

간판과 본질

KOSPI는 낙폭 과대, 미국 기술주는 아직 주의

Equity Strategy

[시황/전략] 이웅찬 (2122-9188) wlee@imfnsec.com [퀀트/RA] 신희철 (2122-9187) shc4235@imfnsec.com

미 기술주는 비쌌고 경기 하강 우려는 과소평가되었다고 판단하지만, KOSPI 지수의 일간 사상 최대 폭락은 과도한 부분이 있었다. 단기 반등 및 기간조정을 지난 다음 10월 이후의 변곡점을 준비하자.

역시 물가'만' 잡힌 것이 아니었네

리세션 우려가 갑작스럽다는 의견도 있으나 미국 경제의 거의 모든 부문에서 고금리의 영향에 따른 경기 하강의 징후가 나타나고 있었으며, AI 투자지출이 미국 경제의 호황을 이어갈 것이라는 낙관론이 과도했다고 판단한다. 리세션의 여부보다는 경제는 하강하고 있는데 연준은 빠르게 완화하기 어렵다는 사실이 중요하다. 연준이 늦은 것이 아니라 나스닥 기술주가 비쌌다고 말하고 싶다.

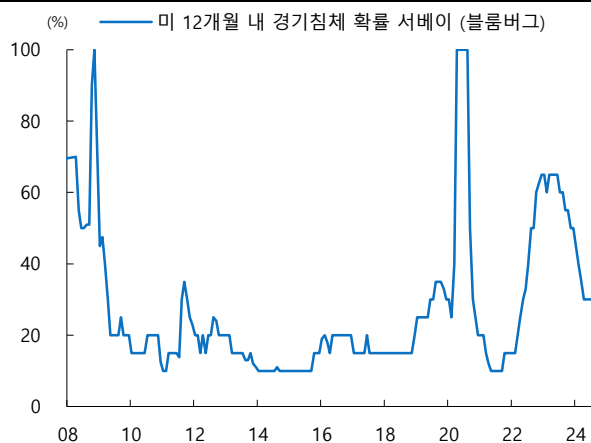
Capex나 EPS나, 외통수에 걸린 나스닥

빅테크 기업은 AI 경쟁을 계속하겠다면 소프트웨어 회사의 주가가, 투자를 줄이고 이익을 지키겠다면 반도체 회사의 조정으로 귀결될 수 있다. 시장은 리세션을 우려하며 급락했으나 리세션이 아니더라도 경기는 하강하고 있는데 선행 EPS는 견조했고 밸류에이션은 비싸서 주식에 우호적인 환경이 아니었다. 그 외에도 2분기 중에는 기술주에 대한 많은 고점 시그널들이 나타났다. 엔캐리 트레이딩의 연와인딩은 조정 트리거가 되었을 수는 있겠으나 본질은 기술주가 비쌌다는데 있다. 미 증시는 2013년 이후 장기 강세장을 마무리하는지 여부가 고민된다.

KOSPI는 과매도, 전망보다 대응의 영역. 10월 이후 변곡점을 기대

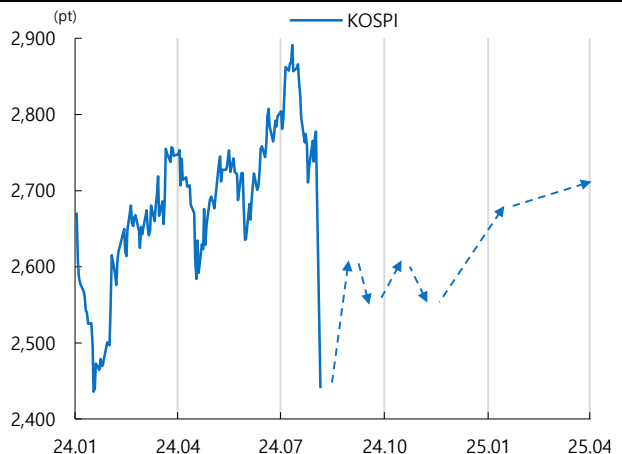
나스닥, S&P500 지수는 추세상승선을 이탈했으나 아직 이격이 커 단기 반등을 전망하기 어렵다. 9월 FOMC에서 연준의 전격 50bp 금리 인하 등이 진행된다면 증시 반등이 빨라질 것이나 가능성은 낮은 것으로 생각된다. 미국에서 대선 전까지 정치 리더십이 부재한 것도 반등을 늦추는 한 원인이다. 반면 KOSPI 지수는 과도할 정도로 하락해 상승 추세로의 회복은 아닐지라도 단기 반등을 기대해볼만 하다. 하반기 밴드 하단 2,550pt를 조정하지 않는다. 변곡점은 10월 즈음 형성될 것으로 생각한다. 11월 초에는 미 대선, FOMC라는 굵직한 이벤트가 있으며 높아진 변동성이 다시 낮아지기에 충분한 시간 간격이 있다.

