NH투자증권

S-Oil (010950.KS)

연간 견조한 이익 창출능력 지속될 것

투자의견 Buy 및 목표주가 93,000원 유지. 2분기 높아진 유가가 정제마진 약세 영향을 상쇄할 것. 하반기에는 휘발유와 난방 수요 성수기 등 계절적 요인으로 인한 정제마진 강세로 연간 견조한 실적 지속될 전망

Analyst 최영광
02)2229-6755, yk.choi@nhqv.com

하반기 정제마진 반등 전망

투자의견 Buy 및 목표주가 93,000원 유지. 정제마진 하락세 반영해 2024년 영업이익 전망치를 약 7% 하향했으나, 유가 강세로 인한 비교기업들의 주가 상승을 반영해 정유 부문 타깃 멀티플을 기존 5.5배에서 5.9배로 상향

정제마진은 3월부터 하락세. 특히 등경유가 계절적 비수기 진입하며 정제마진 하락을 견인 중. 2분기 정제마진 약세 예상하나, 유가 상승으로 큰 폭의 재고평가이익 발생 예상. 다만, 현재 글로벌 석유제품 재고 수준은 낮은 상황으로 3분기에는 휘발유, 4분기에는 등경유 성수기 진입 및 계절성(정기보수 및 한파 등에 따른 공급 차질) 영향으로 하반기에는 정제마진 재차 강세 전망

정제마진이 견인한 1분기 실적, 2분기에는 유가가 견인할 것

1분기 영업이익은 전분기 대비 상승한 정제마진 영향으로 4,541억원(흑자 전환 q-q, 영업이익률 4.9%) 기록. 전분기 대비 크게 개선됐으나, 당사 추정치 및 시장 컨센서스는 하회했는데, 예상보다 가파른 정제마진 조정 및 윤활 부문 영업이익(1,557억원) 약세 영향. 이는 급격한 윤활기유 원재료 가격 상승 영향으로, 높아진 원가는 2분기부터 점차 제품 가격에 반영되며 이익 개선될 것

2분기 영업이익 4,473억원(영업이익률 4.5%)으로 1분기와 유사한 영업이익 기록할 전망. 유가 상승 폭 둔화로 래깅 정제마진은 크게 감소하겠으나, 1분기 대비 높아진 유가로 재고평가이익이 1분기 175억원에서 2분기 1,828억원으로 크게 확대되며 정제마진 하락으로 인한 이익 감소 폭을 방어할 것

S-Oil 1분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P					2Q24E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	9,308	2.5	-5.3	9,335	9,609	9,862
영업이익	516	36	859	-56	454	-11.9	흑전	548	497	447
영업이익률	*5.7*	*0.5*	*9.5*	*-0.6*	*4.9*			*5.9*	*5.2*	*4.5*
세전이익	355	-34	737	74	227	-36.0	208.6	451	433	351
(지배)순이익	265	-22	545	161	166	-37.4	3.5	285	327	250

자료: S-Oil, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**93,000원 (유지)**
현재가 (24/04/26)	**74,000원**
업종	**화학**
KOSPI / KOSDAQ	2,656.33 / 856.82
시가총액(보통주)	8,331.1십억원
발행주식수(보통주)	112.6백만주
52주 최고가('24/04/05)	83,500원
최저가('23/07/07)	63,400원
평균거래대금(60일)	22,792백만원
배당수익률(2024E)	2.24%
외국인지분율	79.1%
주요주주	
Aramco 외 7 인	63.4%
국민연금공단	7.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	8.8	7.7	-2.4
상대수익률 (%p)	1.5	-6.8	-8.7

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	35,727	38,238	37,094	36,426
증감률	*-15.8*	*7.0*	*-3.0*	*-1.8*
영업이익	1,355	1,776	1,854	1,908
증감률	*-60.2*	*31.1*	*4.4*	*2.9*
영업이익률	*3.8*	*4.6*	*5.0*	*5.2*
(지배지분)순이익	949	1,058	1,125	1,173
EPS	8,369	9,342	9,922	10,343
증감률	*-54.8*	*11.6*	*6.2*	*4.2*
PER	8.3	7.9	7.5	7.2
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.6	4.9	4.8	4.6
ROE	10.8	11.2	10.9	10.5
부채비율	138.7	141.2	138.3	138.5
순차입금	3,620	4,616	5,239	5,441

