



2021년 주식시장 전망

# 아듀 연택트

주식시장의 흐름이 바뀌고 있다. 기존까지의 거시 구도가 새로운 전기를 맞이했기 때문이다. 미국을 위시한 주요국의 높은 기업부채와 취약한 재정수지는 주식시장에 지금껏 제공한 모멘텀을 추가로 주지 못하리라 판단한다. 이와 같은 전환기에는 주식시장 내부의 변화 역시 활발해진다. 당대의 주도주는 주식시장과 운명을 같이한다고 했던가? 이 시대를 주름잡았던 연택트 관련주는 저물어갈 수밖에 없다. 그 사이 대안적인 몇몇 투자 대상물이 각광받게 될 것이다.

Analyst 강현기



2021년 KOSPI는 1960~2630pt 범위에서 박스권을 형성할 것으로 전망한다. 주식시장에 Cap이 씌워졌다고 볼 수 있는데, 이는 악화된 기업부채와 재 정수지가 향후 영향을 주기 때문이다. 미국을 위시한 주요국에서 최고 수준의 기업부채와 최저 수준의 재정수지를 기록하며, 민간투자와 정부 지출이 악화할 여지가 있다. 연중 주식시장 경로를 보면 2021년 상반기에 변동성이 확대되고, 하반기에 안정되는 흐름이다.

전략적으로는 주도주의 교체를 준비해야 할 것이다. 그간 대세 상승을 이어왔던 언택트 관련주는 주식시장과 함께 동력이 약화되리라 전망한다. 반면, 대안적인 투자 대상물은 조금씩 주목 받게 될 것이다. 그동안 소외 당하였던 업종 중에서 필수소비재(음식료), 경기소비재(호텔, 레저서비스), 산업재(조선) 등을 추천한다.

# Summary



# Contents

**01**

들어가며

**02**

구도전환

**03**

투자전략



# 01

## 들어가며

장기적으로는 주식시장과 경제의 경로가 유사하다. 거시 구도를 통하여 연간 단위의 주식시장 전망을 수행할 수 있는 것이다. 이 시대 구도의 가장 큰 특징은 역사상 최고 수준의 기업부채/GDP 비율과 최저 수준의 재정수지/GDP 비율을 기록하고 있다는 부분이다. 특히 미국을 위시한 선진국이 그렇다. 이에 따라 민간투자와 정부지출의 여력은 줄어든 상태다. 이들은 경제의 마중물 역할을 수행한다는 점에서 숙고할 필요가 있다.

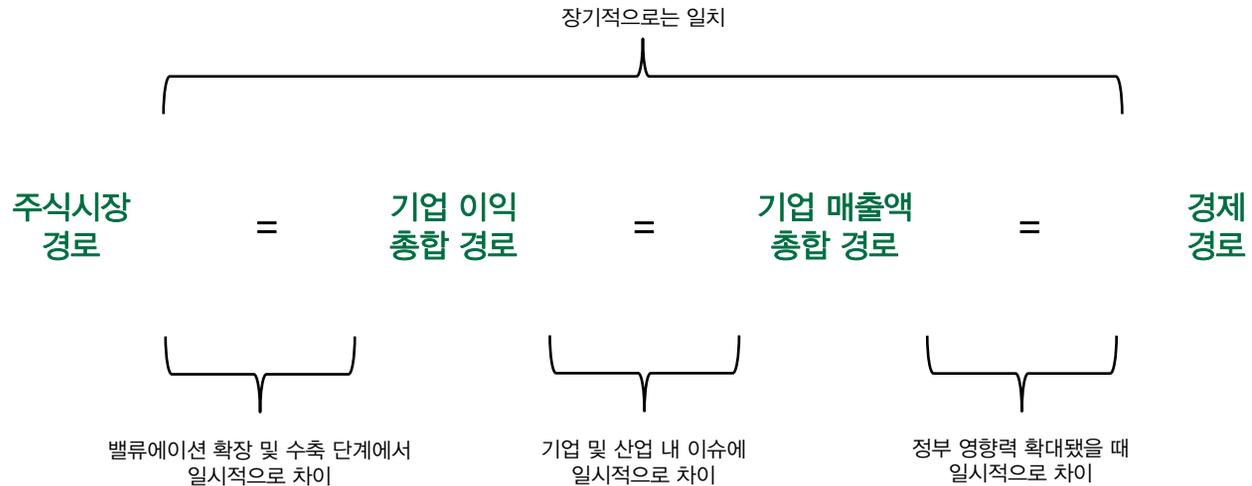


# 주식시장의 장기 전망에서 유용한 도구

## 주식시장 경로 = 경제 경로

- 장기 전망을 할 때는 경제의 경로를 가능하여 주식시장 전망하는 것이 적절
- 일시적으로는 주식시장과 기업 이익, 기업 이익과 기업 매출액, 기업 매출액과 경제의 차이로 상호 간 다른 움직임이 형성
- 그러나 장기적으로는 주식시장 경로와 경제 경로가 유사
- 이제부터 우리 시대의 거시 구도를 진단할 필요

### | 주식시장과 경제의 관계



자료: DB금융투자

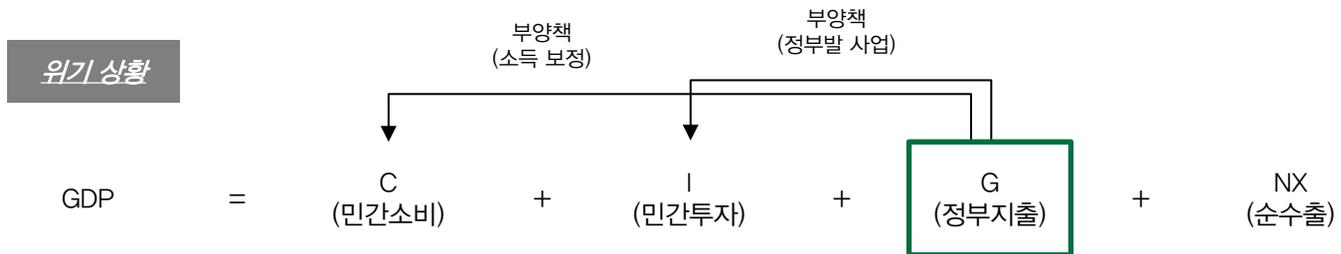
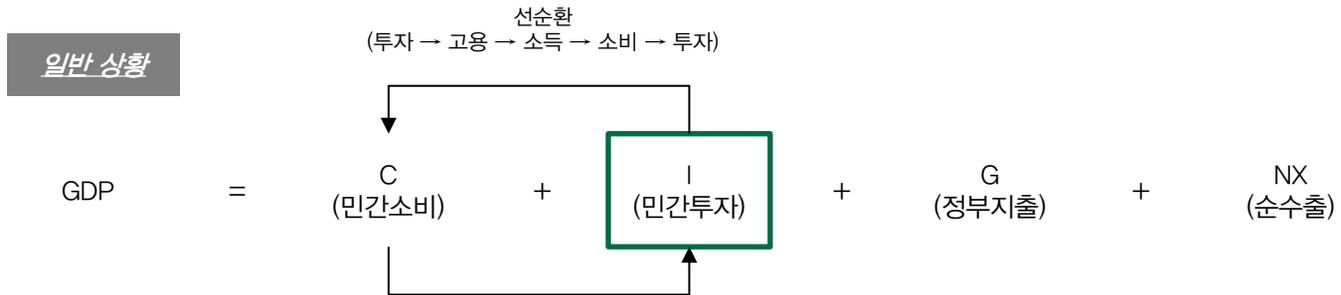


# 마중물의 역할

## 민간투자자와 정부지출

- 일반 상황에서는 민간투자를 매개로 경제가 활성화. 민간투자자와 민간소비 간의 선순환 관계 형성에 따라 경기 모멘텀 생성
- 위기 상황에서는 정부지출을 매개로 경제가 회복. 부양책(소득 보장 및 정부발 사업)을 통하여 민간 경제 활성화 도모
- 만약, 민간투자자와 정부지출이 원활하게 이뤄지지 못한다면?

| 일반 상황과 위기 상황에서 경제의 마중물



자료: DB금융투자

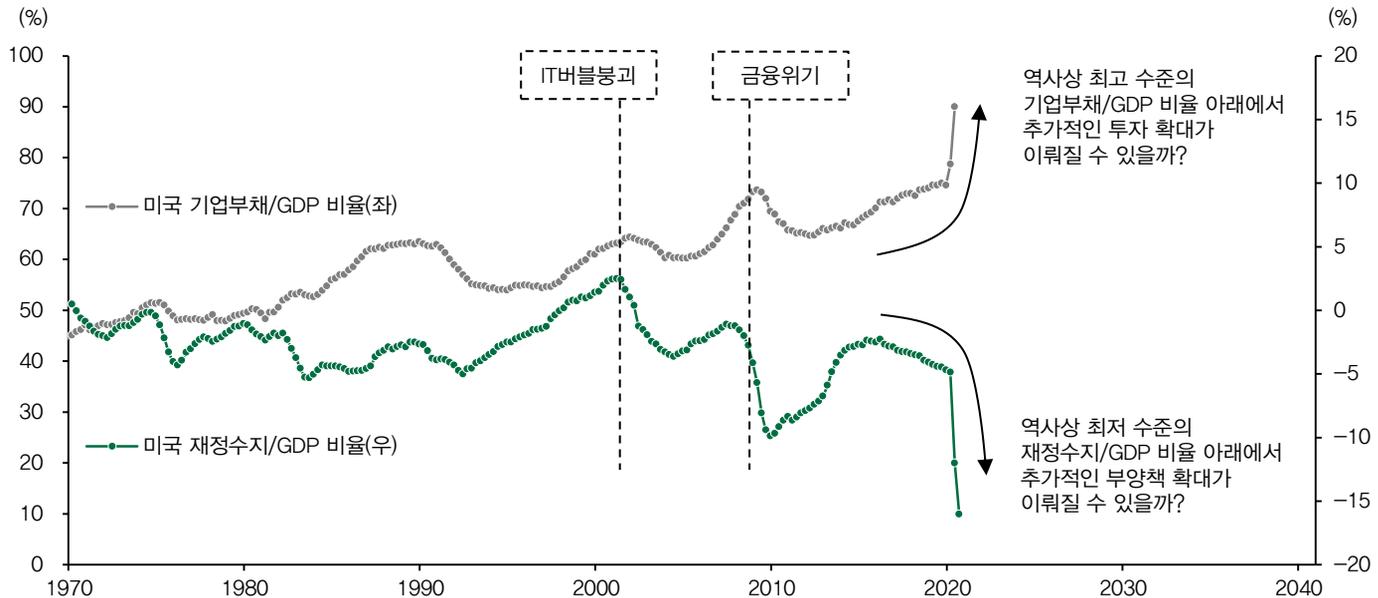


# 구도전환의 핵심

## 기업부채와 재정수지 정상화

- 지난 10년간 기업부채/GDP 비율이 높아졌으며, 코로나19 사태 이후로 최근 6개월 동안 급등함. 이에 따라 기업이 신규 투자를 위하여 부채를 부담할 수 있는 능력이 감소. 즉, 민간투자에 마찰이 발생한 환경
- 지난 10년간 재정수지/GDP 비율이 하락했으며, 코로나19 사태 이후로 최근 6개월 동안 급감함. 이로 말미암아 부양책 여력은 줄어든 상태. 즉, 정부지출에 마찰이 발생한 환경
- 이 시대 거시 구도의 핵심은, 바로 민간투자자와 정부지출이 원활하게 작동하지 못할 수 있다는 것

