

하나금융그룹

2019년 12월 2일 | Equity Research

SK하이닉스(000660)

탐방: 기대 컷었는데, 나쁘지는 않고

2019년 4분기 DRAM 빅그로스, +7% QoQ 전망

탐방 시 최대 관심사는 DRAM 빅그로스였다. 종전 전망 (+5% QoQ) 대비 소폭 높은 +7% QoQ로 추정된다. 서버 DRAM 출하가 견조하기 때문이다. 단, 조정폭이 제한적이다. 모바일 DRAM 출하가 3분기에 이미 견조해, 4분기의 기저(基底)가 높아졌다. 따라서 출하 성장이 제한적이다.

4분기 영업이익 전망, 4,155억원에서 4,234억원으로 소폭 상향

DRAM 빅그로스 전망치 상향 조정에 따라 영업이익 전망치를 상향 조정한다. 단, 4분기 DRAM 가격은 -7% QoQ로 가정했다. 가격집계기관(DRAMeXchange) 전망(-5% QoQ) 대비 보수적 수준이다. 서버 DRAM의 출하 영향 때문이다. 단위(1bit)당 가격이 모바일 DRAM 대비 낮다. 서버 DRAM 출하가 견조하므로, DRAM 평균가격은 하락한다. ASP 측면에서 아쉽다.

4분기 영업이익은 일회성 요인의 플러스 영향에 따라 가변적

4분기 영업이익의 플러스 요인은 NAND 재고자산평가손의 환입이다. 현재 시점에서 환입규모를 가늠하기 어렵다. NAND 가격 상승 시 환입이 발생하는데 11월 뿐만 아니라 12월 수요공급도 가격에 영향을 주기 때문이다. 일단 4분기 NAND 가격을 +3%로 추정해 환입규모를 가정했다. 재고자산평가손 외에 추가적 플러스 환입 요인 감안 시, 4Q 영업이익(추정치 4,234억원)은 5,000억원을 상회할 수도 있다.

3개월 저점(77,000원, FY2 P/B 1.0배)에서 반등 전망

대외환경은 혼조세이다. 트럼프 대통령의 홍콩 인권법 서명은 무역갈등 측면에서 주가에 악재로 작용했다. 반도체수출은 11/20 기준, 역성장폭을 줄여 -23.6% YoY를 기록했다가 11/30 기준, -30.8% YoY로 악화되었다. 그러나 희망도 있다. 11월 중국 관방 제조업 PMI는 50.2로 7개월만에 50을 상회해 긍정적이다. 11월 반도체수출은 물량 측면에서 +22.2% YoY 증가했다. 따라서 주가 조정폭은 제한적일 것으로 전망된다. 최근 3개월 저점(77,000원, 2020년 기준 P/B 1.0배 내외)에서는 반등이 가능할 것으로 판단된다.

