[미국] 차세대자동차

2020.7.21

# 테슬라 Tesla Inc. (TSLA US)

## 시대 정신으로 기록될 종목

Bloomberg 최고목표주가

USD 2,322.00
상승여력: 54.7%

김민경 minkyung.kim.a@miraeasset.com

**주가 고공행진의 배경**

**리스크는 적고, 모멘텀은 산재해 있다**

- 상향안정화된 실적 창출력, 팬데믹에도 흔들림 없다
- 시장은 성장주의 희소성에 더욱 주목하고 있다
- S&P500 편입 기대감도 굳어지는 중

**인생 주식 테슬라, 중기 전망은?**

**중장기 성장성이 향상되고 있다**

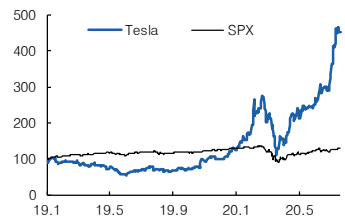
- 중기 전망은 계속 상향 조정되는 중
- 전기차 시장은 쓸었다, 2025년 자동차 시장 점유율은?
- 도요타를 앞지른 시가총액, 궁극적으로 내연기관 수익성 앞지를 전망

**배터리 데이 이후의 지각 변동**

**Battery Day 일시 확정 및 기대 효과**

- 배터리 컨퍼런스, 월등히 발전한 성능과 규모의 배터리 전략 발표 예상
- 전기차 판매 규모를 훨씬 넘는 배터리 생산 예상, 테슬라는 배터리를 판매할까?
- 테슬라는 배터리를 내재화할 것, 테슬라 모멘텀과 국내 배터리 업체의 의존도

### Key data




| | |
|---|---|
| 현재 주가 (20/07/17) | USD 1,500.84 |
| 거래소 | NASDAQ |
| EPS 성장률 (20F,%) | -128.3 |
| P/E (20F,x) | 310.0 |
| MKT P/E (20F,x) | 25.7 |
| 배당수익률 (%) | - |

| | |
|---|---|
| 시가총액 (USD) | 278.42 |
| 시가총액 (조원) | 335.3 |

Bloomberg Rating

| 매수 | 보유 | 매도 |
|---|---|---|
| 25% | 33% | 42% |

Share performance

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 49.9 | 194.0 | 481.3 |
| 상대주가 | 44.0 | 203.6 | 436.6 |

Earnings and valuation metrics

| 결산기 (12월) | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20F | 12/21F | 12/22F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억USD) | 11.8 | 21.5 | 24.6 | 27.3 | 39.2 | 52.3 |
| 영업이익 (십억USD) | -1.6 | -0.4 | -0.1 | 1.2 | 3.0 | 4.9 |
| 영업이익률 (%) | -13.9 | -1.8 | -0.3 | 4.3 | 7.7 | 9.4 |
| 순이익 (십억USD) | -2.0 | -1.0 | -0.9 | 0.1 | 1.4 | 3.0 |
| EPS (USD) | -11.8 | -5.7 | -4.9 | 1.4 | 8.6 | 16.1 |
| ROE (%) | -43.6 | -21.3 | -14.9 | 4.8 | 19.2 | 26.7 |
| P/E (배) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 310.0 | 125.0 | 74.9 |
| P/B (배) | 12.4 | 11.7 | 11.4 | 27.2 | 20.0 | 14.7 |

주: GAAP / Non-GAAP
자료: 테슬라, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

## 주가 고공행진의 배경

테슬라의 주가는 지난 7월 15일 1,546달러를 기록하며 언제 1년 전 대비 510% 상승했다. 국내 투자자들이 상반기 가장 많이 매수한 주식도 테슬라로, 규모는 22억달러를 넘는다. 밸류에이션이 무색하게 고공행진을 이어가는 것은 뚜렷한 리스크가 없는 반면 모멘텀은 산재해 있기 때문이다.

우선 팬데믹으로 대부분의 자동차 업체들이 고전을 면치 못하는 가운데 높은 브랜드 가치로 견조한 수요를 증명했다. 또한 생산성과 실적이 불안정하던 과거와 달리 생산은 안정적인 수준으로 올라섰고 수익도 3분기 연속 흑자를 보이고 있다. 이제는 4분기 연속 흑자 달성이 예상되면서 수급 측면에서도 S&P500 지수 편입 관련 기대감이 증가하고 있다.