### | 민간투자자와 정부지출이 원활하게 작동하지 못할 수 있는 환경



자료: Bloomberg, DB금융투자

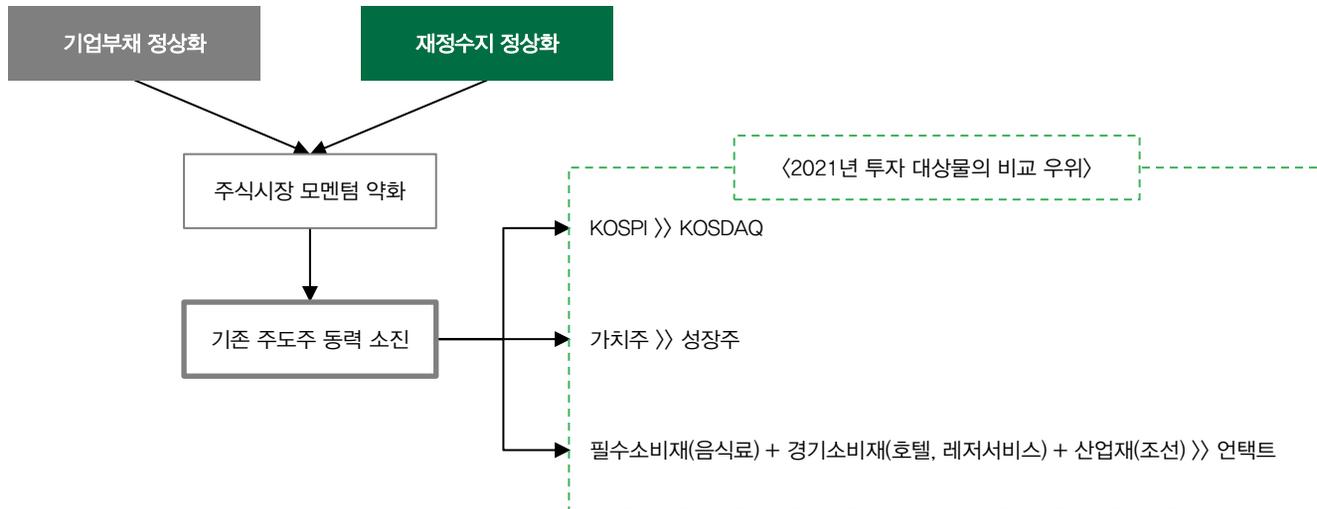


# 투자전략의 핵심

## 주도주 교체

- 기업부채 및 재정수지 정상화로 주식시장 모멘텀 약화될 때 기존 주도주는 동력이 소진
- 2020년 동안 KOSDAQ, 성장주, 그리고 언택트 관련주가 각광받았다면 2021년에는 그 대척점에 있는 주식이 비교 우위를 누릴 것
- 이제부터는 KOSPI, 가치주, 그리고 필수소비재(음식료) + 경기소비재(호텔, 레저서비스) + 산업재(조선) 등에 초점을 맞추는 것이 바람직

| 주식시장 변화하며 주도주 교체될 가능성





# 02

## 구도전환

지금 높은 미국의 기업부채 비율은 1) 저금리 상태에서 역사적으로 반복됐던 현상, 2) 경기 수축 국면 진입 등에 따라 하락할 가능성이 존재한다. 그들의 재정수지는 1) 2차 세계 대전 이후 가장 취약한 상태, 2) 민주당 소속 대통령의 특성, 3) 바이든의 경제 정책 등을 볼 때 건전화 방향으로 나아갈 수 있다. 이들 모두는 주식시장에 Cap을 씌우는 요인으로 작용할 것이다. 미국과 한국 주식시장의 동조화가 40년간 최고 수준이므로 한국 역시 동일한 관점으로 바라봐야 할 것이다.

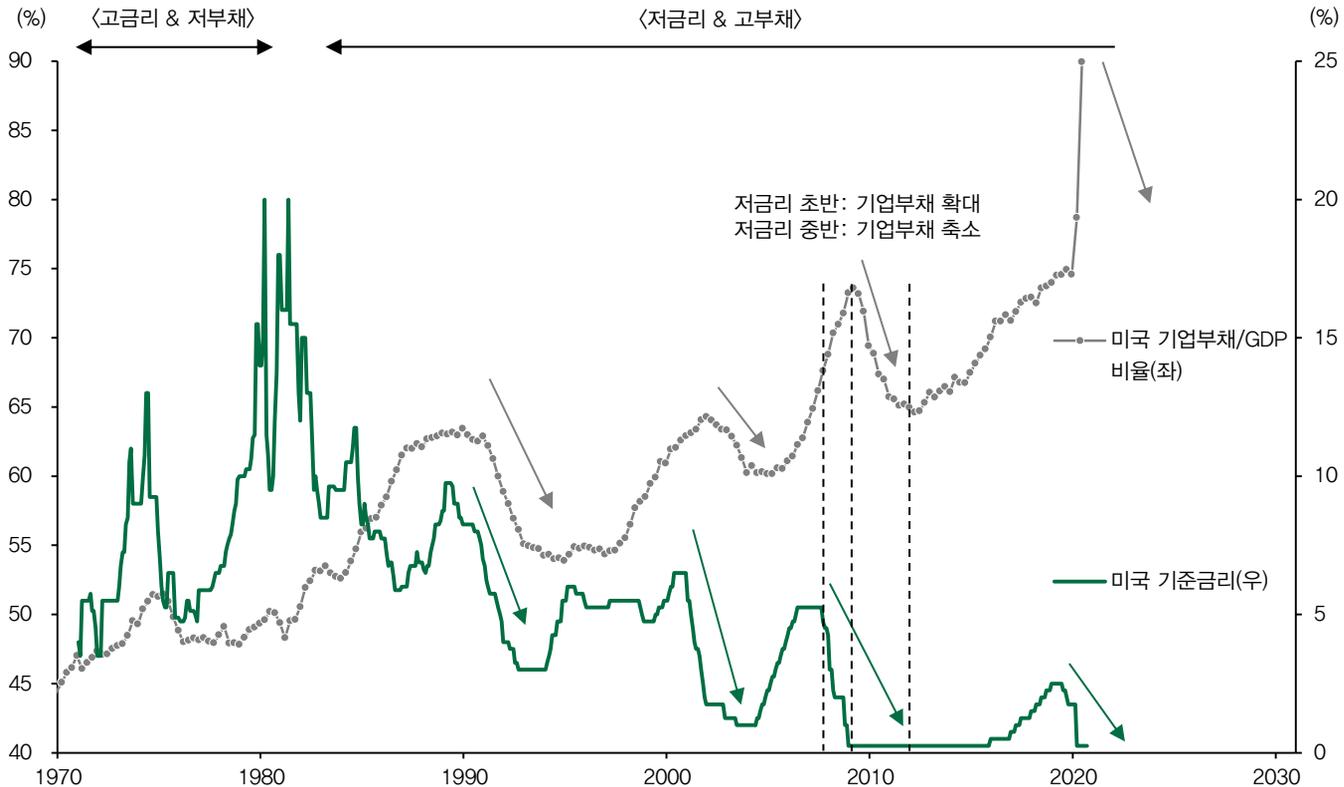


# 기업부채가 이르는 곳

## Mid-Cycle에서 기업부채 비율은 금리 방향과 동일

- 미국 기업부채/GDP 비율 역사상 최고 수준. 일반적으로 기업부채 비율은 글로벌 전반이 동조하여 움직이므로 이들의 향후 경로 주목
- 저금리 초반 기업부채 확대 → 저금리 중반 기업부채 축소 진행. 이는 기업이 위기 대응을 위하여 점차 몸집을 줄이기 때문
- NBER은 2009년 6월부터 2020년 1월까지 경기 확장 끝나고, 2020년 2월부터 경기 수축됐다고 발표. 이에 위기 관리 필요성 대두

### | 기업부채 비율이 움직이는 정석



자료: Bloomberg, DB금융투자

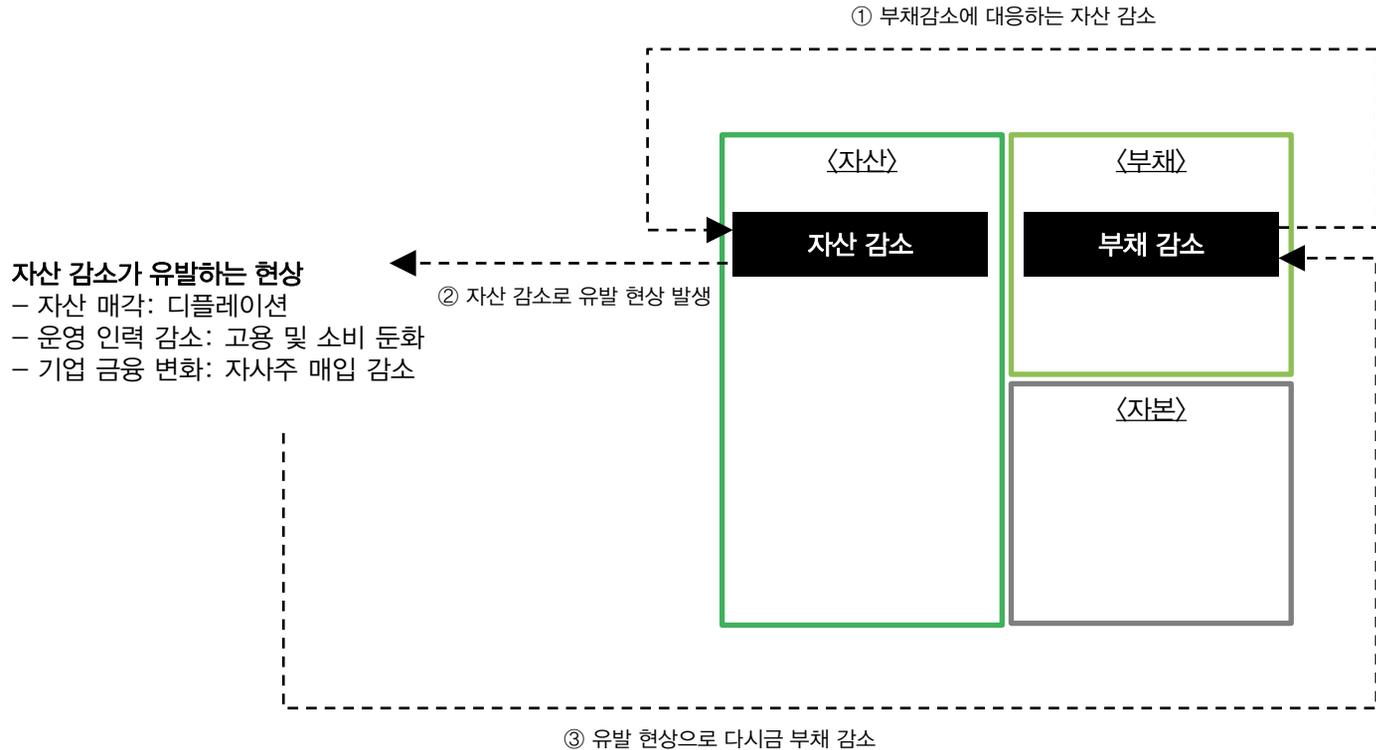


# 기업부채가 이르는 곳

## 부채 감소의 유발 현상

- 기업부채 비율 하락은: 부채 감소 → 자산 감소 → 유발 현상 → 부채 감소를 반복시킴
- 여기서 자산 감소가 유발하는 현상이 주식시장에 영향. 자산 매각에 의한 디플레이션, 운영 인력 감소에 의한 고용 및 소비 둔화, 기업 금융 변화에 의한 자사주 매입 감소 등이 대표적

