

# 덕산네오룩스

# BUY(유지)

213420 기업분석 | IT 소재

목표주가(향후)	21,000원	현재주가(05/25)	16,050원	Up/Downside	+30.8%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018 05 29

## [NDR 후기] 다시 주목해야 할 시점

Comment

**하반기부터 기대되는 성장 모멘텀:** 고객사의 OLED 가동률 하락으로 덕산네오룩스의 1Q18 매출액은 13.4%QoQ 감소했으며, 이러한 여파가 이어져 2Q18 매출액은 236억원으로 전기 대비 비슷한 수준이 전망된다. 다만, 고객사 가동률 회복으로 6월부터는 월별 매출액의 점진적인 상승 곡선이 예상되기 때문에 2Q18 실적을 저점으로 하반기에는 높은 이익 성장 모멘텀이 전망된다.

**변동성이 높아진 수익성에 대한 이해 필요:** 덕산네오룩스의 매출원기에 포함되는 R&D 비용의 증가가 GPM 하락에 큰 영향이 있었다고 판단된다. R&D 비용을 제외한 GPM은 40% 후반대를 유지하고 있기 때문에 R&D 비용 상승이 마무리되는 2Q18 이후 점진적인 GPM 회복이 전망된다. 또한 판관비에 포함된 주식보상비용은 낮아진 덕산네오룩스의 주가 변동성과 투자자, 옵션행사 등에 따른 스톡옵션 수량 조정으로 인해 변동폭이 완화될 것으로 판단된다.

**고객사의 신규 재료구조 변경에 대한 경우의 수:** HTL OEM 제조는 여러 벤더들의 납품이 가능지만 Red Host와 보조총의 경우 동일 재료구조에서는 이원화가 쉽지 않다고 판단된다. 덕산네오룩스가 신규 M시리즈와 LT시리즈에 보조총과 Red Host 벤더로 채택될 수 있는 경우의 수는 총 16가지가 존재하며 보수적인 시나리오에서도 매출액이 17년도 이전 수준으로 회귀하기는 어렵다고 판단된다.

D Action

**다시 주목해야 할 시점:** 덕산네오룩스의 글로벌 peer인 UDC 역시 실적 추정치와 주가 모두 하향 곡선을 그려왔지만 OLED 소재 업체의 향후 성장성에 대한 시장의 기대는 유지되고 있다. 18년도 실적 추정치 하향조정 (-17%)을 반영하고, target multiple을 보수적으로 재산정해 목표주가를 기준 29,000원에서 21,000원으로 하향한다. 현재 주가 수준에서는 덕산네오룩스의 하반기 실적 회복과 18년 이후 높은 성장성에 초점을 맞출 필요가 있다고 판단된다.

## 하반기부터 기대되는 성장 모멘텀

**2Q18 실적 저점** 고객사인 삼성디스플레이의 OLED 가동률 하락으로 인한 소재 사용량 감소로 덕산네오룩스의 1Q18 매출액은 13.4% QoQ 감소했으며, 고객사의 가동률 하락 여파가 이어져 2Q18 매출액은 236억원으로 전기 대비 비슷한 수준을 유지하고, 1Q18과 같이 주식보상비용 환입(1Q18: 약 15억원) 가능성은 낮은 것으로 판단돼 영업이익은 17% QoQ 하락한 30억원에 그칠 것으로 전망된다. 다만, 삼성디스플레이의 북미 세트 고객사향 신규 OLED 제품 출하가 5월부터 시작된 것으로 판단되며, OLED 소재의 재고가 소진될 것으로 예상되는 6월부터 덕산네오룩스의 월별 매출액의 점진적인 상승 곡선이 시작될 것이기 때문에 2Q18 실적을 저점으로 하반기에는 높은 성장 모멘텀이 전망된다. 상반기 실적 부진과 예상 대비 낮은 수익성을 이유로 18년 추정치를 17.3% 하향조정 한다.

