

호텔신라(008770)

4Q18 Preview: 불확실성과의 싸움

영업이익 시장 컨센서스 하회 전망

4분기 매출액은 1조 1,198억원, 영업이익은 346억원으로 예상된다. 영업이익은 전년동기대비 122.9% 늘어날 전망이다. 시장 컨센서스(526억원)를 밑돌 것이다. 국내 면세점 시장 매출액은 20.8% 늘었고 시장 점유율은 기존 수준을 유지한 것으로 추정된다. 다만 판촉 행사 등으로 판관비 부담이 일시적으로 늘고 인천공항 제1여객터미널(T1) 임대료 증가에 따른 공항점 적자 규모 확대로 면세점 수익성이 하락한 것으로 추정된다. 호텔신라는 인천공항 T1의 3기 사업자로 2015년 9월부터 계약기간 5년으로 사업을 영위 중인데 임대료는 연간 상승하는 계단식 구조다. 본사 면세점 영업이익률은 4.3%로 전분기(6.8%)대비 낮아져 영업이익은 312억원으로 당초 예상보다 낮은 44.3% 증가에 그칠 전망이다.

전자상거래법 영향 vs. 면세한도 상향 가능성과 해외 사업 이익 개선

1월부터 시행된 중국 전자상거래법으로 국내 면세점 시장 확대를 주도해온 타이공의 움직임이 위축된 모습이다. 규제로 인해 영업 허가과 세금을 부담하게 됐지만 여전히 이윤을 남길 수 있고 규제 초기인 만큼 준절(2/4~2/10) 전후의 영업 동향을 살펴볼 필요가 있다. 금년에 인천공항 입국장 면세점 도입과 함께 내국인 면세한도 상향 가능성이 있다. 기획재정부는 2월을 목표로 관세법 시행규칙 개정 작업을 진행하고 있는 것으로 알려져 현행 600달러인 면세한도가 상향되면 시장 규모 확대와 투자 심리 개선에 도움이 될 것이다. 2013년 해외 면세점 사업을 개시한 이래 금년은 이익 턴어라운드 원년이 될 전망이다. 금년 영업이익은 싱가포르 창이공항점(-57억원), 홍콩 첵랍콕공항점(105억원) 등으로 예상된다.

이익 추정치 하향으로 목표주가 낮춰

금년 순이익 추정치를 15% 낮춰 목표주가를 118,000원에서 95,000원(SOTP 방식, 표 6)으로 하향한다. 전자상거래법 영향을 반영해 이익 추정치를 낮췄다. 부진한 주가는 불확실성과 노이즈를 이미 반영하고 있어 금년 중반으로 예상되는 중국인 단체관광객 회복 본격화, 타이공 관련 불확실성이 해소되면 이익과 투자 심리 개선이 동시에 나타날 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	3,715	79	28	729	55.4	153	66.0	14.4	2.5	4.0	0.7
2017A	4,011	73	25	667	(8.5)	145	127.3	25.3	4.4	3.8	0.4
2018F	4,641	216	158	4,172	525.4	288	16.9	10.8	3.1	21.3	0.5
2019F	5,099	235	173	4,564	9.4	308	15.4	10.1	2.6	19.4	0.6
2020F	5,538	266	197	5,197	13.9	341	13.5	8.8	2.2	18.5	0.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 95,000원(하향)

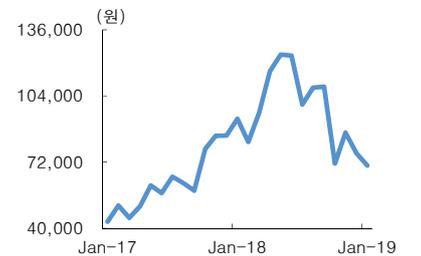
Stock Data

KOSPI(1/11)	2,076
주가(1/11)	70,400
시가총액(십억원)	2,763
발행주식수(백만)	39
52주 최고/최저가(원)	132,000/69,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	54,895
유동주식비율/외국인지분율(%)	77.2/24.0
주요주주(%)	삼성생명보험 외 5인 17.3
	국민연금 12.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.7)	(29.5)	(23.2)
KOSPI 대비(%p)	(10.8)	(20.5)	(6.7)