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

Summary

S-Oil은 1976년 설립된 정유사. 사우디아라비아의 국영 석유회사인 Aramco의 자회사(지분율 63.41%)로 안정적으로 원유를 조달받고 있음. 2021년 기준 매출액 비중은 정유 73.5%, 석유화학 17.0%, 윤활기유 9.5%로 구성. '비전 2030'을 통해 2030년까지 탄소배출량 BAU 대비 35% 감축하고, 2026년 6월 Shaheen 프로젝트 완공 통해 석유화학 부문 비중을 25%까지 확대할 계획. Aramco와 블루 암모니아 및 블루 수소 도입/유통 사업을 추진할 계획

Share price drivers/Earnings Momentum

- 모회사 Aramco를 통한 안정적인 원유 조달
- 유가 상승 시 재고평가손익 발생에 따른 영업이익 개선
- 석유화학 설비 확장을 통한 사업 포트폴리오 다변화
- PO, PX, Benzene 등 석유화학 제품 스프레드 개선

Downside Risk

- 친환경 트렌드로 인한 중장기적 원유 수요 감소
- 유가 하락 시 재고평가손실 발생에 따른 영업이익 훼손
- 신규 증설에 따른 공급 부담으로 석유화학 제품 스프레드 축소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Exxon Mobil	13.0	12.5	2.1	2.0	15.9	16.1
Valero Energy	9.4	11.3	2.0	1.9	20.9	16.5
Chevron	12.7	11.5	1.8	1.9	14.5	16.2

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	4.5	8.3	7.9	7.5	7.2
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	27.2	10.8	11.2	10.9	10.5
ROIC	23.8	10.3	11.8	10.8	10.1

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

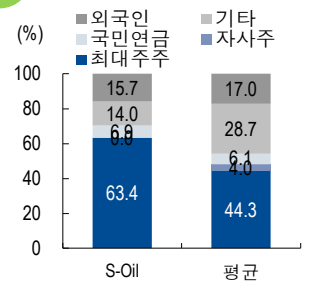
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**17,890**	**16,322**	**20,891**	**25,463**	**24,394**	**16,830**	**27,464**	**42,446**	**35,727**
영업이익	818	1,617	1,373	639	420	-1,099	2,141	3,405	1,355
영업이익률(%)	*4.6*	*9.9*	*6.6*	*2.5*	*1.7*	*-6.5*	*7.8*	*8.0*	*3.8*
세전이익	813	1,575	1,645	332	110	-1,168	1,878	2,899	1,132
순이익	**631**	**1,205**	**1,246**	**258**	**65**	**-796**	**1,379**	**2,104**	**949**
지배지분순이익	**631**	**1,205**	**1,246**	**258**	**65**	**-796**	**1,379**	**2,104**	**949**
EBITDA	1,091	1,904	1,667	995	1,033	-468	2,793	4,055	2,074
CAPEX	654	1064	2414	2041	827	547	272	599	2186
Free Cash Flow	1,821	658	-1,271	-2,330	-148	1,084	1,205	1,053	340
EPS(원)	5,525	10,494	10,870	2,266	573	-7,072	12,114	18,504	8,369
BPS(원)	46,224	54,814	58,682	55,480	55,715	48,733	59,929	72,754	77,506
DPS(원)	2,400	6,200	5,900	750	200	0	3,800	5,500	1,700
순차입금	868	496	2,622	5,613	5,811	4,709	3,582	3,462	3,620
ROE(%)	23.4	20.5	18.8	3.9	1.0	-13.1	21.8	27.2	10.8
ROIC(%)	32.8	25.5	21.3	5.9	2.5	-10.1	19.1	23.8	10.3
배당성향(%)	42.8	57.9	53.3	32.7	34.4	0.0	31.0	29.4	20.2
배당수익률(%)	3.0	7.3	5.0	0.8	0.2	0.0	4.4	6.6	2.4
순차입금 비율(%)	16.1	7.8	38.3	86.8	89.4	82.9	51.3	40.8	40.1