그림1. 경기 침체 가능성이 높아지고 있으나 오히려 침체 전망은 22-23년보다 낮아진 상황. 낙관론을 주의할 필요가 있음



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림2. KOSPI 지수는 단기 반등 후 기간조정을 거치다가 11월 미 대선과 FOMC를 앞두고 회복세를 보일 것으로 전망



자료: Quantiwise, 하이투자증권 리서치본부

1-1. 역시 물가'만' 잡힌 것이 아니었네

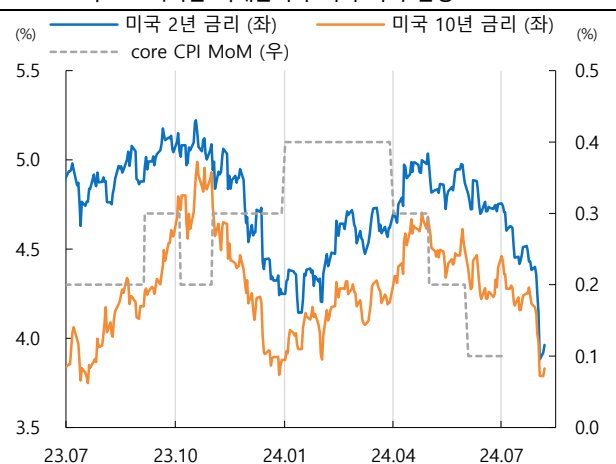
지난 주 마이크로소프트를 비롯한 빅테크의 실적 및 Capex 계획부터 FOMC와 BOJ를 비롯한 중앙은행의 통화정책, 그리고 미국의 ISM 제조업과 고용지표라는 목직인 이벤트를 모두 확인한 결과는 증시의 폭락이었다. 빅테크 기업들의 실적이 썩 만족스럽지는 않았지만 Capex를 줄이지 않겠다고 발표하고 FOMC에서 9월 인하 가능성을 열어두자 주식시장은 불확실성을 넘어서며 안도하기도 했지만, ISM 제조업 지표와 실업률이 부진하게 발표되면서 시장은 하락으로 방향을 결정했다. 예상치를 넘어서는 실업률의 상승은 리세션의 선행지표라는 삼 물 트리거를 넘어서며 리세션 공포를 불러왔고, BOJ의 금리 인상은 일본 증시 폭락을 유발했다. 8/5 월요일 KOSPI 지수는 사상 최대의 하락 폭을 기록하며 서킷브레이커가 발동되는 등 급락했는데 특히 당일 -12%나 하락한 닷케이 지수의 하락에 영향을 받았을 것으로 판단된다.

리세션 우려가 갑작스럽다는 의견도 있으나, 미국 경제가 강력했던 23년을 지난 24년에는 건설투자부터 제조업, 소비, 신용대출 등 미국 경제의 거의 모든 부문에서 고금리의 영향에 따른 경기 하강의 징후가 나타나고 있었으며 고용지표의 하락 여부만을 기다리고 있던 상황이었다. 코로나 이후 호황 국면에서는 고용 수요가 공급을 한참 초과한 때도 있었으나, 최근부터는 고용 수요의 감소와 구직률(Job vacancy rate)의 상승이 실업률 상승으로 이어질까 우려되던 상황이었다. 지난 주 삼 물이 촉발되기 이전에도 금리가 이미 7월부터 속락하면서 경기 하강 가능성을 가격에 반영하고 있었다. 그럼에도 AI 낙관론이나 제조업 설비투자가 기대감이 미국 경기가 강력하다는 착시를 만들어냈다고 생각된다.

리세션 우려가 과도하다기보다는 AI 투자, 특히 투자지출이 미국 경제의 호황을 이어갈 것이라는 낙관론이 과도했다고 판단한다. AI 투자가 지속되더라도 고용이 대폭 확대되기는 어려우며, 고용시장은 지금까지 정부, 의료 부문 고용으로 버티지고 있었다. 빅테크 기업은 경쟁 때문에 AI 관련 Capex를 이어가겠다고 발표했지만 비용 부담에 지속 가능성에 의문이 제기되고 있으며, 오히려 AI 기대로 인해 상반기 중 나스닥 기술주의 강세가 이어지며 금리인하를 지연시키는 효과를 만들어냈다. IRA 정책이나 미국의 제조업화와 관련된 제조업 건설투자 지출은 21-23년 급증했으나 24년에는 상승세가 눈에 띄게 둔화되었으며 미 대선 등 정책 불확실성은 LG에너지솔루션의 제3공장 투자 중단과 같이 IRA 정책 관련 투자를 축소시키고 있다. 고금리는 주택 수요자의 구매여력을 크게 둔화시켰으며 주택시장 관련 지표 전반은 금융위기 이후 최악의 수준까지 악화되어 있다.