소비자뿐 아니라 시장도 테슬라만 주목하고 있다. 저금리와 저성장이 고착화된 환경에서 성장주의 희소성이 크게 상승했다. 특히 외형 팽창이 멈춘 자동차 산업에서 차세대자동차로 대변되는 테슬라의 높은 성장성은 독보적이다. 전기차뿐 아니라 자율주행도 양산 차량 중 가장 우수한 수준으로 구현되어 중기적 모멘텀으로 작용하고 있다.

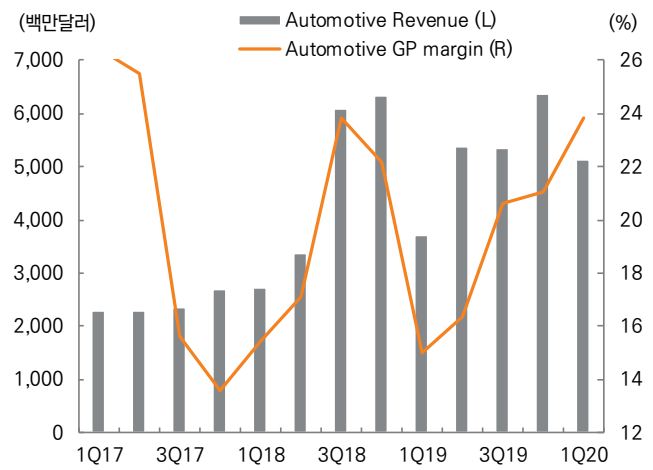
### 상향안정화된 실적 창출력, 팬데믹에도 흔들림 없다

테슬라는 전기차이자 고가라는 특성 상 매크로 이슈에 수요가 비탄력적이다. 아울러 높은 소비자 충성도로 주요 모델의 백오더는 수개월에 이르는 등 수요는 견조했다. 다만 공급이 우려 요인이었는데, 프리몬트 공장이 3월 23일부터 5월 17일까지 2분기의 절반 가까이 셧다운되었기 때문이다.

프리몬트 공장은 연산 49만대 규모이나 다소 계절성이 있어 2분기 생산량은 약 10만대로 추정되었다. 팬데믹으로 인한 2분기 조업일수를 고려하면 4.5만대 정도로 추정되었다. 한편, 2020년부터 가동된 상하이 공장은 연산 15만대 규모이나 가동 초기의 수율을 감안하면 2분기 생산량은 약 3만대로 추정되었다.

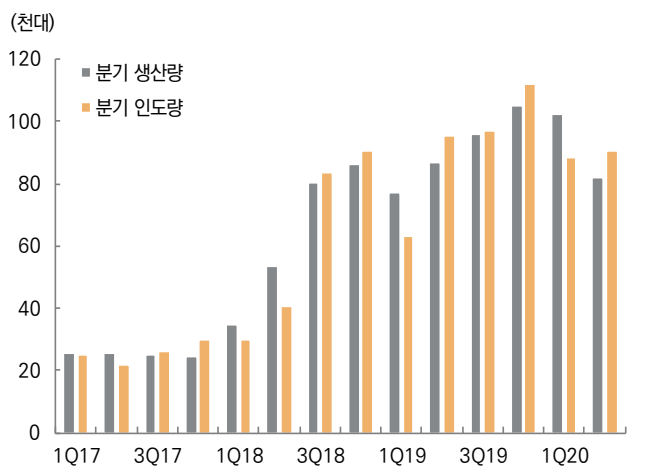
따라서 두 공장의 합한 테슬라의 2분기 판매량은 7.5만대 정도 예상되었는데, 7월 2일 테슬라가 발표한 생산량은 약 8.2만대였다. 프리몬트 공장이 분기의 절반 이상 가동되지 못했음에도 전년동기(8.7만대)대비 5% 하락에 그쳤다. 이를 통해 프리몬트 공장의 수율이 작년보다 상승했고 상하이 공장의 생산성 또한 예상보다 높다는 것을 알 수 있다. 때문에 하반기 및 내년 생산량도 생산규모 최대치에 가깝게 전망한다.

