NH투자증권

포스코퓨처엠 (003670.KS)

첩첩산중

주요 고객인 GM의 재고 부담으로 하반기 N86 판매는 둔화 불가피. 음극재 역시 2026년까지 FEOC 규제 적용이 유예돼 당장 동사의 음극재를 조달해야 할 이유가 줄어들어 단기 판매 부진 예상됨

Analyst 주민우
02)2229-6167, minwoo.ju@nhqv.com
RA 양정현
02)768-7714, yjh5481@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

첩첩산중

투자의견 Buy 유지하나, 목표주가 29만원으로 19% 하향. 전방 시장 부진을 감안한 에너지소재(양극재+음극재)실적 하향을 반영한 결과

주요 전방 고객인 GM은 전기차 판매가 예상을 밑돈 탓에 재고 부담이 존재하는 상황(1H24 도매판매 7.5만대 vs 소매판매 3.8만대). 고객사의 선제적인 재고조정이 예상되는바 N86 판매 둔화 예상. 천연음극 역시 전방 수요 부진으로 2H24 판매 둔화가 예상되고, 인조음극은 생산 라인 안정화 및 원가 구조 개선에 시간이 필요해 단기 적자 지속 불가피. 미국 OEM 입장에서는 2026년까지 흑연음극재에 대한 FEOC 규제 적용을 면제받게 돼 동사의 음극재를 급하게 조달해야 할 이유가 줄어든 것도 아쉬운 부분

2Q24 review: 일시적 부진과 구조적 부진이 혼재

2Q24 매출액은 0.9조원(-23% y-y, -20% q-q), 영업이익은 27억원(-95% y-y, OPM +0.3%)으로 컨센서스 크게 하회. POSCO의 고로 개수 영향으로 기초소재(내화물+라임+화성) 실적이 크게 둔화된 영향. 에너지소재(양극재+음극재)는 양산개시를 앞두고 인조음극의 평가손실이 186억원 반영되며 음극재 중심의 부진 기록. 양극재는 N65 판매가 크게 감소하며 볼륨은 -18% q-q, 판가는 메탈가격을 반영해 -13% q-q 변동. 다만 재고평가 손실 환입(190억원 추정)되며 손익은 한자리 초반의 흑자 유지. 환입 제거하면 BEP로 추정. 인조음극은 경쟁사들과의 원가 격차 축소, 라인 안정화까지 다소 시간이 소요될 것으로 보여 당분간 소폭의 적자 기조 유지될 전망

포스코퓨처엠 2분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P					3Q24E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	1,193	1,286	1,146	1,138	915	-23	-20	951	1,036	967
영업이익	52	37	-74	38	3	-95	-93	23	19	23
영업이익률	*4.4*	*2.9*	*-6.4*	*3.3*	*0.3*			*2.4*	*1.8*	*2.3*
세전이익	52	27	-145	31	-7	적전	적전	0	2	-6
(지배)순이익	43	22	-75	60	-9	적전	적전	0	1	-6

자료: 포스코퓨처엠, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가	**290,000원 (하향)**
현재가 (24/07/25)	**226,000원**
업종	**전기전자**
KOSPI / KOSDAQ	2710.65 / 797.29
시가총액(보통주)	17,506.7십억원
발행주식수(보통주)	77.5백만주
52주 최고가('23/07/25)	598,000원
최저가('24/07/25)	226,000원
평균거래대금(60일)	81,264백만원
배당수익률(2024E)	0.11%
외국인지분율	9.4%
주요주주	
포스코홀딩스 외 4 인	62.5%
국민연금공단	5.6%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-19.4	-10.0	-62.2
상대수익률 (%p)	-21.9	-17.9	-63.2

