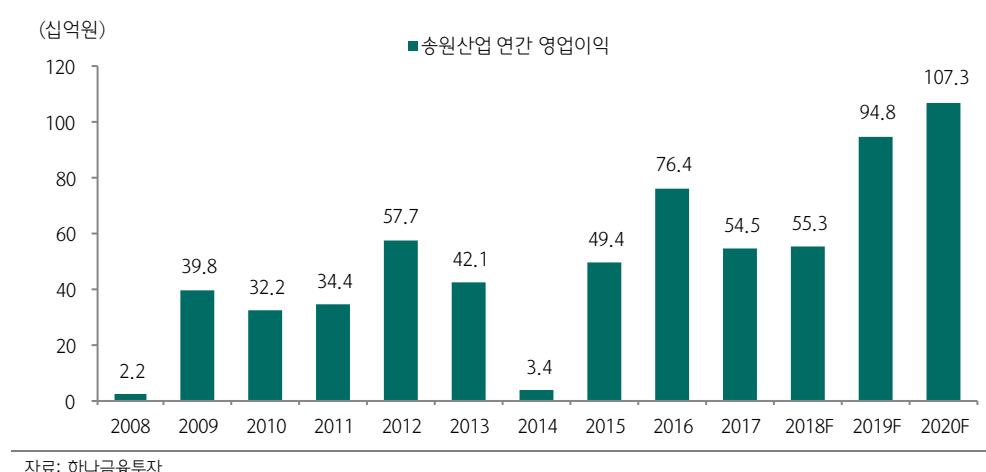


그림 1. 송원산업 12M Fwd PBR 밴드차트

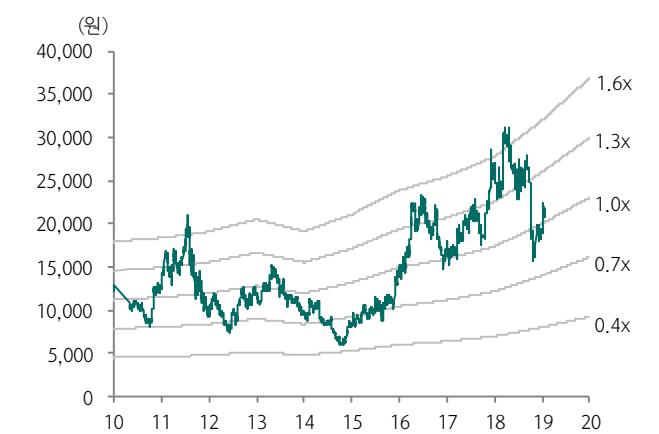


그림 2. 송원산업 12M Fwd PER 밴드차트

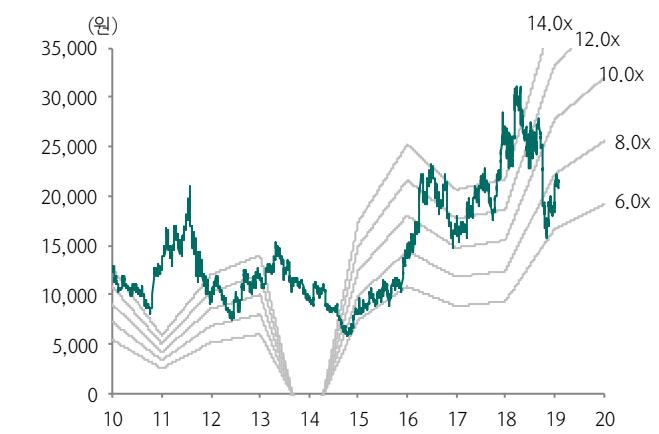


표 2. 송원산업 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	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
<b>매출액</b>	<b>694.3</b>	<b>724.9</b>	<b>789.4</b>	<b>884.6</b>	<b>947.5</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>76.4</b>	<b>54.5</b>	<b>55.3</b>	<b>94.8</b>	<b>107.3</b>
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
<b>세전이익</b>	<b>63.6</b>	<b>44.2</b>	<b>46.5</b>	<b>86.2</b>	<b>99.2</b>
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
<b>당기순이익</b>	<b>42.2</b>	<b>34.7</b>	<b>36.7</b>	<b>65.5</b>	<b>75.4</b>
비지배주주지분순이익	(1.0)	(0.7)	(0.5)	(1.0)	(1.1)
<b>지배주주순이익</b>	<b>43.2</b>	<b>35.4</b>	<b>37.3</b>	<b>66.4</b>	<b>76.5</b>
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
<b>성장성(%)</b>					
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
<b>수익성(%)</b>					
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
<b>주당지표(원)</b>					
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
<b>주가지표(배)</b>					
PER	9.5	18.3	12.3	7.7	6.7
PBR	1.2	1.7	1.1	1.1	0.9
PCFR	3.9	7.1	5.4	4.1	3.7
EV/EBITDA	5.8	10.2	8.1	5.8	4.9
PSR	0.6	0.9	0.6	0.6	0.5
<b>재무비율(%)</b>					
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

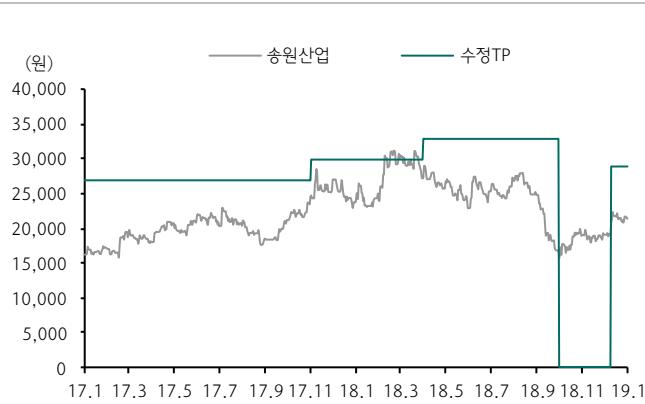
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>348.1</b>	<b>377.5</b>	<b>420.3</b>	<b>478.9</b>	<b>538.9</b>
금융자산	66.5	76.0	79.4	98.5	135.0
현금성자산	49.3	55.4	57.0	73.4	108.2
매출채권 등	121.7	130.9	142.5	159.7	171.1
재고자산	155.7	166.6	194.0	215.8	227.7
기타유동자산	4.2	4.0	4.4	4.9	5.1