**그림 1. 상향안정화된 실적 창출력**




자료: Tesla, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 2. 팬데믹에도 견조한 판매 추이**

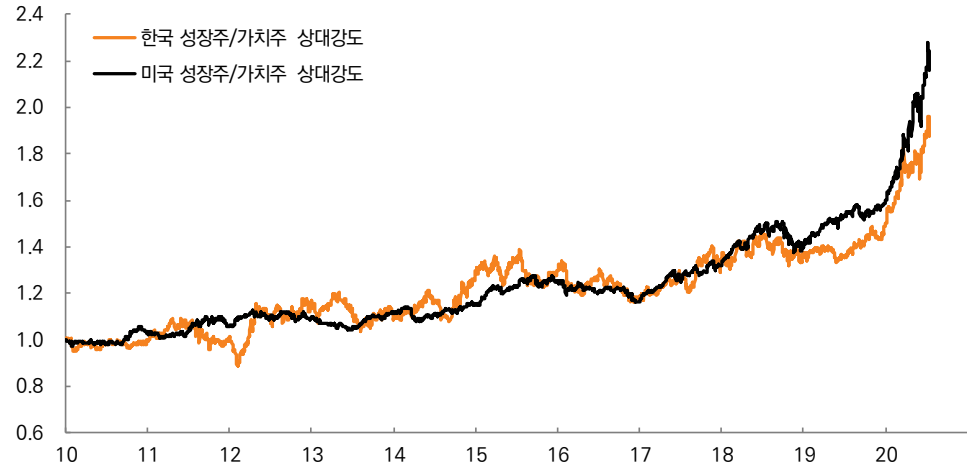



자료: Tesla, 미래에셋대우 리서치센터

## 시장도 성장주의 희소성에 주목한다

저금리, 저성장 기조가 고착화되면서 주식시장도 성장주의 가치에 더욱 집중하고 있다. 자동차 산업 역시 성장성이 희미해지며 테슬라의 가치가 상대적으로 더욱 높아졌다. 팬데믹으로 인해 산업은 더욱 훼손된 반면, 테슬라의 실적은 견조한 수준을 유지하며 성장주로서의 가치를 증명하고 있다.

**그림 3. 가치주 대비 성장주 상대강도**




자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## S&P500 편입 기대감도 굳어지는 중

7월 17일 기준 테슬라의 시가총액은 2,782억달러, 유통 시가총액은 약 2천억달러로 미국 시장 16위까지 올라서면서 S&P500 지수 편입 여부가 큰 기대감을 얻고 있다. 테슬라는 지금까지 S&P500 지수 편입 요건 중 4분기 합산 흑자 달성을 충족하지 못하고 있었는데, 2분기 판매량이 9만대를 넘기면서 4분기 합산 흑자에 대한 신뢰성이 상당히 높아진 상황이다.

편입 여부는 8월 혹은 9월 중 결정될 것으로 예상되는데, 편입이 확정되면 수급을 기대할 수 있다. 현재 S&P500의 유통 시가총액은 26조달러로 편입 가정 시 테슬라의 비중은 0.8%에 해당한다. S&P에 따르면 S&P500을 추종하는 펀드의 규모는 4.6조달러로 약 320억달러의 지수추종 유입을 예상할 수 있다. 이는 현재 테슬라 유통 시가총액의 약 16%에 해당한다.

물론 이러한 기대감은 상당 부분 반영되어 있고, 최근 주가의 급격한 상승으로 인해 차익 실현에 대한 욕구도 큰 부분을 차지할 것으로 예상된다. 혹은 반대의 경우 추가 유입을 예상할 수도 있다. 따라서 유입을 그대로 반영할 것이라고 예상하기는 어려우나, 향후에도 수급 측면에서 상승 여력이 크게 작용할 수 있다고 판단하는 근거가 된다.

## 리스크는 적고 모멘텀은 산재해 있다

판매량과 수급을 제외하더라도 모멘텀은 산재해있다. 일론 머스크 CEO는 이달 올 연말에 레벨 5 수준의 자율주행을 완성시킬 수 있다고 언급했다. 이와 같은 발언은 매년 있었던 것으로 전적으로 신뢰하기는 어렵다. 그러나 테슬라는 현재 양산 브랜드 중 가장 자율주행에 가까운 수준을 구현하고 있고, 장수명 배터리 양산의 목적도 부합한다는 점, 스타링크 프로젝트와의 연관성에 대한 기대감 등에서 자율주행 모멘텀도 증가하고 있다.