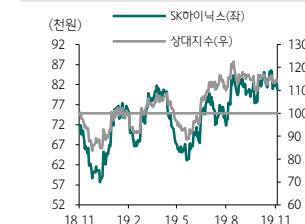
Update

BUY

| TP(12M): 98,000원 | CP(11월 29일): 80,900원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,087.96		
52주 최고/최저(원)	85,500/57,700	매출액(십억원)	26,735.0 30,552.7
시가총액(십억원)	58,895.4	영업이익(십억원)	2,915.7 6,747.9
시가총액비중(%)	4.89	순이익(십억원)	2,433.0 5,118.6
발행주식수(천주)	728,002.4	EPS(원)	3,340 7,026
60일 평균 거래량(천주)	2,602.5	BPS(원)	70,292 76,447
60일 평균 거래대금(십억원)	211.6		
19년 배당금(예상,원)	300		
19년 배당수익률(예상,%)	0.37		
외국인지분율(%)	50.53		
주요주주 지분율(%)			
SK텔레콤 외 2 인	20.07		
국민연금공단	9.10		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(2.5) 22.4 13.1		
상대	(2.3) 18.6 14.6		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	30,109.4	40,445.1	26,949.5	33,218.7	43,487.0
영업이익	십억원	13,721.3	20,843.8	2,900.4	6,556.1	14,224.9
세전이익	십억원	13,439.6	21,341.0	3,146.3	6,784.6	14,523.8
순이익	십억원	10,641.5	15,540.1	2,579.1	6,449.7	13,811.8
EPS	원	14,617	21,346	3,543	8,859	18,972
증감률	%	260.3	46.0	(83.4)	150.0	114.2
PER	배	5.23	2.83	22.84	9.13	4.26
PBR	배	1.61	0.89	1.15	1.03	0.83
EV/EBITDA	배	2.74	1.50	5.54	3.88	2.10
ROE	%	36.80	38.53	5.40	12.46	22.41
BPS	원	47,510	67,794	70,260	78,838	97,340
DPS	원	1,000	1,500	300	500	1,000



Semiconductor Analyst

김경민, CFA

dairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA

이진우

jinwlee@hanafn.com

하나금융투자

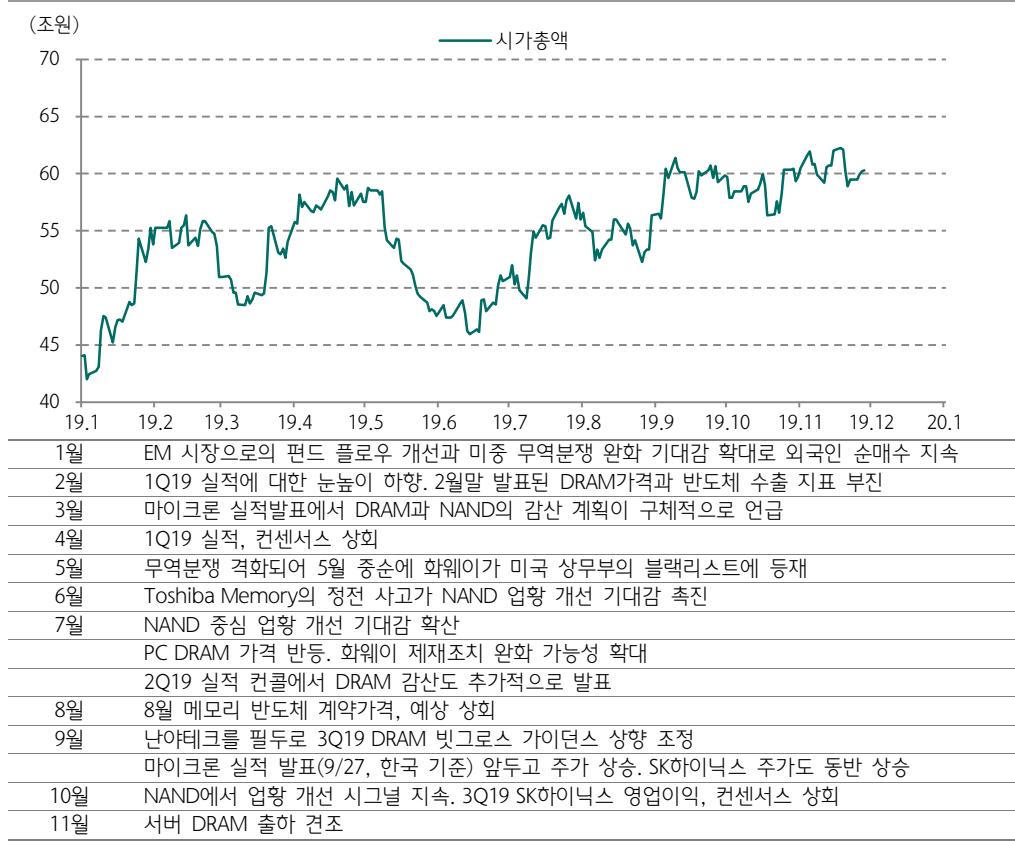
표 1. SK하이닉스의 실적 추정과 주요 가정

(단위: 십억원, %)