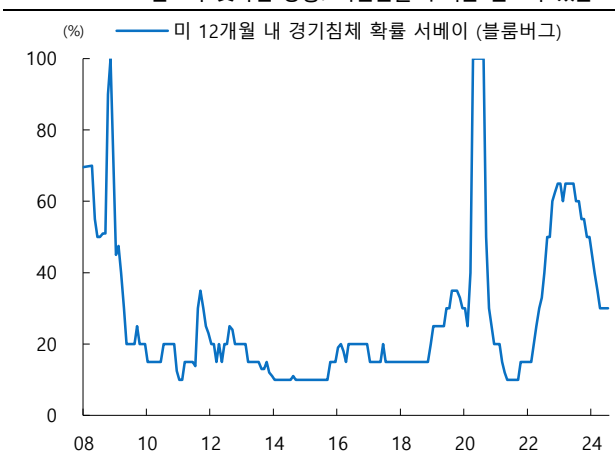
당사에서는 6월 이후 경제 급락을 우려하는 의견을 제시했고, 늦어지는 금리 인하가 경제를 하강시킬 것이며 2분기에 다시 시작된 물가 하락은 이제는 물가만 잡힌 디스인플레이션이 아니라, 고금리 정책에 물가와 함께 경제까지 잡혔을 가능성이 높아 디플레이션, 리세션 가능성을 가능성을 고려해야 한다고 지적한 바 있다. 그리고 우려한대로 물가만 잡힌 것이 아니었음이 확인되고 있다.

그림3. 물가만 잡힌 것이 아니었고 경기도 하강하고 있음을 큰 폭으로 하락한 국제금리가 미리 가격 반영



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 경기 침체 가능성이 높아지고 있으나 오히려 침체 전망은 22-23년보다 낮은 상황. 낙관론을 주의할 필요가 있음



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

1-2. 리세션 O, X 퀴즈를 맞추는게 중요한 것이 아니다.

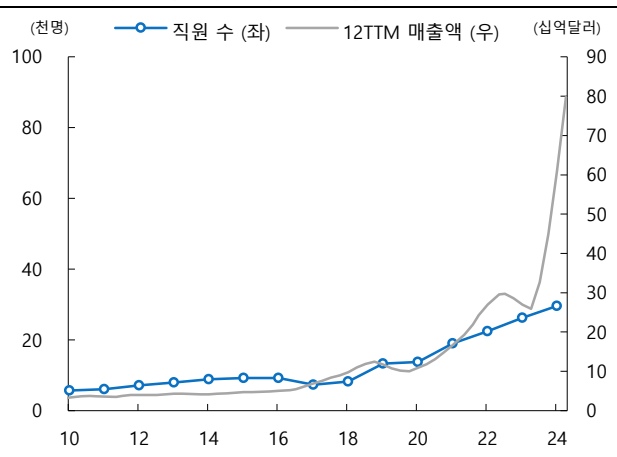
삼 롤 발동이 증시 하락의 트리거가 되자 시장 참여자들은 리세션이 발생할 것인지 아닌지 실속없는 O,X 논쟁을 벌이고 있으며 결론은 대부분 아직 리세션인지 판단하기 어렵다는 주장에 손을 들어주고 있다. 리세션 여부라는 것은 미국 국립 경제연구소(NBER)의 기준에 따라 사후에 경제학자들의 합의를 통해 결정되는 것으로 당장의 투자 판단에 도움이 되지 못할뿐더러 리세션의 여부를 떠나 경제는 하강하고 있다는 사실이 중요하다.

금융시장은 일단 리세션인지 아닌지 여부를 따지기에 앞서 일단 리세션 가능성을 상당 폭 반영한 다음 이후의 경제지표를 사후적으로 확인하며 가격을 다시 재조정할 것이며, 가장 큰 문제는 경제가 예상보다 빠르게 하강하고 증시가 하락하더라도 이제 막 인플레이션의 시기를 지나온 이번에는 과거 금융위기나 코로나 팬데믹 시기와 같이 신속한 금리인하가 어려울 것이라는 사실이다.