도표 1. 덕산네오룩스 실적 추정

(단위: 십억원 %)

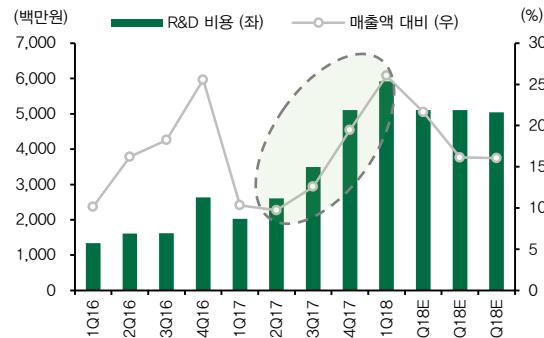
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	19.6	26.8	27.8	26.2	22.7	23.6	31.7	31.4	100.4	109.4	135.9
HTL + 보조총	14.0	19.4	20.1	18.9	16.4	16.8	23.5	23.3	72.5	79.9	100.5
Red Host	5.6	7.4	7.6	7.3	6.4	6.8	8.2	8.1	28.0	29.4	35.4
<b>영업이익</b>	3.6	5.0	6.0	3.7	3.6	3.0	6.1	5.6	18.4	18.4	28.7
세전이익	3.6	5.5	6.3	2.9	3.5	3.1	6.2	5.9	18.4	18.8	29.4
순이익	3.6	4.5	5.6	3.1	3.2	2.6	5.2	5.0	16.8	15.9	23.5
<b>수익성</b>											
영업이익률	18.4	18.8	21.7	14.2	16.1	12.8	19.1	17.9	18.3	16.8	21.2
순이익률	18.4	16.7	20.0	11.9	14.1	11.1	16.3	15.8	16.7	14.6	17.3
<b>성장률 (YoY)</b>											
매출액	48.6	169.4	212.3	154.9	15.8	(11.8)	13.9	19.6	137.2	8.9	24.2
영업이익	113.6	936.9	698.3	275.4	1.0	(39.9)	0.5	50.4	368.6	0.1	56.1
순이익	152.4	413.6	1,207.7	60.6	(11.5)	(41.3)	(7.2)	58.5	258.8	(5.0)	47.7

자료: DB금융투자

## 변화가 심한 최근 수익성은 어떤 요인 때문인가?

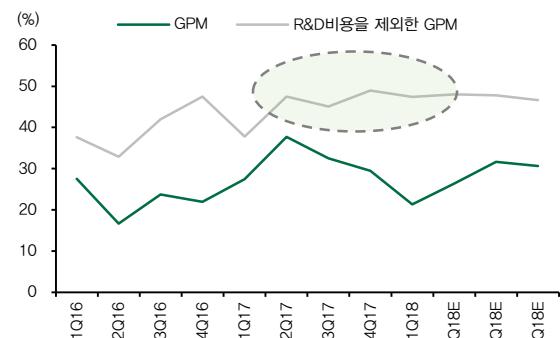
**GPM 하락률** 투자자들의 우려 중 하나는 최근들어 변동이 심한 덕산네오룩스의 수익성이다. 덕산네오룩스의 GPM은 2Q17을 고점으로 최근 지속 악화되고 있다. 가동률 하락에 따른 고정비 부담이 일정 부분을 설명할 수 있겠지만, 매출원가에 포함되는 R&D 비용의 증가가 GPM 하락에 더욱 큰 영향이 있었다고 판단된다. 고객사의 신규 재료구조 선정에 앞서 1Q18 R&D 비용은 매출액의 26% 수준까지 상승했으며, 과거에도 신규 재료구조 개발 시기에는 매출액 대비 R&D 비용이 비슷한 규모로 상승했던 적이 있다. R&D 비용을 제외한 GPM은 40% 후반대를 유지하고 있으며 신규 재료구조에 대한 R&D 비용 상승은 2Q18부터 마무리 될 것으로 판단되기 때문에 하반기에는 매출 회복에 따른 고정비 부담 완화까지 더해져 GPM 회복이 전망된다.

