Company Update

금호석유 (011780)

주가 반등 기대에 앞서 점검할 것들

WHAT'S THE STORY?

Event: 부진한 합성고무 시황 속에서 주가 반등 시기에 대한 관심 증가

Impact: 감산의 긍정적 영향, 하반기 영업이익의 전년동기대비 하락률 감소 등으로 인해 단기적 반등 가능성 증가. 그러나 가장 큰 Indicator인 합성고무 가격의 하락 추세는 지속될 것으로 전망.

Action: 중국 타이어 수요의 회복, Commodity 가격의 인플레이션 등 합성고무 시황의 회복의 뚜렷한 징후가 나타나기 전에는 단기적 트레이딩 권고.

이종욱
Analyst
jwstar.lee@samsung.com
02 2020 7793

THE QUICK VIEW

주가 Bottom의 기대감 존재: 동사의 주가는 올해 2월 3일 이후 6월 5일까지 41.6% 하락. 현재의 부진한 업황에서 추가적으로 악화될 여지가 점차 줄고 있다는 전제 아래, 주가의 Bottom에 대한 기대감이 존재. 합성고무 가동률 조절에 대한 뉴스, 하반기 영업이익의 전년동기 대비 회복 전망, 수급 측면 등에 기인. 과거 10년간 5번의 하락 구간에서 업황 악화의 정도와 상관 없이 주가 하락률은 40% 수준이었다는 점도 주가 하락 사이클의 일단락을 기대하게 함.

주가 반등의 가장 강력한 신호는 합성고무 가격의 반등 – 그러나 하락 지속 전망: 2008년 이후 합성고무와 부타디엔 가격 변동성이 커지면서 합성고무(BR) 가격이 합성고무-부타디엔(BR-BD) 스프레드보다 동사의 영업이익을 더 잘 설명함. 이익과 이에 따른 주가 회복을 기대하기 위해서는 합성고무의 가격 반등이 필요하다는 판단. 그러나 최근 부타디엔 가격의 폭락으로 인해 확대된 BR-BD 스프레드는 시황을 고려할 때 합성고무 가격의 하락으로 이어지며 영업이익에 부정적 영향을 미칠 것으로 전망.

단기적 관점에서의 트레이딩 권고: 바닥을 암시하는 시그널의 출현으로 단기적 트레이딩 기회가 존재할 것으로 보임. 그러나 업황 개선의 가시성이 현재 매우 낮으며, Bottom-out의 가능성은 높지 않기 때문에, 장기적으로는 차익 실현의 기회가 될 수 있음. 업황의 구조적 변화를 위해서는 중국 타이어 수요의 회복이나 Commodity 가격의 인플레이션에 기인한 합성고무 가격 반등이 필요. HOLD투자의견과 목표주가 130,000원 유지. 목표주가는 2012년 EPS에 Target P/E 11배 적용.

AT A GLANCE

SELL | HOLD | BUY

목표주가	130,000원 (23%)
현재주가	106,000원
Bloomberg code	011780 KS
시가총액	3.3조원
Shares (float)	30,467,691주 (43.9%)
52주 최저/최고	104,500원/253,000원
60일-평균거래대금	375.5억원

One-year performance	1M	6M	12M
금호석유 (%)	-13.5	-40.6	-57.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-4.1	-34.3	-42.3

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	130,000	130,000	0%
2012E EPS	11,972	11,972	0%
2013E EPS	15,342	15,342	0%
2014E EPS	18,122	18,122	0%

SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	19
Target price vs I/B/E/S mean	-26.3%
Estimates up/down (4 weeks)	*0/3*
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-0.3%
Estimates up/down (4 weeks)	*0/5*
I/B/E/S recommendation	Hold

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	6,457.4	6,597.1	7,027.2	7,773.4
순이익 (십억원)	543.8	388.4	497.8	588.0
EPS (adj) (원)	18,124	11,972	15,342	18,122
EPS (adj) growth (%)	7.3	(33.9)	28.2	18.1
EBITDA margin (%)	16.2	8.7	10.1	10.6
ROE (%)	41.4	23.0	24.9	24.3
P/E (adj) (배)	5.6	9.3	7.3	6.2
P/B (배)	2.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA (배)	4.8	8.4	6.8	5.9
Dividend yield (%)	1.9	1.9	1.9	1.9