### | 부채 감소에 따른 유발 현상



자료: DB금융투자



# 기업부채가 이르는 곳

## 유발 현상 1: 운영 인력 감소

- 기업부채 감소의 유발 현상에서 비롯되는 고용 및 소비 둔화가 나타날지 관찰하는 것이 필요. 그 대응치로 임금 관련 지표가 적절
- 최근까지 미국 실질임금 증가율은 하락하는 모습을 보이고 있음. 이는 미국 주식시장에 몇 안 되는 선행지표

| 실질임금 증가율 변화



자료: Bloomberg, DB금융투자

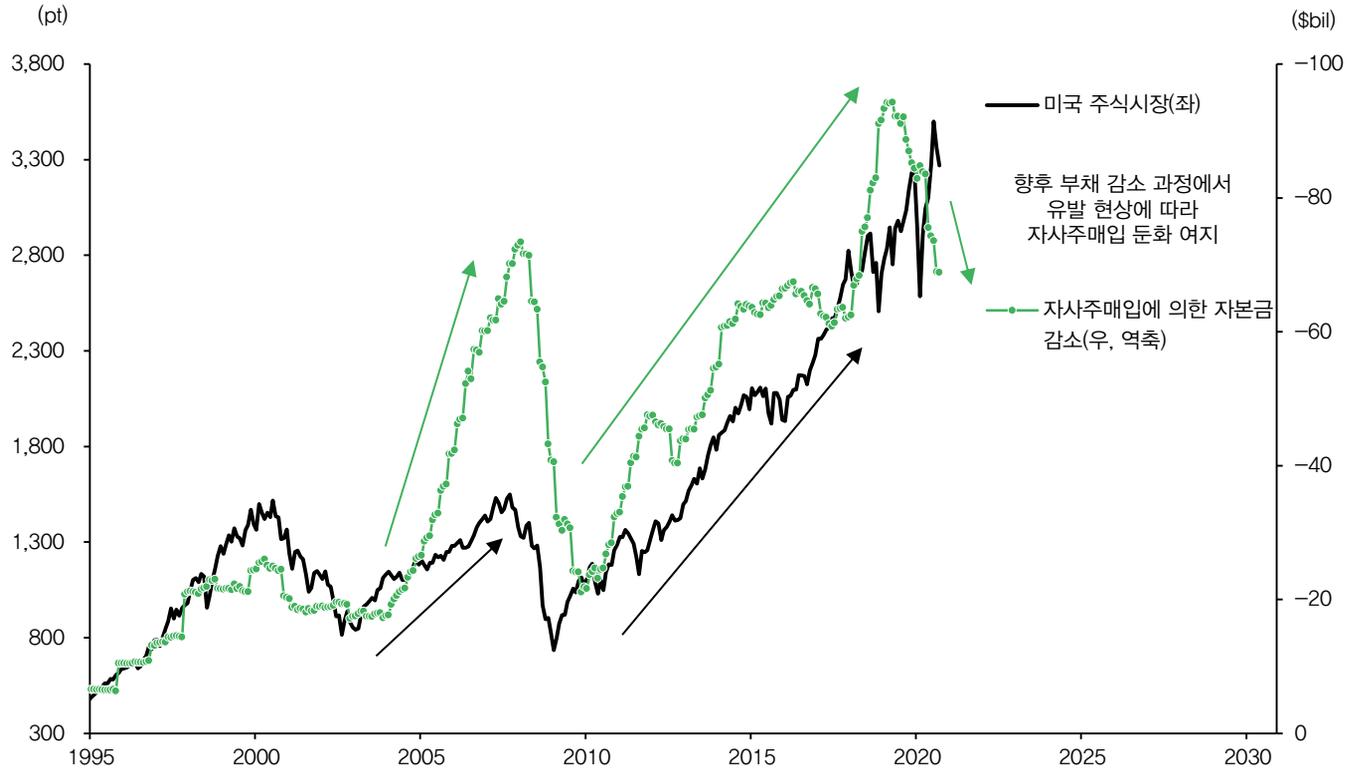


# 기업부채가 이르는 곳

## 유발 현상 2: 기업 금융 변화

- 기업부채 감소의 유발 현상에서 비롯되는 자사주 매입 감소 여부 역시 관찰하는 것이 필요
- 최근까지 미국 자사주 매입은 악화하고 있는 모습이 나타나고 있으며 향후 추가 압박 여지 존재

### | 자사주 매입 변화



자료: DB금융투자

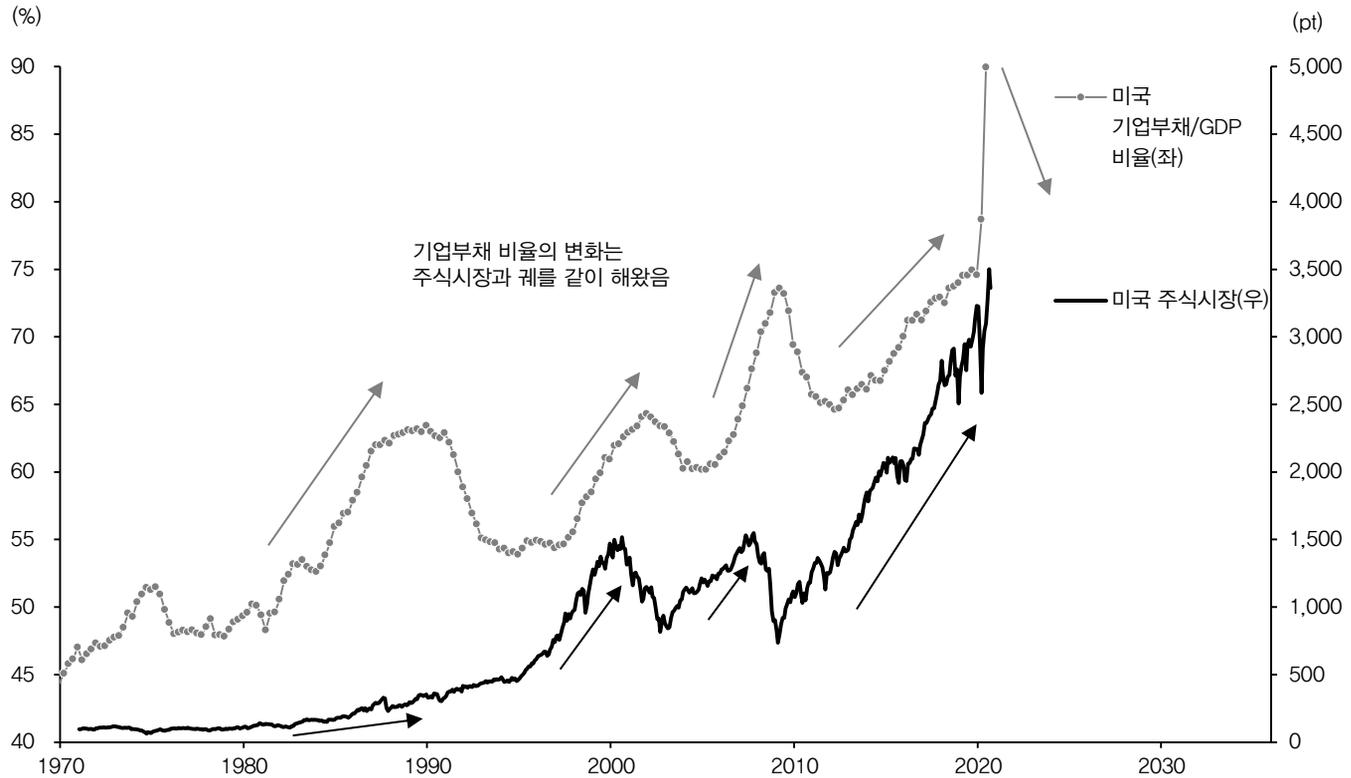


# 기업부채가 이르는 곳

## 기업부채 비율 변화의 주식시장 영향 점검

- 미국 기업부채/GDP 비율은 현재 90% 수준까지 올라와 있는 상태
- 기 제시한 이유에 따라 이것은 하락할 가능성이 존재하며 이때 주식시장이 영향을 받을 수 있다는 것에 주목