도표 2. 덕산네오룩스 분기별 R&amp;D 비용



자료: 덕산네오룩스, DB금융투자

도표 3. 분기별 GPM과 R&amp;D 비용 제외한 GPM 추이

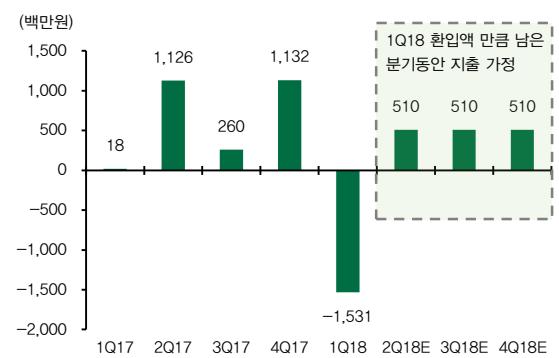


자료: 덕산네오룩스, DB금융투자

주식보상비용을  
인해 분기별  
수익성 변동폭  
확대 되었지만  
증정기적으로  
변동성 완화  
예상

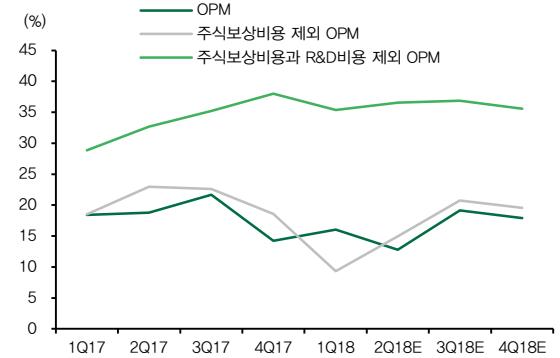
덕산네오룩스의 판관비에 포함된 주식보상비용 역시 덕산네오룩스의 이익률의 변동성을 키우고 있다. 덕센네오룩스는 임직원의 주식매수선택권(스톡옵션)과 관련해 행사 시점의 주가와 행사가격을 차액보상하는 방법을 택하고 있다. 이에 따라 이항모형을 통해 옵션가격을 분기별로 산정하여 주식 가격 변화에 따른 옵션가격의 변동을 판관비에 '주식보상비용'으로, 일종의 총당금 설정/환입이 반복되고 있다. 지난 1년여 대비 낮아진 덕산네오룩스의 주가 변동성과 퇴사자, 옵션행사 등에 따른 스톡옵션 수량 조정으로 인해 주식보상비용으로 인한 수익성 변동폭은 점차 낮아질 것으로 예상된다. 2018년 주식보상비용은 1Q18에 환입된 비용이 올해 남아있는 3개 분기에 걸쳐 균등하게 지출될 것으로 기정하였다.