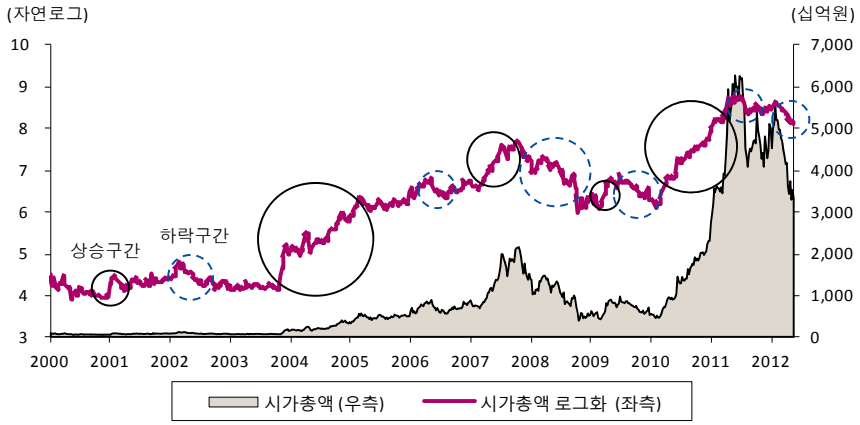
자료: 삼성증권 추정

주가 반등을 기대하게 하는 요소들

합성고무에 업황과 동사 이익에 대한 기대감이 낮아지며, 동사의 주가는 올해 2월 3일 이후 6월 5일까지 41.6% 하락하였다. 현재의 부진한 업황에서 추가적으로 악화될 여지가 점차 줄고 있다는 전제 아래, 이제 주가 반등이 언제인가에 관심이 모아지고 있다는 판단이다. 특히 여러 측면에서 주가의 반등을 짐작하게 하는 요소가 눈에 띈다. 단기적으로 이에 따른 주가 반등의 가능성이 있을 것으로 보인다.

1) 과거 주가의 상승과 하락 사례: 주가 상승의 드라이버를 찾기 위해 지난 10년간 상승 시기와 하락 시기를 각각 5개와 6개의 구간으로 나눈 뒤, 그 구간에서 코스피지수, 합성고무와 부타디엔이 어떻게 변화했는지를 살펴 보았다. 특징적인 점은 주가가 상승하는 시기는 합성고무(BR) 가격의 상승이나 합성고무-부타디엔(BR-BD) 스프레드의 확대와 같이 업황의 개선이 함께 했으나, 주가가 하락하는 시기는 설명력이 눈에 띄게 낮아졌다는 점이다. 2008년을 제외하면, 주가가 하락할 때에는 BR-BD 스프레드가 악화된 것은 사실이나 악화된 정도와 상관없이 주가는 약 40% 하락한 이후에 정체 또는 반등하였다. 이와 같은 관점에서 본다면, 2월 5일 이후 5월 11일까지 40.5% 하락한 이후 최근까지 등락을 반복하는 2012년 상황이 주가 하락 사이클의 일단락을 기대하게 하는 요인이다.

차트 1. 금호석유 주가 추이



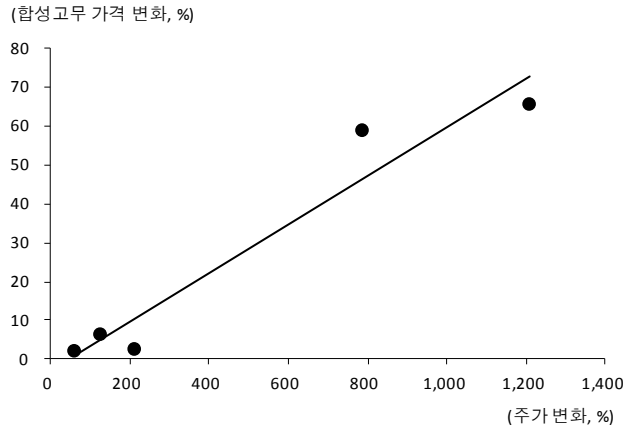
자료: 삼성증권

표 1. 주가의 주요 상승, 하락 구간

(%)	구간			변화율				
	시작	끝	기간 (개월)	주가	코스피 지수	합성고무 (BR) 가격	부타디엔 가격	BR-BD 스프레드*
상승	2001/01/05	2001/02/02	0.9	62.7	4.8	2.0	0.3	1.3
하락	2002/02/28	2002/07/26	4.9	(43.2)	(14.9)	7.9	117.7	(60.7)
상승	2003/10/24	2005/03/11	16.8	789.9	36.7	58.7	111.5	16.2
하락	2006/05/12	2006/08/04	2.8	(37.2)	(9.7)	4.6	15.8	(35.1)
상승	2007/03/02	2007/10/26	7.9	214.5	43.4	2.4	16.5	17.2
하락	2007/10/26	2008/10/24	12.1	(81.9)	(53.7)	120.1	64.8	8.9
상승	2009/03/06	2009/07/03	4.0	128.2	34.6	6.2	119.2	(23.1)
하락	2009/07/10	2009/12/30	5.8	(38.4)	17.8	48.2	48.1	16.6
상승	2010/02/05	2011/04/22	14.7	1,211.8	40.2	65.4	72.9	175.3
하락	2011/07/15	2011/08/19	1.2	(34.2)	(18.7)	2.6	(9.3)	(48.9)