자료: S-Oil, NH투자증권 리서치본부

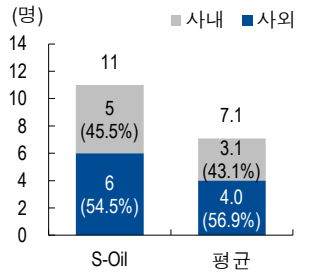
ESG Index & Event

G

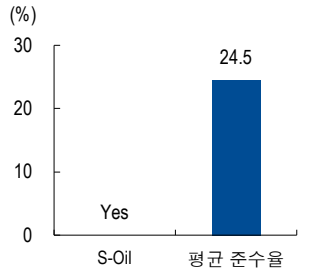
주주 구성



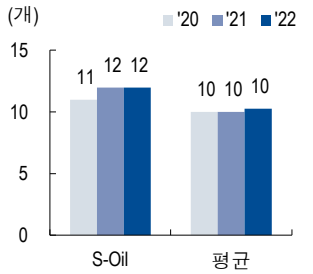
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



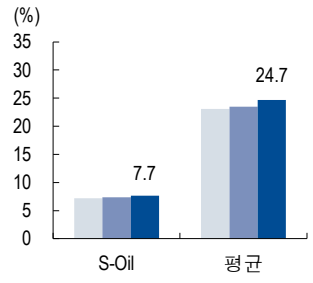
기업지배구조 핵심지표 준수



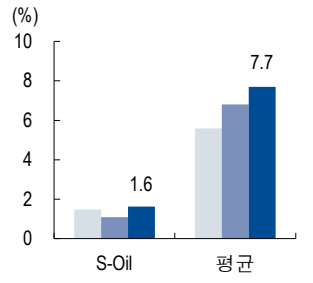
주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: S-Oil, NH투자증권 리서치본부

S

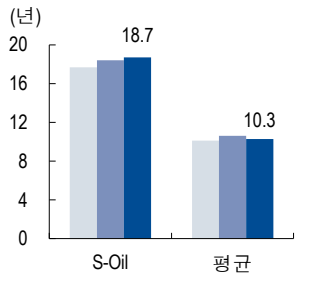
여성 임직원 비율



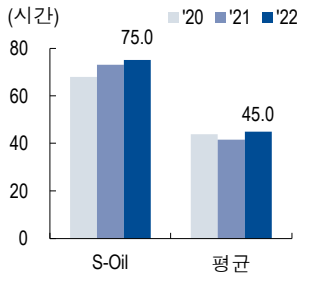
계약직 비율



근속연수



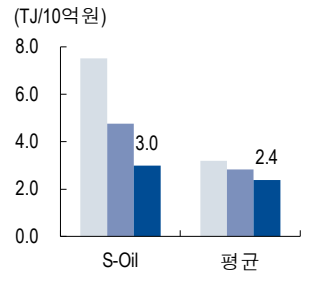
인당 교육시간



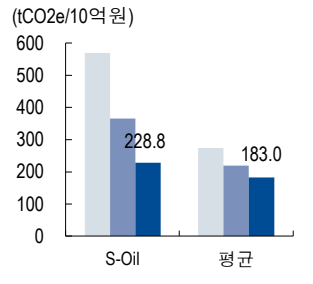
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: S-Oil, NH투자증권 리서치본부