주가추이



자료: FnGuide

최민하

mhchoi@truefriend.com

<표 1> 4Q18 실적 preview

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q17	3Q18	4Q18F	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	892.1	1,220.4	1,119.8	(8.2)	25.5	1,170.9	(4.4)
영업이익	15.5	68.0	34.6	(49.1)	122.9	52.6	(34.2)
<i>영업이익률</i>	<i>1.7</i>	<i>5.6</i>	<i>3.1</i>	<i>(2.5)</i>	<i>1.3</i>	<i>4.5</i>	<i>(1.4)</i>
세전이익	11.9	65.7	36.7	(44.1)	209.0	51.1	(28.1)
지배주주순이익	7.0	47.2	26.4	(44.1)	275.5	35.0	(24.7)

주: K-IFRS 1115호 도입으로 2017년 매출액도 변경 조정분 소급 적용된 수치
 자료: 호텔신라, FnGuide, 한국투자증권

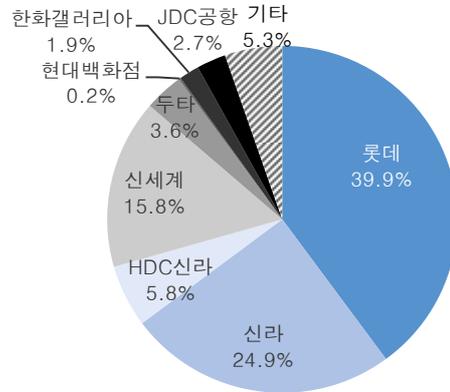
<표 2> 분기 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	878.6	801.0	943.1	892.1	1,125.5	1,174.9	1,220.4	1,119.8	1,204.1	1,304.8	1,347.9	1,242.5
면세유통(TR)	784.5	691.3	825.1	776.2	1,014.3	1,054.9	1,093.5	991.6	1,092.7	1,146.4	1,214.3	1,110.3
본사	645.0	560.0	681.8	615.9	771.5	818.5	834.7	733.0	836.4	884.7	947.6	843.2
창이공항점	134.7	128.9	142.4	141.4	148.2	147.9	154.1	154.8	153.0	155.2	159.0	158.4
홍콩공항점	-	-	-	19.3	94.2	88.8	104.8	103.5	103.7	106.2	107.7	108.4
호텔&레저	101.6	109.7	118.0	115.9	123.5	120.0	126.9	128.2	122.5	158.4	133.6	132.2
영업이익	10.0	17.3	30.3	15.5	44.2	69.5	68.0	34.6	39.6	65.1	76.8	53.2
면세유통(TR)	16.8	8.2	23.3	9.9	47.6	64.0	59.4	31.0	44.2	63.6	67.9	42.3
본사	21.4	17.4	31.0	21.6	50.2	70.2	56.4	31.2	43.6	63.8	64.7	41.2
창이공항점	(3.6)	(7.7)	(3.9)	(4.8)	(2.8)	(2.7)	(1.7)	(2.6)	(1.6)	(1.9)	(0.6)	(1.6)
홍콩공항점	-	-	-	(6.4)	1.1	(3.2)	3.5	2.4	2.2	1.8	3.8	2.7
호텔&레저	(6.9)	9.1	6.8	5.6	(3.4)	5.5	8.6	3.6	(4.6)	1.5	8.9	10.9
영업이익률	1.1	2.2	3.2	1.7	3.9	5.9	5.6	3.1	3.3	5.0	5.7	4.3
면세유통(TR)	2.1	1.2	2.8	1.3	4.7	6.1	5.4	3.1	4.0	5.5	5.6	3.8
호텔&레저	(6.7)	8.3	5.7	4.8	(2.8)	4.6	6.8	2.8	(3.8)	0.9	6.7	8.2
세전이익	5.3	7.1	20.5	11.9	41.5	64.8	65.7	36.7	38.7	63.7	75.5	55.3
순이익	2.7	3.0	12.6	7.0	31.7	52.6	47.2	26.4	29.6	49.4	55.5	40.8
YoY												
매출액	(1.2)	(16.1)	0.6	(4.5)	28.1	46.7	29.4	25.5	7.0	11.1	10.5	11.0
면세유통(TR)	(2.8)	(19.7)	(0.9)	(7.4)	29.3	52.6	32.5	27.7	7.7	8.7	11.0	12.0
본사	(4.5)	(24.0)	(2.9)	(12.4)	19.6	46.2	22.4	19.0	8.4	8.1	13.5	15.0
창이공항점	8.5	8.8	14.4	9.3	10.0	14.7	8.2	9.5	3.2	4.9	3.2	2.3
홍콩공항점	-	-	-	-	-	-	-	436.3	10.1	19.6	2.8	4.8
호텔&레저	11.6	7.9	3.8	11.1	21.6	9.4	7.5	10.6	(0.8)	32.0	5.3	3.1
영업이익	(48.2)	(7.9)	19.8	(0.6)	342.2	302.6	124.2	122.9	(10.3)	(6.4)	12.9	53.7
면세유통(TR)	(37.6)	(48.7)	26.3	(42.7)	182.6	681.4	154.6	212.3	(7.1)	(0.7)	14.2	36.5
본사	(38.8)	(37.4)	11.0	(14.3)	134.9	304.5	81.9	44.3	(13.3)	(9.2)	14.7	32.3
창이공항점	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)
홍콩공항점	-	-	-	(적지)	-	(적지)	-	(흑전)	105.8	(흑전)	8.7	12.5
호텔&레저	(적지)	167.1	(1.9)	(흑전)	(적지)	(39.5)	26.3	(35.6)	(적지)	(73.0)	4.1	201.2
영업이익률	(1.0)	0.2	0.5	0.1	2.8	3.8	2.4	1.3	(0.6)	(0.9)	0.1	1.2
면세유통(TR)	(1.2)	(0.7)	0.6	(0.8)	2.5	4.9	2.6	1.8	(0.6)	(0.5)	0.2	0.7
호텔&레저	(적지)	147.6	(5.5)	(흑전)	(적지)	(44.7)	17.5	(41.8)	(적지)	(79.6)	(1.2)	192.0
세전이익	(72.8)	(21.9)	13.3	105.7	683.1	818.0	220.2	209.0	(6.7)	(1.7)	15.0	50.7
순이익	(78.6)	5.1	16.7	342.2	1,074.1	1,668.0	274.9	275.5	(6.7)	(6.0)	17.7	54.9