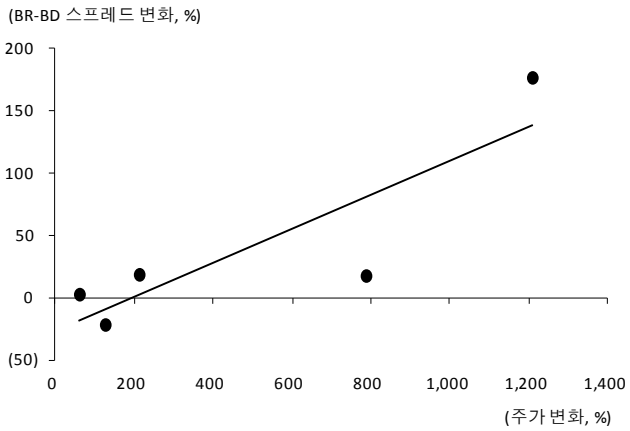
참고: * 부타디엔 1개월 래깅 반영
자료: KITA, Cischem, 삼성증권

차트 2. 주가 상승기의 합성고무(BR) 가격 변화 vs 주가 변화



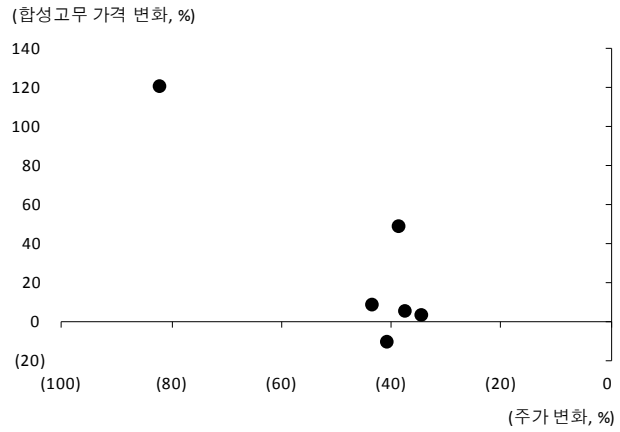
자료: KITA, Cischem, 삼성증권

차트 3. 주가 상승기의 BR-BD 스프레드 변화 vs 주가 변화



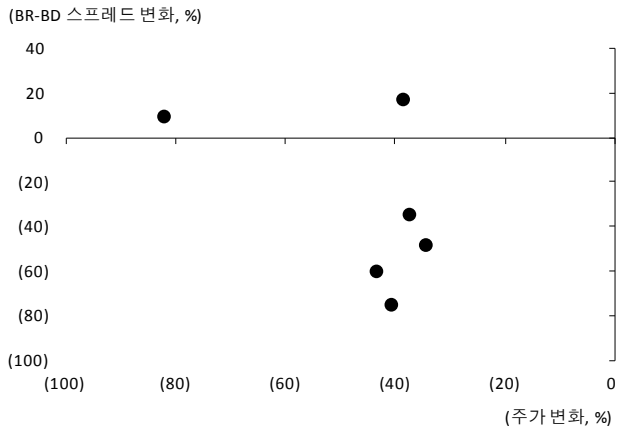
자료: KITA, Cischem, 삼성증권

차트 4. 주가 하락기의 합성고무(BR) 가격 변화 vs 주가 변화



자료: KITA, Cischem, 삼성증권

차트 5. 주가 하락기의 BR-BD 스프레드 변화 vs 주가 변화



자료: KITA, Cischem, 삼성증권

2) 감산 뉴스가 주는 긍정적인 시그널: 산업 내 감산, 혹은 가동률 조정에 관한 뉴스는 장기적으로 업황 개선에 긍정적인 영향을 준다. 특히 5월 이후 금호석유의 감산 뉴스는 선도업체의 감산이라는 점에서 더욱 영향력이 클 것으로 전망된다.