당사에서는 올 연초까지만 해도 2분기 중 미국의 금리인하 시그널이 나올 것으로 전망했으며, 1994-96년의 사례와 같이 소폭의 보험성 인하로 경기 둔화가 소프트패치로 마무리되고 강력한 IT 수요가 경기 호조세를 이끌어갈 가능성을 높게 판단했다. 그러나 22년 늦게 시작된 금리 인상은 기준금리 상승의 폭을 보다 높게 만들었으며, 재차 실수하지 않고 data에 의존하여 결정하겠다는 의사결정방침은 인하 시작을 늦췄다.

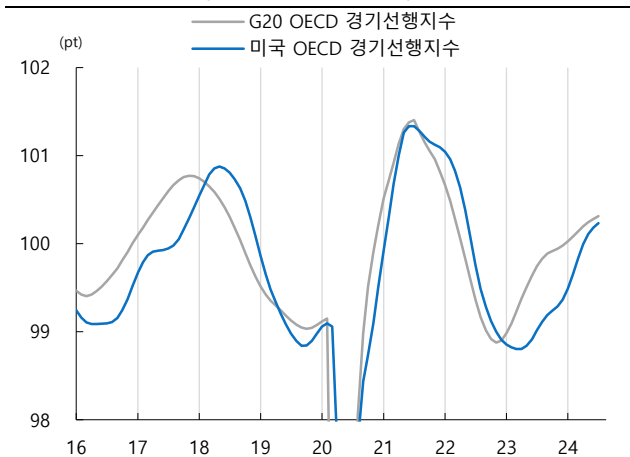
경기 둔화가 확인해지자 연준 금리인하 실기 논란도 불거지고 있는데, 3-5월에 금리를 인하했었다면 리세션 우려는 한참 낮아졌을 수도 있었지만 당시만 해도 AI 투자 낙관론이 시장을 뒤덮고 있었던 것을 생각하면 인하가 늦었다고 단정하기는 어려운 부분이 있다. 연준이 자산가격을 받치기 위해서라면 늦었다고 얘기할 수도 있지만, 연준은 자산가격만 고민할 수는 없고, 연준이 늦은 것이 아니라 나스닥 기술주가 비쌌다고 말하고 싶다. 예전처럼 유동성 공급으로 자산가격을 받치기 쉽지 않다. 어쩌면 우리는 코로나 이후의 과잉대응에 대한 사후비용을 아직 정산하고 있는 셈이다.

그림5. 엔비디아 직원 수와 매출액. AI 붐으로 인해 매출은 급증했으나 고용 증가는 그보다 더딘 편



자료: Refinitiv, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 선진국, 미국 OECD 경기선행지수는 여전히 상승 국면에 있으나 상승폭은 점차 둔화되기 시작



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

2-1. Capex나 EPS나, 선택을 강요받을 빅테크 기업

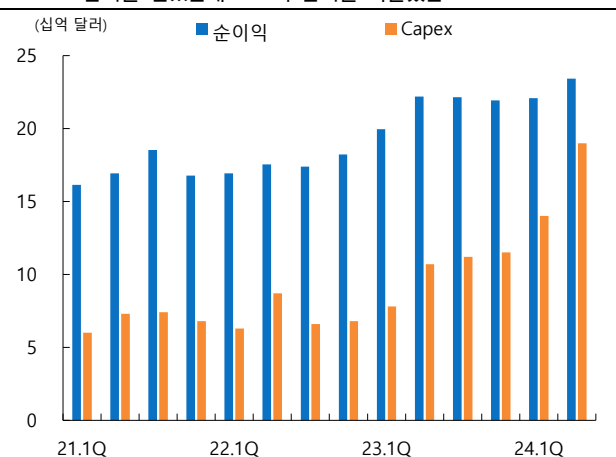
Microsoft, Meta등 주요 빅테크 소프트웨어 기업들이 실적발표에서 AI Capex를 이어가겠다고 발표하자, 혹시나 모를 Capex 축소를 우려하며 미리 하락해 있던 반도체 주식은 안도하며 단기 반등을 만들어냈다. 그러나 Capex 유지 가능성에 대한 의문은 계속되고 있고, Alphabet은 AI로 인한 수익화는 아직 멀어보이고 투자는 부담이라 언급한 바 있다.

Microsoft는 이번 분기에 220억 달러의 순이익을 냈는데, Capex 지출로 순이익 전부에 육박하는 190억 달러를 지출했다. 회사에서는 AI 경쟁을 위해 투자를 이어가고 있으나 Capex 규모는 상황이 악화되면 언제나 축소할 수 있다며 투자자들을 달랬다. Capex 지출 중 절반은 토지, 건물 등 장기간에 걸쳐 감가상각 비용을 인식하지만, 나머지 절반 가량은 GPU, CPU 등의 설비로 상대적으로 짧은 감가상각 연한을 가진다. 당사 인터넷/게임 애널리스트 윤예지 연구원은 24년에 집행한 Capex로 인한 25년도 감가상각비 증가 규모는 60억 달러 내외로 추정했으며 이는 24년도 영업이익의 5%에 달한다.