DRAM	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
Q: 1Gb eq./백만대	7,525	8,534	10,497	11,231	10,445	10,758	11,404	11,518	26,189	31,159	37,787	44,126
빗그로스	-8%	+13%	+23%	+7%	-7%	+3%	+6%	+1%	+23%	+19%	+21%	+17%
P: 가격	0.64	0.50	0.42	0.39	0.38	0.42	0.51	0.53	0.77	0.94	0.49	0.46
QoQ%, YoY%	-27%	-23%	-16%	-7%	-2%	+10%	+20%	+5%	+52%	+23%	-48%	-6%
NAND	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
Q: 8Gb eq./백만대	7,215	10,303	10,200	11,220	10,772	13,464	14,811	16,218	18,468	25,498	38,939	55,265
빗그로스	-6%	+43%	-1%	+10%	-4%	+25%	+10%	+10%	+19%	+38%	+53%	+42%
P: 가격	0.14	0.11	0.11	0.12	0.12	0.12	0.13	0.14	0.32	0.27	0.12	0.13
QoQ%, YoY%	-32%	-24%	+4%	+3%	+0%	+5%	+10%	+5%	+34%	-14%	-56%	+7%
매출	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
전사	6,773.1	6,451.7	6,839.0	6,885.6	6,372.3	7,458.3	9,313.1	10,075.0	30,108.9	40,445.1	26,949.4	33,218.7
DRAM	5,465.2	4,968.0	5,266.0	5,152.5	4,696.0	5,320.5	6,767.7	7,177.2	22,787.7	32,366.9	20,851.7	23,961.5
NAND	1,151.9	1,295.7	1,368.0	1,524.0	1,463.0	1,920.2	2,323.5	2,671.4	6,642.0	7,474.3	5,339.6	8,378.2
영업이익	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
전사	1,366.5	638.0	473.0	423.4	399.4	907.3	2,359.1	2,890.3	13,720.8	20,843.3	2,900.9	6,556.1
DRAM	2,350.0	1,391.0	1,211.2	1,082.0	986.2	1,463.2	2,740.9	3,122.1	12,456.5	19,909.0	6,034.3	8,312.3
NAND 및 기타	-983.5	-753.0	-738.2	-658.6	-586.7	-555.8	-381.8	-231.8	1,264.8	934.7	-3,133.3	-1,756.2
영업이익률%	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
전사	20%	10%	7%	6%	6%	12%	25%	29%	46%	52%	11%	20%
DRAM	43%	28%	23%	21%	21%	28%	41%	44%	55%	62%	29%	35%
NAND 및 기타	-75%	-58%	-47%	-38%	-35%	-26%	-15%	-8%	17%	12%	-51%	-19%
순이익	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
전사	1,102.1	537.0	495.5	448.3	422.1	912.8	2,307.5	2,818.2	10,642.2	15,540.0	2,582.9	6,460.6
순이익률%	16%	8%	7%	7%	7%	12%	25%	28%	35%	38%	10%	19%

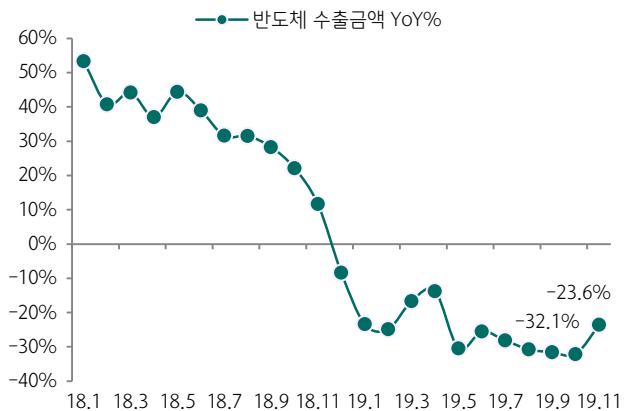
자료: SK하이닉스, 하나금융투자

그림 1. SK하이닉스의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2019년)