도표 4. 분기별 주식보상비용 추이



자료: 덕산네오룩스, DB금융투자

도표 5. OPM과 주식보상비용, R&amp;D 비용 제외한 마진 추이



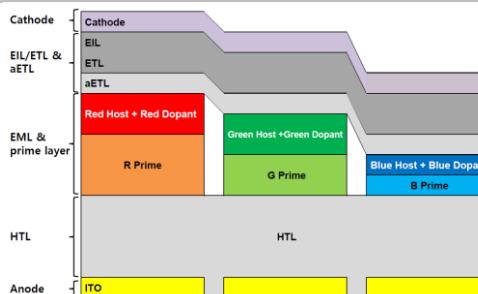
자료: 덕산네오룩스, DB금융투자

## 고객사의 신규 재료구조 선정... 경우의 수를 분석해 보자

SDC는 재료구조  
벤더를 이원화  
할 가능성  
높다고 판단

덕산네오룩스는 현재 공통층에 속하는 HTL을 OEM 방식으로 제조하고 있으며 HTL 계열의 보조층과 더불어 삼성디스플레이의 두 종류의 재료구조 (M8: 국내 세트 업체의 프리미엄 모델에 사용중이며 향후 중화권 세트 업체 납품 가능성 보유, LT2: 북미 세트 업체 모델에 사용)에 모두 공급하고 있다. Red Host의 경우 비중이 높은 High-end의 경우에는 국내 세트 업체 향으로만 공급하고 있다. 삼성디스플레이는 세트 고객사에 맞춰 짧게는 1년, 길게는 2년여마다 재료구조를 변경해 왔으며 벤더 선정 여부가 향후 이익 성장 가능성과 직결되는 점은 덕산네오룩스가 떨칠 수 없는 리스크 요인이다. 올해 하반기로 예상되는 신규 재료구조 업체 선정에 앞서서 중요한 점은 과거와는 다르게 두 종류의 재료구조를 유지하고 있는 삼성디스플레이가 어떤 방식으로 벤더를 이원화 할지 관한 경우의 수와, 이로 인한 덕산네오룩스의 실적 변동성이라고 판단된다.

도표 6. OLED 재료구조



자료: IHS, DB금융투자

M시리즈와  
LT시리즈  
재료구조 변경  
관련 16가지  
경우의 수 존재

HTL은 OEM 방식으로 제조하기 때문에 동일 재료구조에 여러 벤더들의 납품이 가능하다. 반면, Red Host와 보조층의 경우 재료 업체가 IP를 보유하고 있기 때문에 동일 재료구조에서는 이원화가 쉽지 않다고 판단된다. 덕산네오룩스가 신규 M시리즈와 LT시리즈에 보조층과 Red Host 벤더로 채택될 수 있는 경우의 수는 총 16가지가 존재한다. 이 중 가능성이 극도로 낮은 경우의 수 (두 재료구조 모두에 전부 납품, 또는 전부 탈락 등)을 제외하면 아래와 같은 가능성들이 존재한다.

도표 7. 신규 재료구조 관련 경우의 수

M시리즈	LT시리즈		M시리즈	LT시리즈		M시리즈	LT시리즈
보조층 O	O	<b>Bull case</b>	보조층 O	X		보조층 X	O
Red Host X	O		Red Host O	O		Red Host O	X
보조층 X	O		보조층 O	X	<b>Bear Case (1)</b>	보조층 O	X
Red Host O	O		Red Host O	X		Red Host X	O
보조층 O	O	<b>Base case (현재)</b>	보조층 X	O		보조층 O	O
Red Host O	X		Red Host X	O		Red Host X	X

자료: DB금융투자

**신규 재료구조 선정은 19년도 추정치 변경 요인**

올해 하반기 출시될 신규 스마트폰 모델들에는 현재의 재료구조(M8/LT2)가 채용될 가능성이 높다고 판단된다. 하반기에 만약 두 재료구조가 모두 변경되어 현재의 납품 구조가 바뀌게 된다면 이는 덕산네오룩스의 19년도 추정치 변경 요인으로 작용할 것이다. 기본적인 가정은 현재의 납품 구조를 그대로 유지하였으며 주요 case들 대상으로 기본 가정에서 19년 실적이 얼마나 달라지는지에 대한 분석을 도표 30에 표시했다. 덕산네오룩스가 해외 세트 고객사향 (LT시리즈)으로 납품에 성공 하는것이 물량 기준에서는 매출성장에 더욱 긍정적이다. 현재 R 보조층의 경우 두 재료구조 모두 납품중이며 과거 공급 이력이 있었던 업체는 두개의 업체가 존재하지만 기술력 격차가 있고 최근 레퍼런스를 감안하면 신규 진입은 쉽지 않다고 판단된다. Red Host의 경우 현재 Dow Chemical과 이원화 되어있는 구조가 유지될 가능성이 높다고 판단된다.