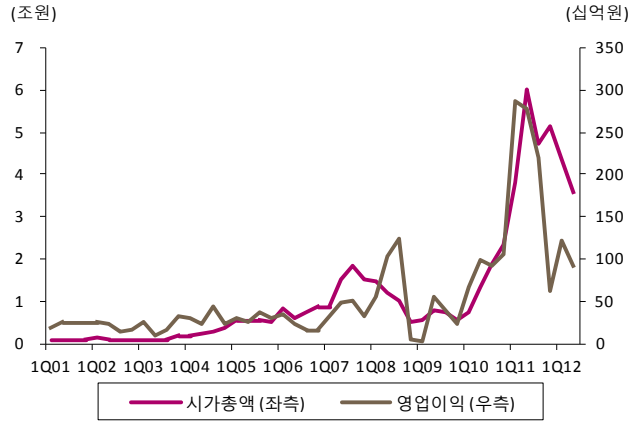
표 2. 동사의 합성고무와 관련된 감산 뉴스와 전후 주가 수익률

(%)	내용	이전 1개월 수익률	이후 1개월 수익률
05년 6월	SBR 감산	22.8	2.4
05년 8월	SBR 감산	(5.9)	5.7
06년 10월	BR 감산, SBR 정기보수	(11.1)	20.5
07년 3월	BR 정기보수 연기	23.0	27.9
08년 10월	합성고무 가동률 조정 검토	(61.2)	28.4
09년 3월	가동률 하향 조정	(22.9)	76.1
09년 8월	SBR, BR 감산	(5.8)	(4.8)
09년 11월	SBR, BR 감산	(18.9)	(1.3)
11년 4월	SBR, NBR 감산	53.1	16.1
11년 6월	BR 감산	2.8	1.6
11년 10월	합성고무 정기보수	9.6	(0.5)
11년 10월	합성고무 감산	3.7	(18.7)

자료: ICIS, Chemlocus, EBN, 삼성증권

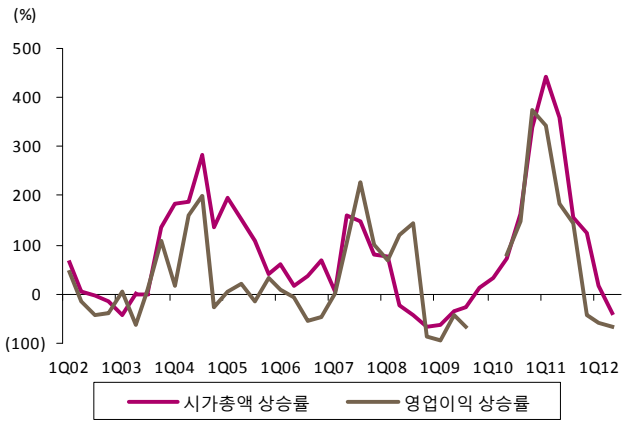
3) 영업이익 상승률의 저점은 올해 하반기: 주가의 가장 직접적인 드라이버는 영업이익이라고 할 수 있다. 특히 동사의 주가와 영업이익의 전년동기대비 상승률을 비교해 보면 상관관계를 더욱 명확히 확인할 수 있다. 전년동기대비 상승률이 호전될 것으로 보이는 2012년 4분기 이전에는 주가에도 변곡점이 나타날 것으로 기대된다.