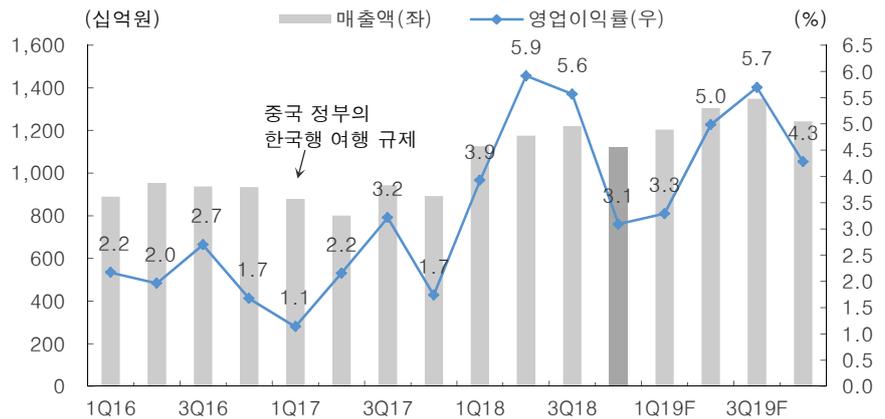
주: K-IFRS 1115호 도입으로 2017년 매출액도 변경 조정분 소급 적용된 수치
 자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 1] 국내 면세점 시장점유율: 롯데 하락 vs. 신라, 신세계 상승