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	4,760	3,995	4,596	6,012
증감률	*44.2*	*-16.1*	*15.1*	*30.8*
영업이익	36	72	146	303
증감률	*-78.4*	*101.6*	*101.5*	*108.1*
영업이익률	*0.8*	*1.8*	*3.2*	*5.0*
(지배지분)순이익	29	44	57	154
EPS	371	564	737	1,983
증감률	*-75.7*	*52.1*	*30.6*	*169.2*
PER	968.2	400.7	306.8	114.0
PBR	11.8	7.4	7.2	6.9
EV/EBITDA	176.1	89.9	69.4	45.0
ROE	1.2	1.8	2.4	6.2
부채비율	142.6	185.8	260.5	275.6
순차입금	2,484	3,840	5,635	6,326

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

포스코퓨처엠은 내화물 및 축로를 생산·판매하는 기업으로 1963년 설립된 포스코의 전문 계열사. 2023년 매출액은 연결 기준 4조7,599억원(+44.2% y-y)이며, 사업 부문은 내화물제조 및 로재정비, 2차전지 소재, 침상/피치코크스제조 등으로 구성. 현재 2차전지 음극재와 양극재 공장 증설을 진행 중이며 생산능력은 2026년까지 양극재 39.5만톤, 음극재 11.3만톤으로 확대할 계획. 2차전지 배터리 수요 확대에 따른 매출액 및 이익의 고성장 전망

Share price drivers/Earnings Momentum

- EV산업의 폭발적인 성장과 이차전지 소재 수요 급증
- 적극적인 투자를 통한 국내외 생산 능력 확대
- 2차전지 소재 사업의 가파른 이익 증가

Downside Risk

- 소재 금속의 가격 하락으로 인한 제품 가격 하락
- 계획대비 생산능력 확충 지연
- 경쟁 심화로 인한 수익성 훼손

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
BYD	17.9	14.5	3.7	3.1	20.9	21.1
Ningbo ShanShan	14.0	10.2	0.7	0.6	4.7	6.2
Shanghai Putailai	10.4	8.4	1.3	1.2	12.7	13.7
Umicore	12.2	11.9	0.9	0.9	7.3	7.3
에코프로비엠	882.7	57.8	12.4	10.4	1.4	17.9

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	117.9	968.2	400.7	306.8	114.0
PBR	5.6	11.8	7.4	7.2	6.9
PSR	4.2	5.8	4.4	3.8	2.9
ROE	4.9	1.2	1.8	2.4	6.2
ROIC	5.2	-1.7	1.5	1.6	2.5

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

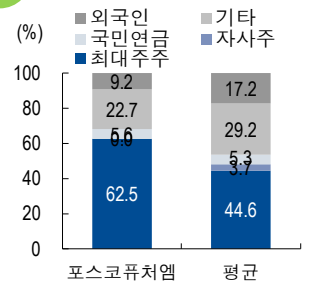
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**1,221**	**1,118**	**1,197**	**1,384**	**1,484**	**1,566**	**1,990**	**3,302**	**4,760**
영업이익	56	85	104	106	90	60	122	166	36
영업이익률(%)	*4.6*	*7.6*	*8.7*	*7.7*	*6.1*	*3.8*	*6.1*	*5.0*	*0.8*
세전이익	46	65	126	177	113	35	146	134	-16
순이익	**32**	**45**	**104**	**133**	**101**	**30**	**134**	**122**	**4**
지배지분순이익	**35**	**44**	**104**	**132**	**101**	**30**	**134**	**118**	**29**
EBITDA	71	100	118	123	134	125	203	258	173
CAPEX	29	23	59	101	309	243	552	659	1352
Free Cash Flow	33	62	-4	-16	-246	-204	-449	-720	-1,797
EPS(원)	556	703	1,666	2,126	1,589	461	1,763	1,527	371
BPS(원)	8,528	9,048	10,366	12,057	15,540	15,589	30,845	31,899	30,340
DPS(원)	190	285	333	380	380	285	300	300	250
순차입금	-111	-176	-159	-117	368	597	916	1,075	2,484
ROE(%)	6.7	8.0	17.2	19.0	11.6	3.0	7.9	4.9	1.2
ROIC(%)	12.4	18.2	26.3	25.0	10.4	4.3	5.3	5.2	-1.7
배당성향(%)	34.2	40.6	20.0	17.9	24.1	61.9	17.3	19.6	67.4
배당수익률(%)	1.5	2.5	0.9	0.6	0.8	0.3	0.2	0.2	0.1
순차입금 비율(%)	-20.6	-31.0	-24.3	-15.5	36.6	58.3	37.6	40.5	95.1