차트 6. 시가총액과 영업이익



자료: 금호석유, 삼성증권

차트 7. 시가총액과 영업이익의 전년동기대비 상승률

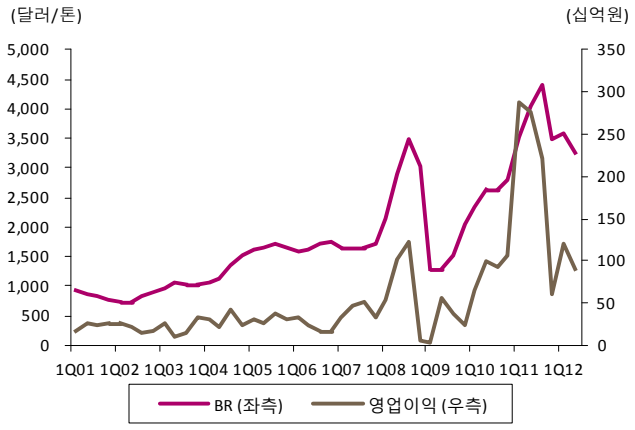


참고: 4Q09와 1Q10의 영업이익 상승률은 아웃라이어로 제외
자료: 금호석유, 삼성증권

합성고무 가격 반등이 주가 턴어라운드를 가늠하는 척도

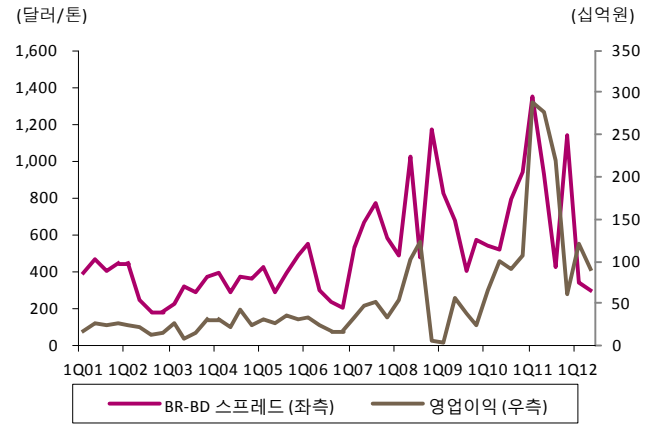
BR-BD 스프레드는 동사의 주요 제품과 원재료의 가격을 반영하였다는 점에서 동사 이익과 큰 상관관계가 있다. 그러나 2008년 이후에는 합성고무 스프레드보다 합성고무의 가격 트렌드가 동사의 이익을 더 잘 설명하고 있다. 그 이유는 2008년 이후 합성고무와 부타디엔의 가격 변동성이 심해지면서, 부타디엔 가격 폭락으로 인한 수치상의 스프레드 상승이 동사의 이익 개선으로 온전하게 반영되지 않는 상황이 종종 발생했기 때문이다. 결론적으로, 이익과 이에 따른 주가 회복을 기대하기 위해서는 합성고무의 가격 반등이 필요하다는 판단이다.

차트 8. BR가격과 영업이익



자료: KITA, 삼성증권

차트 9. BR-BD스프레드와 영업이익

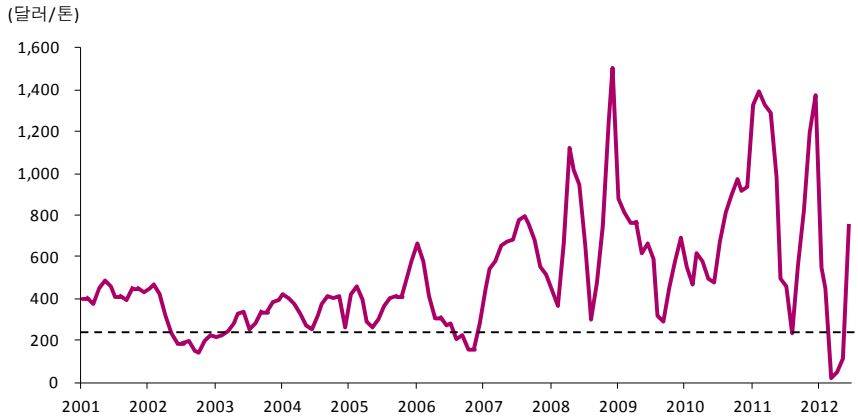


자료: KITA, Cischem, 삼성증권

부타디엔 가격의 하락: 합성고무 가격의 추가 하락이 불가피

과거 BR-BD 스프레드를 보면, 1개월 래깅 기준 250달러/톤 밑으로는 쉽게 떨어지지 않는 것을 볼 수 있다. 250달러보다 축소될 경우, 합성고무 업체들의 채산성이 맞지 않아 감산 등의 조정이 있기 때문이라고 판단된다. 그래서 역사적으로도 스프레드 250달러/톤 근처에서는 부타디엔 가격이 하락하며 스프레드가 회복하는 모습을 보여주었다. 올해 역시 3월 이후 BR가격의 완만한 하락에도 불구하고 부타디엔 가격이 폭락하며 스프레드가 확대되고 있다. 문제는 현재 약 1,000달러/톤까지 확대된 스프레드(1개월 래깅 비적용)가 유지될 수 있는 업황이 아니라는 점이다. 결국 합성고무 가격의 지속적인 하락이 불가피한 상황이며, 이에 따라 영업이익에도 부정적 영향을 미칠 것으로 보인다. 합성고무 가격의 반등을 위해서는 중국 타이어 수요의 회복, Commodity 가격의 인플레이션, 두 조건 중 하나가 필요하다고 판단된다. 그러나 두 조건 모두 현재 가시성이 매우 낮은 상황이다.

차트 10. BR-BD 스프레드의 저점



자료: KITA, Cischem, 삼성증권

표 3. BR-BD 스프레드의 저점 도달 이후 BR가격, BD가격, 주가 추이

(%)	스프레드	BR가격 변화		BD가격 변화		주가 변화	
	(달러/톤)	M+1	M+3	M+1	M+3	M+1	M+3
02년 10월	134	2.1	3.3	(1.6)	1.6	14.5	(6.2)
03년 7월	250	0.6	(1.3)	(7.2)	(16.1)	5.7	0.0
04년 5월	271	2.1	18.3	6.8	9.7	11.7	16.0
04년 12월	257	4.3	5.4	(1.5)	14.6	14.3	49.3
05년 5월	259	1.6	4.2	(4.2)	(5.5)	18.2	0.9
06년 10월	159	(1.7)	(9.9)	(13.1)	(31.1)	17.7	8.5
08년 2월	358	12.8	34.5	(1.5)	19.0	10.1	(7.1)
08년 8월	294	4.7	(9.4)	(6.1)	(77.0)	27.1	(37.4)
09년 9월	286	17.2	16.0	(11.5)	3.3	(15.9)	(26.3)
11년 8월	235	(1.5)	(25.0)	(16.9)	(55.0)	7.8	(6.7)
12년 3월	15	(7.9)	(21.1)	(10.5)	(45.3)	(20.8)	(25.4)