주: 2018년 1~11월 누적 수치 기준
 자료: 관세청, 언론자료, 한국투자증권

[그림 2] 4분기 OPM은 판관비 부담으로 수익성 하락 전망



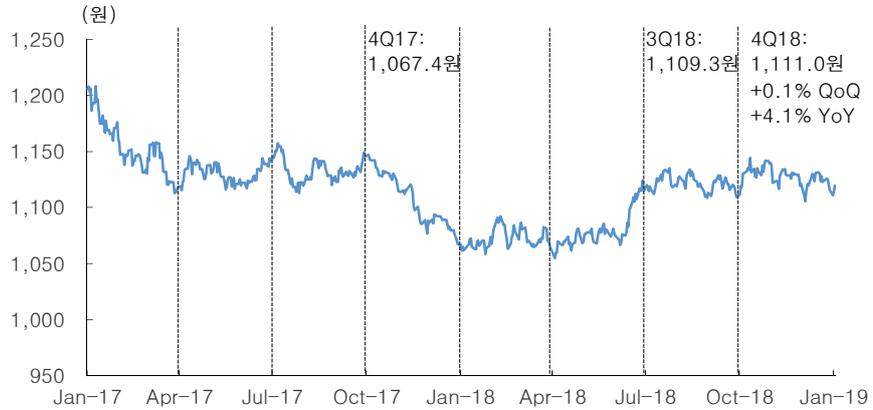
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 3] 알선수수료율은 경쟁 과열 시점대비 안정화 추세



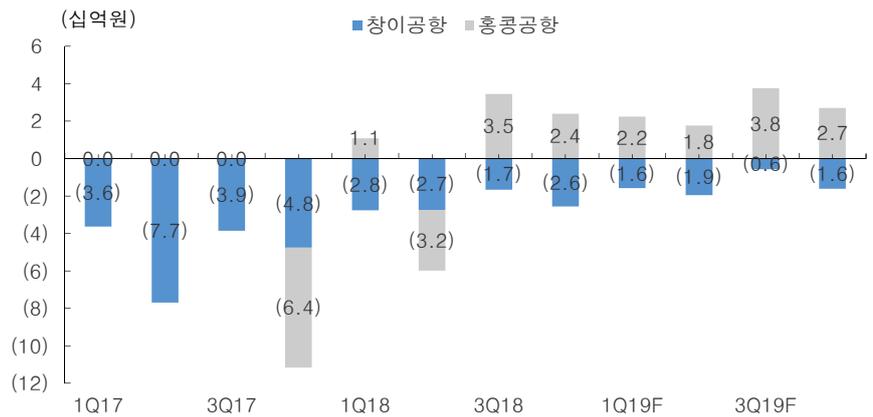
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 4] 원달러 환율



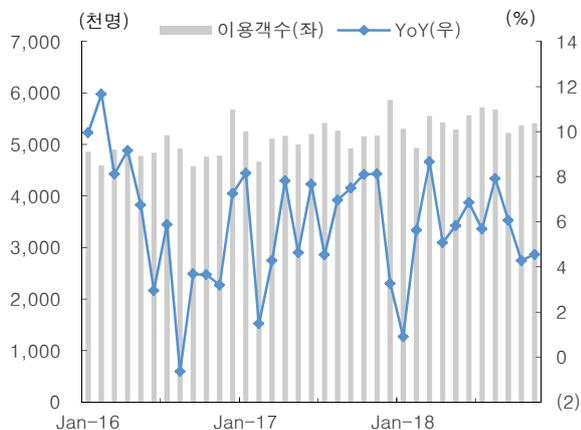
주: 기말 환율 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 창이공항/홍콩공항 면세점 합산 이익 턴어라운드 전망



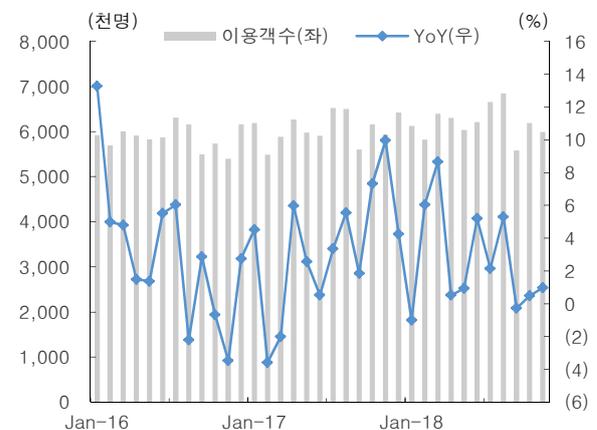
주: 1. 창이공항 면세점은 4Q14, 홍콩공항점은 4Q17부터 영업개시
2. 홍콩공항점은 2017년 12월 12일 소프트 오픈, 2018년 6월 28일 그랜드 오픈
자료: 언론 자료, 한국투자증권