Microsoft의 내년 매출 성장률 컨센서스는 약 +10%, 이익 성장률은 약 +15% 정도이다. 경제에 큰 문제가 없다면 클라우드 매출 증가 등이 감가상각 비용을 상쇄하고 성장을 이끌겠지만, 경기 하강이 예상보다 빨라진다면 매출 성장이 둔화되며 이익 전망치를 달성하기 어렵게 된다. 회사로서는 EPS와 Capex중 선택을 강요받게 될 것이고 AI 경쟁을 계속하겠다면 소프트웨어 회사의 주가가, 투자를 줄이고 이익을 지키겠다면 반도체 회사의 조정으로 귀결될 수 있다. AI 투자는 장래의 수익과 경쟁력을 위한 것이지만, 월가의 인내심은 대개 다음분기 실적이 나올 3개월 이상 유지되기 어렵다.

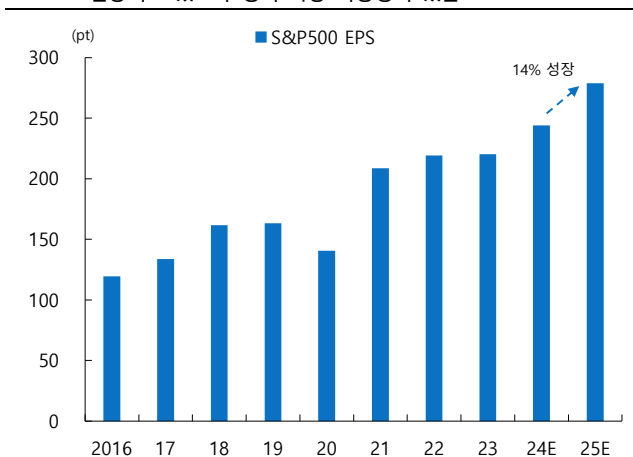
이렇게 되면 미국 증시의 내년 이익에 대해서도 신뢰하기 어려워진다. 내년 나스닥 지수의 이익은 YoY +24% 성장, S&P500 지수의 이익은 약 +14%가량 성장할 것으로 집계되고 있으나 경기 하강 가능성을 고려할 때 달성 여부에 의문이 제기된다. 이익 성장이 확인된다 한들 소프트웨어 기업의 이익은 Capex로 지출되니 온전한 이익이 되지 못한다. 빅테크 소프트웨어 기업의 마진은 축소(squeeze) 될 것이다. 반도체와 빅테크 모두에게 좋은 결말을 예상하기는 어려워 보인다.

그림7. Microsoft의 순이익과 Capex. 이번 분기에는 220억 달러를 벌었는데 190억 달러를 지출했음



자료: Microsoft, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 내년 S&P500 지수의 이익은 약 14% 성장할 것으로 전망되고 있으나 경기 하강 가능성이 있음



자료: Refinitiv, 하이투자증권 리서치본부

2-2 리세션이 아니더라도 충분했던 고점 시그널

시장은 리세션을 우려하며 급락했으나 리세션이 아니더라도 경기는 하강하고 있는데 선행 EPS는 견조했고 밸류에이션은 비싸서 주식에 우호적인 환경이 아니었다. 24년 7월 중순의 주요 빅테크 기업의 선행 P/E 배수는 Microsoft가 35배를 넘어서는 등 22년 1월 나스닥 조정의 수준보다 높았다. 호재가 없어도 주가가 더 오르기 어려웠는데 악재의 발생 가능성은 높아지고 있었다.

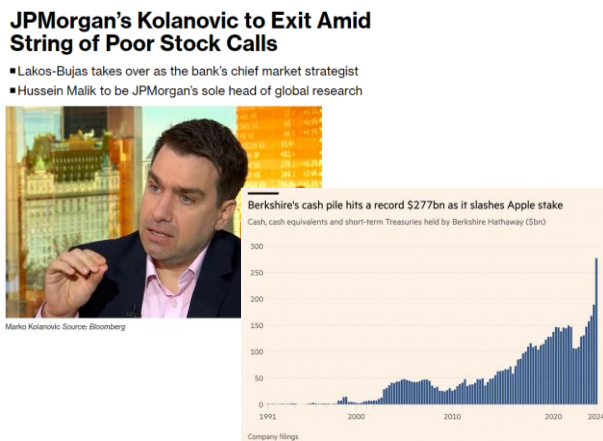
그 외에도 2분기 중에는 기술주에 대한 많은 고점 시그널들이 나타났다. 매크로 트레이더 드러켄밀러는 3월에 미리 엔비디아에서 하차하며 러셀2000으로 갈아탔고, 월가의 마지막 약세론자 JP모건의 콜라노비치는 7월 초 회사를 그만두었다. 약세론자는 사라졌고 모두가 AI에 열광하는 사이 버핏은 2분기 중 포트폴리오 비중이 40%나 되는 애플을 절반이나 줄였다.