자료: 포스코퓨처엠, NH투자증권 리서치본부

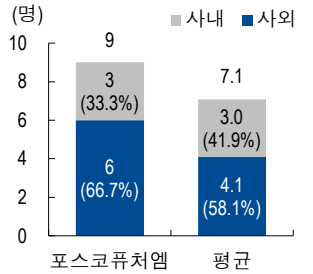
ESG Index & Event

G

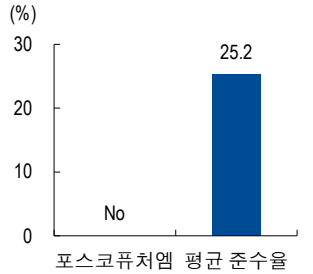
주주 구성



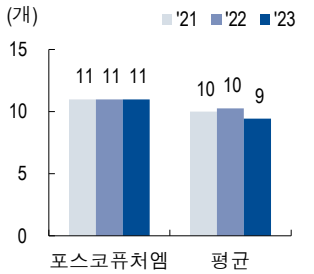
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



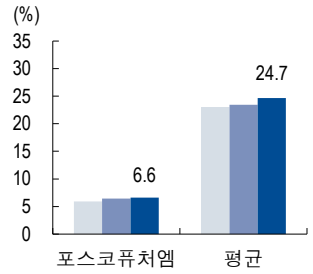
기업지배구조 핵심지표 준수



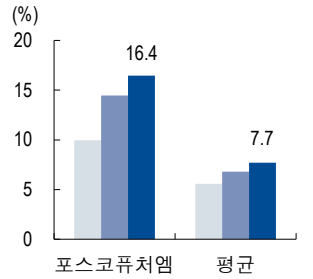
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 포스코퓨처엠, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

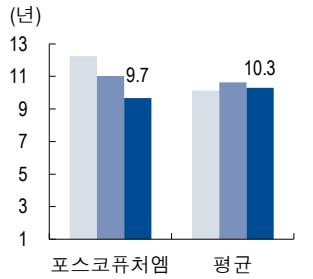
여성 임직원 비율



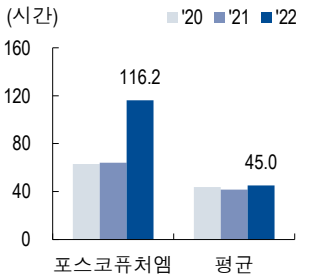
계약직 비율



근속연수



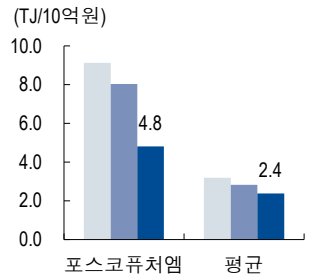
인당 교육시간



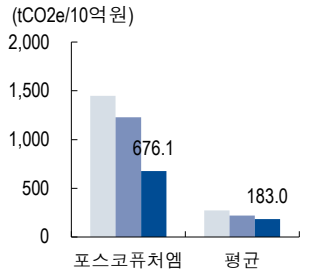
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 포스코퓨처엠, NH투자증권 리서치본부