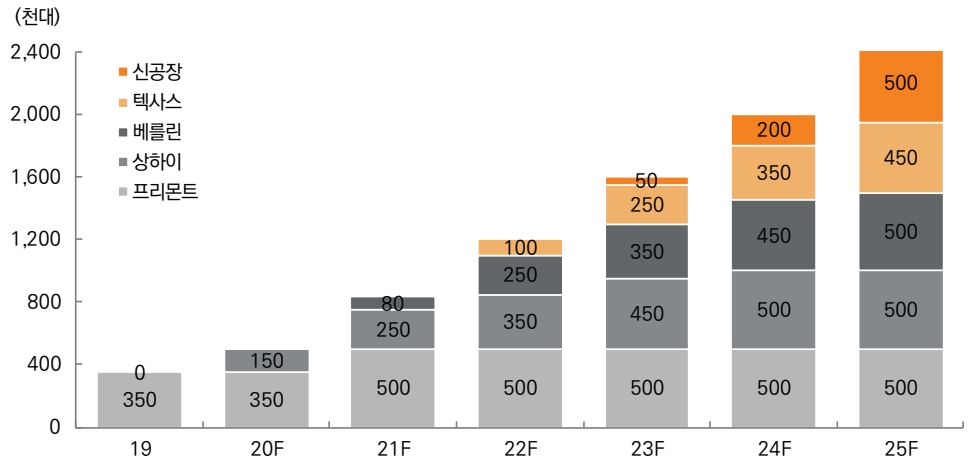
## 인생 주식 테슬라, 중기 전망은?

### 중기 전망은 계속 상향 조정되는 중

일론 머스크 테슬라 CEO는 당초 연간 판매 목표였던 50만대를 코로나 발발 이후에도 유지한다고 밝힌 바 있다. 실제로 2분기 판매량이 견조하게 발표되면서 50만대 목표에 신뢰감을 높이고 있다. 생산성도 빠르게 증가하고 있다. 2021년에는 프리몬트 공장의 생산능력이 50만대까지 증가하고 상하이 공장도 25만대까지 증가할 전망이다. 베를린 공장도 2021년 하반기에는 가동을 시작할 것으로 전망된다.

올해 테슬라의 생산설비 확대 발표는 매우 상징적이다. 최근 1년새 베를린, 텍사스에 신규 공장이 발표되었을 뿐 아니라 영국, 아시아, 기타 미국 등 다양한 가능성이 점쳐지고 있다. 이는 수요가 견조하다면 공급은 탄력적으로 상승할 수 있다는 것과 테슬라의 현금창출능력이 높은 상태로 안정화 됐다는 것을 시사하고 있다. 이를 바탕으로 시장의 중기 전망은 지속적으로 상향하고 있다.

**그림 4. 테슬라 생산 규모 전망**




자료: 미래에셋대우 리서치센터

**그림 5. 기가팩토리 베를린 렌더링**

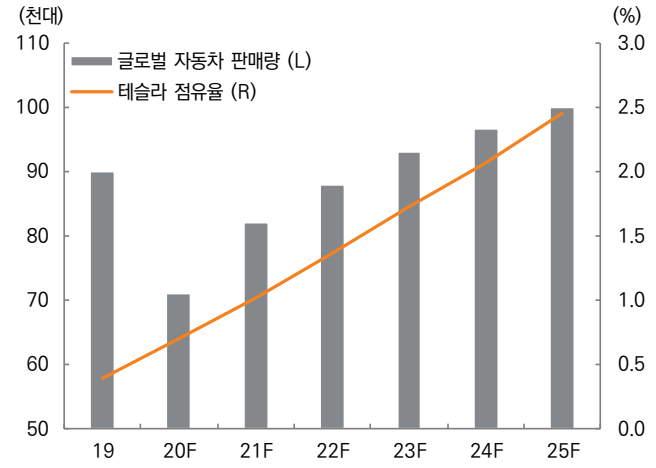
자료: 일론 머스크 CEO SNS, 미래에셋대우 리서치센터

## 전기차 시장은 쓸었다, 2025년 자동차 시장 점유율은?

전기차는 아직은 비록 전체 신규 수요의 3%가 채 되지 않지만, 앞으로의 성장성과 침투율은 급격히 높아질 것이라는 전제에는 이견이 많지 않은 듯하다. 테슬라는 2020년 상반기 전기차 시장 점유율 약 30%로 독보적인 1등을 차지하고 있다. 그렇다면 5년 후, 혹은 10년 후 전기차의 비중이 높아지고 업체들의 전기차 생산 기술이 상향평준화 되었을 때 테슬라의 경쟁력은 어떻게 될까.