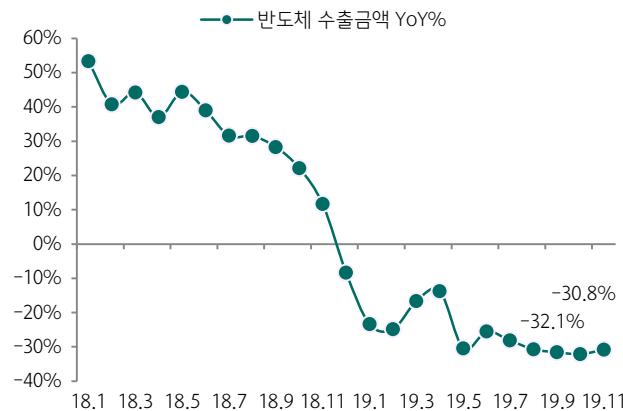
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 약재와 호재가 혼재됨. 11월 20일 반도체수출, 역성장폭 완화



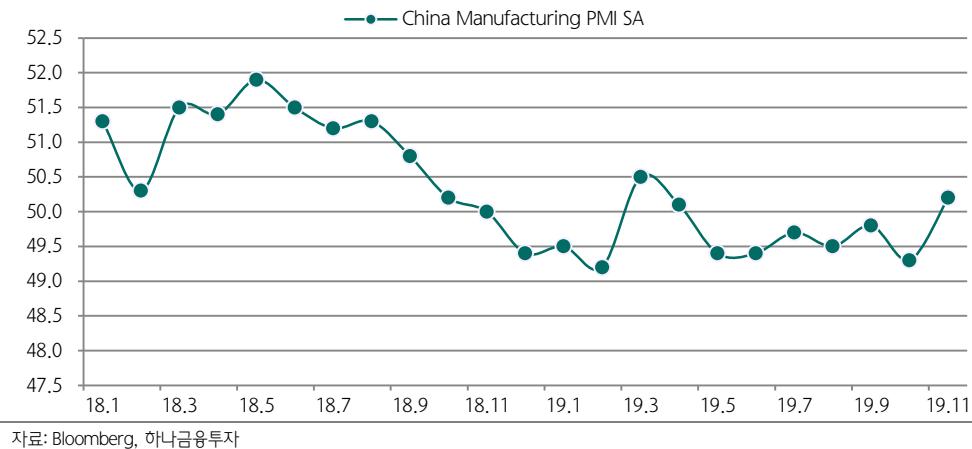
자료: 무역통계, 하나금융투자

그림 3. 약재와 호재가 혼재됨. 11월 30일 반도체수출, 역성장폭 그대로



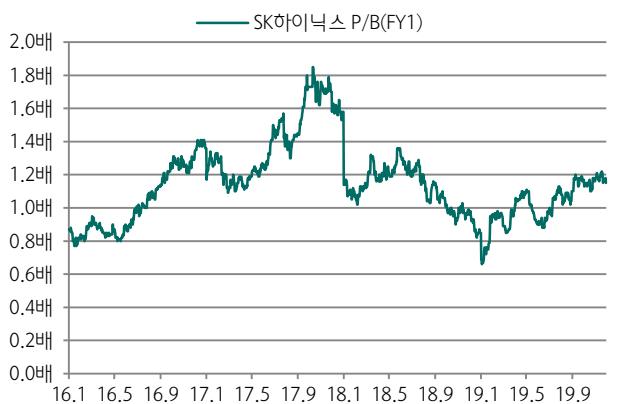
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 4. 약재와 호재가 혼재됨. 11월 중국 관방 제조업 PMI는 50.2로 4월 이후 7개월만에 50 상회해 긍정적