E

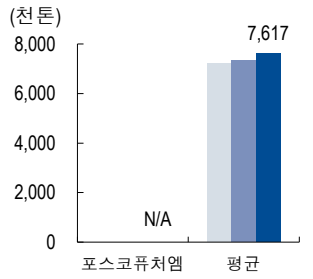
에너지 사용량



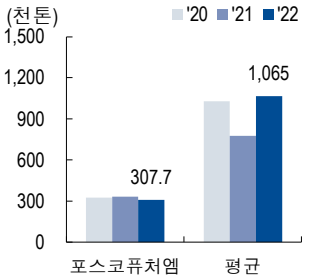
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 포스코퓨처엠, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2019.6	- 포스코케미칼, 폐배터리 재활용 사업 검토 보도
	2020.2	- OCI와 과산화수소 생산 합작 법인 설립 계약
S	2020.3	- 금품청산, 임금지급, 임산부의 보호, 취업규칙의 작성·신고, 근로자파견사업의 허가, 산업안전보건법의 적용에 관한 특례 사항 등 항목 위반으로 고용노동부로부터 경고 처분
	2021.4	- 포항대학교와의 지역경제 발전을 위한 공동협력, 공동프로젝트 수행, 교육 프로그램 지원 등을 위한 MOU 체결
G	2019.5	- 휘닉스소재, 대구지방법원 포항지원에 포스코 ESM 주식매수가액 산정 결정에 대한 소송 제기
	2021.3	- 사외이사 수 2명에서 3명으로 확대

자료: 포스코퓨처엠, NH투자증권 리서치본부

표1. 포스코퓨처엠 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	4,760	3,995	4,596	6,011.8
	- 수정 전		4,455	5,678	7,522.3
	- 변동률		-10.3	-19.1	-20.1
영업이익	- 수정 후	35.9	72.3	145.8	303.4
	- 수정 전		141.6	265.4	432.8
	- 변동률		-48.9	-45.1	-29.9
영업이익률(수정 후)		*0.8*	*1.8*	*3.2*	*5.0*
EBITDA		173.5	240.5	337.5	535.6
(지배지분)순이익		28.7	43.7	57.1	153.6
EPS	- 수정 후	371	564	737	1,983
	- 수정 전		1,146	2,045	3,424
	- 변동률		-50.8	-64.0	-42.1
PER		968.2	400.7	306.8	114.0
PBR		11.8	7.4	7.2	6.9
EV/EBITDA		176.1	89.9	69.4	45.0
ROE		1.2	1.8	2.4	6.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 포스코퓨처엠 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24F	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	**1,135**	**1,193**	**1,286**	**1,146**	**1,138**	**915**	**967**	**973**	**4,760**	**3,995**	**4,596**	**6,012**
(%, q-q)	45.4%	5.1%	7.8%	-10.9%	-0.6%	-19.6%	5.7%	0.6%				
(%, y-y)	70.8%	48.5%	22.1%	46.8%	0.3%	-23.3%	-24.8%	-15.1%	44.2%	-16.1%	15.1%	30.8%
내화물 연결	145	146	122	130	141	129	139	141	543	550	579	613
라임,화성 연결	211	205	211	229	215	193	203	209	857	820	845	844
에너지소재	780	843	953	787	782	594	626	625	3,362	2,626	3,173	4,556
양극재	712	786	902	741	732	543	584	585	3,141	2,445	2,909	4,055
천연 음극재	68	56	52	46	49	50	41	40	222	181	232	318
인조 음극재			0	0	0	0	0	0	0	0	33	139
실리콘 첨가제					0	0	0	0		0	0	44
연결조정	0	0	0	1	0	0	0	1	2	2	2	2
영업이익	**20**	**52**	**37**	**-74**	**38**	**3**	**23**	**9**	**36**	**72**	**146**	**303**
(%, q-q)	512.1%	157.4%	-28.8%	적전	흑전	-92.8%	723.3%	-59.4%				
(%, y-y)	-20.7%	-5.6%	-54.6%	적전	87.1%	-94.7%	-39.3%	흑전	-78.4%	101.6%	101.5%	108.1%
영업이익률	1.8%	4.4%	2.9%	-6.4%	3.3%	0.3%	2.3%	0.9%	0.8%	1.8%	3.2%	5.0%
세전이익	51	52	27	-145	31	-7	-6	-2	-16	16	71	189
지배주주순이익	39	43	22	-75	60	-9	-6	-2	29	44	57	154