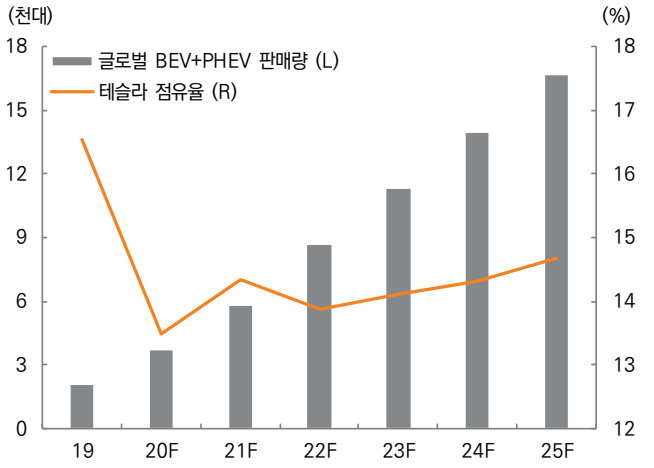
2019년 소매 판매 기준 글로벌 자동차 시장 규모는 약 9,000만대 수준이다. 자동차 판매 성장률은 대체로 Economic growth에 연동되어왔기 때문에 GDP growth 전망을 적용한 2025년 자동차 시장 규모는 대략 1억대 수준으로 예상한다. 견조한 수요를 바탕으로 생산능력 증가에 근거한 테슬라의 2025년 예상 판매량은 약 250만대로, 전체 자동차 시장 점유율은 2.5% 수준으로 예상한다. 지난 1년 내 공급 예상이 대폭 증가한 것처럼 향후에도 신공장 등이 발표되며 생산 규모가 증가할 경우 3~4%까지도 기대된다. 2020년 현재로 예를 들면 BMW가 2.6%, 다임러가 3.3% 등에 해당한다.

**그림 6. 테슬라의 글로벌 자동차 시장 점유율 전망**




자료: 미래에셋대우 리서치센터

**그림 7. 테슬라의 글로벌 전기차 시장 점유율 전망**




자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 도요타를 앞지른 시가총액, 궁극적으로 내연기관보다 수익성이 좋아질까?

우선 테슬라는 전체적인 사업 구조가 상대적으로 단순하다. 생산 측면에서는 공장 자동화율이 높아 외부 환경에 따라 탄력적인 생산이 가능하여 고정비 부담이 적다. 또 차종이 적어 개발비가 낮아질 여력이 많다. 유통 측면에서는 온라인 판매만 하고 광고도 안하기 때문에 유통 마진 훼손이 낮다. 유지/보수 측면에서는 내연기관 대비 부품 수도 적고 구조가 단순해 배터리를 제외할 경우 리콜 및 높은 충당금 집행의 확률이 낮다. 소프트웨어 업데이트를 통해 성능을 향상시킬 수 있는 것도 장점이다. 자율주행 데이터뿐 아니라 퍼포먼스까지도 소프트웨어로 업그레이드 가능하여 경상적인 부분변경 비용이 낮을 수 있다.

또한 판매량이 상향 안정화되면서 매출총이익률 역시 안정적인 수준으로 수렴할 전망이다. 테슬라는 2020년 2분기 생산/판매 실적을 각각 82,272만대, 90,650만대 기록했는데, 단순 숫자로 이와 유사했던 18년 4분기(생산 86,555만대, 판매 90,700만대)를 참고할 수 있다 당시 크레딧 매출과 크레딧 이익을 제외한 자동차의 매출총이익률은 23%로 추정되고, 이번 분기는 약 20%로 추정된다. 가동률이 절반 이상 감소했음에도 3%p 하락에 그쳤다는 점으로 미루어 보아 상하이 공장의 수익성이 큰 폭으로 증가했음을 알 수 있다. 향후 신규 설비들에 대해서도 기대할 수 있는 부분이다. 또한 절대 판매량 상승에 의한 고정비 분산 효과도 기대할 수 있다.