### | 기업부채 비율 하락 시 주식시장 영향



자료: Bloomberg, DB금융투자

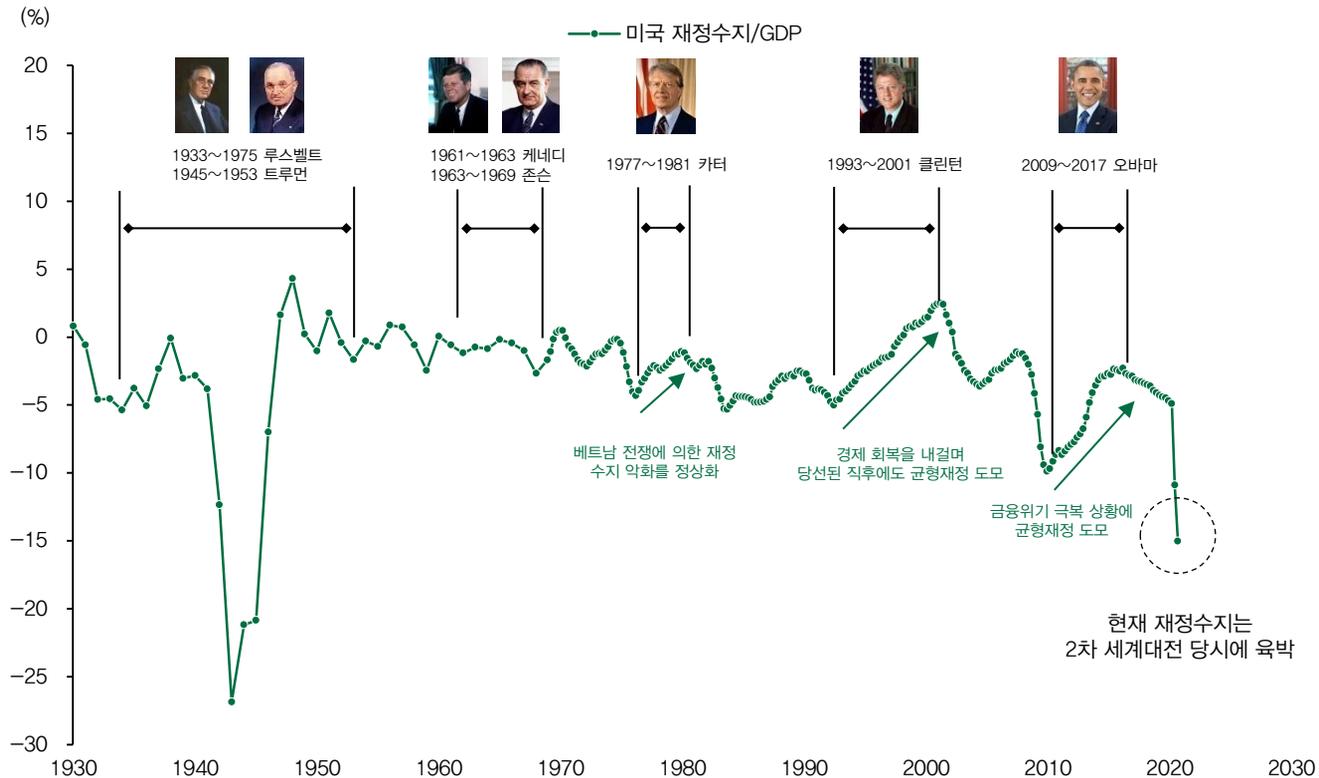


# 재정수지가 이르는 곳

## 2차 세계 대전부터 지금까지

- 현재 미국 재정수지/GDP 비율은 2차 세계 대전 이후 가장 취약한 상태에 위치
- 미국 역대 민주당 소속 대통령은 취약한 재정에 대하여 건전화 방향으로 이끌어. 베트남 전쟁 이후 카터, 경제 회복을 외쳤던 클린턴, 금융위기 회 복을 주도했던 오바마 등이 모두 균형재정을 지향

| 미국 역대 민주당 소속 대통령과 재정수지/GDP 비율



자료: Bloomberg, DB금융투자



# 재정수지가 이르는 곳

## 바이든의 경제 정책

- 바이든의 대선 공약을 토대로 향후 미국의 재정정책을 가늠해보면, 코로나19로 대규모 부양책을 시행했던 트럼프 시절보다 축소될 전망
- 세금은 더 거둬들여 청정 에너지 분야에 투자하고 오바마 케어를 확대할 계획이지만, 이 역시 블루웨이브 불발로 난항이 예상
- 경제와 더불어 분배 문제에도 역점을 두는 형태

### | 바이든의 주요 공약

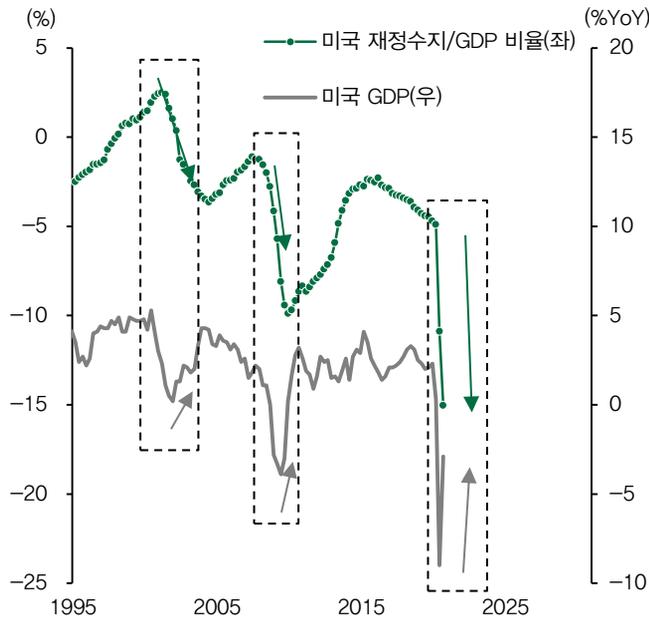
분야	내용	
부양책	2조 달러 추가 경기 부양책	← 트럼프 행정부 3월 이후 경기 부양책 4.5조달러
세금	기업: 법인세 인상 (21% → 28%) 개인: 개인소득세 최고세율 인상 (연 49만 달러 이상) 금융: 금융거래세 도입	← 트럼프 행정부 세금 감면 정책의 되돌림
인프라	청정 에너지 분야 4년 동안 2조 달러 투자	← 바이든 임기 중 긴 호흡으로 진행
외교	동맹국과의 연대를 통한 중국 견제	
기타	오바마 케어 확대 이민자 보호 정책 추진 거대 IT 기업 규제 강화	

자료: 각 언론사, DB금융투자

## 컨센서스

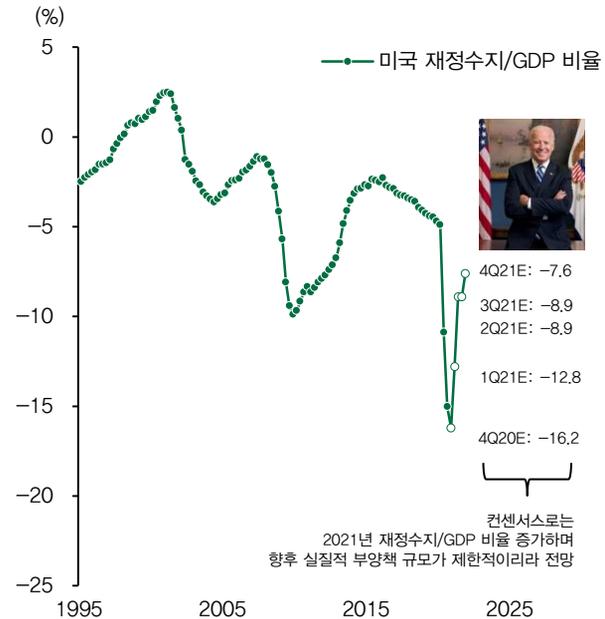
- 위기 상황이 도래할 때, 확장적 재정으로 재정수지/GDP 비율 하락하면 이후 경제 성장률이 개선되는 형태가 반복
- 컨센서스를 보면 향후로는 재정수지/GDP 비율이 2021년부터 건전화 방향으로 나아가고 있어
- 앞으로 민간 자생적인 경기 회복이 중요해지는데, 높은 기업부채에 따라 민간투자 여력이 줄어들고 있다는 점이 고충
- 즉, 일정한 충격이 발생할 때 이를 완화해줄 재정 여력이 충분하지 못하다는 것이 문제

| 재정수지의 방향과 경제 회복 여부



자료: Bloomberg, DB금융투자

| 2021년 재정수지에 관한 컨센서스



자료: Bloomberg, DB금융투자

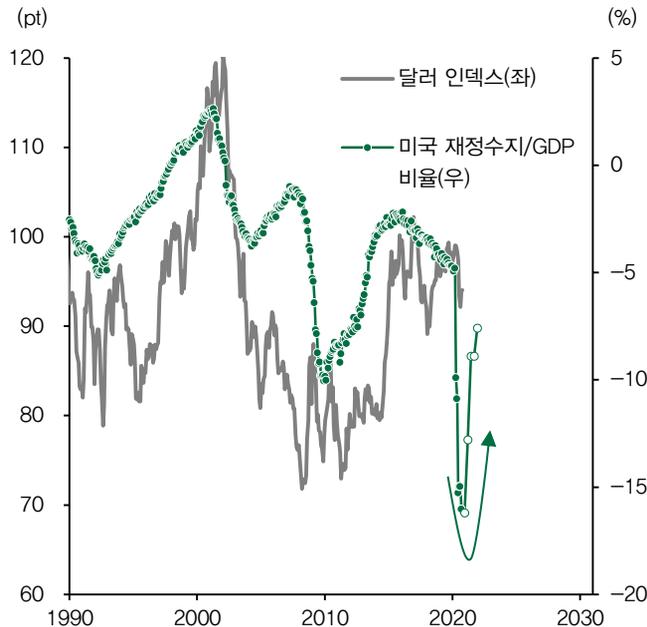


# 재정수지가 이르는 곳

## 재정수지와 달러

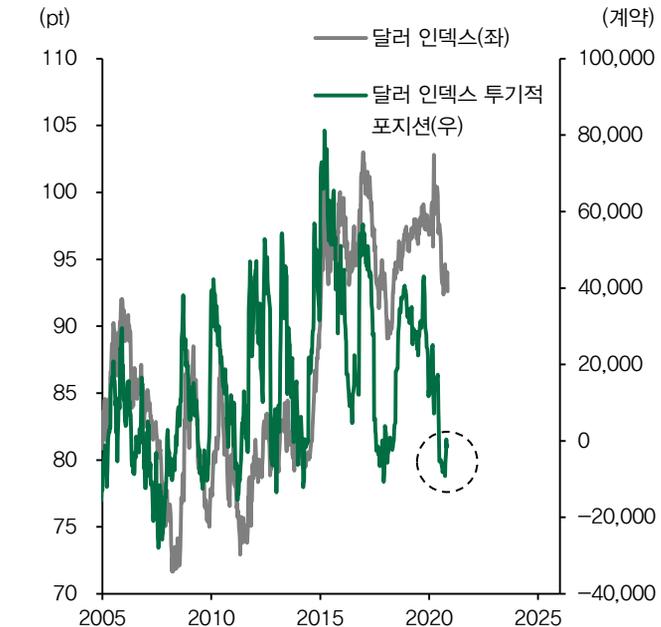
- 재정수지가 건전화 방향으로 나아갈 때 달러에 대해서도 고려할 필요가 있음
- 일반적으로 적자 재정은 통화 약세, 균형 재정은 통화 강세를 이끌게 됨. 최근까지 달러 약세의 요인 중에는 직전까지 미국 트럼프 행정부가 실시한 재정수지 변화도 어느 정도 일조함
- 향후 미국의 재정수지가 기 언급한 요인에 따라 건전화 방향으로 나아갈 때, 달러는 강세로 전환할 수 있음
- 최근 달러에 대한 투기적 포지션이 강세로 방향을 바꾸고 있다는 점도 주목할 사항

