

## 금호석유 (011780)

### 미운오리새끼, 백조가 되어 날아오르다

정유화학

Analyst 정경희 02) 3787-5150  
khchung@kiwoom.com  
RA 민경혁 02) 3787-5158  
21keynes@kiwoom.com

영업 및 영업외 가치 모두 변하고 있다. 합성고무(C4) 장기호황과 설비증설로 Global No.1 경쟁력은 확장 국면이다. 영업외부문에서는 아킬레스건이던 금호그룹과의 연결 고리 해소, 차입금 감축, 자산매각에 따른 재무건전성이 확증되고 있다. 화학 Top pick 유지하며, 목표주가 330,000원으로 상향한다.

**BUY (Maintain)**

주가(5/16) 224,500원  
목표주가 330,000원

#### ■ 영업가치 성장의 세 가지 요인 모두 충족

중동 증설 영향에서 비껴난 C4(합성고무) 및 C3와 관련된 페놀제품(금호피엔비)로 분사 및 자회사 주요제품 구성, 장기 호황이 예상됨. 합성고무는 타이어 수요 증가 및 신규 CAPA 감소로 타이트한 업황이 2015년까지 지속될 것으로 전망. 또한 생산 설비 확장(Q) 및 원재료인 BD 자급률 개선(C)으로 마진, 생산량, 비용 세 조건에서 모두 장기 성장성이 담보되는 상황.

#### ■ 영업외 가치, 아킬레스건 탈피

그룹 계열 분리 및 지분법손익 변화, 차입금 감축에 따라 영업외 부문 수익성 개선진행. 연말까지 채권단과의 경영정상화약정 졸업요건 중 부채비율 감축에 따른 순차입금 감소 및 이자비용 매각대상 자산은 약 4,200억원으로(5/16일 중가 기준) 주주가치 개선에 활용될 것으로 예상, 이는 동사에 대한 Discount가 Premium으로 변화될 것으로 판단하는 근거.

#### ■ 백조로 비상

가파른 주가 상승에 대한 부담이 높은 상황. 그러나 장기 성장성을 할인 매수할 수 있는 기회로 판단. Top Pick 및 'BUY(매수)' 유지하며 목표주가 330,000원으로 매수를 권고함.

#### Stock Data

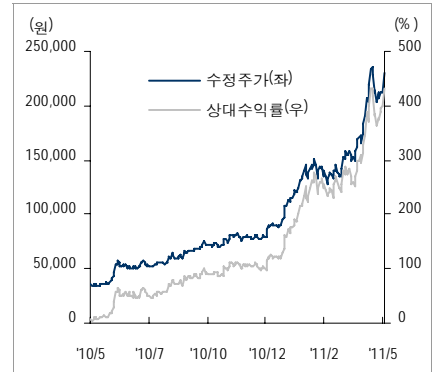
|               |            |         |
|---------------|------------|---------|
| KOSPI (5/16)  | 2,104.18pt |         |
| 시가총액          | 58,559억원   |         |
| 52주 주가동향      | 최고가        | 최저가     |
|               | 235,000원   | 33,750원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -4.5%      | 565.2%  |
| 수익률           | 절대         | 상대      |
|               | 1M         | 17.5%   |
|               | 6M         | 196.2%  |
|               | 1Y         | 509.2%  |
|               | 390.9%     |         |

#### Company Data

|             |               |
|-------------|---------------|
| 발행주식수       | 28,448천주      |
| 일평균 거래량(3M) | 369천주         |
| 외국인 지분율     | 8.7%          |
| 배당수익률(11.E) | 0.4%          |
| BPS(11.E)   | 58,376원       |
| 주요 주주       | 박철완 외 8 39.7% |

| 투자지표         | 2009    | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원)      | 28,017  | 38,863 | 54,341 | 59,105 | 63,763 |
| 증감율(%YoY)    | -12.0   | 38.7   | 39.8   | 8.8    | 7.9    |
| 영업이익(억원)     | 1,162   | 3,596  | 9,365  | 10,129 | 10,989 |
| 증감율(%YoY)    | -58.7   | 209.5  | 160.4  | 8.2    | 8.5    |
| EBITDA(억원)   | 2,180   | 4,683  | 10,520 | 11,413 | 12,221 |
| 경상이익(억원)     | -8,419  | 5,951  | 10,598 | 12,133 | 13,842 |
| 순이익(억원)      | -6,148  | 4,714  | 8,034  | 9,197  | 10,492 |
| EPS(원)       | -21,613 | 16,571 | 28,239 | 32,328 | 36,882 |
| 증감율(%YoY)    | 적지      | 흑전     | 70.4   | 14.5   | 14.1   |
| PER(배)       | -1.3    | 3.0    | 7.9    | 6.9    | 6.1    |
| PBR(배)       | 1.4     | 1.6    | 3.8    | 2.5    | 1.8    |
| EV/EBITDA(배) | 13.1    | 7.0    | 7.0    | 5.7    | 4.7    |
| 영업이익률(%)     | 4.1     | 9.3    | 17.2   | 17.1   | 17.2   |
| ROE(%)       | -52.9   | 88.1   | 91.3   | 55.4   | 41.0   |
| 순부채비율(%)     | 399.0   | 220.7  | 91.2   | 26.0   | -3.9   |

#### Price Trend



- 당사는 5월 16일 현재 '금호석유' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

# Contents

---

|                  |          |
|------------------|----------|
| <b>I. 요약</b>     | <b>3</b> |
| 쌍방향 성장성을 확인된 가격에 | 3        |

---

|                                   |          |
|-----------------------------------|----------|
| <b>II. 영업가치 성장, P*Q-C에서 동시 진행</b> | <b>6</b> |
| 1. 주요 제품군, 장기호황 진입                | 6        |
| 2. Q(Capa) 성장                     | 11       |
| 3. C(Cost) 감소                     | 13       |

---

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| <b>III. 영업외가치, 아킬레스건 탈피</b> | <b>15</b> |
| 1. 그룹과의 고리 해소               | 15        |
| 2. 차입금 감소는 예정된 수준           | 16        |

---

|                          |           |
|--------------------------|-----------|
| <b>IV. 백조, 날아 오른다</b>    | <b>17</b> |
| 영업과 영업외에서 Discount 감소 견인 | 17        |

## I. 요약

### 쌍방향 성장성을 할인된 가격에

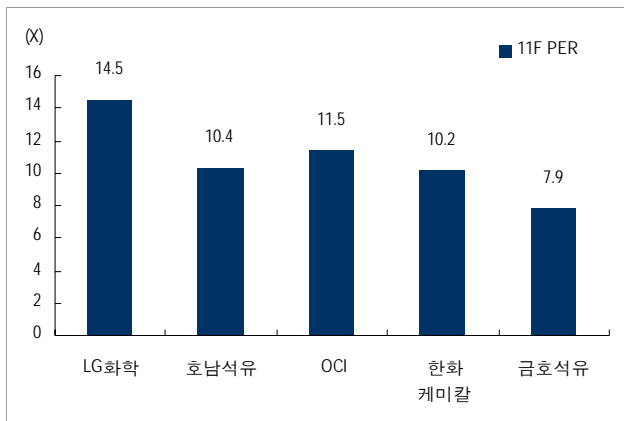
#### 영업 및 영업외 양방향 가치 개선 진행

금호그룹 이슈로 우발채무 발생가능성에 대한 우려로 할인거래되던 동사는 영업 및 영업외부문 모두 할인 평가에서 벗어나고 있다.

영업가치는 장기 호황이 예상되는 C3 및 C4 제품군으로 본사와 자회사 주력제품이 구성되어 있어 중장기 마진 안정성이 예상되고, 영업외 가치에서는 계열분리, 차입금 감축 등을 통한 기존 할인 요인이 해소되고 있기 때문이다. 현재 시가총액 5조 이상 대형 화학주중 가장 저평가된 종목중 하나이지만, Global No.1 합성고무 회사로써 재무구조 개선에 따른 Premium까지 기대할 수 있는 상황이다.

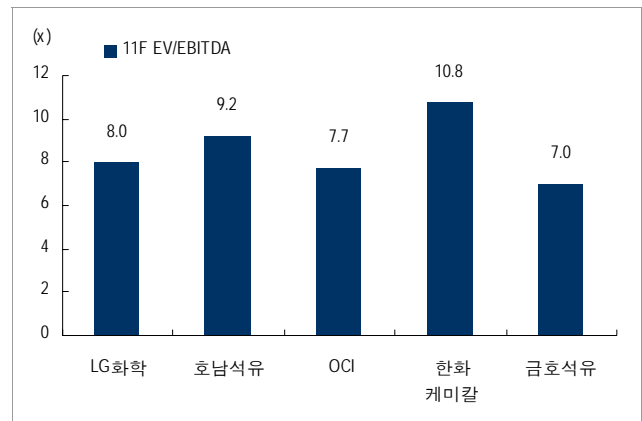
우리는 동사에 대한 'Buy(매수)' 및 Top Pick 의견유지하며, 추정치 변경으로 목표주가를 330,000 원으로 소폭 상향한다. 목표주가 산출의 근거는 12개월 EPS Forward 기준, 11.5배를 적용한 것으로 3분기 이후 산출시점 변경에 따라 목표주가는 재상향될 수 있다. 향후 3년에 걸친 본사와 자회사 CAPA 확장, 원재료 자급증가에 따른 중장기 수익 성장성 및 예상보다 빠르게 진행되고 있는 재무구조 개선은 동사 변화의 핵심이다.