E

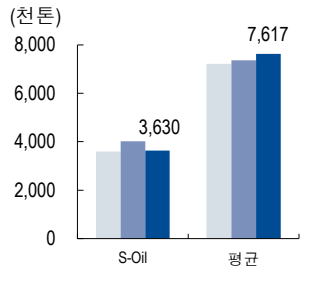
에너지 사용량



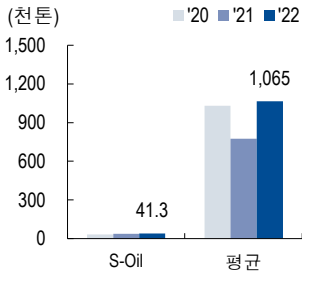
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: S-Oil, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2009.6	- 온산공장, 정부 및 시민단체와 자율 환경협약 체결
	2010.11	- 대기질 개선 위한 악취저감시설 설치
S	2012.10	- 온산공장 정유업계 최초 공간안전인증 획득
	2022.5	- 울산공장 Alkylation 공정 화재 발생으로 인명피해 발생
G	2000.1	- 쌍용양회 지분 28%를 모두 자사주로 흡수함으로써 쌍용그룹에서 분리
	2014.7	- 한진에너지가 보유한 S-Oil 주식(약 3,200만주) 전량 Aramco에 매각

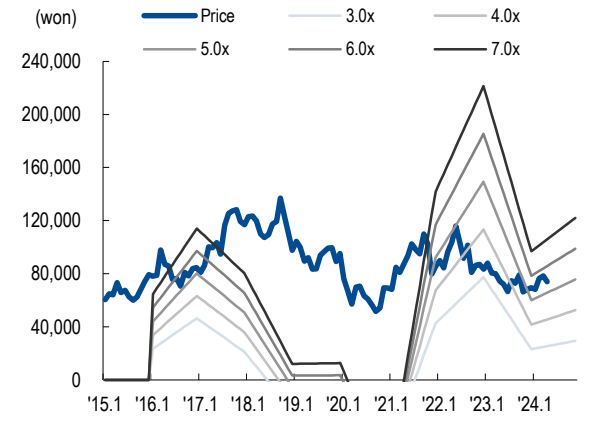
자료: S-Oil, NH투자증권 리서치본부

표1. S-Oil 목표주가 산정 (단위: %, 배, 원)

	EBITDA	Multiple	적정가치	비고
영업부문가치				
- 정유	1,451	5.9	8,607	'24년 EBITDA. 글로벌 비교기업 평균 멀티플 부여
- 화학	477	4.9	2,336	'24년 EBITDA. 국내 비교기업 평균 멀티플 부여
- 윤활	731	5.9	4,336	'24년 EBITDA. 글로벌 비교기업 평균 멀티플 부여
기업가치			15,279	
- 순차입금			4,616	'24년 말 추정 순차입금
- 우선주 시가총액			195	
적정 NAV			10,468	
보통주발행주식수(천주)			112,583	
주당 NAV			92,976	
목표주가(원)			93,000	

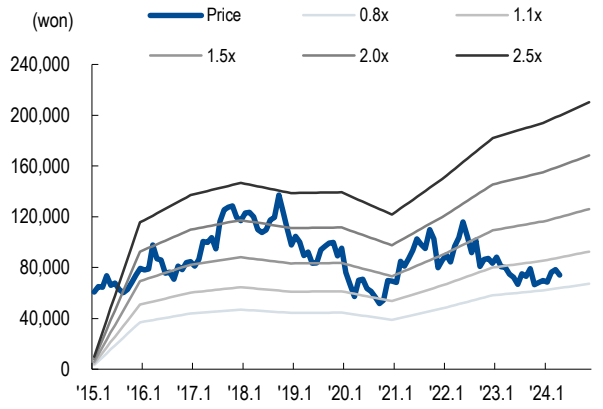
자료: S-Oil, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. S-Oil Trailing EV/EBITDA Band Chart



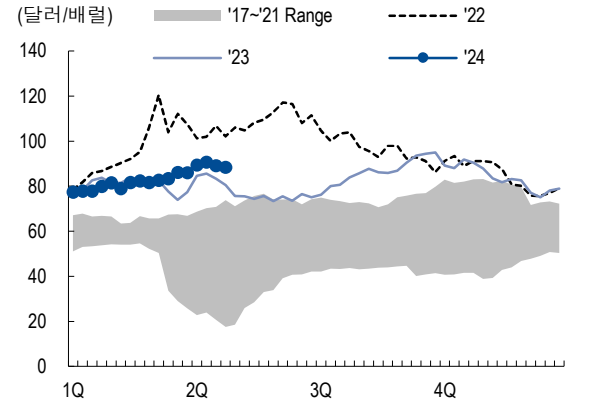
자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. S-Oil Trailing PBR Band Chart