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 포스코퓨처엠 DCF 밸류에이션 테이블 (단위: 십억원, %)

	2024E	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
매출액	**3,995**	**4,596**	**6,012**	**7,906**	**10,117**	**12,253**	**14,442**
y-y	-16.1%	15.1%	30.8%	31.5%	28.0%	21.1%	17.9%
영업이익	**72**	**146**	**303**	**471**	**589**	**722**	**867**
영업이익률	1.8%	3.2%	5.0%	6.0%	5.8%	5.9%	6.0%
당기순이익	**39**	**57**	**151**	**275**	**381**	**498**	**614**
세율	-145.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
NOPLAT[영업이익x(1-t)]	**177**	**117**	**243**	**377**	**471**	**578**	**694**
-감가상각비	168	192	232	294	192	404	437
-Capex	2,000	1,900	1,000	300	200	200	200
-운전자본 변동	773	-47	-48	205	-4	162	324
FCFF	**-882**	**-1,639**	**-573**	**576**	**459**	**944**	**1,255**
가중평균자본비용(WACC)	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
NPV of FCFF	-481						
NPV of TV	26,515						
EV	26,034						
순차입금	3,840						
주주가치	22,194						
주식수(백만주)	77						
주당주가	286,508						
목표주가	**290,000**						
현재주가	226,000						
상승여력 (%)	28.3%						

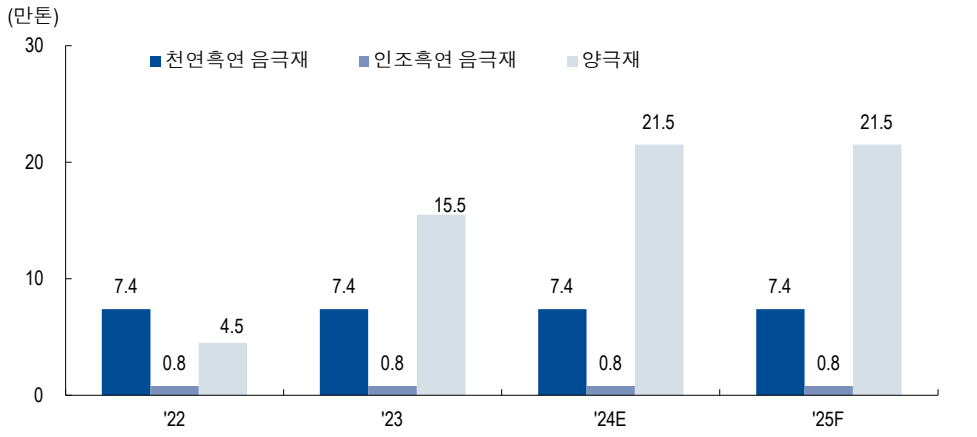
주: 자기자본비용 14.2%(무위험수익률 3.5%, 베타 2.05, 시장 위험프리미엄 5.2%), 타인자본비용 3.2%, 가중평균자본비용 5.8%, 영구성장률 1.0% 가정
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. WACC, 영구성장률 가정에 따른 시가총액 시나리오 분석 (단위: 십억원)

구분		가중평균자본비용(WACC)		
		5.3%	5.8%	6.3%
영구성장률	0.5%	22,063	19,564	17,498
	1.0%	25,291	22,194	19,683
	1.5%	29,373	25,438	22,325
	2.0%	34,700	29,539	25,584

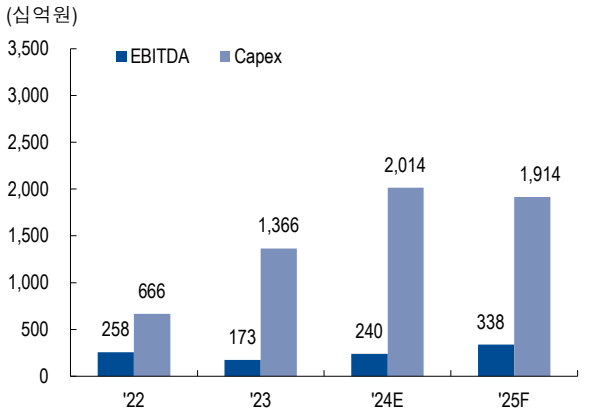
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 포스코퓨처엠 생산능력 전망