참고: M+1은 이후 30일, M+3은 이후 90일 변화율
자료: KITA, Cischem, 삼성증권

컨센서스는 충분히 조정되었으나 안전한 수준은 아님

동사의 2012년 EPS 추정치는 연초대비 38.7% 하락하였다. 이에 따라 당사가 이익의 척도로 사용하고 있는 Complex margin(주요 제품의 가중평균 스프레드)이나 GCM(단위 생산량당 공헌마진)을 기준으로 볼 때 현재의 컨센서스는 달성 가능한 수준까지 조정된 것으로 보인다. 하지만 여전히 실적 추정이 분기별 실적 개선을 가정하고 있기 때문에 안전한 수준은 아니라고 생각된다. 2분기 영업이익 역시 805억원 수준으로 시장 컨센서스를 다소 하회할 것으로 보이는데, 합성고무 부문에서 제품 가격이 지속적으로 하락하고 있는 반면, 부타디엔 투입단가가 예상보다 상승하였으며, 합성수지 부문 역시 계절적 성수기에도 불구 수요 위축이 지속되기 때문이다.

표 4. 2분기 실적 전망

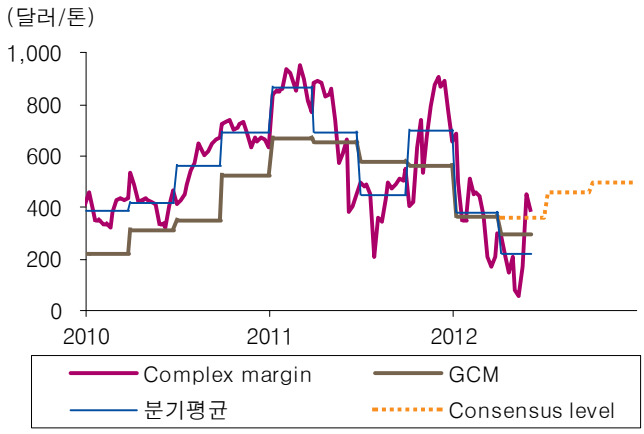
(십억원)	2Q12E	1Q12	2Q11	q-q	y-y
매출액	1,602.1	1,621.3	1,707.7	(1.2)	(6.2)
영업이익	80.5	129.4	276.1	(37.8)	(70.8)
세전이익	87.2	131.8	273.7	(33.8)	(68.1)
순이익	68.1	101.2	190.5	(32.8)	(64.3)
이익률 (%)					
영업이익	5.0	8.0	16.2		
세전이익	5.4	8.1	16.0		
순이익	4.2	6.2	11.2		

자료: 삼성증권 추정

차트 11. PER premium/discount 추이

참고: MSCI Korea 대비
자료: Datastream

차트 12. Earnings Indicator



자료: 삼성증권

Rock bottom 주가는 90,000원 수준

하반기에 이익의 완만한 회복세를 가정한 당사 추정치를 Base로 하여, 최악의 경우 부진했던 상반기가 하반기에도 지속될 시나리오, 최상의 경우 회복세를 시현한 하반기 실적을 바탕으로 연간 실적이 반영될 시나리오(하반기 실적의 두 배)를 바탕으로 동사의 적정 주가 민감도를 계산해 보았다. Base 기준으로 하면 현재 주가는 P/E 9.3배에 거래되고 있으며, 최악의 경우 8배 수준에 거래된다고 하더라도, (코스피 지수 1950기준 P/E 10배에서 20% 할인) 90,000원 이상은 유지할 수 있을 것이라고 추정된다. 현실적으로는 현 주가와 90,000원 사이에서 Bottom 가격이 형성될 것으로 예상한다.