## Battery Day 확정과 그 이후의 지각 변동

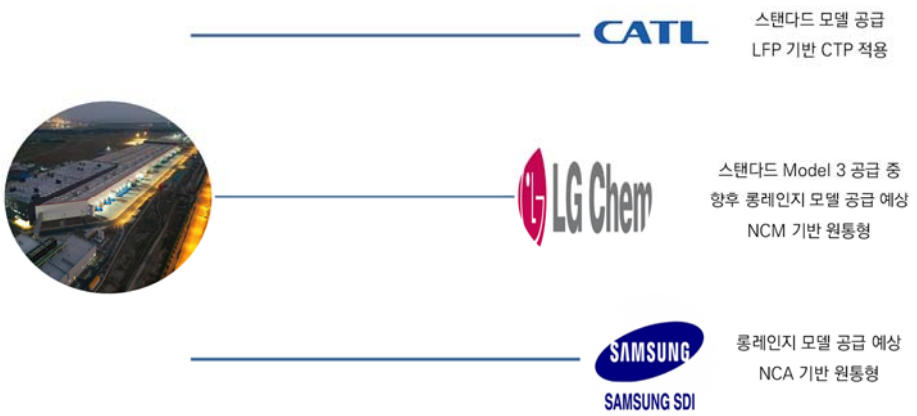
팬데믹과 사회적 거리 두기 등으로 계속 지연되었던 배터리 데이의 개최 일자가 확정되면서 로드러너 프로젝트라는 테슬라의 배터리 기술 개발 전략에 대해 시장의 관심이 집중되고 있다.

현재 테슬라는 프리몬트 공장 생산분은 파나소닉과의 JV로부터 공급받고, 상하이 공장 생산분은 LG화학과 CATL로부터 공급받고 있다. 향후 추가 케파에 대해서는 자체 생산한 배터리를 채용한다는 내용이다. 이 자체 생산할 예정의 배터리가 성능과 규모 면에서 기술적으로 상당히 앞설 것으로 예상하고 있다.

규모 면에서는 향후 건설할 테라팩토리가 현재 기가팩토리의 30배 수준일 것으로 전망된다(현재 테슬라 네바다 기가팩토리의 연간 생산능력은 35GWh). 이는 주요 배터리 업체 상위 3개사 연간 생산능력의 3~4배 수준으로 전기차 대수로 환산하면 900만대 규모에 해당한다.

성능 면에서는 에너지 밀도가 kg당 300Wh에 이르고 수명이 160만km인 배터리를 만들 것으로 예상되고 있다. 특히 160만km라는 것은 수명이 길다는 차원을 넘어선 것으로, 일반 개인의 경우 연 2만km 주행한다는 점을 감안하면 자율주행을 염두에 두고 있다고 보여진다.

**그림 8. 테슬라 상하이 기가팩토리 3 배터리 서플라이 체인 예상**




자료: 미래에셋대우 리서치센터

### 테슬라는 배터리를 판매할까?

로드러너 프로젝트를 통해 전기차 900만대 규모에 해당하는 배터리를 생산한다면, 테슬라의 전기차 생산량이 2025년 공격적으로 보더라도 250만대라는 점을 감안했을 때 여유분을 판매할 수도 있다는 우려가 존재한다. 국내 배터리 업체들의 과점적 지위가 훼손되거나 고객사를 테슬라에 뺏기는 것이 아니냐는 관점이다.

하지만 다른 자동차 업체들이 테슬라를 배터리 공급업체로 선정할 가능성은 낮을 것으로 보인다. 완성차 업체들의 경우 수직화된 서플라이 체인을 확보하고 싶어한다. 그렇다면 기존 배터리 업체들 수주를 강화하는 게 자연스러운 흐름일 것이다.

### 테슬라향 없이도 한국 배터리 업체들은 성장할까?

테슬라가 다른 자동차 업체들에게 배터리를 판매하지 않는다 하더라도, 배터리를 내재화하는 것만으로 국내 배터리 업체들에게는 테슬라향 매출과 그 모멘텀이 사라진다는 우려 요인이 될 수 있다. 그러나 테슬라의 영향권 밖에서도 한국 배터리 업체들은 성장할 수 있을 것으로 판단한다.