| 재정수지와 달러



자료: Bloomberg, DB금융투자

| 달러에 대한 투기적 포지션



자료: Bloomberg, DB금융투자

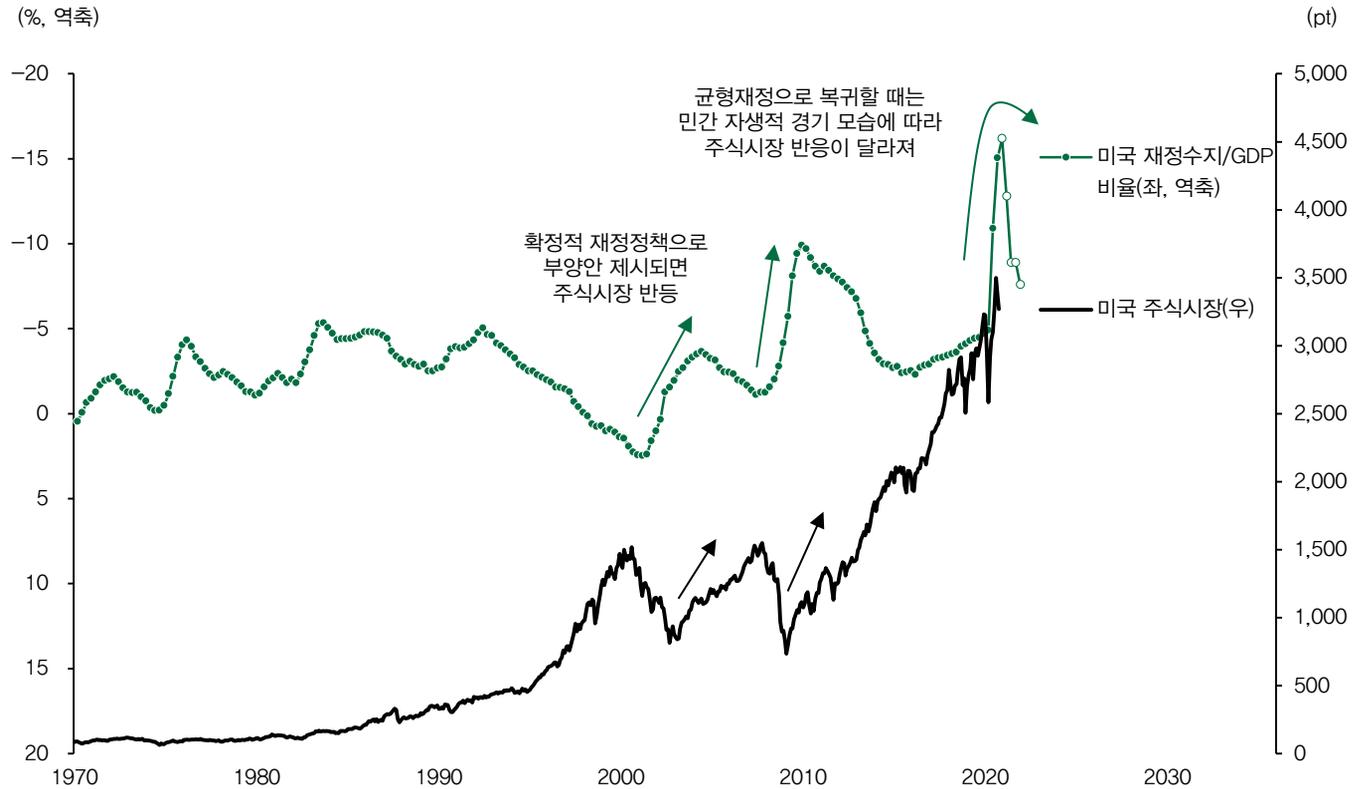


# 재정수지가 이르는 곳

## 재정수지 비율 변화의 주식시장 영향 점검

- 위기 상황에서 확장적 재정정책으로 부양안이 제시되면 주식시장은 반등해왔음. 그러나 균형재정으로 복귀할 때는 해당 시기 민간 자생적 경기 모습에 따라 주식시장의 반응이 달라졌음
- 향후 재정정책이 변화할 때, 앞서 언급할 것처럼 민간투자가 활성화될 여지가 제한적이므로, 주식시장이 압박을 받을 수 있을 것

### | 재정수지 변화할 때 주식시장 영향



자료: Bloomberg, DB금융투자



# 장기적인 주식시장 경로

## 지금껏 높아진 기대감을 향후 만족시킬 수 있을까?

- 2020년 여러 충격을 거치며 역설적으로 경제에 대한 기대감은 최고조에 이른 상태. 경제심리지수 대부분이 역사상 최고치
- 향후 ‘기업부채의 하락에 의한 민간투자의 압박 가능성’, ‘재정수지의 건전화에 의한 정부지출의 변화 가능성’ 등을 고려할 때 높아진 기대감을 향후 만족시키는 것이 만만치 않을 것

### | 경제심리지수 역사상 최고치



자료: Bloomberg, DB금융투자

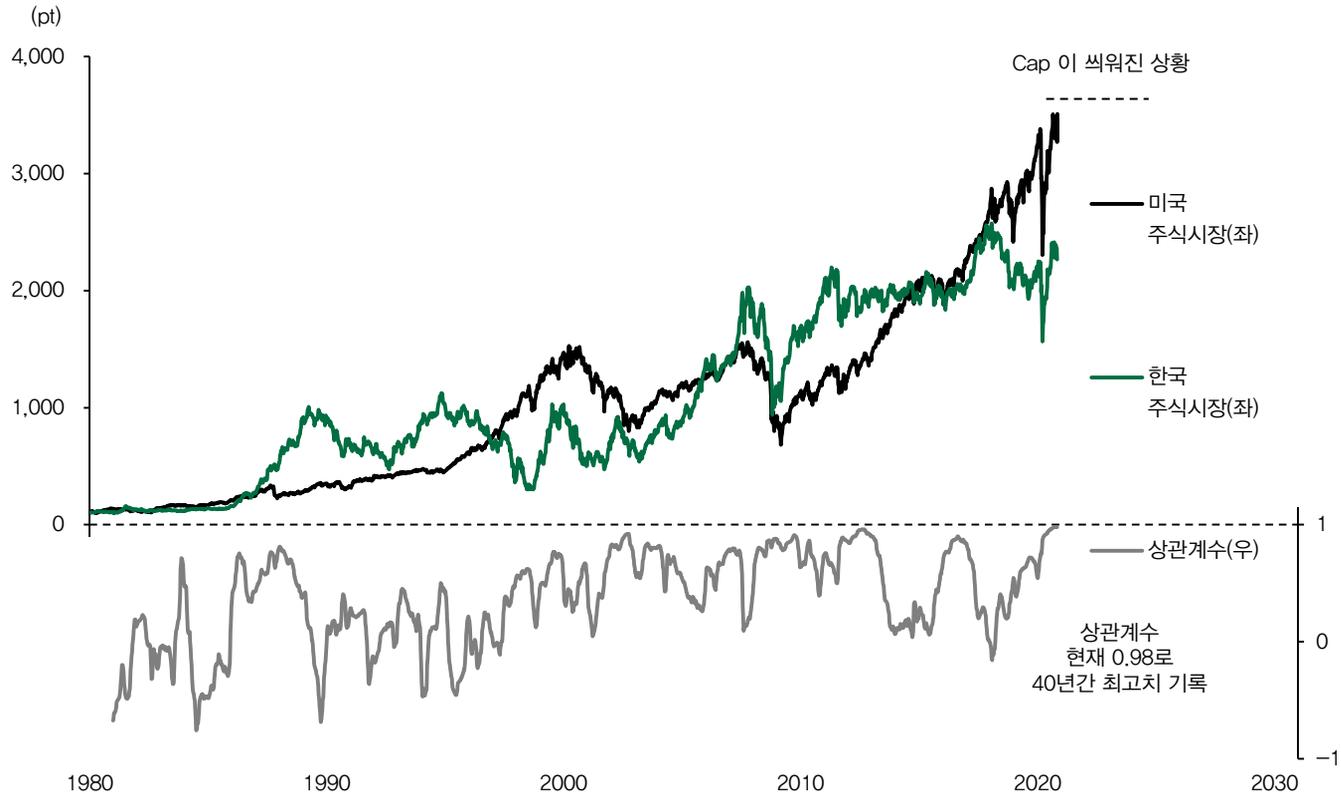


# 장기적인 주식시장 경로

## 미국과 한국 주식시장 완전한 동조화 진행 중

- 거시 구도를 종합해볼 때, 주식시장은 Cap이 씩워진 상태로 판단. 향후 주식시장은 주어진 Cap 아래에서 박스권 형성
- 최근 미국과 한국 주식시장 상관계수가 0.98이므로 한국 역시 미국과 동일한 Cap 아래에서 박스권 형성 전망

| 주식시장의 Cap과 동조화



자료: Bloomberg, DB금융투자



# 03

## 투자전략

2021년 KOSPI는 1960~2630pt 범위에서 박스권을 형성할 것으로 전망한다. 연중 주식시장 경로를 보면 2021년 상반기에 변동성이 확대되고, 하반기에 안정되는 흐름이다. 스타일 별로 살펴보면 미국 보다는 한국, KOSDAQ보다는 KOSPI, 성장주보다는 가치주가 매력적이다. 업종으로는 언택트 관련주 보다는 필수소비재(음식료), 경기소비재(호텔, 레저서비스), 산업재(조선) 등의 상대 수익률이 양호할 것으로 판단한다.

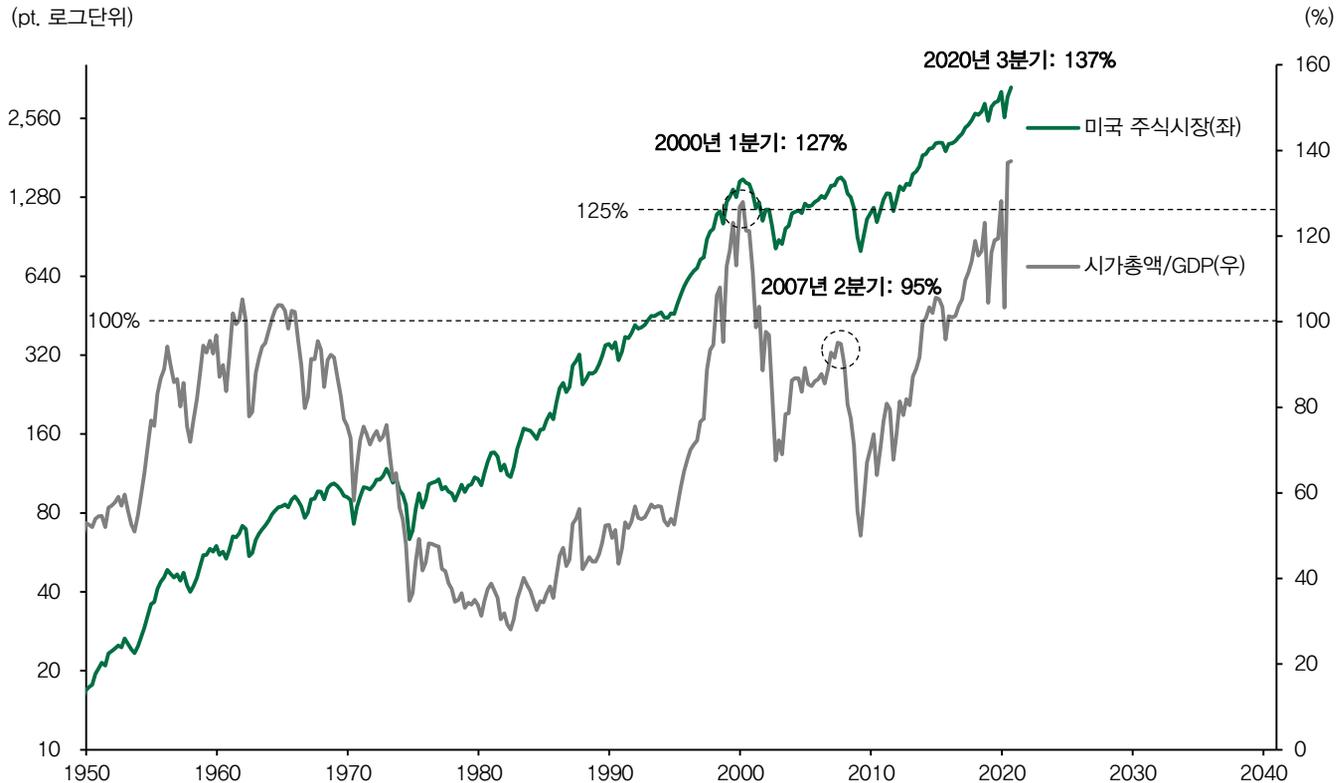


# 주식시장 전망

## 미국 주식시장 시가총액/GDP 137%

- 시가총액/GDP 비율은 100%를 넘어가면 과열 양상인 것으로 판단
- 현재 미국 주식시장은 시가총액/GDP 137%를 기록. 과거 IT 버블 시기에 해당 지표는 127%, 금융위기 직전에 95%
- 거시 구도 변화에 따라 모멘텀이 약화될 때 밸류에이션 조정이 나타날 것. 언택트 관련주의 타격이 가장 걱정할 것으로 판단