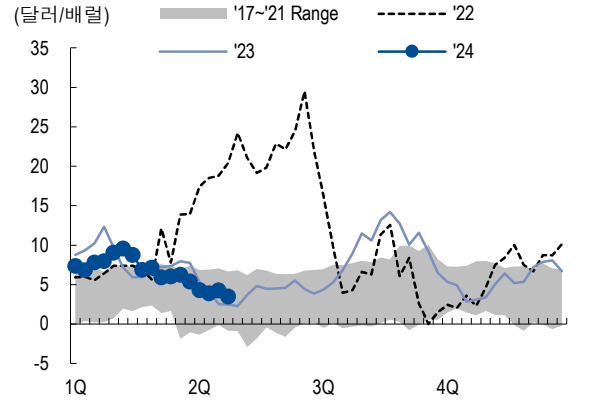
자료: NH투자증권 리서치본부

그림3. 두바이유 가격 추이



자료: Petronet, NH투자증권 리서치본부

그림4. 싱가포르 정제마진 추이



자료: Refinitive, NH투자증권 리서치본부

표2. S-Oil 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	35,727	38,238	37,094	36,426
	- 수정 전	-	37,364	37,018	36,574
	- 변동률	-	*2.3*	*0.2*	*-0.4*
영업이익	- 수정 후	1,355	1,776	1,854	1,908
	- 수정 전	-	1,903	1,940	1,977
	- 변동률	-	*-6.7*	*-4.4*	*-3.5*
영업이익률(수정 후)		*3.8*	*4.6*	*5.0*	*5.2*
EBITDA		2,074	2,659	2,894	3,024
(지배지분)순이익		949	1,058	1,125	1,173
EPS	- 수정 후	8,369	9,342	9,922	10,343
	- 수정 전	-	10,286	10,486	10,739
	- 변동률	-	*-9.2*	*-5.4*	*-3.7*
PER		8.3	7.9	7.5	7.2
PBR		0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA		5.6	4.9	4.8	4.6
ROE		10.8	11.2	10.9	10.5

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

표3. S-Oil 분기 실적 추이 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24F	4Q24F	2023	2024E	2025F
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	9,308	9,862	9,569	9,498	35,727	38,238	37,094
정유	7,277	6,000	7,199	7,782	7,445	7,860	7,548	7,552	28,257	30,405	29,310
화학	1,039	1,009	1,125	1,212	1,097	1,171	1,197	1,155	4,385	4,620	4,659
윤활	763	811	676	836	767	831	824	791	3,085	3,214	3,125
y-y	*-2.3*	*-31.7*	*-19.1*	*-7.2*	*2.5*	*26.1*	*6.3*	*-3.4*	*-15.8*	*7.0*	*-3.0*
정유	*1.4*	*-35.1*	*-20.2*	*-9.1*	*2.3*	*31.0*	*4.8*	*-2.9*	*-16.9*	*7.6*	*-3.6*
화학	*-24.0*	*-22.5*	*-3.2*	*1.4*	*5.6*	*16.1*	*6.4*	*-4.7*	*-12.8*	*5.4*	*0.8*
윤활	*2.8*	*-8.7*	*-28.5*	*-0.5*	*0.6*	*2.6*	*21.9*	*-5.4*	*-9.7*	*4.2*	*-2.7*
영업이익	516	36	859	-56	454	447	434	440	1,355	1,776	1,854
정유	291	-292	666	-266	250	216	186	208	399	860	896
화학	29	82	45	47	48	51	60	46	204	205	233
윤활	196	247	147	226	156	181	188	186	816	711	725
y-y	*-61.3*	*-97.9*	*67.9*	*적지*	*-11.9*	*1,128.1*	*-49.4*	*흑전*	*-60.2*	*31.1*	*4.4*
정유	*-75.8*	*적전*	*745.4*	*적지*	*-13.8*	*흑전*	*-72.0*	*흑전*	*-83.0*	*143.5*	*4.1*
화학	*흑전*	*355.6*	*-19.1*	*흑전*	*63.8*	*-38.4*	*32.7*	*36.2*	*흑전*	*7.5*	*13.8*
윤활	*0.3*	*-4.8*	*-60.9*	*-19.1*	*-20.5*	*-26.5*	*27.7*	*-15.9*	*-26.5*	*-12.3*	*2.0*
영업이익률	*5.7*	*0.5*	*9.5*	*-0.6*	*4.9*	*4.5*	*4.5*	*4.6*	*3.8*	*4.6*	*5.0*
정유	*4.0*	*-4.9*	*9.3*	*-3.4*	*3.4*	*2.7*	*2.5*	*2.8*	*1.4*	*2.8*	*3.1*
화학	*2.8*	*8.1*	*4.0*	*3.9*	*4.4*	*4.3*	*5.0*	*4.0*	*4.6*	*4.4*	*5.0*
윤활	*25.7*	*30.4*	*21.8*	*27.0*	*20.3*	*21.8*	*22.8*	*23.5*	*26.4*	*22.1*	*23.2*