표 5. 적정 주가 민감도

P/E		Low	Base	High
영업이익 (십억원)		449	477	505
	13.0	145,714	156,769	168,466
	12.0	134,506	144,710	155,507
	11.0	123,297	132,651	142,548
1yr forward P/E	10.0	112,088	120,591	129,589
	9.0	100,879	108,532	116,630
	8.0	89,670	96,473	103,671
	7.0	78,462	84,414	90,713

참고: 연간 영업이익에 대한 가정; 1)Base (삼성 추정치), 2)Low(2012년상반기 실적의 2배), 3)High (2012년 하반기 실적의 2배)
자료: 삼성증권 추정

표 6. 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2011	2012E	2013E
매출액	1,600.2	1,707.7	1,660.3	1,489.2	1,621.3	1,602.1	1,714.3	1,659.4	6,457.4	6,597.1	7,027.2
영업이익	286.4	276.1	219.2	60.4	129.4	80.5	142.2	121.2	842.2	473.4	605.8
세전이익	277.8	273.7	140.9	70.4	131.8	87.2	148.9	132.1	762.8	500.1	639.4
순이익	207.3	190.5	94.6	51.4	101.2	68.1	116.2	103.1	543.8	388.5	497.5
이익률 (%)											
영업이익	17.9	16.2	13.2	4.1	8.0	5.0	8.3	7.3	13.0	7.2	8.6
세전이익	17.4	16.0	8.5	4.7	8.1	5.4	8.7	8.0	11.8	7.6	9.1
순이익	13.0	11.2	5.7	3.5	6.2	4.2	6.8	6.2	8.4	5.9	7.1

자료: 삼성증권 추정

표 7. 목표주가 산정

(원)	2012E
EPS	11,972
Target P/E (배)	11
적정 가치	131,688
목표주가	130,000
현 주가	106,000
상승 여력 (%)	22.6

자료: 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	**5,719**	**6,457**	**6,597**	**7,027**	**7,773**
매출원가	4,747	5,410	5,950	6,245	6,898
매출총이익	**971**	**1,047**	**647**	**782**	**876**
(매출총이익률, %)	17.0	16.2	9.8	11.1	11.3
판매 및 일반관리비	317	208	209	222	245
영업이익	**665**	**842**	**473**	**606**	**708**
(영업이익률, %)	11.6	13.0	7.2	8.6	9.1
순금융이익	(134)	(131)	(68)	(67)	(59)
순외환이익	1	0	0	0	0
순지분법이익	141	0	70	84	87
기타	49	48	24	17	20
세전이익	**722**	**758**	**500**	**640**	**756**
법인세	174	215	112	142	168
(법인세율, %)	24.1	28.3	22.3	22.2	22.2
순이익	537	544	388	498	588
(순이익률, %)	9.4	8.4	5.9	7.1	7.6
영업순이익*	**341**	**506**	**259**	**375**	**502**
(영업순이익률, %)	6.0	7.8	3.9	5.3	6.5
EBITDA	1,035	1,044	574	713	820
(EBITDA 이익률, %)	18.1	16.2	8.7	10.1	10.6
EPS (원)	20,612	18,124	11,972	15,342	18,122
수정 EPS (원)**	16,886	18,124	11,972	15,342	18,122
주당배당금 (보통, 원)	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주당배당금 (우선, 원)	1,050	2,050	2,050	2,050	2,050
배당성향 (%)	4.9	11.1	16.8	13.1	11.1

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동에서의 현금흐름	**560**	**670**	**449**	**316**	**384**
순이익	537	544	388	498	588
유 · 무형자산 상각비	179	155	6	6	6
순외환관련손실 (이익)	2	4	(6)	(26)	(58)
지분법평가손실 (이익)	(4)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	**547**	**1,057**	**332**	**435**	**462**
순운전자본감소 (증가)	13	(196)	81	(73)	(110)
기타	117	(95)	0	(0)	0
투자활동에서의 현금흐름	**(169)**	**(246)**	**(108)**	**(199)**	**(241)**
설비투자	(274)	(291)	(217)	(370)	(360)
Free cash flow	**286**	**379**	**231**	**(54)**	**24**
투자자산의 감소(증가)	114	45	93	147	74
(배당금***)					
기타	(9)	0	16	24	45
재무활동에서의 현금흐름	**(312)**	**(69)**	**(513)**	**(79)**	**(23)**
차입금의 증가(감소)	(229)	(51)	223	672	741
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	(13)	(23)	(56)	(56)	(56)
기타	(70)	5	(680)	(695)	(708)
현금증감	**(20)**	**354**	**(172)**	**38**	**119**
기초현금	228	151	505	333	371
기말현금	208	505	333	371	490