시총 5조 이상 화학주 PER 비교(2011년 추정치 기준)



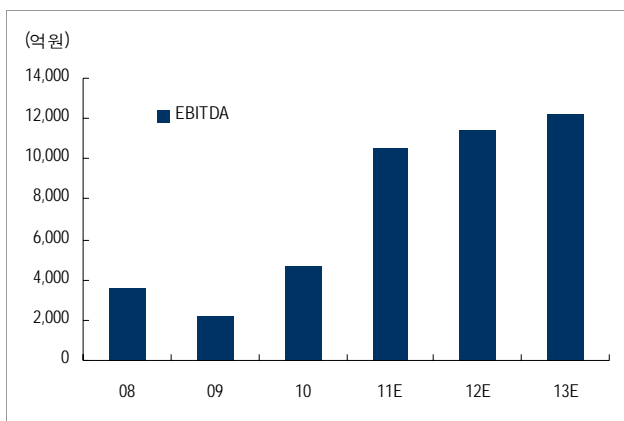
자료: FnGuide, 키움증권  
주: 금호석유 PER는 당사 추정치 기준

시총 5조 이상 화학주 EV/EBITDA 비교(2011년 추정치 기준)



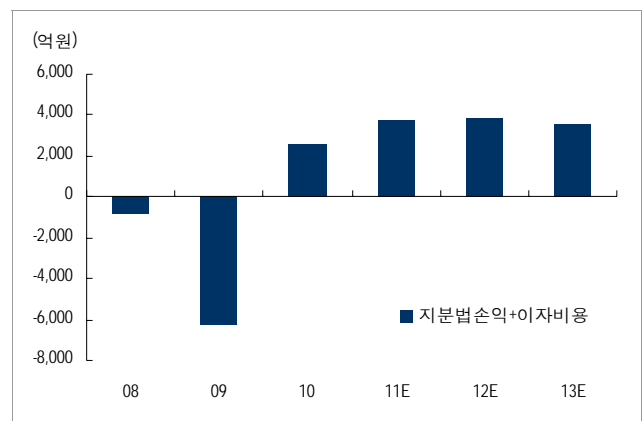
자료: 금호석유, 키움증권

EBITDA(영업가치) 변화



자료: 금호석유, 키움증권  
주: K-GAAP 기준, 금호피앤비 연결시 2011년 이후 EBITDA 증가

지분법 및 이자비용(영업외 가치) 변화



자료: 금호석유, 키움증권  
주: K-GAAP 기준, 지분법손익에 금호피앤비 수치 포함

요약 수익추정: Earnings Forecast

(단위: 억원,%)

|       | 매출액    | 영업이익   | EBITDA | 세전이익   | 순이익    | EPS<br>(원) | BPS<br>(원) | CFPS<br>(원) | PER<br>(X) | PBR<br>(X) | ROIC<br>(%) |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|
| 2009  | 28,017 | 1,162  | 2,180  | -8,419 | -6,148 | -21,613    | 18,810     | 12,198      | -1.3       | 1.4        | 5.2         |
| 2010  | 38,863 | 3,596  | 4,683  | 5,951  | 4,714  | 16,571     | 30,945     | 8,499       | 3.0        | 1.6        | 17.2        |
| 2011E | 54,341 | 9,365  | 10,520 | 10,598 | 8,034  | 28,239     | 58,376     | 23,016      | 7.9        | 3.8        | 40.9        |
| 2012E | 59,105 | 10,129 | 11,413 | 12,133 | 9,197  | 32,328     | 89,895     | 25,892      | 6.9        | 2.5        | 47.7        |
| 2013E | 63,763 | 10,989 | 12,221 | 13,842 | 10,492 | 36,882     | 125,165    | 28,585      | 6.1        | 1.8        | 57.3        |

자료: 금호석유, 키움증권

요약 수익추정: Interim Earnings

(단위: 억원,%)

|               | 1Q11E  | 2Q11E  | 3Q11E  | 4Q11E  | 1Q12E  | 2Q12E  | 3Q12E  | 4Q12E  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액           | 12,520 | 13,756 | 14,067 | 13,998 | 14,757 | 14,745 | 14,247 | 15,356 | 54,341 | 59,105 |
| 영업이익          | 2,271  | 2,019  | 2,765  | 2,309  | 2,612  | 2,553  | 2,382  | 2,582  | 9,365  | 10,129 |
| (YoY %)       | 249.6  | 104.9  | 204.6  | 119.3  | 15.0   | 26.4   | -13.9  | 11.8   | 160.4  | 8.2    |
| 세전이익          | 2,665  | 1,928  | 3,329  | 2,676  | 3,106  | 2,616  | 3,096  | 3,315  | 10,598 | 12,133 |
| 순이익           | 2,020  | 1,462  | 2,523  | 2,029  | 2,354  | 1,983  | 2,347  | 2,513  | 8,034  | 9,197  |
| EBITDA        | 2,560  | 2,308  | 3,054  | 2,598  | 2,933  | 2,874  | 2,703  | 2,903  | 10,520 | 11,413 |
| Margin (%)    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 영업이익률         | 18.1   | 14.7   | 19.7   | 16.5   | 17.7   | 17.3   | 16.7   | 16.8   | 17.2   | 17.1   |
| 세전이익률         | 21.3   | 14.0   | 23.7   | 19.1   | 21.0   | 17.7   | 21.7   | 21.6   | 19.5   | 20.5   |
| 순이익률          | 16.1   | 10.6   | 17.9   | 14.5   | 16.0   | 13.4   | 16.5   | 16.4   | 14.8   | 15.6   |
| EBITDA margin | 20.4   | 16.8   | 21.7   | 18.6   | 19.9   | 19.5   | 19.0   | 18.9   | 19.4   | 19.3   |

자료: 금호석유, 키움증권

Global Peer Group Comparison

| Company                 |     | GOODYEAR<br>TIRE & RUB. | LANXESS | J S R | ZEON  | CHINA SHENHUA<br>EN.CO.'H' | Peer Average | KUMHO<br>PETROCHEM. |
|-------------------------|-----|-------------------------|---------|-------|-------|----------------------------|--------------|---------------------|
| Country                 |     | USA                     | Germany | Japan | Japan | China                      |              | Korea               |
| Currency                |     | USD                     | Euro    | Yen   | Yen   | HKD                        |              | KRW                 |
| Stock Price(5/13)       |     | 18                      | 60      | 1,622 | 710   | 35                         |              | 219,000             |
| Market Cap(Million USD) |     | 4,338                   | 7,127   | 5,139 | 2,128 | 15,238                     |              | 5,123               |
| Stock Performance       | 1M  | 18%                     | 8%      | 10%   | 0%    | -6%                        |              | 25%                 |
|                         | 3M  | 24%                     | 6%      | -8%   | -12%  | 18%                        |              | 54%                 |
|                         | 6M  | 76%                     | 19%     | 14%   | 7%    | -3%                        |              | 176%                |
|                         | 1Y  | 33%                     | 64%     | -12%  | 25%   | 10%                        |              | 476%                |
| PE(배)                   | 08  | NA                      | 15.1    | 18.3  | 54.9  | 13.6                       | 25.5         | N/A                 |
|                         | 09  | 45.9                    | 14.7    | 41.2  | 42.0  | 16.6                       | 32.1         | N/A                 |
|                         | 10  | 29.3                    | 11.9    | 13.7  | 9.2   | 14.2                       | 15.7         | 5.5                 |
|                         | 11E | 16.9                    | 10.5    | 11.8  | 8.2   | 12.9                       | 12.1         | 8.8                 |
|                         | 12E | 8.4                     | 9.5     | 10.8  | 7.4   | 11.3                       | 9.5          | 8.7                 |
| PB(배)                   | 08  | 1.4                     | 0.8     | 1.1   | 0.6   | NA                         | 0.8          | 0.5                 |
|                         | 09  | 4.7                     | 1.5     | 1.8   | 1.1   | 4.4                        | 2.7          | 1.1                 |
|                         | 10  | 4.5                     | 2.8     | 1.4   | 1.2   | 3.5                        | 2.7          | 2.9                 |
|                         | 11E | 3.5                     | 2.4     | 1.3   | 1.1   | 3.0                        | 2.2          | 3.8                 |
|                         | 12E | 2.3                     | 2.0     | 1.2   | 1.0   | 2.6                        | 1.8          | 2.6                 |
| ROE(%)                  | 08  | 7.5                     | 11.7    | 5.6   | 5.0   | NA                         | 7.4          | -2.0                |
|                         | 09  | -14.8                   | 2.8     | 10.8  | 16.7  | 19.9                       | 7.1          | -72.4               |
|                         | 10  | 18.1                    | 23.9    | 10.6  | 15.0  | 20.7                       | 17.7         | 66.6                |
|                         | 11E | 27.7                    | 24.1    | 11.5  | 14.6  | 20.7                       | 19.7         | 55.1                |
|                         | 12E | 40.5                    | 22.3    | 11.6  | 15.4  | 20.5                       | 22.1         | 35.4                |
| ROA(%)                  | 08  | 0.9                     | 3.9     | 3.8   | 1.8   | NA                         | 2.6          | -0.6                |
|                         | 09  | -1.6                    | 0.8     | 7.2   | 6.4   | 10.8                       | 4.7          | -17.8               |
|                         | 10  | 0.8                     | 7.1     | 7.1   | 6.4   | 11.7                       | 6.6          | 14.2                |
|                         | 11E | 2.1                     | 8.7     | 7.9   | 6.9   | 12.8                       | 7.7          | 19.5                |
|                         | 12E | 4.4                     | 8.9     | 8.2   | NA    | 13.1                       | 8.6          | 17.4                |
| EV/EBITDA               | 08  | NA                      | 3.3     | NA    | NA    | NA                         | 3.3          | 6.9                 |
|                         | 09  | NA                      | 6.4     | NA    | NA    | 13.4                       | 9.9          | 12.4                |
|                         | 10  | 4.2                     | 6.4     | 4.8   | 4.0   | 9.7                        | 5.8          | 9.2                 |
|                         | 11E | 5.0                     | 6.4     | 4.2   | 3.3   | 7.4                        | 5.2          | 8.0                 |
|                         | 12E | 4.1                     | 5.7     | 3.6   | NA    | 6.3                        | 4.9          | 7.5                 |