주1: IFRS 연결기준; 주2: 2023 사업부문별 실적은 4분기 성과급 비용 반영 전 실적
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**35,727**	**38,238**	**37,094**	**36,426**
증감률 (%)	*-15.8*	*7.0*	*-3.0*	*-1.8*
매출원가	**33,621**	**35,669**	**34,471**	**33,763**
매출총이익	**2,106**	**2,569**	**2,623**	**2,663**
Gross 마진 (%)	*5.9*	*6.7*	*7.1*	*7.3*
판매비와 일반관리비	751	793	769	755
영업이익	**1,355**	**1,776**	**1,854**	**1,908**
증감률 (%)	*-60.2*	*31.1*	*4.4*	*2.9*
OP 마진 (%)	*3.8*	*4.6*	*5.0*	*5.2*
EBITDA	**2,074**	**2,659**	**2,894**	**3,024**
영업외손익	**-223**	**-384**	**-374**	**-365**
금융수익(비용)	-201	-310	-291	-285
기타영업외손익	-24	-74	-84	-81
종속, 관계기업관련손익	2	1	1	1
세전계속사업이익	**1,132**	**1,393**	**1,481**	**1,543**
법인세비용	**183**	**334**	**355**	**370**
계속사업이익	949	1,058	1,125	1,173
당기순이익	**949**	**1,058**	**1,125**	**1,173**
증감률 (%)	*-54.9*	*11.5*	*6.3*	*4.2*
Net 마진 (%)	*2.7*	*2.8*	*3.0*	*3.2*
지배주주지분 순이익	949	1,058	1,125	1,173
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-22	-20	-14	-10
총포괄이익	927	1,038	1,111	1,163

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	8.3	7.9	7.5	7.2
PBR(X)	0.9	0.9	0.8	0.7
PCR(X)	4.0	3.3	3.0	2.9
PSR(X)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	5.6	4.9	4.8	4.6
EV/EBIT(X)	8.6	7.4	7.4	7.3
EPS(W)	8,369	9,342	9,922	10,343
BPS(W)	77,506	84,713	92,145	99,923
SPS(W)	317,337	339,646	329,484	323,548
자기자본이익률(ROE, %)	10.8	11.2	10.9	10.5
총자산이익률(ROA, %)	4.6	4.7	4.6	4.4
투하자본이익률 (ROIC, %)	10.3	11.8	10.8	10.1
배당수익률(%)	2.4	2.3	2.8	3.0
배당성향(%)	20.2	18.1	21.0	21.1
총현금배당금(십억원)	198	198	245	256
보통주 주당배당금(W)	1,700	1,700	2,100	2,200
순부채(현금)/자기자본(%)	40.1	46.7	48.8	46.7
총부채/자기자본(%)	138.7	141.2	138.3	138.5
이자발생부채	5,838	6,793	7,354	8,340
유동비율(%)	104.2	93.6	84.3	86.0
총발행주식수(mn)	117	117	117	117
액면가(W)	2,500	2,500	2,500	2,500
주가(W)	69,600	74,000	74,000	74,000
시가총액(십억원)	8,034	8,527	8,527	8,527