<b>비유동자산</b>	<b>481.4</b>	<b>487.6</b>	<b>493.5</b>	<b>519.7</b>	<b>546.6</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>829.5</b>	<b>865.1</b>	<b>913.8</b>	<b>998.5</b>	<b>1,085.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>300.6</b>	<b>324.6</b>	<b>334.7</b>	<b>349.6</b>	<b>359.4</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>174.7</b>	<b>162.4</b>	<b>167.6</b>	<b>175.3</b>	<b>180.5</b>
금융부채	112.3	103.4	103.4	103.4	103.4
기타비유동부채	62.4	59.0	64.2	71.9	77.1
<b>부채총계</b>	<b>475.3</b>	<b>487.0</b>	<b>502.3</b>	<b>524.9</b>	<b>539.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>356.4</b>	<b>380.8</b>	<b>414.8</b>	<b>477.8</b>	<b>550.9</b>
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
<b>비지배주주지분</b>	<b>(2.2)</b>	<b>(2.7)</b>	<b>(3.3)</b>	<b>(4.2)</b>	<b>(5.3)</b>
<b>자본총계</b>	<b>354.2</b>	<b>378.1</b>	<b>411.5</b>	<b>473.6</b>	<b>545.6</b>
순금융부채	234.9	237.4	234.2	215.2	178.8

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>100.8</b>	<b>55.1</b>	<b>52.3</b>	<b>89.6</b>	<b>110.1</b>
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)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(36.0)</b>	<b>(49.7)</b>	<b>(37.3)</b>	<b>(59.9)</b>	<b>(62.0)</b>
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)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(84.7)</b>	<b>4.7</b>	<b>(13.3)</b>	<b>(13.3)</b>	<b>(13.4)</b>
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)
<b>현금의 증감</b>	<b>(19.1)</b>	<b>6.1</b>	<b>1.6</b>	<b>16.5</b>	<b>34.7</b>
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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 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	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2019년 1월 29일

## 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 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 01월 30일 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.