자료: Datastream, 각사, 키움증권

주: 금호석유 Valuation은 I/B/E/S Consensus 기준

## II. 영업가치 성장, P\*Q-C에서 동시 진행

### 1. 주요 제품군, 장기호황 진입

#### C3와 C4계열 제품구성

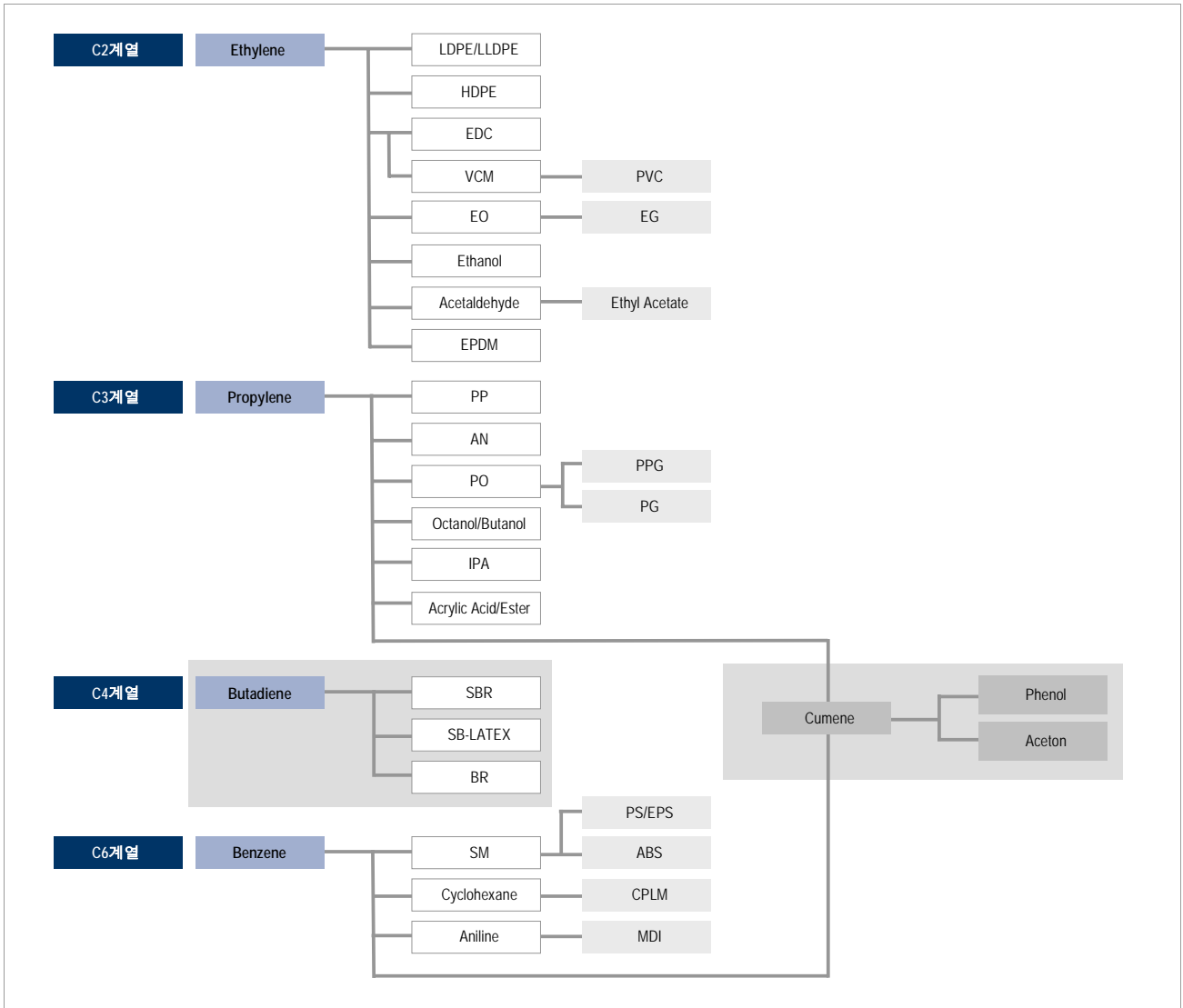
일차적으로 동사 제품은 중동 증설이 집중되었던 C2(Ethylene 제품군)에서 비껴난 C3(Propylene), C4(Butadiene) 제품으로 구성되어 있다. Ethylene으로 대표되는 C2 제품군은 2006년부터 2010년까지 중동발 증설이 집중되었다. 중동 화학의 주원료가 Ethane Gas인 것에서 기인한다. Ethane Gas의 경우 대부분 Ethylene으로 전환되기 때문이다. 일부 Propylene(C3)을 생산하기도 하지만, OCU(Olefin Conversion Unit)을 통하여 Ethylene을 전환한 것으로 생산량이 제한적이다. 이것이 C3(Propylene) 및 C4(BD)의 장기 호황이 예상되는 근거이다.

C3, C4가 병산되는 Naphtha를 원료로 하는 NCC는 아시아 및 유럽지역에 주로 분포한다. 그러나 유럽은 2010년 75만톤(Ethylene 기준) 설비가 폐쇄되는 등 설비노후화 등으로 경쟁력을 상실, 추가 증설이 제한적이다. 아시아 역시 2015년까지 신규 증설이 제한적인 상황이다. 이에 따라 주요 원료인 Butadiene 증설이 주로 아시아 지역에 제한되고, 따라서 합성고무 증설도 제약을 받을 수 밖에 없다.

합성수지의 경우 중국 자급률이 40%대로 가장 저조한 ABS가 주된 제품이다. ABS는 2009년부터 Turnaround를 시작하여 호조를 지속하고 있다. 자회사인 금호피앤비의 페놀, Acetone, BPA 등은 Benzene을 기반으로 생산하지만, C3과 관련된 제품중 현재 가장 수급이 타이트하며, 전방제품의 수요증가로 2013년까지 호황이 지속될 전망이다.

요약하면 중동발 증설에서 비껴난 C4계열을 본사에서, C3 관련 제품을 자회사인 금호피앤비에 주력으로 생산하는 동사는 현재 Ethylene 대비 상대적으로 호황 사이클에 진입한 제품군으로 구성된 화학사라 할 수 있다.

C3, C4 계열 제품군 보유



자료: 산업 자료, 키움증권

주: Cumene/Phenol/Acetone은 금호피앤비 제품군

**합성고무 장기호황 진입**

합성고무는 글로벌 및 아시아 지역 모두 2011년부터 2015년까지 가동률이 우상향할 것으로, 즉 업황이 장기 호황에 진입한 것으로 전망한다. 합성고무 수요의 약 60%가 발생하는 타이어의 향후 5개년 연성장률이 약 9%를 상회할 것으로 예상되는 반면, 신규 Capa는 향후 5년간 급감하는 것으로 나타나기 때문이다.

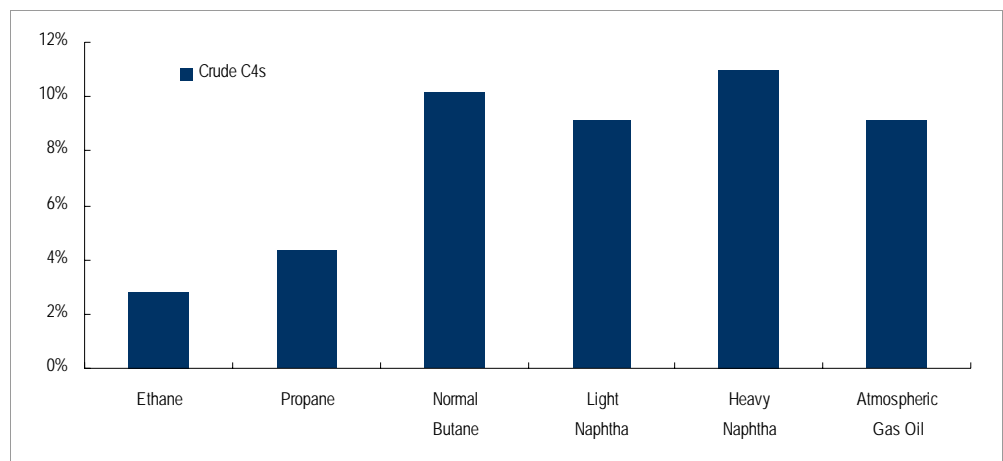
신규 Capa가 급감하는 이유는

- 1) 원재료인 Butadiene의 글로벌 신규 공급 감소이 결정적이고,
- 2) 동사를 비롯한 글로벌 Major 업체의 증설계획이 2007년부터 2009년까지 글로벌 경기위축을 전후하여 취소, 혹은 연기되었고,
- 3) 라이선스 및 타이어업체와의 장기공급계약 등으로 신규 업체의 진입장벽이 높고,
- 4) 증설에 약 2.5년에서 3년이 소요되기 때문에 BD원재료 공급 문제가 해결되더라도 추가 증설에 약 3년간의 시차가 발생하기 때문이다.

특히 Butadiene의 경우 Ethane을 기반으로 하는 중동 및 북미지역에서는 Butadiene의 원료인 C4 생산이 쉽지 않으며, 유럽과 아시아, 즉 NCC 기반 화학산업이 주요한 지역에서도 Butadiene의 증설은 만만치 않다. 일단 유럽의 경우 2009년 만톤 증설에서와 같이 노후화된 설비의 채산성 악화로 증설보다는 Scrap이 진행되고 있으며, 남은 아시아의 경우 향후 5년간 대규모 NCC 설비 증설이 없는 상황이다. 또한 BD의 경우 NCC업체 입장에서는 Ethylene의 약 8~10%가 생산되는 부산물이므로, BD의 수익성이 아무리 좋다고 해도 Ethylene, Propylene 등 주요 제품의 수익성에 따라 증설을 결정하기 때문에 BD 증설은 자체 업황이 아니라 Ethylene과 Propylene의 업황에 좌우된다. BD증설이 쉽지 않은 요인이다.

제품별로 보면 SBR기준 2011년 78.7%에서 2015년 87.0%로, BR은 2011년 91.0%에서 2015년 108.0%로 수급이 타이트해질 전망이다.

**원재료별 C4 생산비중(Ethylene 대비)**



자료: 산업 자료, 키움증권  
 주: Ethylene 대비 생산비중(%)

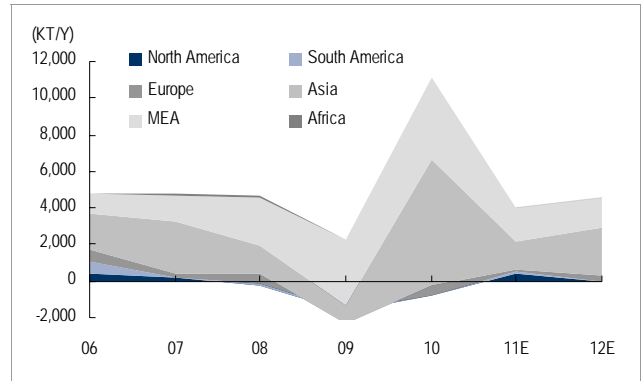
지역별 Ethylene 증설 추이

(단위: KT/Y)

|               | 06           | 07           | 08           | 09           | 10            | 11E          | 12E          |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| North America | 378          | 208          | -275         | -1,662       | -796          | 420          | 0            |
| South America | 678          | 0            | 137          | 113          | 50            | 150          | 0            |
| Europe        | 650          | 155          | 562          | -763         | 450           | 90           | 250          |
| Asia          | 1,969        | 2,863        | 1,462        | 943          | 6,890         | 1,546        | 2,652        |
| MEA           | 1,140        | 1,420        | 2,731        | 3,678        | 4,517         | 1,854        | 1,658        |
| Africa        | 0            | 160          | 100          | 0            | 0             | 0            | 0            |
| <b>World</b>  | <b>4,815</b> | <b>4,806</b> | <b>4,717</b> | <b>2,310</b> | <b>11,112</b> | <b>4,060</b> | <b>4,560</b> |