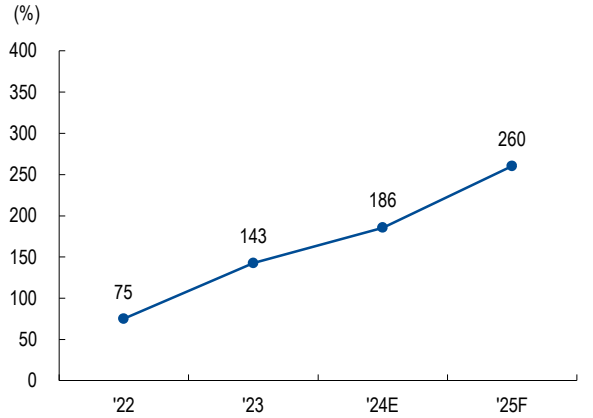
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. EBITDA vs Capex 비교



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 부채비율



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**4,760**	**3,995**	**4,596**	**6,012**
증감률 (%)	44.2	-16.1	15.1	30.8
매출원가	**4,503**	**3,719**	**4,224**	**5,408**
매출총이익	**257**	**275**	**372**	**603**
Gross 마진 (%)	5.4	6.9	8.1	10.0
판매비와 일반관리비	221	203	226	300
영업이익	**36**	**72**	**146**	**303**
증감률 (%)	-78.4	101.6	101.5	108.1
OP 마진 (%)	0.8	1.8	3.2	5.0
EBITDA	**173**	**240**	**338**	**536**
영업외손익	**-52**	**-68**	**-75**	**-115**
금융수익(비용)	28	-54	-70	-110
기타영업외손익	-49	-13	-13	-13
종속, 관계기업관련손익	-31	-1	8	8
세전계속사업이익	**-16**	**16**	**71**	**189**
법인세비용	**-21**	**-6**	**14**	**38**
계속사업이익	4	10	57	151
당기순이익	**4**	**39**	**57**	**151**
증감률 (%)	-96.4	781.7	44.8	166.8
Net 마진 (%)	0.1	1.0	1.2	2.5
지배주주지분 순이익	29	44	57	154
비지배주주지분 순이익	-24	-5	0	-3
기타포괄이익	-20	0	0	0
총포괄이익	-16	39	57	151

Valuations/profitability/stability

	2023/12	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	968.2	400.7	306.8	114.0
PBR(X)	11.8	7.4	7.2	6.9
PCR(X)	100.4	59.2	45.1	29.9
PSR(X)	5.8	4.4	3.8	2.9
EV/EBITDA(X)	176.1	89.9	69.4	45.0
EV/EBIT(X)	851.5	298.8	160.6	79.4
EPS(W)	371	564	737	1,983
BPS(W)	30,340	30,738	31,222	32,921
SPS(W)	61,447	51,568	59,329	77,608
자기자본이익률(ROE, %)	1.2	1.8	2.4	6.2
총자산이익률(ROA, %)	0.1	0.6	0.7	1.5
투하자본이익률 (ROIC, %)	-1.7	1.5	1.6	2.5
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1
배당성향(%)	67.4	44.3	33.9	12.6
총현금배당금(십억원)	19	19	19	19
보통주 주당배당금(W)	250	250	250	250
순부채(현금)/자기자본(%)	95.1	145.0	209.9	224.6
총부채/자기자본(%)	142.6	185.8	260.5	275.6
이자발생부채	3,130	4,429	6,291	6,966
유동비율(%)	172.7	100.5	111.5	99.5
총발행주식수(mn)	77	77	77	77
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	359,000	226,000	226,000	226,000
시가총액(십억원)	27,809	17,507	17,507	17,507