### | 미국 시가총액/GDP



자료: Bloomberg, DB금융투자

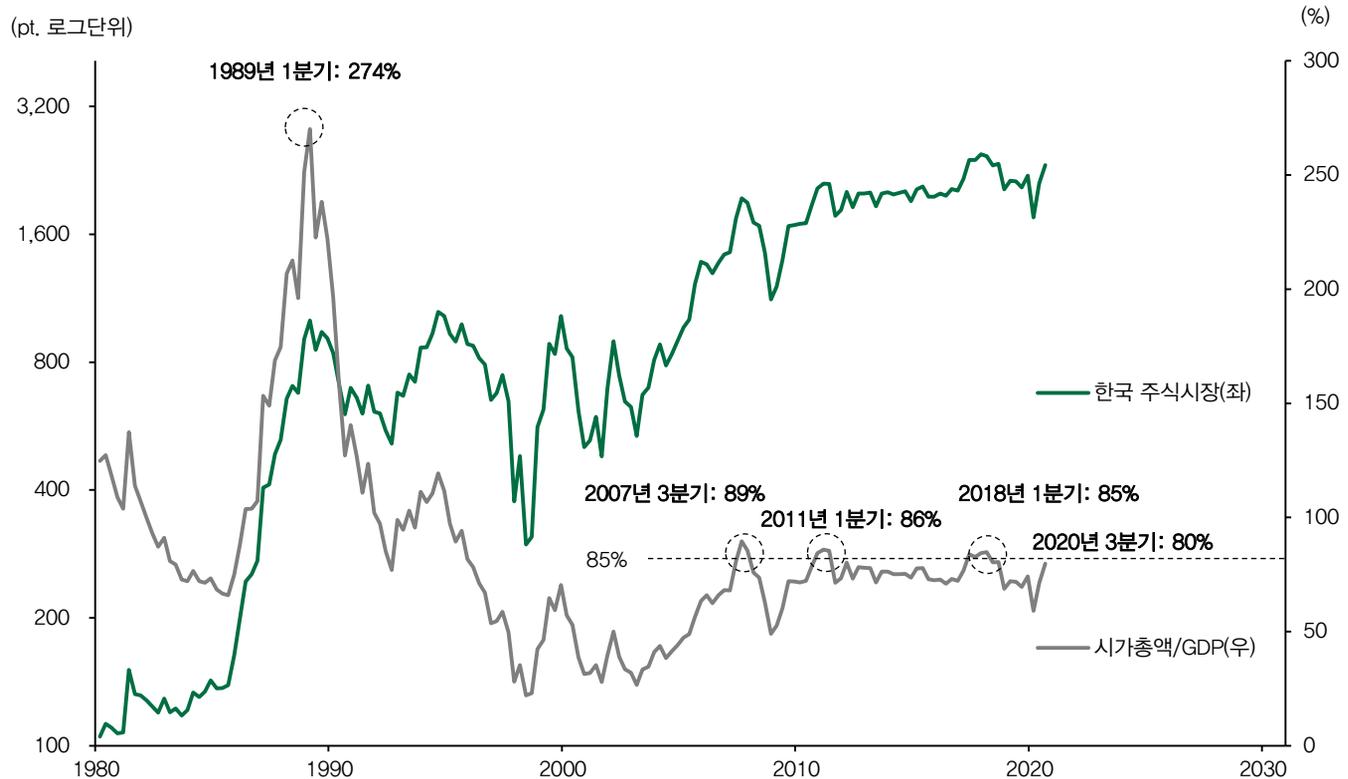


# 주식시장 전망

## 한국 주식시장 시가총액/GDP 80%

- 현재 한국 주식시장은 시가총액/GDP 80%를 기록. 한국의 경우 금융위기 이후부터 85%가 허들로 작용
- 미국 대비하여 한국 주식시장의 과열 정도는 적음. 한국 주식시장이 미국과 경로는 같더라도 수익률 측면에서 상대적 안정성 확보할 것

### | 한국 시가총액/GDP



자료: Bloomberg, DB금융투자

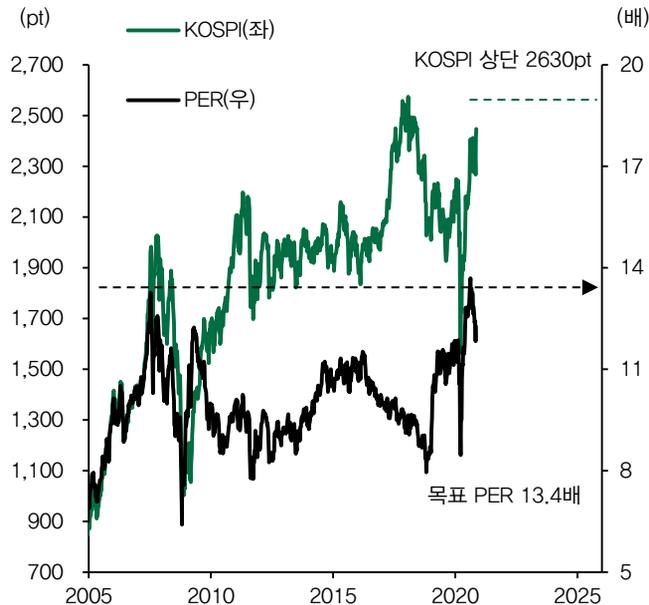


# 주식시장 전망

## 2021년 KOSPI 1960~2630pt

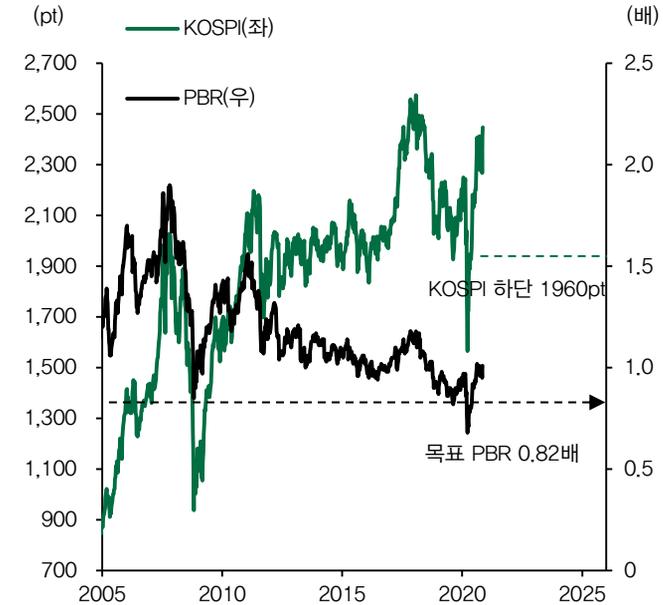
- KOSPI 상단 2630pt 설정: 목표 PER 13.4배, EPS Growth는 거시 구도에 맞춰 제한적이라고 가정
- KOSPI 하단 1960pt 설정: 목표 PBR 0.82배, 2020년 3월과 같은 극단적인 상황이 아니라면 PBR 0.7배를 하회하지 않을 것이라 가정
- 제시된 범위 아래에서 박스권 형성 전망

| KOSPI 상단 설정



자료: Wseln, DB금융투자

| KOSPI 하단 설정



자료: Wseln, DB금융투자

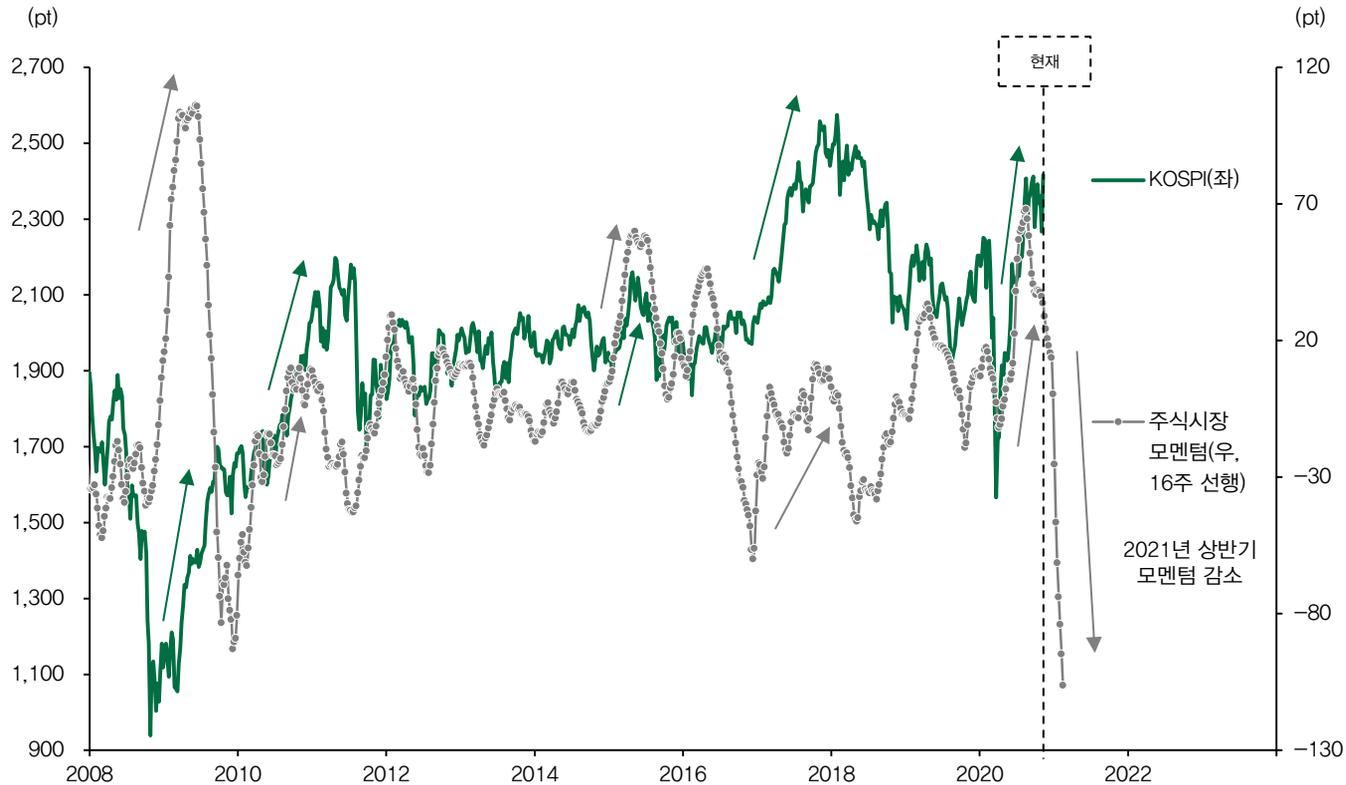


# 주식시장 전망

## 2021년 상반기 변동성 확대, 하반기 안정

- 2021년에는 특히 상반기 동안 주식시장 주변의 모멘텀이 감소하는 것으로 추정
- 연중 주식시장 경로를 보면 2021년 상반기에 변동성이 확대되고, 하반기에 안정되는 흐름이 예상됨