증시 조정의 이유로 일본은행의 금리 인상과 엔캐리 트레이드 청산도 거론된다. 일본은 10여년간 지속해온 아베노믹스의 결과 인플레이션이 회복되었고 기업이익과 고용이 살아나며 어느 정도 목표를 달성한 부분이 있으나, 이제 국민들이 더 이상의 엔화 약세를 견디기 어려운 시점에 다다랐다. 전 세계 선진국이 통화 완화를 고민하는데 혼자서 긴축을 시작하고 있으니 10여년간 지속된 일본 증시의 랠리도 마무리될 때가 된 것처럼 보이자 닷케이 지수는 급락했고 엔화는 급격히 강세로 전환되며 엔화를 차입해 투자한 엔캐리 트레이드도 언와인딩이 나타났다.

닛케이 급락과 엔캐리 트레이딩 청산을 증시 하락의 원인으로 꼽는 시각도 많다. 트리거가 되었을 수는 있겠지만 하락의 본질은 경기는 하강하고 이익 전망치는 달성하기 어려워 보이는데 기술주 밸류에이션은 닷컴버블 이후 최고 수준이었고 연준은 빠르게 인하 대응하기 어렵다는데 있다. 다만 8/5 월요일의 닷케이 지수 -12%은 과도한 부분이 있었으며 이는 국내 증시에도 과매도로 작용했다고 판단한다.

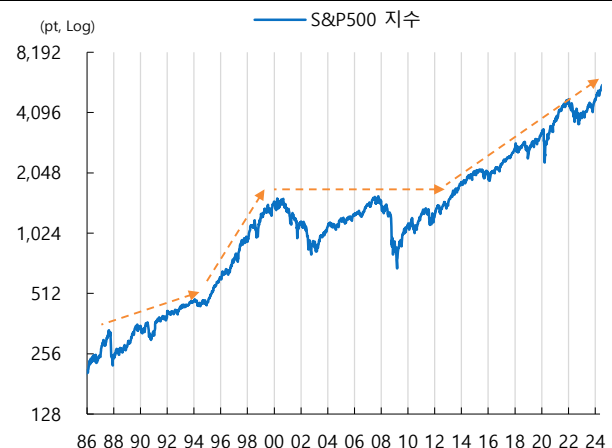
나스닥 지수는 이번 조정으로 22년 하반기부터의 장기 상승추세를 이탈했다. 그 동안의 상승과 이격이 워낙 컸던 탓에 단기간 내 반등을 이야기하기는 어렵겠지만, 그보다 더욱 우려되는 점은 장기 상승 추이를 회복할 수 있을지의 여부이다. 미 증시는 길게는 08년 금융위기 이후부터, 전고점 돌파 시점부터 따져도 2013년 1분기 이후 강세장을 지속해오고 있었다. 최근 10여년간 같은 높은 수익률을 앞으로도 달성할 수 있을지의 여부는 추후의 고민거리가 될 것이다. 기대수익률은 낮아져야 할 것이다.

그림9. 7월 초 회사를 그만 둔 약세론자 콜라노비치(좌), 2분기 애플을 팔고 현금비중을 늘린 버핏(우)



자료: Bloomberg News, Financial Times, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 최근 10여년간 이어온 장기 상승 추이가 언제까지 지속될 수 있을지는 논쟁의 여지가 있으나 기대수익률은 낮아져야



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

3-1 미국 기술주는 보수적 접근, 10월 이후 변곡점을 기대

첫 금리인하를 즈음하여 경기하강 우려에 따른 증시 조정 가능성을 걱정했는데 예상했던 이유로, 예상했던 시점보다 조금 더 빠르게 조정이 나타났다. 이번에도 시장은 빨랐다. 나스닥, S&P500 지수는 추세상승선을 이탈했으나 아직 이격이 커 단기 반등을 전망하기 어렵다. S&P500 지수 기준 지난 3월의 고점이었으며 50주 이동평균선이 지지할 4,600pt 정도를 단기 지지선으로 제시한다. 반면 KOSPI 지수는 과도할 정도로 하락해 상승 추세로의 회복은 아닐지라도 단기 반등을 기대해볼만 하다.