도표 8. 재료구조 변경 관련 case별 19년도 추정치 sensitivity

(단위: 십억원 %)

	Base Case	YoY	Bull Case	YoY	vs. Base Case	Bear (1) Case	YoY	vs. Base Case	Bear (2) Case	YoY	vs. Base Case
매출액	135.9	24.2	149.2	36.4	9.8	93.6	-14.4	-31.1	102.6	-6.2	-24.5
영업이익	28.7	56.1	34.7	88.6	20.8	11.6	-36.8	-59.5	15.8	-14.0	-44.9
OPM	21.2		23.3			12.4			15.4		

자료: DB 금융투자

### OLED 소재 시장 성장에 대한 기대감은 아직 유효

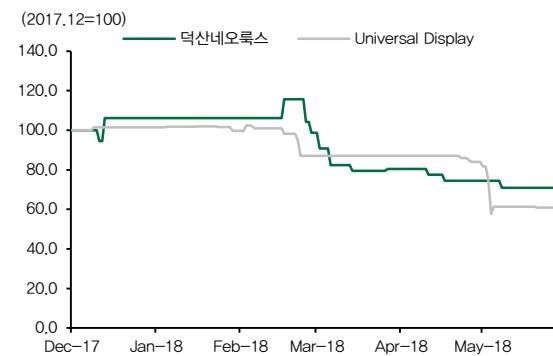
**OLED 소재주들 추정치 하향으로 주가 하락했지만 멀티플은 유지 중**

덕산네오룩스의 시장 밸류에이션 멀티플은 미국에 상장되어 있는 OLED 소재 업체 Universal Display(UDC)의 밸류에이션 변화와 비슷한 흐름을 보여왔다. 최근 덕산네오룩스와 마찬가지로 UDC의 실적 추정치와 주가 모두 하향곡선을 그리고 있는 상황이다. 두 업체 모두, 실적 추정치 하향조정과 비슷한 수준의 주가 하락을 보였기 때문에 아직 시장에서 덕산네오룩스와 UDC에 대한 높은 멀티플, 즉, 향후 성장성에 대한 기대는 유지되고 있다고 판단된다.

**목표주가 21,000원으로 하향하지만 18년 이후의 성장성에 초점 맞출 필요**

덕산네오룩스의 18년도 실적 추정치 하향조정 (-17%)을 반영하고, 18년 EPS 기준 target multiple을 36배에서 32배로 낮춰 목표주가를 기준 29,000원에서 21,000원으로 하향한다. 19년도 EPS 추정치 기준 약 25배 수준이다. 올해 이익 성장에 대한 낮아진 시장 기대치를 반영하여 올해 기준 target multiple을 보수적으로 산정하였지만, 고객사 다변화와 삼성디스플레이 재료구조 선정 관련 변수들이 사라지는 시점에서 시장의 초점은 덕산네오룩스의 18년 이후 성장성에 맞춰질 필요가 있다.

도표 9. 덕산네오룩스와 UDC 18년 EPS 컨센서스 변화 추이



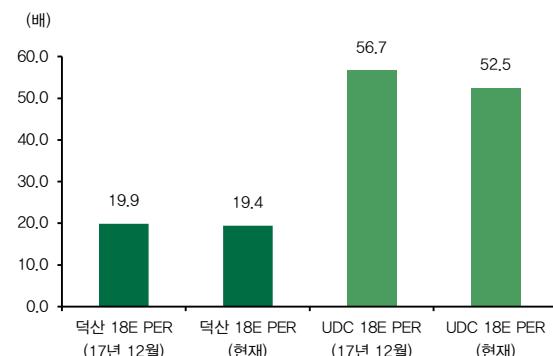
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 10. 덕산네오룩스와 UDC 주가 변화 추이



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 11. 17년 12월과 현재 컨센서스 18E PER



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 12. 덕산네오룩스 주가와 18년 PER 변화 추이



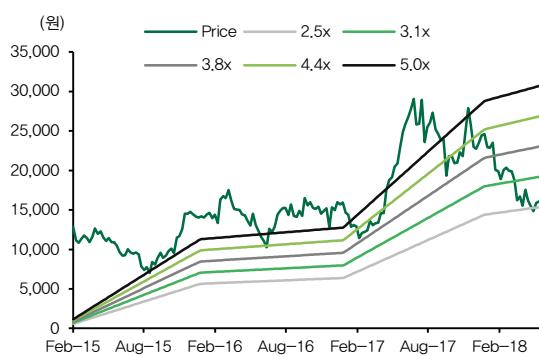
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 13. 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, DB금융투자