| 연중 주식시장 경로: 2021년 상반기 모멘텀 감소 추정



자료: Bloomberg, DB금융투자

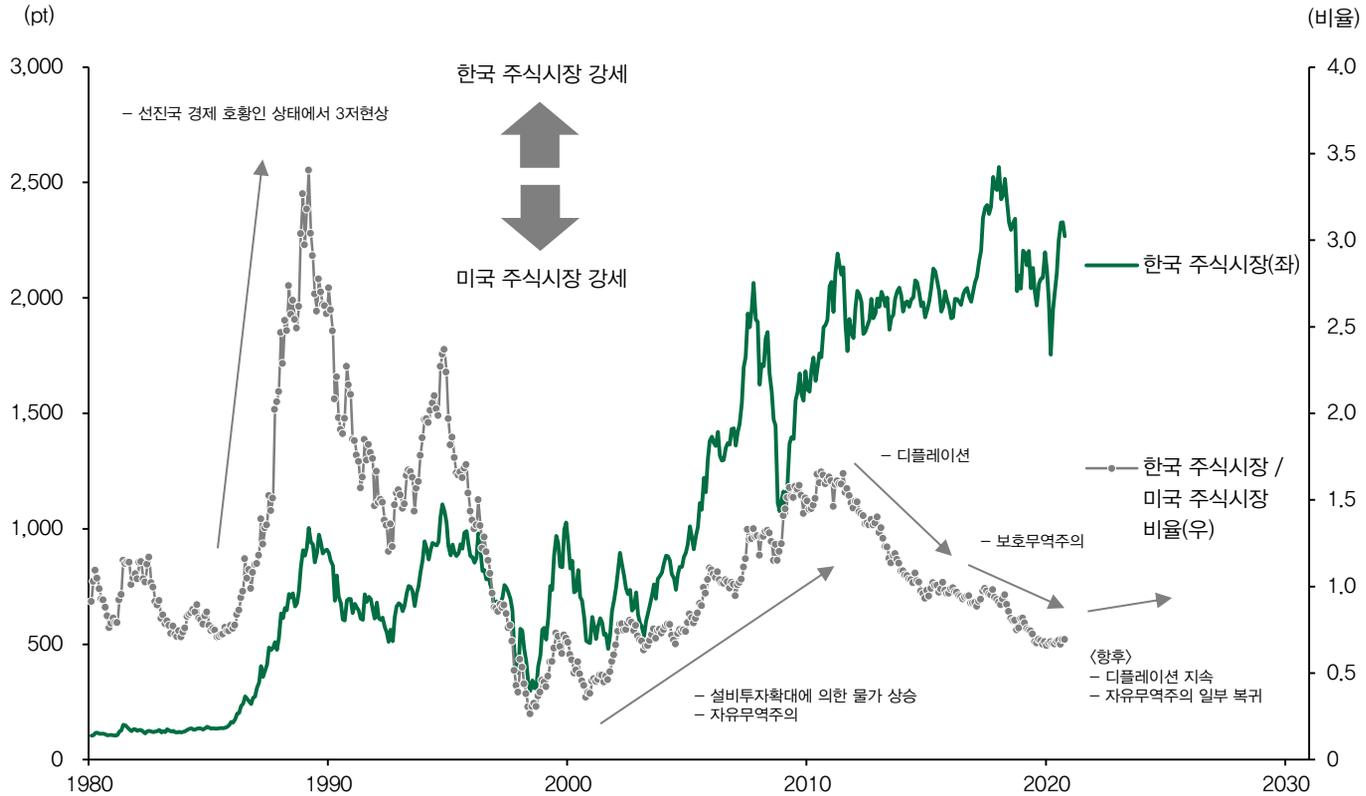


# 스타일 비교 우위 전략

## 한국 >> 미국

- 한국과 미국 주식시장에서는 한국이 비교 우위를 점할 것으로 판단
- 한국 주식시장은 설비투자확대와 자유무역주의에서 상대 강세를 보임. 그중 향후 자유무역주의가 일부 복원될 수 있다는 점이 긍정적

### | 한국과 미국 주식시장 중 비교 우위는 어디에?



자료: Bloomberg, DB금융투자



# 스타일 비교 우위 전략

## KOSPI >> KOSDAQ

- KOSPI와 KOSDAQ에서 KOSPI가 비교 우위를 점할 것으로 판단
- 과거 사례를 볼 때, 변동성 확대 단계에서 KOSPI가 상대적으로 견조한 모습을 시현. 2021년 상반기까지는 KOSPI 선호

| KOSPI와 KOSDAQ 중 비교 우위는 어디에?



자료: Bloomberg, DB금융투자



# 스타일 비교 우위 전략

## 가치주 >> 성장주

- 가치주와 성장주에서 가치주가 비교 우위를 점할 것으로 판단
- 이는 앞서 KOSPI와 KOSDAQ의 관계와 유사함. 변동성 확대 및 안정화 국면에서 가치주가 상대적으로 견조한 모습을 시현

| 가치주와 성장주 중 비교 우위는 어디에?



자료: DB금융투자



# 상대 수익률 제고 업종 전략

## 주도주의 직전 해 부진 법칙

- 지난 10년간 한국 주식시장을 보면, 주도주는 직전 해 부진한 성적을 기록. 주도주가 2년 연속 지속된 것은 1번
- 2020년 각광받았던 소재(2차전지 관련주), 건강관리, 커뮤니케이션 등 소외 언택트 관련주는 밸류에이션 정상화 단계로 이전
- 2020년 소외된 업종(2021년 잠재 주도주) 중 관심을 기울여야 할 것은 필수소비재(음식료), 경기소비재(호텔, 레저서비스), 산업재(조선)

| 지난 10년간 한국 주식시장의 주도 업종

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
KOSPI	27.99	-11.79	9.38	0.72	-4.76	2.39	3.32	21.76	-20.47	7.67	9.96
에너지	72.46	-28.76	24.03	-15.99	-31.12	51.79	9.82	33.97	-15.78	-8.46	-19.67
소재	30.35	-20.95	-6.94	-6.36	-21.35	6.95	12.80	25.73	-28.52	-9.37	48.46
산업재	41.19	-27.78	-3.85	-7.78	-13.58	-14.41	-2.72	0.97	-14.59	-5.25	-6.05
경기소비재	52.56	11.28	0.41	8.76	-9.45	6.73	-12.40	7.72	-18.69	4.28	1.29
필수소비재	7.34	27.22	19.86	-6.31	7.88	41.26	-18.83	11.74	-14.67	-10.92	-0.83
건강관리	13.05	13.24	5.99	-3.28	13.73	90.36	-17.27	63.34	-24.39	-17.90	57.00
금융	18.58	-25.23	3.79	11.16	-5.21	-6.28	5.82	24.16	-25.69	-3.85	-15.14
IT	19.31	-5.40	26.46	-1.72	-0.99	-8.66	26.16	43.91	-22.47	36.77	9.69
커뮤니케이션	-7.56	-12.70	4.64	20.57	9.43	-15.08	4.25	13.99	2.08	5.16	38.74
유틸리티	-17.60	-6.55	24.06	7.49	13.16	7.23	-10.22	-13.53	-8.77	-14.18	-24.59