미 증시는 정책대응이 나오거나 경기지표가 리세션 우려에 대한 안도감을 주어야 하락을 멈출 수 있을텐데 S&P500 지수는 8/5 장 마감 기준 YTD +8% 수준으로 이익구간이며 연준의 빠른 정책대응을 유도할 만큼 시장이 큰 폭 조정받았다고 하기는 어렵다. 경제지표는 더욱 악화되는지 재차 확인이 필요할 것으로 보이나, 지표가 더 악화되지 않는 점은 증시에 안도감을 줄 수 있는 반면 그만큼 연준의 빠른 대응을 기대하기는 어려워진다.

미국에서 대선 전까지 정치 리더십이 부재한 것도 반등을 늦추는 한 원인이다. 바이든 현 대통령은 재선을 포기하고 마음이 편해졌으며 해리스 부통령은 현 상황에 대해 책임을 회피하려 할 것이다. 트럼프 전 대통령은 증시 폭락을 이전 정권의 탓으로 돌리며 비난하기 바쁠 것이며 11월 대선을 앞두고 연준 위원은 강력한 정책을 집행하기 부담스럽다. 9월 FOMC에서 연준의 전격 50bp 금리 인하 등이 진행된다면 증시 반등이 빨라질 것이나 가능성은 낮을 것으로 생각된다.

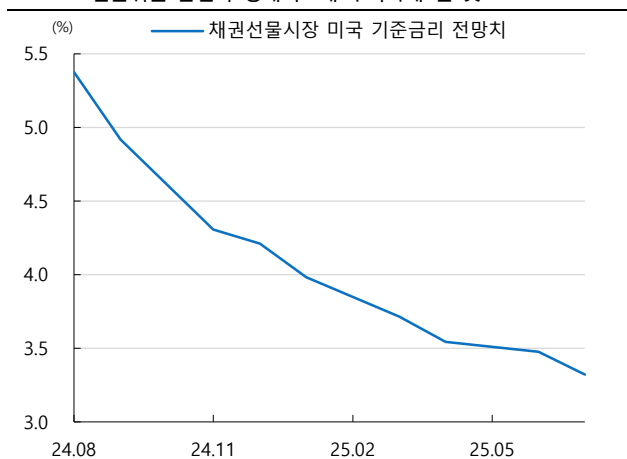
변곡점은 11월 초 대선과 FOMC를 앞두고 10월 즈음 형성될 것으로 생각한다. 미국 증시는 가격 조정이 조금 더 겪을 수 있겠고, 한국 증시는 충분히 기간조정을 거친 시점일 것이다. 11월 FOMC에서 연속적인 금리 인하가 확실해지고 대통령 선거가 지나면서 정치 불확실성은 해소될 것이다. 3분기 기업 실적은 당장 악화되지는 않을 것이며 경제 리세션 여부는 그때까지도 판가름하기 어려울 것이다. 10월 이후의 변곡점을 기대해본다.

그림11. 유동성 상황이 개선되면 경기지표가 반등하든 둘 중 하나는 나와줘야 증시가 다시 상승하게 될 것



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림12. 시장 급락, 지표 부진에 금리인하 기대감이 확대. 다시 연준위원 발언과 경제지표에 주목하게 될 것



자료: CME, 하이투자증권 리서치본부

3-2. KOSPI 전략 - 전망보다는 대응

당사에서는 올 하반기 증시를 다소 보수적으로 전망해 하반기 KOSPI 밴드는 2,550-2,850pt로 제시하였고 삼성전자 호실적 발표 이후 사후적으로 지수 상단을 2,950pt로 소폭 상향한 바 있다. 미국 경기와 AI 투자에 대한 과도한 낙관주의가 우려되는 상황에서 3,000pt 돌파는 어려운 것으로 생각했으며, 혹시나 모를 경기 하강 리스크를 우려해 하단은 2분기 저점인 2,550pt로 넉넉하게 잡아두었다.