Statement of financial position

(십억원)	2023/12	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	390	282	262	121
매출채권	758	1,093	1,575	2,271
유동자산	**2,412**	**1,634**	**1,893**	**1,953**
유형자산	3,359	5,457	7,175	7,952
투자자산	291	277	293	310
비유동자산	**3,923**	**5,933**	**7,787**	**8,626**
자산총계	**6,335**	**7,566**	**9,679**	**10,579**
단기성부채	816	1,149	1,010	1,185
매입채무	262	336	462	525
유동부채	**1,396**	**1,625**	**1,698**	**1,963**
장기성부채	2,314	3,280	5,280	5,780
장기충당부채	8	12	18	25
비유동부채	**2,327**	**3,293**	**5,296**	**5,799**
부채총계	**3,723**	**4,918**	**6,994**	**7,762**
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,457	1,457	1,457	1,457
이익잉여금	998	1,004	1,041	1,172
비지배주주지분	261	267	267	267
자본총계	**2,611**	**2,648**	**2,685**	**2,817**

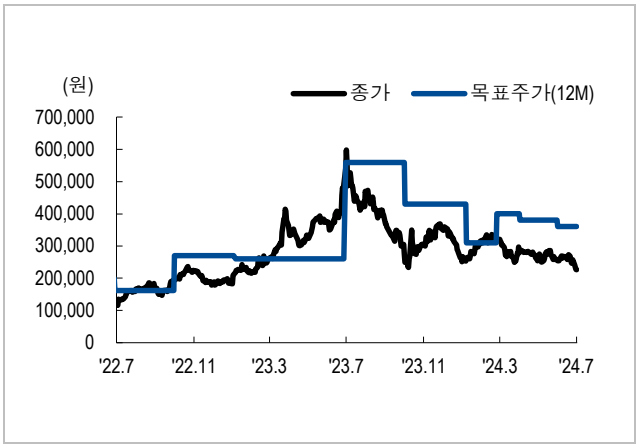
Cash flow statement

(십억원)	2023/12	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**-445**	**750**	**45**	**270**
당기순이익	4	39	57	151
+ 유/무형자산상각비	138	168	192	232
+ 종속, 관계기업관련손익	31	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-6	-3	-25	-23
Gross Cash Flow	277	296	388	585
- 운전자본의증가(감소)	-616	-662	-936	-1,466
투자활동 현금흐름	**-1,031**	**-2,005**	**-1,905**	**-1,005**
+ 유형자산 감소	1	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-1,352	-2,000	-1,900	-1,000
+ 투자자산의매각(취득)	-27	14	-17	-17
Free Cash Flow	-1,797	-1,250	-1,855	-730
Net Cash Flow	-1,476	-1,255	-1,861	-736
재무활동현금흐름	**1,592**	**1,077**	**1,605**	**380**
자기자본 증가	3	0	0	0
부채증감	1,589	1,077	1,605	380
현금의증가	108	-108	-20	-140
기말현금 및 현금성자산	390	282	262	121
기말 순부채(순현금)	2,484	3,840	5,635	6,326

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.07.26	Buy	290,000원(12개월)		
2024.06.25	Buy	360,000원(12개월)	-28.9%	-24.2%
2024.04.26	Buy	380,000원(12개월)	-28.7%	-24.7%
2024.03.20	Buy	400,000원(12개월)	-28.6%	-19.9%
2024.02.01	Buy	310,000원(12개월)	-2.2%	8.4%
2023.10.25	Buy	430,000원(12개월)	-28.6%	-14.4%
2023.09.12	Buy	560,000원(12개월)	-36.2%	-26.6%
2023.07.25	Hold	560,000원(12개월)	-32.4%	6.8%
2023.01.30	Buy	260,000원(12개월)	21.9%	108.5%
2022.10.25	Buy	270,000원(12개월)	-25.1%	-12.6%
2022.07.22	Buy	162,000원(12개월)	-1.1%	20.1%

포스코퓨처엠 (003670.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 6월 30일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.9%	14.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '포스코퓨처엠'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.