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. SK하이닉스 밴드 차트(1): P/B(FY1) 1.15배



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 6. SK하이닉스 밴드 차트(2): P/B(Trailing month) 1.15배



자료: WISEfn, 하나금융투자

최근 발간 자료

2019/10/25: 분기실적 말고 위를 본다

- 3분기 NAND 가격과 4분기 DRAM 빗그로스가 예상 상회
- 3Q19 실적 컨콜 분위기는 9월말 탐방 때보다 긍정적이었다. ① 3분기 NAND 가격이 +4% QoQ 를 기록하며 상승국면에 진입했다는 점, ② 4분기 DRAM 빗그로스 가이던스가 +mid-single %QoQ 이라는 점은 예상을 상회했다.
- 3분기 영업이익 4,726억원으로 컨센서스 4,390억원 상회
- 부문별 영업이익은 DRAM 1.2조원, NAND -7,382억원, 마진은 DRAM 23%, NAND -47%로 추정된다. 하나금융투자의 영업이익 추정치는 5,841억원이었다. NAND 가격 반등으로 재고자산평가손이 환입될 것이라고 예상했었기 때문이다. 3분기 영업이익 규모로 미루어 보건대 NAND 재고자산에 관련 일회성 (+)(-)요인은 없었던 것으로 추정된다.
- 4분기 영업이익 4,155억원 추정하나 함의(含意)는 제한적
- 4분기 영업이익은 QoQ 소폭 감익으로 추정한다. NAND 재고자산평가손의 환입 등등등 일회성 요인의 플러스 효과를 감안했기 때문이다. 실적의 함의는 아이러니하게도 제한적이다. 우호적 업황 때문이다. NAND 가격은 반등하기 시작했고 DRAM 가격은 2020년 2분기에 반등할 것으로 전망된다. DRAM 가격이 본격적으로 반등하기 전에 전사적으로 5,000억원 이상의 분기 영업이익을 달성하기 어려울 것이지만 재고 부담이 감소해 긍정적이다. 2019.10.21 글로벌 반도체 Weekly("매출 대비 재고자산 감소, 긍정적")에서 언급된 바와 같이 분기 실적 발표를 마친 Micron, 난야테크, TSMC, SK 하이닉스의 매출 대비 재고자산비중은 1분기 또는 2분기에 정점을 기록한 후 감소했다.
- Micron, TSMC, TXN의 시사점? 그래도 메모리는 Go!
- 좋은 소식만큼이나 불안요인도 상존한다. (1) 12월 관세 부과를 앞두고 3분기 pull-in(선제적 재고 촉적) 수요가 일회성에 그칠 가능성, (2) 모바일 수요는 견조하나 산업용, 자동차용 수요는 부진하다는 점이다. 그러나 보니 주가가 떨어질 때는 두려움이 커지고 주가가 오를 때 자신감이 생긴다. 그러나 역발상으로 대응하는 것이 적절하지 않을까? 모든 것이 완벽하게 좋아 보일 때가 경계할 타이밍이고, 그런 순간이 오기 전에 의심이 남아 있을 때가 매우 타이밍이다.