일반적으로 주도주는 직전 해 부진한 성적을 기록

주도주가 2년 연속 지속된 것은 지난 10년간 1번

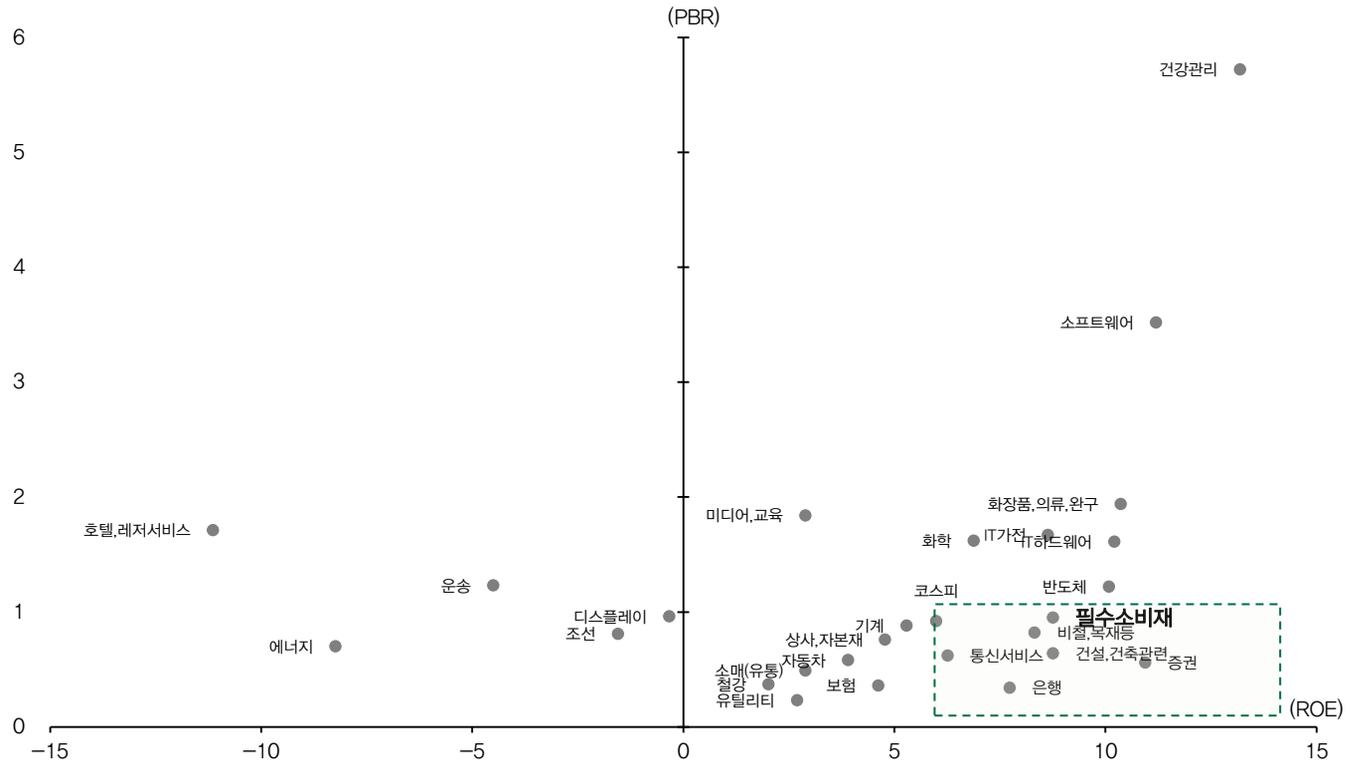


# 상대 수익률 제고 업종 전략

## 추천 업종 #1 필수소비재(음식료)

- 필수소비재가 ROE-PBR 관점의 가치주 투자 영역에 체류하고 있다는 것에 주목
- 이는 앞서 언급한 스타일 비교 우위 전략과도 일맥상통

| 업종별 ROE-PBR



자료: Wbsh, DB금융투자



# 상대 수익률 제고 업종 전략

## 추천 업종 #1 필수소비재(음식료)

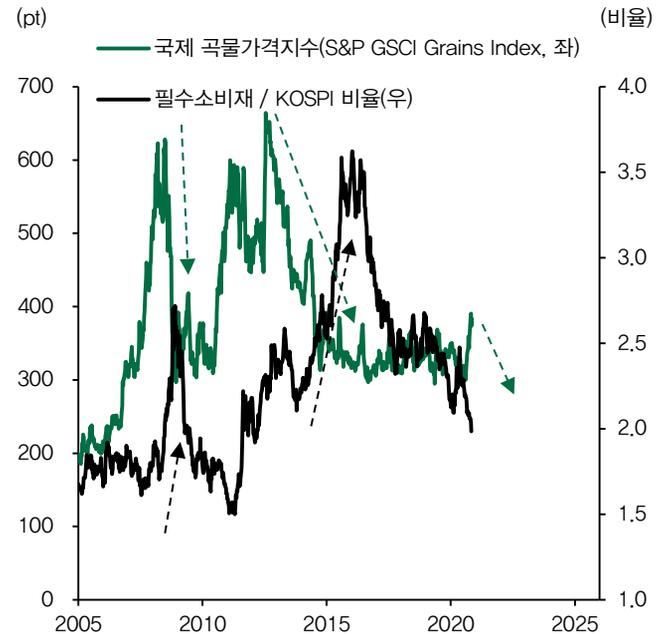
- ROE-PBR 상의 매력과 함께, 바텀업 관점에서 이익 개선세가 지속되고 있으며, 급등한 국제 곡물가격이 향후 진정될 수 있다는 점이 트 리거로 작용할 것
- 농작물의 거미집 이론과 더불어 향후 나타날 수 있는 달러 강세 전환이 곡물가격을 하향 안정시킬 전망
- 곡물가격 안정될 때 필수소비재(음식료)의 상대 성과가 개선됐던 사례를 주목

| 달러의 방향 전환이 나타날 때 곡물가격 안정화



자료: Bloomberg, DB금융투자

| 곡물가격 안정 시 필수소비재 상대 수익률 개선



자료: Bloomberg, Wisein, DB금융투자

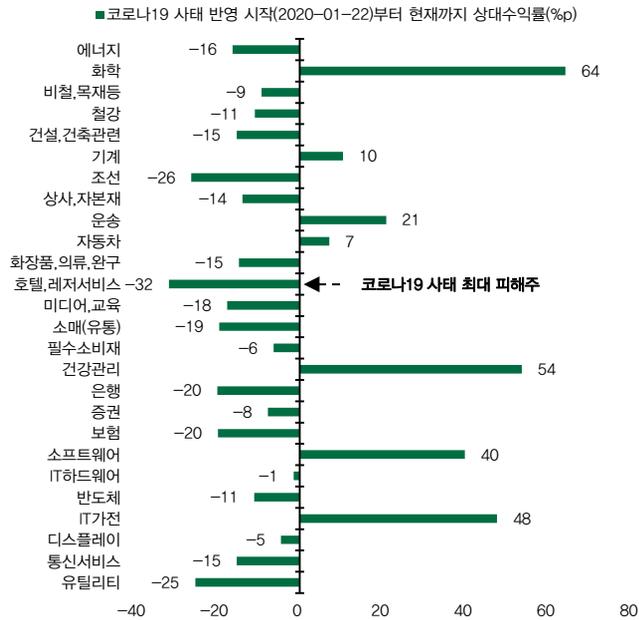


# 상대 수익률 제고 업종 전략

## 추천 업종 #2 경기소비재(호텔, 레저서비스)

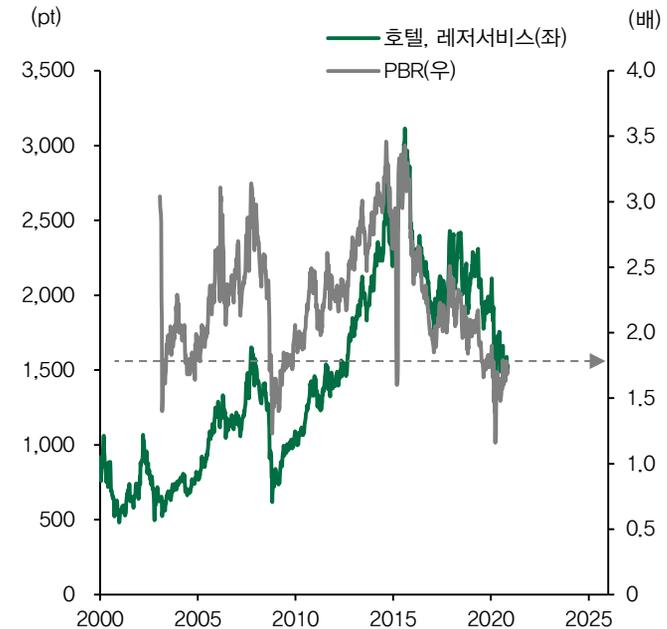
- 코로나19 사태 이후 최대 피해주는 시간이 갈수록 회복될 것. 호텔, 레저서비스는 상대 성과가 가장 저조
- 국내외 백신 개발에 대한 전개 상황을 볼 때 2021년은 2020년과 다른 국면으로 흐를 것
- 2021년 일정 시점에서 코로나19 사태가 완화하기 전에 호텔, 레저서비스 주가는 반등세로 접어들 것

| 코로나19 사태 최대 피해주는 호텔, 레저서비스



자료: Wseln, DB금융투자

| 2021년은 코로나19 사태가 다른 국면으로 접어들 것



자료: Wseln, DB금융투자

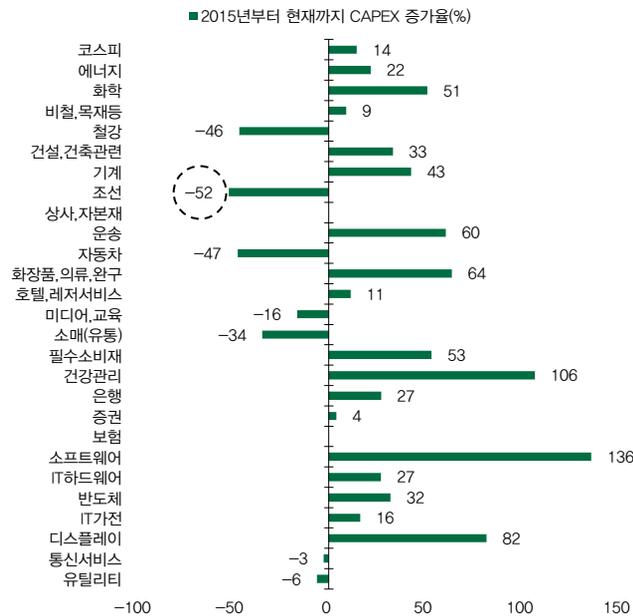


# 상대 수익률 제고 업종 전략

## 추천 업종 #3 산업재(조선)

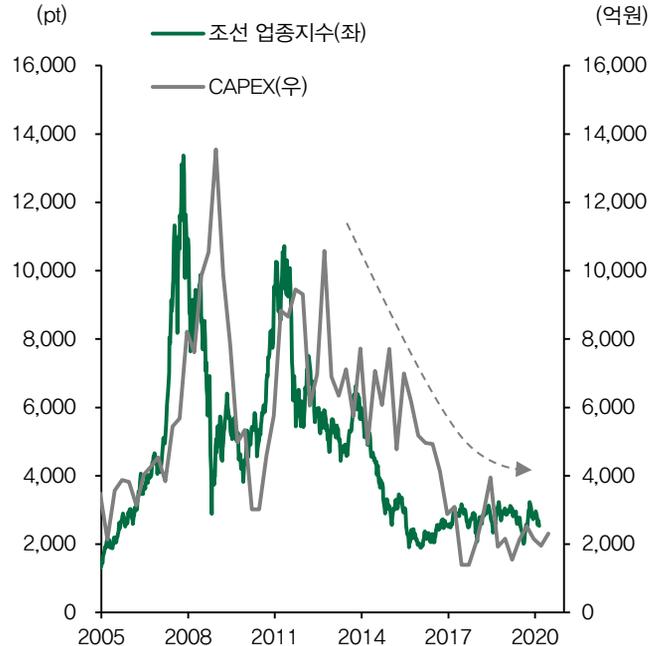
- 기업부채 비율 감소에 의하여 민간투자가 저조해질 때, 선제적으로 구조조정을 진행했던 업종은 양호한 모습을 보일 것
- 최근 5년간 CAPEX 증가율을 보면, 조선이 체질 개선을 위하여 움직였던 것이 관찰
- 수요의 변화를 넘어서 공급의 조절에 의하여 조선 주가 하단이 다져질 것으로 전망
- 또한 자유무역주가가 일부 복원될 때 교역이 증가하리라는 기대가 반영될 수 있다는 점 역시 동력으로 작용할 것

| 최근 5년간 CAPEX 증가율



자료: Wsbfn, DB금융투자

| 공급의 조절에 의하여 조선 주가 하단 견고



자료: Wsbfn, DB금융투자



# MEMO

## ■ Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 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 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.



<p><b>본 사</b></p> <p>본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)</p>	<p><b>대전 · 충청지역</b></p> <p>대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)</p> <p>청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워2층)</p>	<p><b>경기지역</b></p> <p>분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)</p> <p>인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)</p> <p>평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)</p> <p>진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)</p> <p>화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)</p>
<p><b>서울지역</b></p> <p>강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)</p> <p>DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)</p> <p>청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)</p> <p>목동 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)</p> <p>올지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)</p> <p>잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)</p>	<p><b>부산 · 경상지역</b></p> <p>남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)</p> <p>부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)</p> <p>센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)</p> <p>양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)</p> <p>창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)</p> <p>대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)</p>	<p><b>광주 · 전라지역</b></p> <p>광주 062) 225-6900 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)</p> <p>전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 홍선로 254 (코튼빌딩 6층)</p> <p><b>강원지역</b></p> <p>원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)</p>

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 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 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.