[그림 6] 싱가포르 창이공항 이용객수



자료: 싱가포르 통계청, 한국투자증권

[그림 7] 홍콩 체콕공항 이용객수



자료: 홍콩국제공항, 한국투자증권

〈표 3〉 호텔신라 비즈니스 포트폴리오

(단위: 평)

TR(Travel Retail)부문 비즈니스 포트폴리오			호텔&레저부문 비즈니스 포트폴리오		
면세점	면적	사업 개시	호텔&레저	면적	사업 개시
서울 면세점	2,200	1986년	서울호텔	27,800	1979년
온라인 면세점	-	-	제주호텔	25,700	1990년
제주 면세점	2,000	1989년	신라스테이(임차운영)	-	2013년 11월
인천공항 면세점	1,000	2008년	중국(소주) 진지레이크 호텔(위탁운영)	-	2006년
싱가폴 창이공항 면세점	2,300	2013년 1월	거제삼성호텔(위탁운영)	-	-
신라아이파크 면세점	3,500	2015년 12월	여행사업(BTM)	-	-
마카오공항 면세점	339	2014년 11월	CFC(Corporate Fitness Center)	-	-
태국 푸켓 시내면세점	2,500	2016년 11월	레포츠사업	-	-
일본 동경 시내면세점	702	2017년 4월			
홍콩 첵랍콕 공항면세점	1,000	2017년 12월			
인천공항 제 2터미널 면세점	637	2018년 1월			
제주 국제공항 면세점	124	2018년 3월			
김포공항 면세점	733	2019년 1월			

주: 1. 2019년 1월 기준, 2. 신라스테이 사업 개시 시점은 1호점 동탄점 기준, 3. 제주 국제공항점은 6월 1일, 홍콩 첵랍콕 공항점은 6월 28일 그랜드오픈
 자료: 호텔신라, 한국투자증권

〈표 4〉 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	2015	2016	YoY	2017	YoY	2018F	YoY	2019F	YoY	2020F	YoY
매출액	3,251.7	3,715.3	14.3%	3,514.7	(5.4%)	4,640.6	32.0%	5,099.3	9.9%	5,538.0	8.6%
면세유통(TR)	2,931.1	3,339.1	13.9%	3,077.1	(7.8%)	4,154.3	35.0%	4,563.6	9.9%	4,977.5	9.1%
본사	2,475.1	2,817.1	13.8%	2,502.7	(11.2%)	3,157.7	26.2%	3,511.9	11.2%	3,841.6	9.4%
창이공항	427.5	496.5	16.1%	547.4	10.3%	605.0	10.5%	625.5	3.4%	662.5	5.9%
홍콩공항	-	-	-	19.3	-	391.3	1927.7%	426.0	8.9%	473.2	11.1%
호텔&레저	348.8	410.6	17.7%	445.2	8.4%	498.6	12.0%	546.7	9.7%	570.4	4.3%
영업이익	77.2	79.0	2.4%	73.1	(7.4%)	216.2	195.8%	234.6	8.5%	265.9	13.3%
면세유통(TR)	91.2	78.7	(13.7%)	58.3	(26.0%)	202.0	246.5%	218.0	7.9%	248.3	13.9%
본사	146.4	115.9	(20.9%)	91.3	(21.2%)	208.0	127.7%	213.2	2.5%	240.2	12.7%
창이공항	(55.2)	(37.1)	(적지)	(20.0)	(적지)	(9.8)	(적지)	(5.7)	(적지)	(3.5)	(적지)
홍콩공항	-	-	-	(6.4)	(적지)	3.7	(흑전)	10.5	182.1%	11.6	10.5%
호텔&레저	(14.0)	0.1	(흑전)	14.6	11062.9%	14.2	(2.5%)	16.6	17.0%	17.6	5.9%
영업이익률	2.4	2.1	(0.2%p)	2.1	(0.0%p)	4.7	2.6%p	4.6	(0.1%p)	4.8	0.2%p
면세유통(TR)	3.1	2.4	(0.2%p)	1.9	(0.5%p)	4.9	3.0%p	4.8	(0.1%p)	5.0	0.2%p
호텔&레저	5.9	4.1	(0.3%p)	3.6	(0.5%p)	6.6	2.9%p	6.1	(0.5%p)	6.3	0.2%p
세전이익	44.0	52.4	19.2%	44.7	(14.6%)	208.7	366.4%	233.3	11.8%	267.1	14.5%
순이익	18.5	27.8	50.6%	25.3	(9.1%)	157.9	524.3%	175.4	11.1%	200.9	14.6%