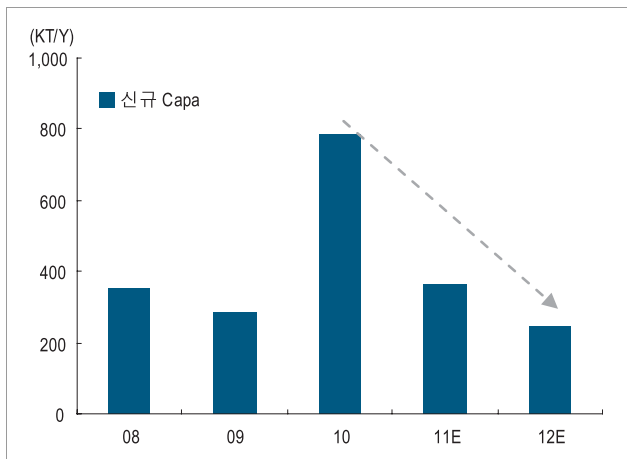
자료: 산업 자료, 키움증권  
 주: 연환산 기준 증설 규모(Annualized Data 기준)

지역별 Ethylene 증설 추이



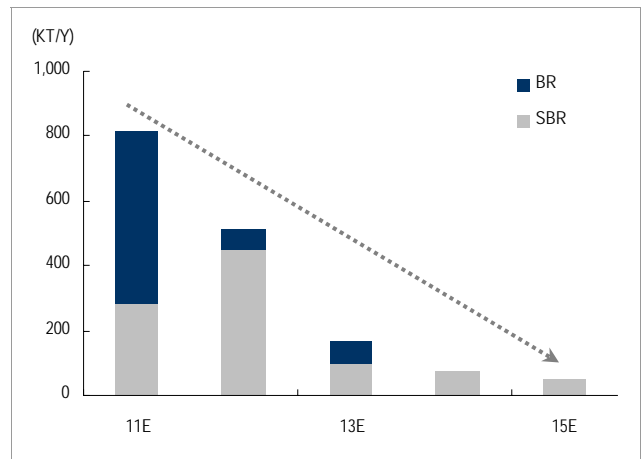
자료: 산업 자료, 키움증권

Butadiene 신규 증설 추이



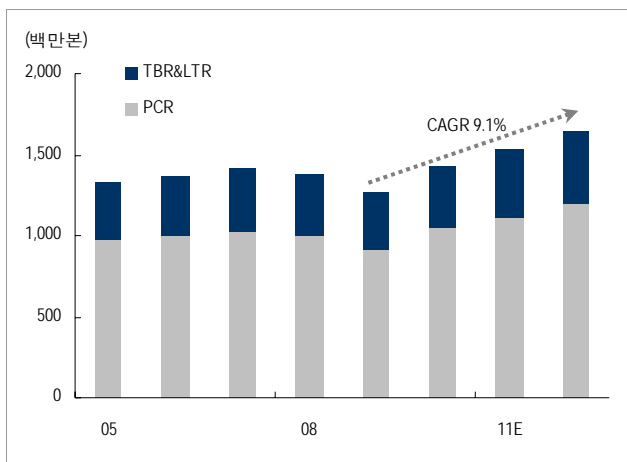
자료: 금호석유, 키움증권

합성고무 신규 증설 추이



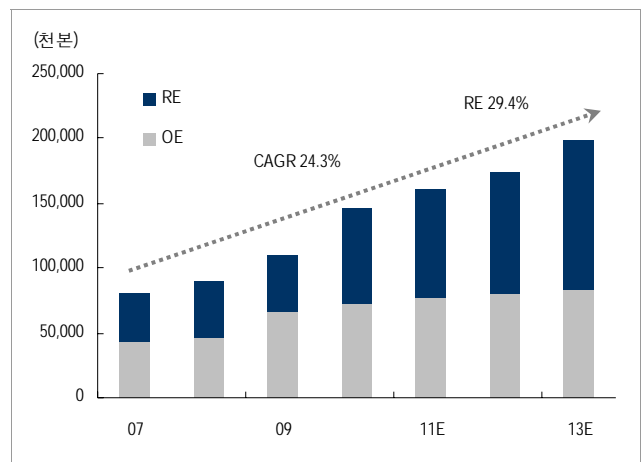
자료: 금호석유, 키움증권

글로벌 Tire 수요 증가율



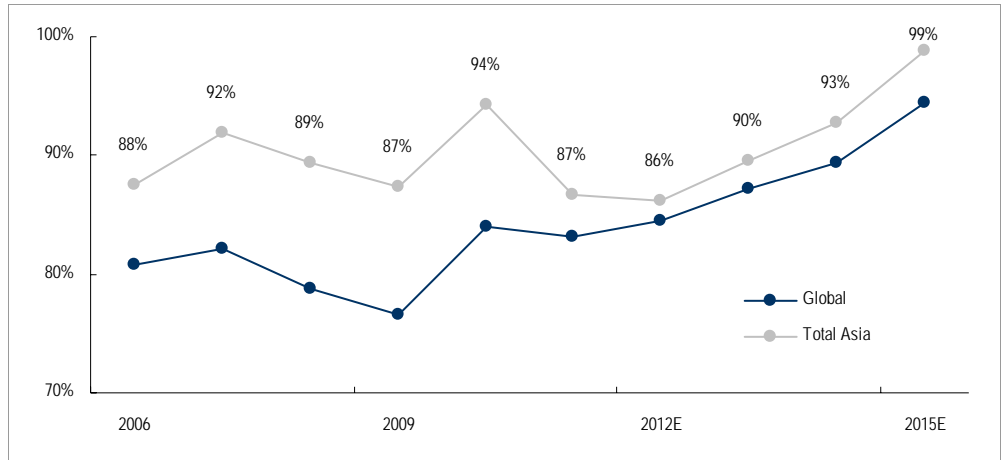
자료: LMC, 산업자료, 키움증권

중국 타이어 수요 추정



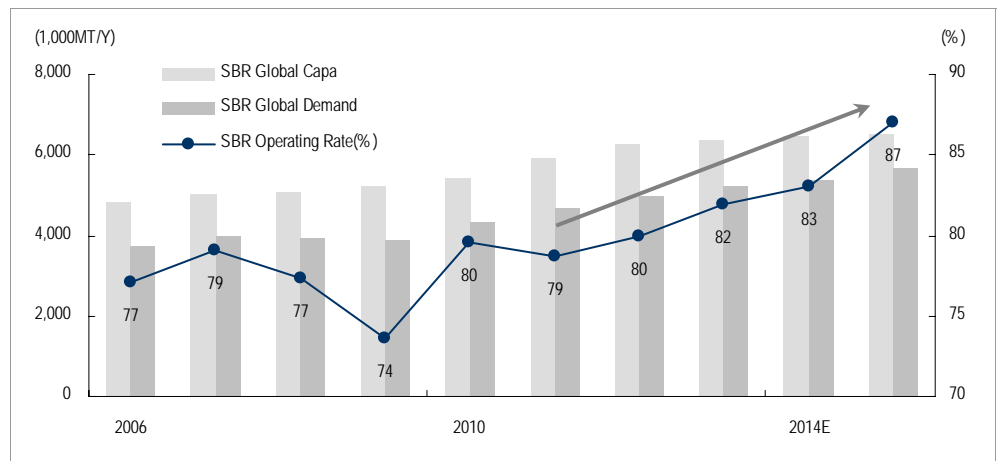
자료: CRIA, 각종 뉴스, 키움증권

합성고무 글로벌 vs 아시아 추정 가동률 비교



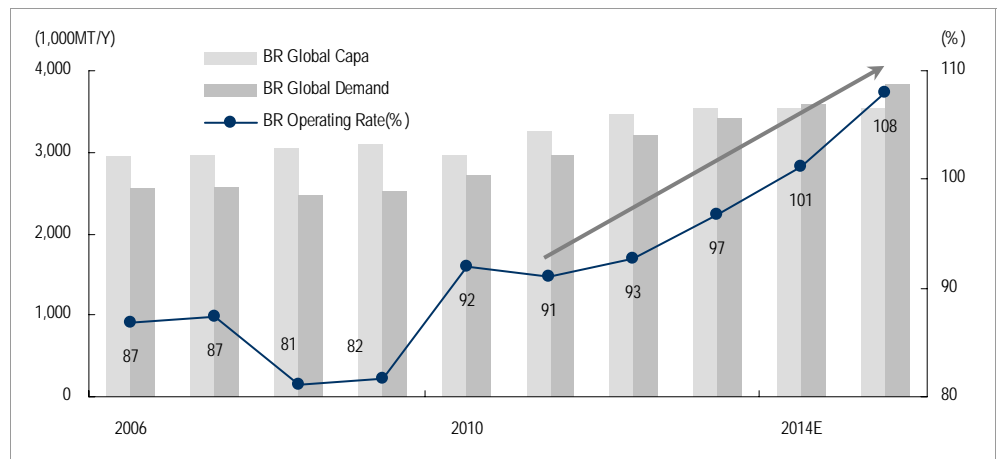
자료: 금호석유, 산업 자료, 키움증권  
 주: 가동률 감안한 실질 생산량 기준

글로벌 SBR 가동률 추정



자료: 금호석유, 산업 자료, 키움증권

글로벌 BR 가동률 추정

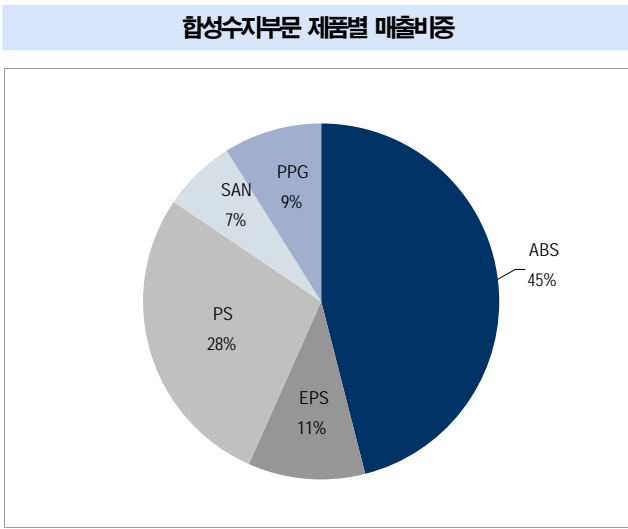


자료: 금호석유, 산업 자료, 키움증권

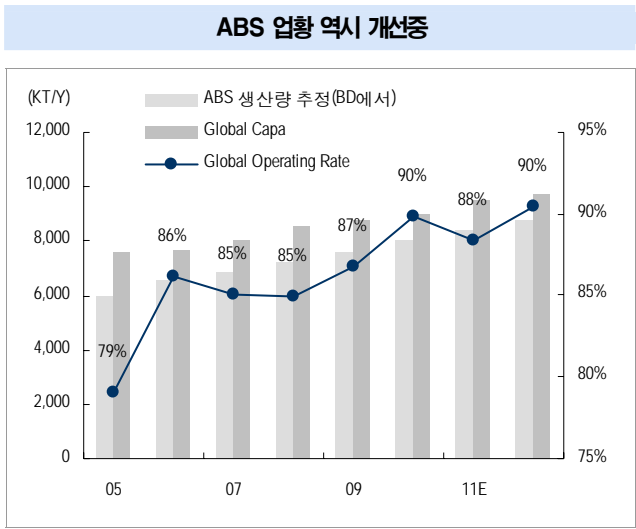
**합성수지 및 자회사 업황**

전체 매출비중(IFRS 연결기준, 2011년 1분기) 약 20%에 달하는 합성수지는 ABS, PS, EPS, SAN, PPG로 구성되어 있다. 이중 ABS는 동부분 매출비중 약 47%로 수익성을 좌우하는 주요 제품이다. 동 부문은 금호케미칼을 2001년 흡수합병한 이래 장기간 증설영향으로 약세를 면치 못하였으나, 2008년부터 업황이 개선되었고 2009년 이후 지속 흑자를 기록하고 있다. 특히 IT기기의 외장재로 주로 사용되는 ABS는 중국 자급율이 가장 저조한 제품(50% 미만)으로 가동률 전망에서도 향후 터이트한 수급이 지속될 것으로 예상된다.