2019/09/30: 목표주가 9만 8천원으로 상향

- 3Q19 영업이익 추정치, 5,841억원으로 상향 조정
- 3Q19 영업이익 추정치를 기준 전망(5,555억원)보다 상향 조정한다. 컨센서스(4,045억원) 대비 높다. 2가지를 고려했다. ① 경쟁사의 3분기(CY) DRAM 빗그로스가 예상을 상회한다. Micron 은 +30%QoQ 를 기록했다. 삼성전자도 Micron 수준만큼 달성할 것이다. Nanya Technology 는 +15%QoQ 였던 가이던스를 +25%QoQ 이상으로 상향 조정했다. 중화권의 모바일 DRAM 수요와, 상반기 대비 나아진 서버 DRAM 수요를 감안할 때, SK 하이닉스의 빗그로스도 가이던스(한 자릿수%)를 상회할 가능성이 높다. ② NAND 손실이 감소한다. 재고평가손이 2분기까지 반영되어, 3분기에 반영될 가능성이 낮다. 4분기 NAND 가격이 +5%QoQ 반등하면 재고평가손은 플러스로 환입될 것이다.
- 2020년 2분기부터 DRAM 가격 반등 전망
- 한국 DRAM 공급사의 DRAM 재고가 6주 이하로 하락하고 있다. 2020년 1분기까지 재고수준이 정상화되면(낮아지면) 2분기부터 DRAM 가격이 반등할 것으로 전망된다. 분기별 DRAM 가격 전망은 1Q -2%, 2Q +7%, 3Q +15%, 4Q +1%이다. 이에 따라 2020년 연간 영업이익은 6.8조원으로 상향 조정한다.
- 2018년 대비 늘어난 BPS 는 몸에 붙은 근육
- 최근 투자자 미팅에서 가장 많이 받는 질문은 “2020년 SK 하이닉스의 영업이익이 아무리 늘어나더라도 직전 최고치(2018년 20.8조원)에 미달하는데, 주가는 과연 전고점(95,300원)까지 갈 수 있느냐?”라는 질문이다. BPS 가 늘어났으므로, 주가는 전고점을 경신할 것으로 판단된다. 2018년 기준 BPS 는 67,794원이었다. 2020년 기준 BPS 는 75,000원을 상회할 가능성이 높다. 연간 영업이익이 20.8조원이고 EPS 가 21,346원일 때에는, 그러한 수준의 대규모 이익이 영속적일 수 없다는 우려가 컸었다. 그러나 BPS 는 EPS 가 누적되어 몸(Book)에 붙은 근육이다. 불어난 근육(BPS 75,000원 이상)에 P/B 1.3배를 적용하면 과거 고점(95,300원)을 충분히 상회한다.

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	30,109.4	40,445.1	26,949.5	33,218.7	43,487.0
매출원가	12,701.8	15,180.8	19,083.6	22,178.1	23,391.3
매출총이익	17,407.6	25,264.3	7,865.9	11,040.6	20,095.7
판관비	3,686.3	4,420.5	4,965.5	4,484.5	5,870.7
영업이익	13,721.3	20,843.8	2,900.4	6,556.1	14,224.9
금융순익	(253.1)	549.8	326.4	161.0	117.5
종속/관계기업순익	12.4	13.0	14.6	10.1	5.9
기타영업외순익	(41.0)	(65.5)	(95.1)	57.4	175.5
세전이익	13,439.6	21,341.0	3,146.3	6,784.6	14,523.8
법인세	2,797.3	5,801.0	563.7	326.2	693.2
계속사업이익	10,642.2	15,540.0	2,582.6	6,458.4	13,830.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	10,642.2	15,540.0	2,582.6	6,458.4	13,830.5
비지배주주지분					
순이익	0.7	(0.1)	3.5	8.8	18.7
지배주주순이익	10,641.5	15,540.1	2,579.1	6,449.7	13,811.8
지배주주지분포괄이익	10,221.1	15,471.8	2,541.6	6,450.1	13,812.8
NOPAT	10,865.3	15,177.9	2,380.7	6,240.9	13,546.0
EBITDA	18,747.6	27,272.1	11,180.1	15,096.9	23,080.5
성장률(%)					
매출액증가율	75.1	34.3	(33.4)	23.3	30.9
NOPAT증가율	260.3	39.7	(84.3)	162.1	117.1
EBITDA증가율	142.4	45.5	(59.0)	35.0	52.9
영업이익증가율	318.8	51.9	(86.1)	126.0	117.0
(지배주주)순이익증가율	260.3	46.0	(83.4)	150.1	114.1
EPS증가율	260.3	46.0	(83.4)	150.0	114.2
수익성(%)					
매출총이익률	57.8	62.5	29.2	33.2	46.2
EBITDA이익률	62.3	67.4	41.5	45.4	53.1
영업이익률	45.6	51.5	10.8	19.7	32.7
계속사업이익률	35.3	38.4	9.6	19.4	31.8