주: 2018년부터 K-IFRS 1115호 도입에 따른 매출액 변경에 따른 조정 반영
 자료: 호텔신라, 한국투자증권

〈표 5〉 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	4,661.8	4,640.6	(0.5)	5,193.1	5,099.3	(1.8)
영업이익	233.3	216.2	(7.3)	276.1	234.6	(15.0)
영업이익률	5.0	4.7	(0.3)	5.3	4.6	(0.7)
세전이익	225.0	208.7	(7.2)	272.0	233.3	(14.2)
순이익	169.5	157.9	(6.9)	205.0	175.4	(14.5)

자료: 한국투자증권

〈표 6〉 목표주가 산정방식

(단위: 십억원, 배)

	금액	멀티플	가치	설명
국내 사업(a)			3,138	
본사	157	20	3,060	2019F 순이익
신라스테이	7	12	78	2019F 순이익
해외사업(b)			882	
창이공항	625	1	469	PSR 1 배에서 적자인점 감안해 25% 할인
홍콩공항	426	1	413	PSR 1 배
기타(c)	8	15	118	HDC 신라, 태국, 일본 등
영업가치			4,138	(a) + (b) + (c)
순차입금			409	
적정가치			3,729	(a) + (b) + (c) - (d)
주식수(천주)			39,248	
주당적정가치(원)			95,018	

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

호텔신라는 면세점, 호텔&레저 사업을 영위하고 있음. 면세유통사업은 국내에서는 서울, 제주 지역에서 시내면세점, 신라이파크면세점(JV)과 인천공항과 제주공항, 김포공항에서 공항면세점을 운영. 해외에서는 싱가포르 창이공항점, 마카오 공항점, 태국 푸켓 시내점(JV), 일본 도쿄 시내점(JV)과 홍콩 첵람콕 공항점을 운영. 서울과 제주호텔을 자가 소유로 운영하고 있으며, 비즈니스 호텔 '신라스테이' 사업을 전개. 생활레저 사업은 여행, 피트니스센터 등을 포함.

- 면세점: 해외로 출국하는 내외국인을 대상으로 관세, 소비세(부가가치세, 개별소비세, 주세, 담배소비세) 등 세금을 면제해 물건을 판매하는 상점. 면세점은 사전에 관세청 특허를 받아야 함. 흔히 말하는 면세점은 '사전면세점'에 해당

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,079	1,198	1,172	1,324	1,410
현금성자산	347	474	302	368	380
매출채권및기타채권	201	176	200	217	235
재고자산	471	500	624	672	723
비유동자산	962	1,051	1,081	1,150	1,200
투자자산	204	286	285	344	389
유형자산	707	693	713	713	710
무형자산	48	44	51	57	62
자산총계	2,041	2,250	2,253	2,473	2,610
부채총계	1,379	1,582	1,441	1,503	1,459
유동부채	740	910	918	920	922
매입채무및기타채무	511	595	646	639	638
단기차입금및단기사채	53	22	26	23	19
유동성장기부채	100	200	200	200	150
비유동부채	639	672	523	583	536
사채	599	649	499	559	513
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
지배주주지분	662	667	812	970	1,151
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
기타자본	(104)	(104)	(104)	(104)	(104)
이익잉여금	371	382	526	684	865
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	662	668	813	970	1,152

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	121	207	86	163	249
당기순이익	28	25	158	173	197
유형자산감가상각비	61	58	57	57	57
무형자산상각비	14	13	15	16	18
자산부채변동	(23)	66	(144)	(80)	(19)
기타	41	45	0	(3)	(4)
투자활동현금흐름	148	(162)	(99)	(139)	(122)
유형자산투자	(67)	(65)	(81)	(61)	(59)
유형자산매각	0	4	4	4	4
투자자산순증	183	(102)	3	(56)	(41)
무형자산순증	1	1	(22)	(23)	(23)
기타	31	0	(3)	(3)	(3)
재무활동현금흐름	(245)	85	(159)	42	(115)
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(107)	120	(146)	58	(100)
배당금지급	(14)	(13)	(13)	(13)	(15)
기타	(124)	(23)	0	(3)	0
기타현금흐름	(3)	(3)	0	0	0
현금의증가	21	128	(173)	66	12