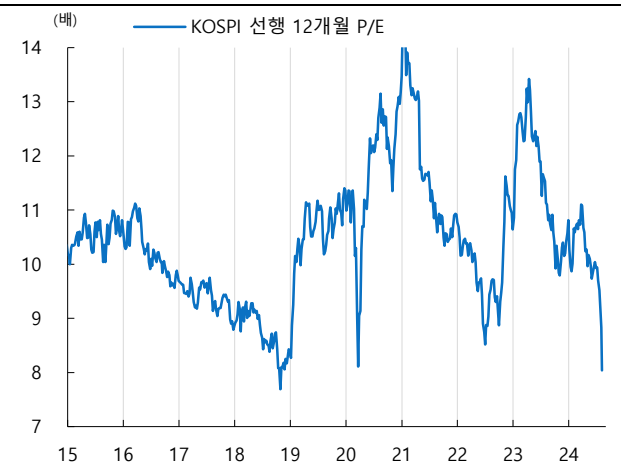
보수적으로 제시했다고 생각했음에도 불구하고 증시는 지수 하단을 깨고 내려가 2,400pt에 다다랐다. 밸류에이션으로도 리세션을 가정한 여러 정황으로도 이번 하락은 과도했다고 판단되며, 특히 일본 닛케이 지수의 급락세에 영향받은 점이 컸다고 판단한다. 200pt 이상 하락한 것은 KOSPI 지수 사상 최초의 일이다. 단기 낙폭이 과도한 부분이 있으며 어느 정도는 단기간 내 반등할 수 있다고 판단해 지수 하단을 재조정하지 않고 일단 반등을 기다릴 예정이다.

이제부터 국내 증시는 기간조정과 단기 반등 사이의 모습을 보일 것으로 전망한다. 현금에 여유가 있다면 매수 대응을 제안한다. 최소한 지수 하단으로 제시한 2,550pt 이하 수준에서는 짧게라도 매수 대응하는 것이 바람직하다는 판단이다. 2,550pt는 밸류에이션으로는 선행 12개월 이익 기준 P/E 8.4배에 해당하며, 8/5 증가인 2,440pt에서는 8배 수준으로 이는 2018년 말 미중무역분쟁 및 금리인상 텐트럼과 2020년 코로나 발발 시점과 같은 레벨이다. 미국 증시는 아직 밸류에이션 부담이 있지만 국내 증시는 저평가를 논해야 한다.

반등 국면에서 수혜 업종은 바뀔 가능성이 높다. 기존까지의 주도주가 상승 논리를 잃었기 때문에 증시에 조정이 발생한 것이기도 하다. 미국 기술주 조정과 연관성 높은 반도체는 낙폭과대 단기 반등 정도만 대응하고, 경기 하강 우려에 금리 인하 기대가 더욱 확대될 것인 만큼 금리인하 수혜주인 헬스케어, 건설 등이 상대적으로 나은 성과를 보일 것으로 전망한다.

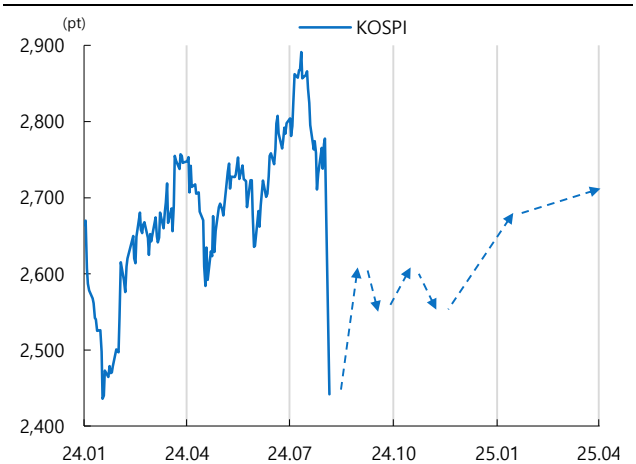
증시 변곡점은 미국 증시가 충분히 가격조정을 받은 이후 정책 대응, 정치 불확실성 해소, 경기하강 우려 완화 등을 확인하며 10월 이후에야 나타날 것으로 생각한다. KOSPI 지수는 먼저 큰 폭 조정받았지만 미 증시는 연준의 긴급 조치를 기다리기는 아직 조정이 크지 않다고 판단한다. 11월 초에는 미 대선, FOMC라는 굵직한 이벤트가 있으며 높아진 변동성이 다시 낮아지기에 충분한 시간 간격이 있다. 올해 KOSPI 증시는 단기 반등, 이후의 기간조정, 10월 이후 반등의 궤적을 이어갈 것으로 전망하며, 내년 KOSPI 지수의 3,000pt 도전 가능성은 이후의 글로벌 경기 방향성과 미국의 금리인하 속도에 달려 있다고 판단한다.

그림13. 선행 P/E는 8배 수준까지 급락.18년 말 미중무역분쟁 및 금리인상 텐트럼과 20년 코로나 발발 시점과 같은 레벨



자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

그림14. KOSPI 지수는 단기 반등 후 기간조정을 거치다가 11월 미 대선과 FOMC를 앞두고 회복세를 보일 것으로 전망



자료: Quantwise, 하이투자증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.