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	14,617	21,346	3,543	8,859	18,972
BPS	47,510	67,794	70,260	78,838	97,340
CFPS	25,499	38,217	15,973	20,906	32,057
EBITDAPS	25,752	37,462	15,357	20,737	31,704
SPS	41,359	55,556	37,018	45,630	59,735
DPS	1,000	1,500	300	500	1,000
주가지표(배)					
PER	5.2	2.8	22.8	9.1	4.3
PBR	1.6	0.9	1.2	1.0	0.8
PCFR	3.0	1.6	5.1	3.9	2.5
EV/EBITDA	2.7	1.5	5.5	3.9	2.1
PSR	1.8	1.1	2.2	1.8	1.4
재무비율(%)					
ROE	36.8	38.5	5.4	12.5	22.4
ROA	27.4	28.5	4.0	9.6	17.7
ROIC	39.6	41.1	5.3	13.0	26.5
부채비율	34.3	35.9	30.9	28.0	25.2
순부채비율	(13.0)	(6.6)	6.2	(0.7)	(15.1)
이자보상배율(배)	110.7	220.3	12.5	22.8	51.6

자료: 하나금융투자

대차대조표

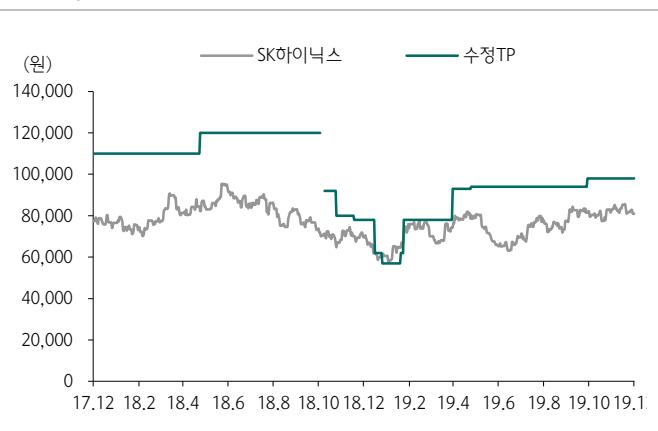
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	17,310.4	19,894.1	14,600.9	19,045.7	32,073.5
금융자산	8,557.5	8,374.2	6,632.2	9,227.0	19,224.9
현금성자산	2,950.0	2,349.3	4,696.0	7,205.7	17,064.1
매출채권 등	5,587.5	6,333.6	4,388.2	5,409.1	7,081.0
재고자산	2,640.4	4,422.7	3,064.3	3,777.1	4,944.7
기타유동자산	525.0	763.6	516.2	632.5	822.9
비유동자산	28,108.0	43,764.2	49,109.3	51,246.7	53,547.0
투자자산	414.5	4,916.2	5,027.3	5,122.5	5,278.4
금융자산	54.6	28.4	19.7	24.3	31.8
유형자산	24,062.6	34,952.6	39,491.5	42,143.8	44,727.0
무형자산	2,247.3	2,678.8	2,173.4	1,563.3	1,124.5
기타비유동자산	1,383.6	2,126.6	2,417.1	2,417.1	2,417.1
자산총계	45,418.5	63,658.3	63,710.2	70,292.4	85,620.6
유동부채	8,116.1	13,031.9	7,402.3	7,714.2	9,525.6
금융부채	773.8	1,614.3	2,078.3	1,284.2	1,284.2
매입채무 등	4,864.2	6,708.6	4,648.1	5,729.4	7,500.4
기타유동부채	2,478.1	4,709.0	675.9	700.6	741.0
비유동부채	3,481.4	3,774.2	7,653.6	7,670.8	7,698.9
금융부채	3,397.5	3,667.6	7,579.8	7,579.8	7,579.8
기타비유동부채	83.9	106.6	73.8	91.0	119.1
부채총계	11,597.5	16,806.0	15,055.9	15,385.0	17,224.5
지배주주지분	33,815.3	46,845.7	48,641.1	54,885.6	68,355.3
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7
자본조정	(771.1)	(2,506.5)	(2,505.7)	(2,505.7)	(2,505.7)
기타포괄이익누계액	(502.3)	(482.8)	(230.1)	(230.1)	(230.1)
이익잉여금	27,287.3	42,033.6	43,575.4	49,819.9	63,289.7
비지배주주지분	5.6	6.6	13.2	21.9	40.7
자본총계	33,820.9	46,852.3	48,654.3	54,907.5	68,396.0
순금융부채	(4,386.3)	(3,092.2)	3,026.0	(363.0)	(10,360.9)