참고: * 일회성 항목 제외
** 완전 희석, 일회성 항목 제외
*** 지분법증권으로부터의 배당
자료: 금호석유, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	**1,435**	**2,058**	**1,925**	**2,071**	**2,371**
현금 및 현금등가물	208	505	333	371	490
매출채권	594	887	776	878	972
재고자산	517	582	733	740	818
기타	117	84	83	82	90
비유동자산	**2,960**	**2,656**	**2,765**	**2,985**	**3,270**
투자자산	625	683	589	442	369
(지분법증권)	57	270	270	270	270
유형자산	2,142	1,922	2,140	2,510	2,870
무형자산	51	35	33	32	30
기타	141	16	3	1	1
자산총계	**4,395**	**4,714**	**4,690**	**5,056**	**5,640**
유동부채	**2,206**	**2,713**	**2,358**	**2,304**	**2,378**
매입채무	427	428	550	586	648
단기차입금	526	788	803	856	946
기타 유동부채	1,252	1,498	1,005	862	784
비유동부채	**1,121**	**444**	**514**	**564**	**614**
사채 및 장기차입금	1,024	365	435	485	535
기타 장기부채	97	79	79	79	79
부채총계	**3,327**	**3,157**	**2,872**	**2,868**	**2,992**
자본금	142	167	167	167	167
자본잉여금	90	265	265	265	265
이익잉여금	447	1,047	1,325	1,697	2,147
기타	170	(32)	(104)	(175)	(247)
비지배주주지분	220	109	164	234	316
자본총계	**1,069**	**1,557**	**1,818**	**2,188**	**2,648**
순부채	2,187	1,743	1,508	1,540	1,559
주당장부가치 (원)	34,894	50,631	58,096	68,921	82,515

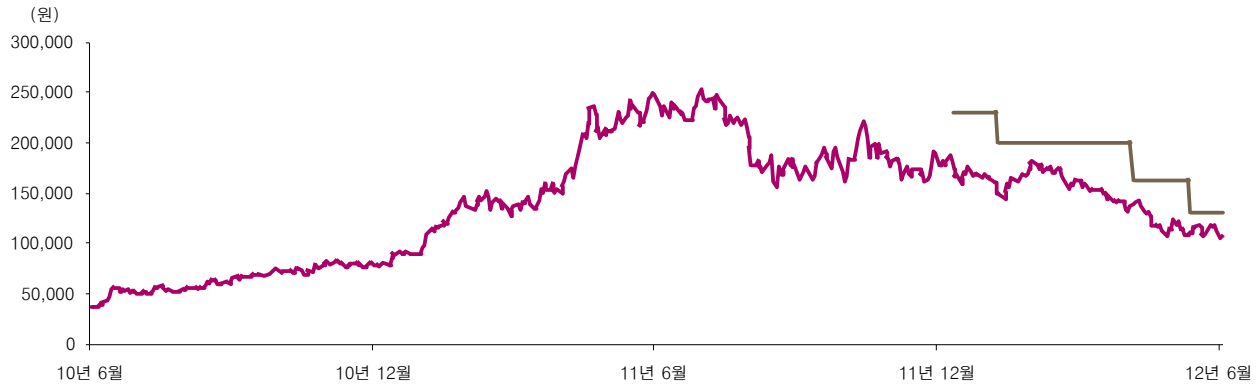
재무비율

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
증감률 (%)					
매출액	(17.1)	12.9	2.2	6.5	10.6
영업이익	502.1	26.7	(43.8)	28.0	16.9
세전이익	흑전	5.1	(34.1)	28.0	18.1
순이익	흑전	1.3	(28.6)	28.2	18.1
영업순이익*	흑전	48.5	(48.9)	45.0	33.8
EBITDA	458.1	19.7	(39.1)	28.2	16.9
수정 EPS**	흑전	0	(40)	45	34
비율 및 회전					
ROE (%)	61.6	41.4	23.0	24.9	24.3
ROA (%)	8.1	11.9	8.3	10.2	11.0
ROIC (%)	15.5	18.3	11.1	12.6	13.1
순부채비율 (%)	204.6	112.0	82.9	70.4	58.8
이자보상배율 (배)	6.0	6.3	7.3	9.4	11.8
매출채권 회수기간 (일)	54.8	41.9	46.0	43.0	43.4
매입채무 결재기간 (일)	44.2	24.2	27.1	29.5	29.0
재고자산 보유기간 (일)	47.7	31.0	36.4	38.2	36.6
Valuations (배)					
P/E	2.6	5.6	9.3	7.3	6.2
P/B	1.4	2.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	3.4	4.8	8.4	6.8	5.9
EV/EBIT	4.1	5.7	8.5	6.9	6.0
배당수익률 (보통, %)	0.9	1.9	1.9	1.9	1.9

■ Compliance Notice

- 당사는 6월 5일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 6월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 6월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2011/12/13	2012/1/13	3/8	4/7	5/15
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
TP (원)	230,000	200,000	187,000	163,000	130,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY★★★ (매수★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~-30%
SELL★★★ (매도★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★★☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상