1분기부터 연결되는 자회사 금호피앤비는 시황이 터이트한 폐놀계열 제품을 생산하고 있다. 주요제품은 큐넨, 페놀, 아세톤, BPA, 에폭시 수지로 현재 터이트한 수요에 따라 역내 수급이 터이트한 대표적인 제품군이다.



자료: 금호석유, 키움증권  
주: 2011년 추정매출액 기준



자료: 금호석유, 키움증권  
주: 2011년 1분기 잠정실적 기준

**2. Q(Capa) 성장**

**C3와 C4계열 제품구성**

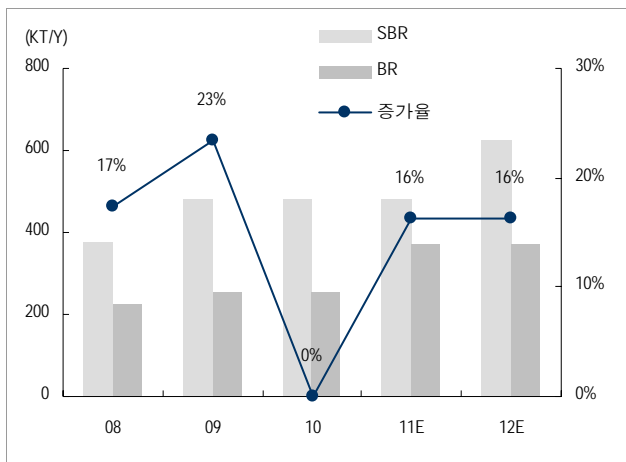
동사는 2013년까지 본사와 자회사 각각 생산량 증대를 추진하고 있다.

첫째, 본사의 경우 합성고무 CAPA를 올해에 이어 2012년까지 증설 진행중이다. 1월 완공, 2월부터 상업가동을 시작한 BR 12만톤으로 2011년 합성고무 생산능력은 전년말 대비 약 17% 증가한 수준이다. 최근 공시한 SBR 15차 증설계획에 따르면 2012년 4분기 가동을 목표로 현재 Emulsion SBR 8만톤, Solution SBR 6만톤을 각각 진행중으로 역시 17% 생산능력 증대가 확실시된다. 합성고무 증설에는 대략 2.5년의 기간이 소요되나, 이번 SBR 증설 완공을 1.5년을 목표로 진행하는 이유는 Design 완성, Grounding 작업 및 Utility 등 기반시설 작업이 완료된 상태로 3년 전부터 증설을 계획, 추진하였기 때문이다. 2번의 증설이후 2013년 연말기준 금호석유 합성고무 CAPA는 총 96만톤으로 2위인 LANXESS(72만톤), 3위인 SINOPEC(60만톤)과는 생산 효율성에서 현저히 차별화될 것으로 예상된다. 특히 SSBR(Solution SBR)의 경우 2012년부터 유럽에서 신규 사용하는 타이어는 에너지효율등급제를 사용하게 됨에 따라 유럽시장의 친환경추세에 발맞추어 전략적으로 채택한 신규 제품이다. SSBR의 경우 기존 ESRB보다 고부가가치 제품으로 성장성뿐 아니라 추가 마진개선에도 긍정적이다.

둘째, 자회사인 금호피앤비역시 증설을 추진하고 있다. 1차 증설은 2012년 4분기 상업가동을 목표로 BPA 15만톤 증설(기존 CAPA 31만톤, +48%)을 진행중이고, 이후 2013년말을 목표로 페놀 및 아세톤 CAPA를 각각 33.5만톤(기존 37.5만톤, +89.3%), 16.5만톤(기존 23.5만톤, +70.2%) 증설을 추진중이다. 금호피앤비는 2010년 영업이익 1921억원, 2011년 2615억원으로 전년비 36.1%의 영업이익 증가가 예상된다. 이는 PC등 전방 수요 증가가 예상보다 빠르게 진행되는 반면, 페놀체인 제품 공급은 소수 Maker의 증설 공백으로 타이트하기 때문이다.

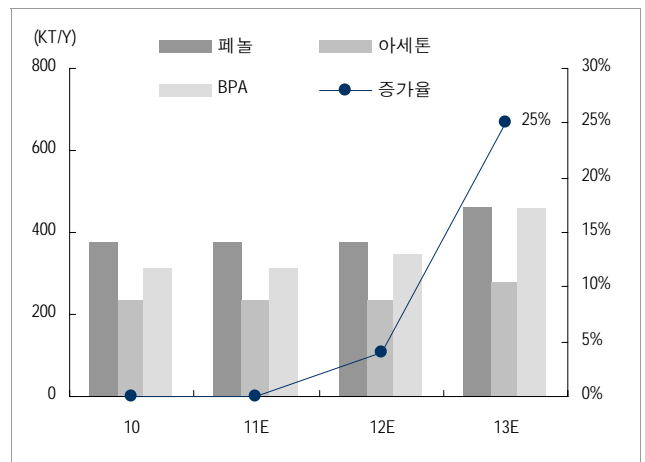
금호피앤비는 2010년 연말기준 부채비율 110%, 1분기 영업이익 억원으로 양호한 현금흐름을 바탕으로 자체 자금을 통하여 CAPEX를 마련할 계획으로, 자회사 증설에 따른 본사 자금부담은 현재까지 확인된 바 없다.

합성고무 CAPA 변화(본사)



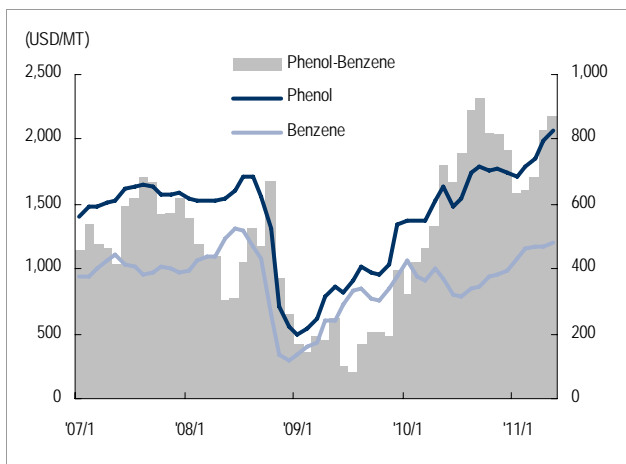
자료: 금호석유, 키움증권  
주: 연말기준 CAPA

페놀제품 CAPA 변화(금호피앤비)



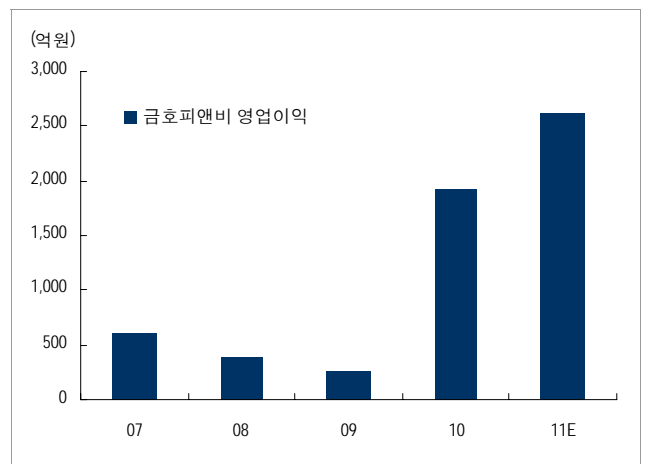
자료: 금호피앤비, 키움증권  
주: 연말기준 CAPA

페놀 가격 및 마진 추이



자료: 금호석유, 키움증권  
주: 2011년 추정매출액 기준

금호피앤비 영업이익 추이



자료: 금호피앤비, 키움증권

### 3. C(Cost) 감소

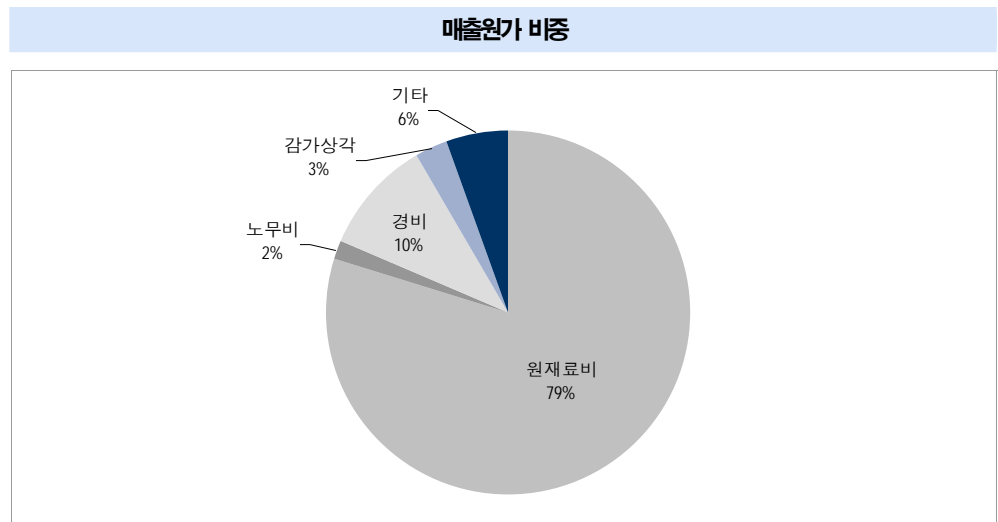
#### C3와 C4계열 제품구성

동사는 주된 원재료인 Butadiene의 자급비율을 지속적으로 높일 계획이다. 화학회사는 수직계열화가 주요하며, 특히 합성고무의 경우 원재료인 BD 타이트에 따른 원재료 수급이 주요한 과제이기 때문이다. 동사는 이를 BD JV 설립, Bio Ethanol 등을 이용한 신공정 등을 통하여 추진중이다.