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	14,690.6	22,227.2	9,595.3	13,928.7	21,256.5
당기순이익	10,642.2	15,540.0	2,582.6	6,458.4	13,830.5
조정	7,238.5	8,684.1	4,269.8	8,197.1	8,616.4
감가상각비	5,026.2	6,428.3	8,279.7	8,540.8	8,855.6
외환거래손익	(64.7)	55.1	(62.7)	(191.6)	(157.3)
지분법손익	(12.4)	(13.0)	(10.1)	0.0	0.0
기타	2,289.4	2,213.7	(3,937.1)	(152.1)	(81.9)
영업활동 자산부채 변동	(3,190.1)	(1,996.9)	2,742.9	(726.8)	(1,190.4)
투자활동 현금흐름	(11,919.2)	(21,428.7)	(9,284.0)	(10,430.0)	(11,046.0)
투자자산감소(증가)	(129.2)	(4,501.7)	(111.1)	(95.2)	(155.9)
유형자산감소(증가)	(8,883.4)	(15,904.4)	(13,229.1)	(10,583.0)	(11,000.0)
기타	(2,906.6)	(1,022.6)	4,056.2	248.2	109.9
재무활동 현금흐름	(351.9)	(1,395.3)	2,031.3	(999.3)	(342.0)
금융부채증가(감소)	(165.0)	1,110.7	4,376.2	(794.1)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	236.7	(1,800.0)	(1,318.9)	0.0	0.0
배당지급	(423.6)	(706.0)	(1,026.0)	(205.2)	(342.0)
현금의 증감	2,336.2	(600.7)	2,346.7	2,509.7	9,858.4
Unlevered CFO	18,563.4	27,821.9	11,628.3	15,219.6	23,337.6
Free Cash Flow	5,562.3	6,191.1	(3,679.1)	3,345.7	10,256.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

SK하이닉스



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.9.30	BUY	98,000		
19.4.26	BUY	94,000	-21.41%	-10.32%
19.4.1	BUY	93,000	-15.03%	-12.04%
19.1.25	Neutral	78,000	-6.96%	-0.77%
19.1.21	Neutral	62,000	7.74%	8.06%
18.12.27	Neutral	57,000	8.89%	14.56%
18.12.17	Neutral	62,000	-2.53%	0.32%
18.11.19	BUY	78,000	-12.62%	-7.82%
18.10.26	BUY	80,000	-11.95%	-6.88%
18.10.10	BUY	92,000	-24.17%	-21.30%
18.10.5	담당자변경		-	-
18.4.25	BUY	120,000	-30.17%	-20.58%
17.12.29	BUY	110,000	-28.00%	-17.55%
17.10.19	BUY	92,000	-12.43%	-5.65%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 12월 1일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 12월 02일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2019년 12월 02일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.