국내 배터리 업체들은 유럽향 고객들을 필두로 점차 영향력을 확대하고 있다. 그리고 전방 고객사들은 테슬라에게 시장을 뺏기지 않으려 공격적인 전기차 판매 계획을 세우고 있다. 폭스바겐은 2025년에는 300만대의 전기차를 생산할 계획이다. 국내의 현대차그룹만 하더라도 2025년 100만대의 전기차를 생산할 것이라고 발표했다.

금번 현대차그룹 경영진과 한국의 주요 배터리 업체들 경영진의 만남도 이러한 배경이 작용했다. 완성차 업체는 공격적인 생산 확대를 위해 안정적인 배터리 공급이 필요하고, 배터리 업체 역시도 테슬라에 대한 높은 의존도를 벗어나 안정적 수요처 확보를 필요로 한다. 완성차 업체와 배터리 업체의 가격 결정력 확보를 위한 역학구도보다 공동의 목표를 위해 협력해야 할 시기다.

배터리 업체 입장에서 테슬라로부터의 독립은 항상 염두에 두고 있어야 한다. 원가를 최적화하고 기술을 내재화하는 것은 테슬라 경영의 장점이다. 과거 모빌아이, 엔비디아, 파나소닉 등과도 결별 이슈가 있었던 만큼, 기존 자동차 업체들과 같은 부품 공급 안정성을 기대하는 것은 합리적이지 않을 것으로 예상한다.

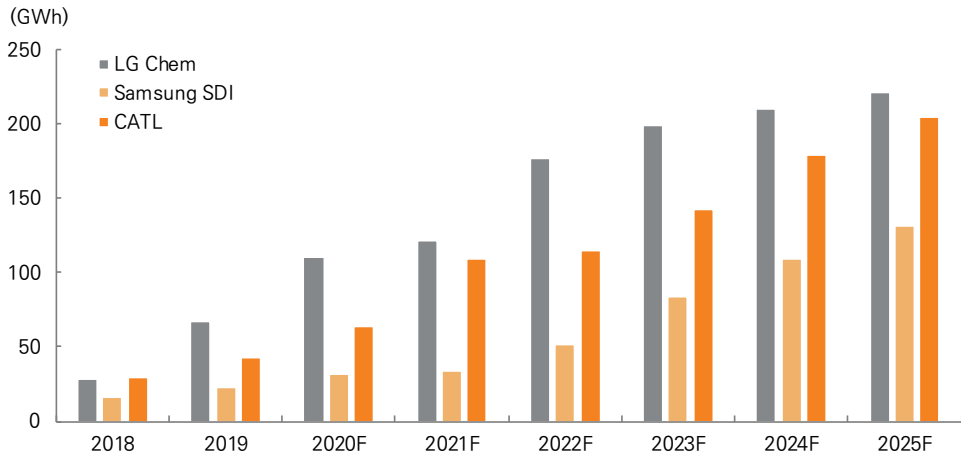
한편, 단기적으로 테슬라가 CATL과 LFP 원통형 배터리를 확대할 전망이라는 점에서도 국내 배터리 업체들에 대한 우려가 있다. 그러나 결국 흐름은 에너지 밀도가 높은 배터리로 갈 것이라는 점에서 큰 우려로 판단하지 않는다.

LFP 배터리의 경우 에너지 밀도는 낮지만 더 싸고 안정적이기 때문에 대중화에 유리하다. 테슬라는 높은 BMS 기술력을 가지고 있어 에너지 밀도가 다소 낮은 배터리로도 전기차의 성능을 극대화할 수 있다. 그러나 다른 업체들은 에너지 밀도가 낮은 배터리로 고성능의 전기차를 생산하는 것이 다소 어려울 수 있다.

자동차 회사들은 앞으로 더 좋은 전기차를 만들어야 한다. 배터리 가격 인하에는 아직 다소 한계가 있기 때문에 전기차가 완전한 코스트 패리티를 이루기 어렵다. 따라서 내연기관을 경쟁 상대로 놓았을 때, 그보다 저렴한 수요를 타겟팅 하기보다는 유사하거나 조금 더 높은 가격대에서 더 좋은 성능을 목표로 하는 편이 낫다.