첫째, 지난 3월 발표한 필리핀 JGSPC사와의 Butadiene 설비 합작회사 설립은 이중 BD JV를 통한 자급률 향상 방안으로 보인다. 설비 완공은 2013년 말로 올해 수익추정에 영향을 미치는 요인은 아니지만 이 안을 통하여 총 8만톤까지 BD 자급량을 향상시킬 수 있다는 점이 매력적이다.

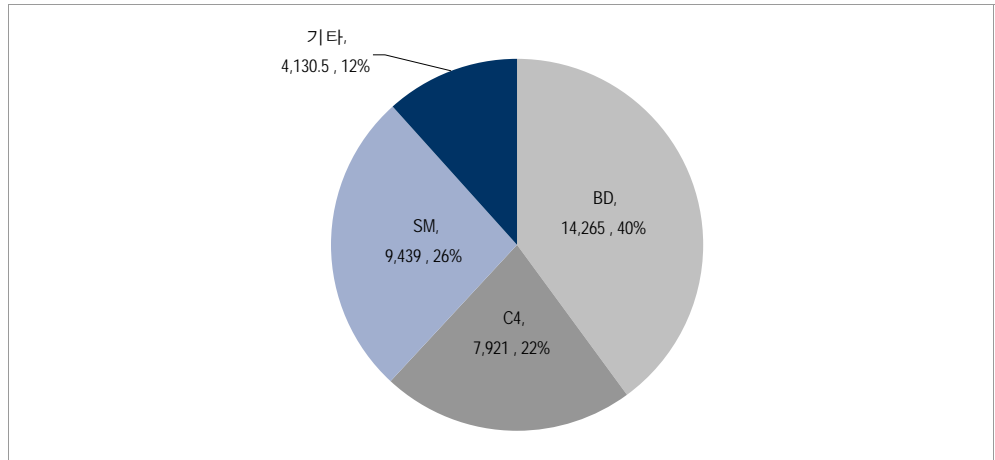
둘째, 약 5년전부터 동사는 신규 공정을 통한 BD 추출을 연구, 진행중인 것으로 파악된다. 현재 Pilot 설비를 통하여 경제성 검토 단계로 확인하였다. 최근 유럽 Lanxess, 일본 JSR 등도 일부 신공정을 통한 BD설비를 시도하고 있으며, 상대적으로 상승한 유가에 따라 과거보다 신규 공정의 경제성이 증가한 것으로 판단한다.

화학회사 수익성에서 원재료 비용 절감은 매우 중요하다. 매출원가의 약 70~80%를 차지하기 때문이다. 동사는 합성고무 및 합성수지에서 Butadiene과 SM(Styrene Monomer)를 대량 소비하는 구조이다. 합성고무는 Butadiene을 위주로 SBR은 일부 SM을 소요하고, 합성수지 역시 Butadiene과 SM을 주로 사용하는 제품을 생산하고 있기 때문이다. 이에 따라 가장 많이 사용하는 Butadiene의 경우 최근 가격 급등에 따라 시장 우려가 제기되는 부분이기도 하다. 위에 언급한 방안들을 통하여 자급률 향상 노력은 지속되고 있으며, 이를 통하여 비용 절감 역시 조만간 가시화될 것으로 예상된다.



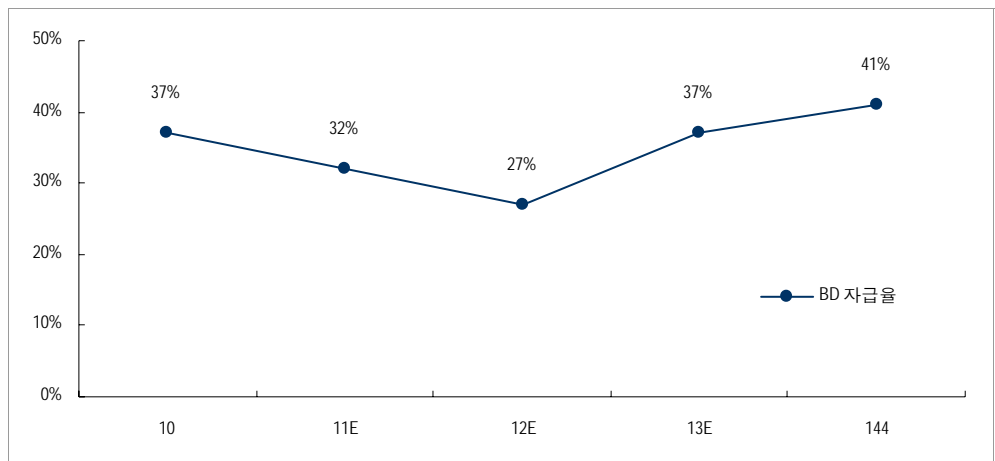
자료: 금호석유, 키움증권  
 주: 2011년 추정치 기준

**원재료비 비중**



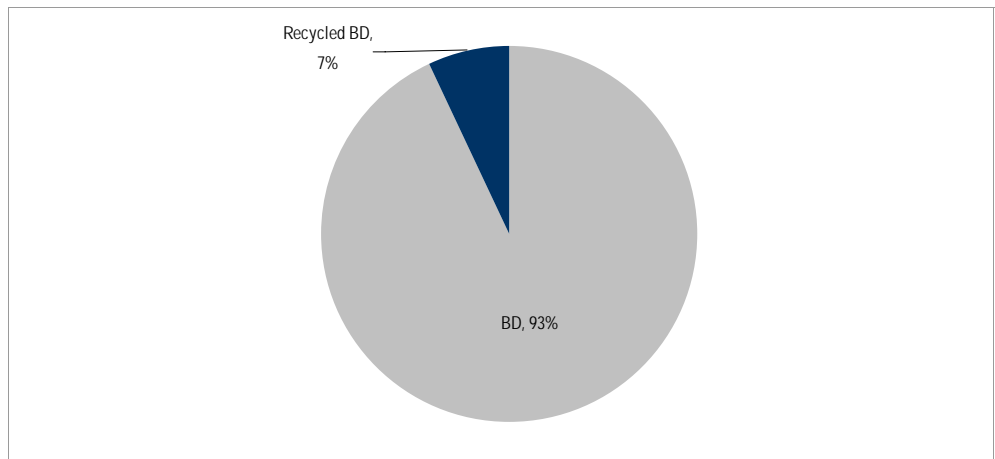
자료: 금호석유, 키움증권, 주: 2011년 추정치 기준

**BD 자급율 변화**



자료: 금호석유, 키움증권, 주: 2012년까지 합성고무 CAPA 증가로 자소율 감소 이후, 증가예상

**Recycled BD 비중**



자료: 금호석유, 키움증권, 주: 2011년 CAPA 기준

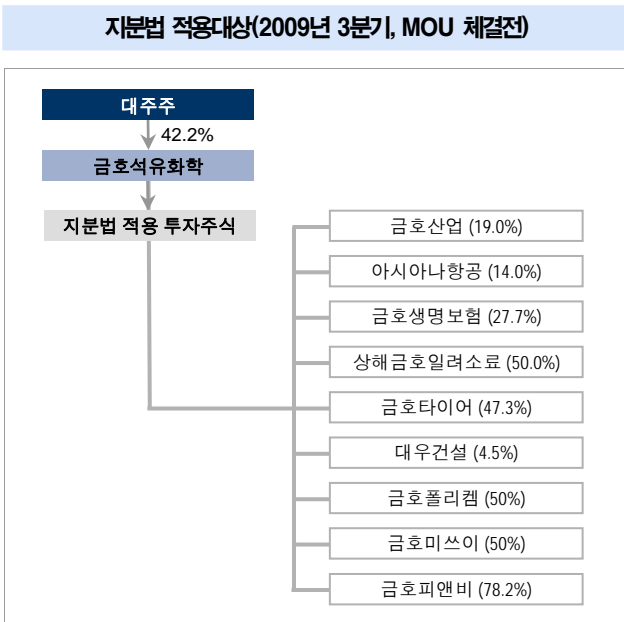
### III. 영업외가치, 아킬레스건 탈피

#### 1. 그룹과의 고리 해소

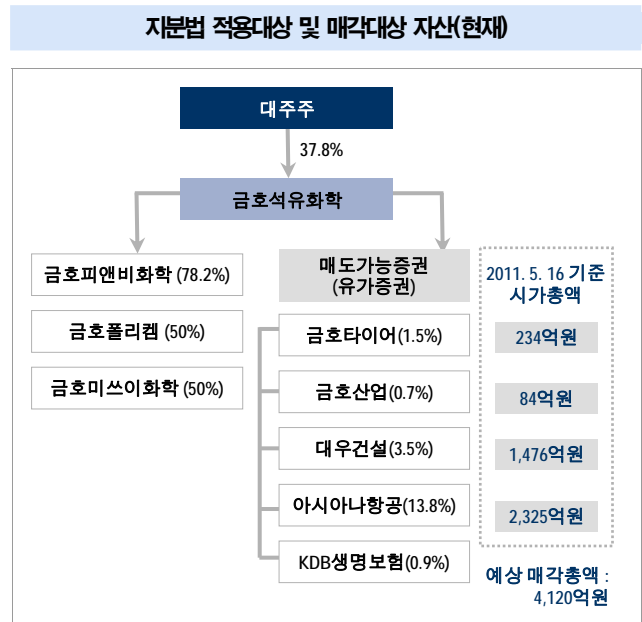
**금호산업 및 타이어 지분 매각진행**

과거 영업외손익에서 기존 금호그룹 관계사 지분보유에 따른 우발채무 우려, 과도한 차입금에 따른 이자비용이 아킬레스건으로 지적되곤 했다. 이는 업황과 무관하게 업종대비 Discount가 적용되는 요인으로 작용했다.