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

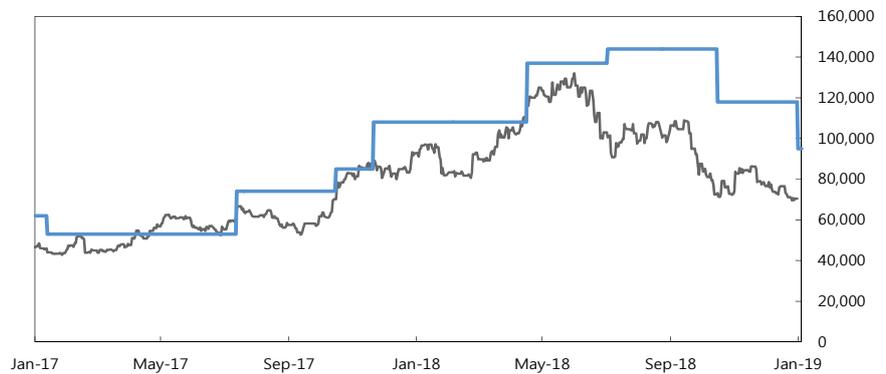
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,715	4,011	4,641	5,099	5,538
매출원가	2,040	2,363	2,401	2,642	2,867
매출총이익	1,676	1,649	2,239	2,458	2,671
판매관리비	1,597	1,576	2,023	2,223	2,405
영업이익	79	73	216	235	266
금융수익	22	8	16	15	16
이자수익	15	8	16	15	16
금융비용	32	22	21	19	20
이자비용	32	22	21	19	20
기타영업외손익	(16)	(13)	(4)	(4)	(3)
관계기업관련손익	0	0	2	3	3
세전계속사업이익	52	45	209	230	262
법인세비용	25	19	51	57	65
연결당기순이익	28	25	158	173	197
지배주주지분순이익	28	25	158	173	197
기타포괄이익	4	(6)	0	0	0
총포괄이익	32	19	158	173	197
지배주주지분포괄이익	32	19	158	173	197
EBITDA	153	145	288	308	341

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	729	667	4,172	4,564	5,197
BPS	19,150	19,299	22,913	26,850	31,386
DPS	350	350	350	400	400
성장성(%, YoY)					
매출증가율	14.3	8.0	15.7	9.9	8.6
영업이익증가율	2.4	(7.4)	195.8	8.5	13.3
순이익증가율	50.6	(9.1)	524.2	9.4	13.9
EPS증가율	55.4	(8.5)	525.4	9.4	13.9
EBITDA증가율	1.5	(5.8)	99.2	7.1	10.5
수익성(%)					
영업이익률	2.1	1.8	4.7	4.6	4.8
순이익률	0.7	0.6	3.4	3.4	3.6
EBITDA Margin	4.1	3.6	6.2	6.0	6.2
ROA	1.3	1.2	7.0	7.3	7.7
ROE	4.0	3.8	21.3	19.4	18.5
배당수익률	0.7	0.4	0.5	0.6	0.6
배당성향	47.7	52.5	8.4	8.8	7.7
안정성					
순차입금(십억원)	404	392	418	409	297
차입금/자본총계비율(%)	113.6	130.2	89.1	80.6	59.2
Valuation(X)					
PER	66.0	127.3	16.9	15.4	13.5
PBR	2.5	4.4	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	14.4	25.3	10.8	10.1	8.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
호텔신라(008770)	2016.11.22	매수	62,000원	-22.0	-15.8
	2017.01.26	매수	53,000원	-1.7	17.9
	2017.07.26	매수	74,000원	-17.9	-5.3
	2017.10.29	매수	85,000원	-2.9	3.5
	2017.12.04	매수	108,000원	-15.5	2.3
	2018.04.30	매수	137,000원	-12.5	-3.6
	2018.07.16	매수	144,000원	-31.8	-24.3
	2018.10.29	매수	118,000원	-34.4	-26.9
	2019.01.14	매수	95,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 14일 현재 호텔신라 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 호텔신라 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.