따라서 큰 흐름은 에너지 밀도가 높은 배터리를 채용하는 쪽으로 흘러갈 전망이다. 테슬라 역시도 수요가 확대되면서 대중적인 가격대의 시장에 대량 진출하기 위해 LFP를 채용한 것이다. 테슬라의 기존 모델처럼 프리미엄 수요를 위한 상위 트림은 여전히 에너지 밀도가 높은 배터리가 필요하다.

**그림 9. 주요 배터리 업체들의 생산능력 전망**




자료: SNE Research, 미래에셋대우 리서치센터

## 실적 전망

### 표 1. 연간 실적 추정

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **판매량 (대)** | **103,071** | **245,296** | **367,656** | **502,890** | **759,710** | **1,206,995** | **1,643,937** | **2,025,494** | **2,270,476** |
| *(% YoY)* | 35.1 | 138.0 | 49.9 | 36.8 | 51.1 | 58.9 | 36.2 | 23.2 | 12.1 |
| **매출액 (US$mn)** | **11,759** | **21,461** | **24,578** | **33,653** | **48,022** | **80,938** | **102,875** | **124,931** | **139,914** |
| *(% YoY)* | 68.0 | 82.5 | 14.5 | 36.9 | 42.7 | 68.5 | 27.1 | 21.4 | 12.0 |
| Automotive | 9,641 | 18,515 | 20,821 | 28,285 | 42,049 | 74,014 | 95,346 | 116,794 | 131,117 |
| *(% YoY)* | 18.9 | 18.8 | 12.5 | 35.9 | 48.7 | 76.0 | 28.8 | 22.5 | 12.3 |
| (Blended ASP, 000) | 119 | 79.3 | 58.8 | 56.2 | 55.3 | 61.3 | 58.0 | 57.7 | 57.7 |
| Energy generation and storage | 1,116 | 1,555 | 1,531 | 1,923 | 2,112 | 2,488 | 2,737 | 3,011 | 3,312 |
| Services and others | 1,001 | 1,391 | 2,226 | 3,444 | 3,861 | 4,436 | 4,791 | 5,127 | 5,485 |
| **매출총이익 (US$mn)** | **2,222** | **4,042** | **4,069** | **5,539** | **8,361** | **15,292** | **20,088** | **25,010** | **28,453** |
| GP margin, GAAP | 18.9 | 18.8 | 16.6 | 16.5 | 17.4 | 18.9 | 19.5 | 20.0 | 20.3 |
| Operating expenses | 3,855 | 4,430 | 4,138 | 4,515 | 6,239 | 10,176 | 12,588 | 14,882 | 16,230 |
| R&D | 1,378 | 1,460 | 1,343 | 1,683 | 2,353 | 3,885 | 4,835 | 5,747 | 6,296 |
| SG&A | 2,477 | 2,834 | 2,646 | 2,692 | 3,746 | 6,151 | 7,613 | 8,995 | 9,794 |
| **영업이익 (US$mn)** | **-1,632** | **-388** | **-69** | **1,024** | **2,122** | **5,116** | **7,500** | **10,128** | **12,223** |
| (OP margin, %) | -13.9 | -1.8 | -0.3 | 3.0 | 4.4 | 6.3 | 7.3 | 8.1 | 8.7 |
| **순이익 (US$mn)** | **-1,961** | **-976** | **-862** | **403** | **1,293** | **3,839** | **5,865** | **8,099** | **9,880** |
| Depreciation and amortization | 1,636 | 1,901 | 2,154 | 2,381 | 2,364 | 2,424 | 2,574 | 2,882 | 3,208 |
| EBITDA | 4 | 1,513 | 2,985 | 3,405 | 4,486 | 7,540 | 10,073 | 13,010 | 15,431 |
| Capital Expenditure | -3,415 | -2,101 | -1,327 | -2,202 | -3,000 | -5,500 | -6,000 | -6,500 | -6,500 |
| Free Cash Flow | -3,475 | -3 | 1,078 | 1,203 | 1,486 | 2,040 | 4,073 | 6,510 | 8,931 |

자료: Tesla, 미래에셋대우 리서치센터


### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.