일례로 2008년, 2009년 순적자를 기록한 이유도 금호산업의 대우건설 인수에서 촉발된 금호그룹 이슈로 관계사의 자본잠식 등 지분법손실에 따른 영업외손실이 영업이익을 상회하였기 때문이다. 그러나 이러한 Discount 요인은 2009년말 채권단과 경영정상화계약(MOU)를 체결한 이후 지분구조 변화로 해소되기 시작, 현재 지분법적용대상 기업은 금호피앤비, 금호미쓰이, 금호폴리캠의 화학계열사 3곳으로 정리되어 더 이상 할인 요인이 될 수 없다. 그 외 금호계열사는 현재 금호산업(0.7%), 금호타이어(1.5%)에 불과하며 이 역시 최근 공정위에 계열분리를 요청, 매각 진행중으로 증가(5월 16일 기준) 매각에 따른 현금유입규모는 약 4,120억원 수준으로 이는 약 1.05조에 이르는 EBITDA를 제하고도 추가 차입금 감축을 예상하게 하는 요인이다.



자료: 금호석유, 키움증권



자료: 금호석유, 키움증권

## 2. 차입금 감소는 예정된 수순

### Ethylene은 자회사인 YNCC에서

동사의 두번째 아킬레스건은 과도한 차입금 규모였으며, 우리는 올해 단독 기준 1.05조에 달하는 영업현금 창출 및 MOU 졸업요건으로 차입금 역시 감축될 것으로 예상한다. 동사의 작년말 순차입금은 약 2.05조원으로 연말까지 부채비율 200%(단독기준), 즉 순차입금 1.5조원 수준으로 감축해야 MOU 졸업요건 중 주요 요건을 달성하게 된다. 5월 3일 전환된 CB 2,000억원(채권단중 산업은행, 우리은행 및 농협 발행, 2013년 5월까지 Lock-up, 이후 최대주주 우선 매수권)으로 연말까지 추가 상환해야 하는 규모는 약 2,000억원에 불과하다. 이자비용 약 1,100억원, CAPEX 1,300억원을 제하고, 2,000억원 추가 상환을 가정해도 약 6,100억원을 상회하는 현금유입이 가능할 것으로 예상된다.

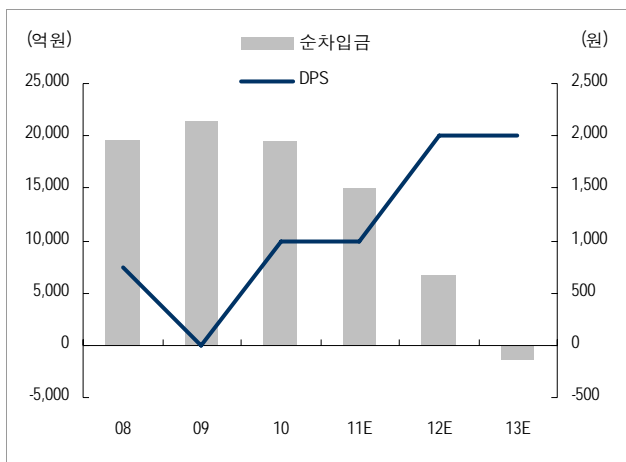
현재의 CAPEX 규모는 추진중인 설비증설이 포함된 수치이므로, 우리는 6,100억원에 달하는 보유 현금에 대한 용처로

첫째, 추가 차입금 상환 및 이에 따른 이자비용 감소,

둘째, BD 자금을 항상 방안을 앞당겨 실시하기 위한 일부 CAPEX로 일부 활용,

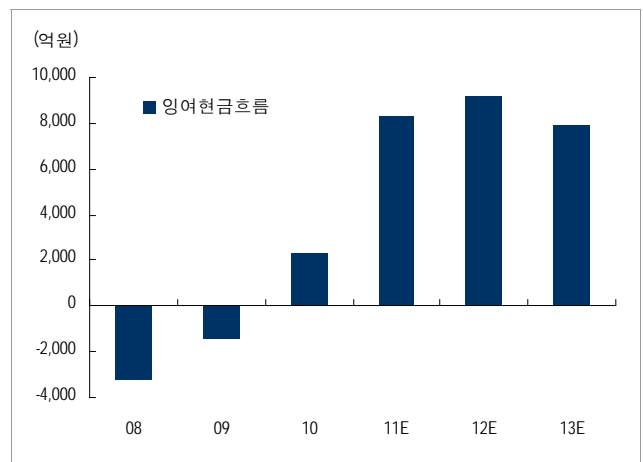
셋째, 일부 배당재원으로 활용함으로써 향후 안정적인 지배구조 확립을 위한 재원으로 사용하는 방안을 예상하고 있다. 투자자 입장에서 세 방안 모두 환영할 만한 이슈로 판단한다. 또한 이들 방안 모두 주주가치 재고의 측면에서 향후 동사 Valuation이 Global No.1에 걸맞는 Premium을 견인할 것으로 판단한다.

순차입금 및 배당금 추이



자료: 금호석유, 키움증권

잉여현금 흐름 추이



자료: 금호석유, 키움증권, 주: K-GAAP 기준

## IV. 백조, 날아 오른다

### 영업과 영업외에서 Discount 감소 견인

#### C3와 C4에 집중된 구조

우리는 금호석유가 영업, 영업외 두 측면에서 모두 Discount를 벗어나 Premium 국면으로 변화하고 있다고 판단한다.

영업가치로 보면, 장기 호황은 이익의 안정성을 의미한다. 이익의 안정성은 최근 2년간 화학섹터가 PER 5~6배 수준에서 현재의 11배로 변화할 수 있었던 주요 근거이다. 일례로 호남석유의 PER가 2009년 3배에서 현재 12배 수준으로 증가한 이유는 Ethylene 장기호황 진입이 주요 이슈였다. 우리는 합성고무 역시 장기호황에 진입한 것으로 판단한다. 이는 마진의 안정성을 의미한다. 또한 생산설비 증설에 따라 3년간 Q의 성장이 동시에 일어나고 있다. 마진과 더불어 이익 성장 가능성이 높은 근거이다. 마지막으로 원재료 확보 노력이 병행되고 있다. 비용 감소가 예상되는 부분이다.

영업외 부분에서는 금호그룹에서 금호석유로의 변화, 차입금 감축에 따라 Discount 요인이 모두 사라지는 국면이다. 현재 진행중인 자산매각에 따라 차입금 감축은 우리의 예상보다 훨씬 빨리, 더 큰 폭으로 진행될 수 있다. 또한 6,100억원에 달하는 순현금흐름은 추가 재무구조 개선, BD 자급률 향상, 배당성향 증대 등 예상가능한 세 가지 측면에서 주주가지체고 정책으로 견인이 예상되는 주된 근거다.

정유섹터에서 S-Oil은 오랜기간 국내 Peer 대비 Premium을 받아왔고, 그 근거는 안정적인 재무구조 및 높은 배당성향이였다. 우리는 금호석유가 오랜 아킬레스건에서 벗어나 S-Oil과 유사한 Premium이 적용되는 단계로 변화하고 있는 것으로 판단한다. 변화는 새로운 가치부여를 견인한다. 저평가 탈피뿐 아니라 향후 Premium 적용을 기대하는 근거다. 장기 호황이 예상되는 합성고무 분야의 글로벌 No.1에서 그 경쟁력을 확장하고 있기 때문이다.

**손익계산서**

(단위: 억원)

| 12월 결산      | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 28,017 | 38,863 | 54,341 | 59,105 | 63,763 |
| 매출원가        | 24,875 | 33,059 | 41,105 | 44,765 | 48,231 |
| 매출총이익       | 3,141  | 5,804  | 13,237 | 14,340 | 15,532 |
| 판매비 및 일반관리비 | 1,980  | 2,208  | 3,872  | 4,211  | 4,543  |
| 노무비         | 242    | 301    | 564    | 614    | 662    |
| 판매비         | 941    | 1,035  | 1,745  | 1,898  | 2,048  |
| 일반관리비       | 797    | 872    | 1,562  | 1,699  | 1,833  |
| 영업이익        | 1,162  | 3,596  | 9,365  | 10,129 | 10,989 |
| 영업외수익       | 1,427  | 4,600  | 3,401  | 3,928  | 4,500  |
| 이자수익        | 44     | 51     | 57     | 174    | 327    |
| 외환관련이익      | 929    | 746    | 671    | 604    | 543    |
| 지분법이익       | 383    | 1,452  | 2,641  | 3,115  | 3,208  |
| 자산평가차분이익    | 1      | 2,122  | 0      | 0      | 0      |
| 기타          | 69     | 228    | 32     | 35     | 37     |
| 영업외비용       | 11,007 | 2,245  | 2,168  | 1,924  | 1,648  |
| 이자비용        | 1,100  | 1,220  | 1,126  | 912    | 658    |
| 외환관련비용      | 661    | 706    | 640    | 576    | 518    |
| 지분법손실       | 7,718  | 3      | 0      | 0      | 0      |
| 자산평가차분손실    | 1,088  | 29     | 0      | 0      | 0      |
| 기타          | 441    | 287    | 401    | 437    | 471    |
| 세전계속사업이익    | -8,419 | 5,951  | 10,598 | 12,133 | 13,842 |
| 법인세         | -2,270 | 1,237  | 2,565  | 2,936  | 3,350  |
| 법인세율(%)     | 27.0%  | 20.8%  | 24.2%  | 24.2%  | 24.2%  |
| 계속사업이익      | -6,148 | 4,714  | 8,034  | 9,197  | 10,492 |
| 중단사업손익      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익       | -6,148 | 4,714  | 8,034  | 9,197  | 10,492 |
| 수정순이익       | -5,355 | 3,056  | 8,034  | 9,197  | 10,492 |
| EBITDA      | 2,180  | 4,683  | 10,520 | 11,413 | 12,221 |
| 증감율(%YoY)   |        |        |        |        |        |
| 매출액         | -12.0  | 38.7   | 39.8   | 8.8    | 7.9    |
| 영업이익        | -58.7  | 209.5  | 160.4  | 8.2    | 8.5    |
| EBITDA      | -38.3  | 114.8  | 124.6  | 8.5    | 7.1    |
| 순이익         | RR     | RB     | 0.7    | 14.5   | 14.1   |
| EPS         | RR     | RB     | 0.7    | 14.5   | 14.1   |