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	1,963	1,918	1,850	2,629
매출채권	2,308	2,261	2,216	2,283
유동자산	**9,648**	**9,572**	**9,192**	**9,982**
유형자산	11,152	13,474	15,638	17,027
투자자산	168	168	169	171
비유동자산	**11,928**	**14,250**	**16,416**	**17,808**
자산총계	**21,576**	**23,822**	**25,609**	**27,790**
단기성부채	2,847	3,376	3,691	4,107
매입채무	3,989	4,388	4,696	4,930
유동부채	**9,255**	**10,231**	**10,904**	**11,605**
장기성부채	2,991	3,418	3,663	4,234
장기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	**3,284**	**3,713**	**3,960**	**4,534**
부채총계	**12,539**	**13,944**	**14,864**	**16,139**
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	8,240	9,121	10,037
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	**9,038**	**9,878**	**10,745**	**11,651**

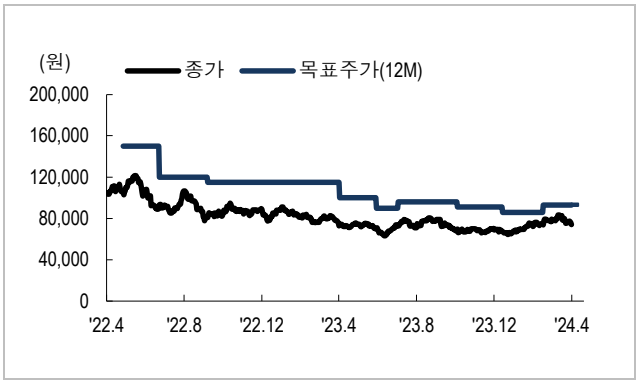
Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**2,526**	**2,423**	**2,825**	**2,555**
당기순이익	949	1,058	1,125	1,173
+ 유/무형자산상각비	719	883	1,040	1,116
+ 종속, 관계기업관련손익	-2	-1	-1	-1
+ 외화환산손실(이익)	-90	0	0	0
Gross Cash Flow	1,944	2,494	2,776	2,909
- 운전자본의증가(감소)	1,473	482	661	268
투자활동 현금흐름	**-2,066**	**-3,225**	**-3,221**	**-2,518**
+ 유형자산 감소	20	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-2,186	-3,200	-3,200	-2,500
+ 투자자산의매각(취득)	-2	1	0	-1
Free Cash Flow	340	-777	-375	55
Net Cash Flow	460	-802	-396	37
재무활동현금흐름	**193**	**757**	**328**	**742**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	193	757	328	742
현금의증가	653	-45	-68	779
기말현금 및 현금성자산	1,963	1,918	1,850	2,629
기말 순부채(순현금)	3,620	4,616	5,239	5,441

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.03.14	Buy	93,000원(12개월)	-	-
2024.01.10	Buy	86,000원(12개월)	-18.1%	-11.2%
2023.10.31	Buy	91,000원(12개월)	-24.8%	-22.4%
2023.07.31	Buy	96,000원(12개월)	-21.7%	-15.9%
2023.06.26	Buy	90,000원(12개월)	-24.0%	-18.1%
2023.04.28	Buy	100,000원(12개월)	-26.7%	-24.4%
2022.10.03	Buy	115,000원(12개월)	-26.9%	-17.5%
2022.07.20	Buy	120,000원(12개월)	-23.0%	-11.3%
2022.05.24	Buy	150,000원(12개월)	-29.2%	-19.0%

S-Oil (010950.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 3월 31일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
82.4%	17.6%	0.0%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'S-Oil'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 'S-Oil'(을)를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 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.