도표 14. 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	52	77	82	102	126
현금및현금성자산	29	48	54	69	89
매출채권및기타채권	3	7	6	7	8
재고자산	7	18	17	21	23
비유동자산	66	73	81	86	90
유형자산	36	42	51	55	60
무형자산	29	30	29	29	29
투자자산	1	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>118</b>	<b>149</b>	<b>163</b>	<b>187</b>	<b>216</b>
<b>유동부채</b>	<b>6</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>20</b>
매입채무및기타채무	4	16	13	14	16
단기应付금및단기차제	1	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>10</b>	<b>27</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>27</b>
자본금	2	5	5	5	5
자본잉여금	96	94	94	94	94
이익잉여금	7	24	40	63	91
비자본주자분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>109</b>	<b>122</b>	<b>138</b>	<b>162</b>	<b>189</b>

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	42	100	109	136	161
매출원가	33	68	79	93	110
매출총이익	10	32	31	43	51
판관비	6	14	12	14	17
영업이익	4	18	18	29	34
EBITDA	7	22	23	34	40
<b>영업외손익</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
금융손익	1	0	1	1	1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
<b>세전이익</b>	<b>4</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>29</b>	<b>35</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>5</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>24</b>	<b>27</b>
자배주주지분순이익	5	17	16	24	27
비자배주주지분순이익	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>5</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>24</b>	<b>27</b>
증감률(%YoY)					
매출액	5.0	137.2	8.9	24.2	18.2
영업이익	61.2	368.6	0.1	56.1	17.7
EPS	115.6	258.8	-5.0	47.7	16.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	195	699	664	980	1,144
BPS	4,520	5,101	5,765	6,746	7,889
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	81.8	35.2	24.2	16.4	14.0
P/B	3.5	4.8	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	46.6	25.0	14.3	9.3	7.4
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	9.3	18.3	16.8	21.2	21.1
EBITDA마진	17.3	21.6	21.2	25.0	24.7
순이익률	11.0	16.7	14.6	17.3	17.1
ROE	4.4	14.5	12.2	15.7	15.6
ROA	4.0	12.5	10.2	13.5	13.6
ROIC	5.6	22.2	18.3	24.4	26.2
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	8.9	21.9	17.4	15.7	14.1
이자보상배율(배)	261.2	890.0	890.7	1,390.4	1,636.8
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 덕산네오룩스, DB 금융투자

주: IFRS 개별기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
17/04/24	Buy	45,000	-8.5	2.9			
17/06/01	Buy	57,000	-6.6	4.7			
17/07/17	Buy	33,000	-29.1	-10.5			
18/02/23	Buy	29,000	-41.6	-30.3			
18/05/29	Buy	21,000	-	-			

## 덕산네오룩스 현주가 및 목표주가 차트





## 본사

분사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

## 서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)  
DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)  
청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 646 (동흥빌딩 2층)  
목동 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)  
안구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)  
을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 종구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)  
잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

## 경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보령프라자 4층)  
인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)  
평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (흥국생명빌딩 4층)  
진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 정현천로 20 (광장빌딩 3층)  
화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (종양빌딩 3층)

## 대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)  
천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠스타워 2층)  
청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

## 부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)  
부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 충렬대로 353 (BNK부산은행 2층)  
센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트립스퀘어 2층)  
양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산읍6길 9 (BYC빌딩 204호)  
창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)  
대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)  
범어 053) 745-4900 대구광역시 수성구 달구벌대로 2348 (수협빌딩 2층)  
포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 충통로 301 (신아빌딩 1층)

## 광주 · 전라지역

광주 062) 225-6900 광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로마삼한빌딩 4층)  
전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬센터 2층)

## 강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 올곡로 2845 (성호빌딩 3층)  
원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.