**현금흐름표**

(단위: 억원)

| 12월 결산                 | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름               | 2,817  | 2,532  | 5,479  | 7,129  | 7,831  |
| 당기순이익                  | -6,148 | 4,714  | 8,034  | 9,197  | 10,492 |
| 감가상각비                  | 887    | 982    | 1,077  | 1,243  | 1,215  |
| 무형자산상각비                | 131    | 105    | 78     | 41     | 17     |
| 외화환산손실(이익)             | -93    | -7     | -7     | -6     | -5     |
| 지분법손실(이익)              | 7,335  | -1,450 | -2,641 | -3,115 | -3,592 |
| 순운전자본 감소               | -653   | 114    | -1,068 | -237   | -301   |
| 기타                     | 1,359  | -1,926 | 31     | 28     | 25     |
| 투자활동현금흐름               | -4,684 | -528   | -1,026 | 1,560  | 664    |
| 투자자산 순투자               | -1,969 | 1,262  | -1,697 | 1,266  | 2,173  |
| 유형자산 투자                | -2,641 | -1,749 | -1,268 | -1,132 | -1,383 |
| 유형자산 처분                | 5      | 0      | 2,400  | 1,600  | 0      |
| 무형자산 순투자               | -45    | -32    | 46     | 41     | 40     |
| 기타                     | -32    | -10    | -507   | -216   | -166   |
| 재무활동현금흐름               | 2,518  | -1,708 | -4,095 | -3,390 | -5,622 |
| 단기차입금 증가               | 6,021  | -1,942 | 0      | 0      | 0      |
| 유동성장기차입금 상환            | -4,995 | -6,121 | -3,906 | -3,177 | -5,177 |
| 사채 증가                  | 500    | 4,356  | 0      | 0      | 0      |
| 장기차입금 증가               | 1,164  | 1,999  | 0      | 0      | 0      |
| 자본 증가                  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당금 지급                 | -173   | 0      | -230   | -230   | -459   |
| 기타                     | 1      | 0      | 41     | 17     | 13     |
| 순현금흐름                  | 651    | 296    | 359    | 5,299  | 2,872  |
| 기초현금                   | 121    | 772    | 1,068  | 1,427  | 6,726  |
| 기말현금                   | 772    | 1,068  | 1,427  | 6,726  | 9,598  |
| 총현금흐름(Gross Cash Flow) | 1,866  | 3,936  | 8,254  | 8,962  | 9,562  |
| 잉여현금흐름(Free Cash Flow) | -1,469 | 2,270  | 8,364  | 9,234  | 7,917  |

주: 과거 Multiples는 평균주가, 평균시가총액 기준

**대차대조표**

(단위: 억원)

| 12월 결산         | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산           | 7,758  | 8,905  | 12,405 | 18,693 | 22,516 |
| 현금 및 현금등가물     | 772    | 1,068  | 1,427  | 6,726  | 9,598  |
| 단기투자자산         | 181    | 36     | 52     | 59     | 64     |
| 매출채권           | 2,989  | 3,683  | 5,150  | 5,602  | 6,043  |
| 재고자산           | 3,213  | 3,706  | 5,182  | 5,636  | 6,080  |
| 기타             | 603    | 412    | 594    | 672    | 731    |
| 비유동자산          | 24,241 | 25,452 | 27,948 | 28,212 | 29,903 |
| 투자자산           | 8,897  | 9,807  | 14,130 | 15,972 | 17,386 |
| 유형자산           | 13,567 | 14,232 | 12,022 | 10,311 | 10,479 |
| 무형자산           | 356    | 264    | 139    | 57     | 0      |
| 기타비유동자산        | 1,421  | 1,149  | 1,656  | 1,872  | 2,038  |
| 자산총계           | 31,999 | 34,358 | 40,352 | 46,905 | 52,419 |
| 유동부채           | 20,588 | 16,949 | 17,547 | 17,116 | 16,583 |
| 매입채무           | 2,625  | 2,764  | 3,864  | 4,203  | 4,534  |
| 단기차입금          | 7,699  | 4,205  | 4,205  | 4,205  | 4,205  |
| 유동성장기차입금       | 8,757  | 7,812  | 6,354  | 5,177  | 4,000  |
| 기타             | 1,506  | 2,168  | 3,124  | 3,531  | 3,843  |
| 비유동부채          | 6,060  | 8,605  | 6,198  | 4,216  | 229    |
| 사채             | 1,098  | 4,223  | 4,223  | 4,223  | 4,223  |
| 장기차입금          | 4,753  | 4,289  | 1,841  | -159   | -4,159 |
| 기타             | 209    | 93     | 134    | 152    | 165    |
| 부채총계           | 26,648 | 25,554 | 23,746 | 21,332 | 16,812 |
| 자본금            | 1,422  | 1,422  | 1,422  | 1,422  | 1,422  |
| 자본잉여금          | 3,034  | 900    | 900    | 900    | 900    |
| 자본조정           | -491   | -515   | -515   | -515   | -515   |
| 기타포괄손익누계액      | 3,652  | 2,283  | 2,283  | 2,283  | 2,283  |
| 이익잉여금          | -2,267 | 4,714  | 12,518 | 21,484 | 31,518 |
| 자본총계           | 5,351  | 8,803  | 16,607 | 25,573 | 35,607 |
| 총차입금           | 22,307 | 20,529 | 16,623 | 13,446 | 8,269  |
| 현금성자산          | 954    | 1,104  | 1,479  | 6,784  | 9,662  |
| 순차입금           | 21,353 | 19,425 | 15,145 | 6,662  | -1,393 |
| 운전자본           | 2,673  | 2,870  | 3,938  | 4,175  | 4,476  |
| 순영업비유동자산       | 13,923 | 14,495 | 12,161 | 10,368 | 10,479 |
| 영업활동투하자본(OpIC) | 16,595 | 17,365 | 16,099 | 14,543 | 14,955 |

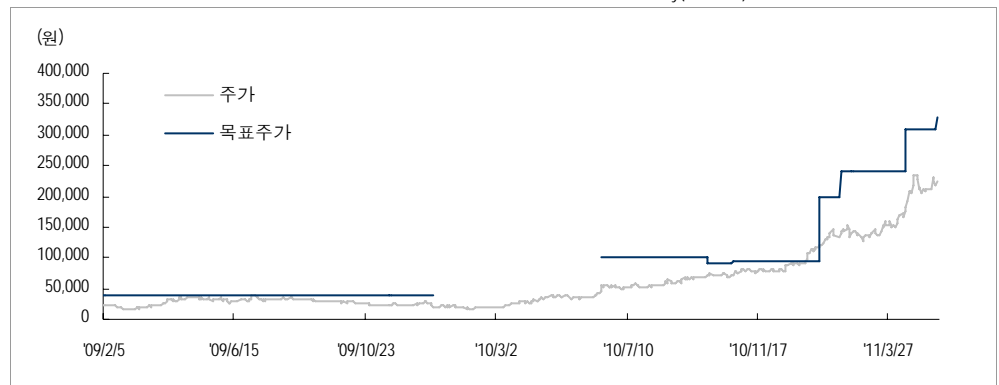
**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산        | 2009    | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E   |
|---------------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 주당지표(원)       |         |        |        |        |         |
| EPS           | -21,613 | 16,571 | 28,239 | 32,328 | 36,882  |
| 수정EPS         | -18,823 | 10,742 | 28,239 | 32,328 | 36,882  |
| BPS           | 18,810  | 30,945 | 58,376 | 89,895 | 125,165 |
| EBITDAPS      | 7,662   | 16,462 | 36,980 | 40,120 | 42,959  |
| DPS           | 0       | 1,000  | 1,000  | 2,000  | 2,000   |
| Multiples(X)  |         |        |        |        |         |
| PER           | -1.3    | 3.0    | 7.9    | 6.9    | 6.1     |
| 수정PER         | -1.4    | 4.6    | 7.9    | 6.9    | 6.1     |
| PBR           | 1.4     | 1.6    | 3.8    | 2.5    | 1.8     |
| PCFR          | 2.2     | 5.9    | 9.8    | 8.7    | 7.9     |
| EV/EBITDA     | 13.1    | 7.0    | 7.0    | 5.7    | 4.7     |
| 수익성(%)        |         |        |        |        |         |
| 영업이익률         | 4.1     | 9.3    | 17.2   | 17.1   | 17.2    |
| EBITDA margin | 7.8     | 12.1   | 19.4   | 19.3   | 19.2    |
| 세전이익률         | -30.0   | 15.3   | 19.5   | 20.5   | 21.7    |
| 순이익률          | -21.9   | 12.1   | 14.8   | 15.6   | 16.5    |
| ROE           | -52.9   | 88.1   | 91.3   | 55.4   | 41.0    |
| ROIC          | 5.2     | 17.2   | 40.9   | 47.7   | 57.3    |
| 안정성(%)        |         |        |        |        |         |
| 부채비율          | 498.0   | 290.3  | 143.0  | 83.4   | 47.2    |
| 순차입금비율        | 399.0   | 220.7  | 91.2   | 26.0   | -3.9    |
| 이자보상배율(배)     | 1.1     | 2.9    | 8.3    | 11.1   | 16.7    |
| 활동성(배)        |         |        |        |        |         |
| 매출채권회전율       | 9.4     | 10.6   | 10.6   | 10.6   | 10.6    |
| 재고자산회전율       | 8.7     | 10.5   | 10.5   | 10.5   | 10.5    |
| 매입채무회전율       | 10.7    | 14.1   | 14.1   | 14.1   | 14.1    |

**투자의견 변동내역 (2개년) 및 목표주가 추이**

| 종목명           | 일자         | 투자의견            | 목표주가      |
|---------------|------------|-----------------|-----------|
| 금호석유 (011780) | 2009/02/05 | Buy(Maintain)   | 40,000원   |
|               | 2009/07/03 | Buy(Maintain)   | 40,000원   |
|               | 2009/12/30 | Suspended       | Suspended |
|               | 2010/06/16 | Buy(Reinitiate) | 100,000원  |
|               | 2010/09/29 | Buy(Maintain)   | 90,000원   |
|               | 2010/10/25 | Buy(Maintain)   | 95,000원   |
|               | 2011/01/18 | Buy(Maintain)   | 200,000원  |
|               | 2011/01/19 | Buy(Maintain)   | 200,000원  |
|               | 2011/02/09 | Buy(Maintain)   | 240,000원  |
|               | 2011/03/10 | Buy(Maintain)   | 240,000원  |
|               | 2011/04/05 | Buy(Maintain)   | 240,000원  |
|               | 2011/04/15 | Buy(Maintain)   | 310,000원  |
|               | 2011/05/17 | Buy(Maintain)   | 330,000원  |



**투자의견 및 적용기준**

| 기업                     | 적용기준(6개월)         | 업종                 | 적용기준(6개월)            |
|------------------------|-------------------|--------------------|----------------------|
| Buy(매수)                | +20% 이상 주가 상승 예상  | Overweight (비중확대)  | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회)   | +10~+20% 주가 상승 예상 | Neutral (중립)       | 시장대비 +10~-10% 변동 예상  |
| Marketperform(시장수익률)   | +10~-10% 주가 변동 예상 | Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | -10~-20% 주가 하락 예상 |                    |                      |
| Sell(매도)               | -20% 이하 주가 하락 예상  |                    |                      |