

코스맥스 (192820.KS)

단기 모멘텀보다 중장기 잠재력

2분기 컨센서스 영업이익 하회. 중국 법인의 매출 회복이 더딘 가운데, 전사 대손상각비 증가 탓에 수익성 높이를 하회. 3분기 현재 국내와 동남아 중심 고성장 하는 가운데, 미국과 중국의 수익성 개선이 관건

Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoony@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

불편한 중국 실적 감안해도 최근 과도한 주가 하락

목표주가를 20만원으로 하향. 중국 법인 매출 추정치 하향 및 전사 대손상각비 증가로 2024E/2025F EPS 추정치를 각각 -10%, -6% 조정한 데 기인. 투자 의견 Buy 유지. 3분기 현재 한국과 동남아 법인은 외형 성장 이어가고 있으며, 최근 중국의 낮아진 눈높이는 상당 부분 반영된 주가 수준이라 판단하기 때문

2Q24 Review: 컨센서스 하회

2분기 연결기준 매출액 5,515억원(+15% y-y), 영업이익 467억원(+1% y-y)으로 컨센서스 영업이익 -18% 하회하는 실적 발표. 연결 대손상각비(140억원 vs 당사 기준 추정 56억원) 반영과 상해 매출 큰 폭 감소(-13% y-y)가 주요인

한국(별도) 매출액 3,482억원(+25% y-y), 영업이익 345억원(+14% y-y), 영업이익률 9.9%(-1%p y-y) 기록. 국내 인디 브랜드 활황 및 직수출(+40% y-y) 호조로 원가율 하락(-3%p y-y)한 점은 긍정적이거나, Sun 제품 비중 하락과 별도 대손상각비(1Q24 49억원 vs 2Q24 97억원)가 예상보다 컸던 것으로 판단

해외 ①중국 매출액 1,476억원(-4% y-y), 순적자 11억원(적자전환 y-y) 기록. 중국 화장품 시장 회복이 더딘 가운데, 영업 인력 확충(+15억원) 및 대손상각비(43억원) 반영으로 순적자 전환. ②미국 매출액 360억원(-6% y-y), 순적자 96억원(적자축소 y-y) 기록. 고정비 감축으로 영업적자는 10억원대 기록, 3분기 중 LA 사무소 오픈 통해 신규 고객사 적극 유치할 계획. ③인니/태국 매출 성장률 각각 +23% y-y, +51% y-y 기록. 쿠션, 에센스 등 고마진 제품군 발주량이 증가하며 호황 지속. 동남아 법인들은 흑자 기조를 이어가고 있으며, 2025년 미국과 매출 규모가 유사해질 것으로 추정해 이익 기여도 역시 향상될 전망

코스맥스 2분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P					3Q24E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	479.3	458.3	436.7	526.8	551.5	15.1	4.7	579.5	573.7	536.5
영업이익	46.0	33.3	22.5	45.5	46.7	1.4	2.8	57.4	57.0	43.0
영업이익률	9.6	7.3	5.2	8.6	8.5			9.9	9.9	8.0
세전이익	37.5	26.8	10.1	33.9	51.7	38.1	52.7	45.9	48.9	37.4
(지배)순이익	30.4	15.2	4.7	19.2	33.6	10.5	74.9	33.6	34.2	23.5

자료: 코스맥스, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

목표주가	200,000원 (하향)
현재가 (24/08/12)	137,800원
업종	화학
KOSPI / KOSDAQ	2,618.30 / 772.72
시가총액(보통주)	1,564.0십억원
발행주식수(보통주)	11.3백만주
52주 최고가('24/06/27)	197,800원
최저가('24/03/15)	100,800원
평균거래대금(60일)	14,388백만원
배당수익률(2024E)	0.40%
외국인지분율	33.7%
주요주주	
코스맥스비티아이 외 12 인	26.1%
국민연금공단	12.3%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-8.1 19.1 3.5
상대수익률 (%p)	-4.2 19.2 2.5

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	1,777	2,127	2,400	2,657
증감률	11.1	19.7	12.8	10.7
영업이익	116	174	216	245
증감률	117.9	50.1	24.5	13.3
영업이익률	6.5	8.2	9.0	9.2
(지배지분)순이익	57	96	132	152
EPS	5,034	8,439	11,600	13,417
증감률	174.1	67.6	37.5	15.7
PER	25.1	16.3	11.9	10.3
PBR	4.0	3.5	2.7	2.2
EV/EBITDA	9.7	7.6	6.1	5.1
ROE	12.1	23.5	25.6	23.4
부채비율	334.3	281.3	225.9	187.4
순차입금	273	250	159	30

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

코스맥스는 화장품 연구개발 생산 전문 ODM 기업으로 2014년 3월 코스맥스비티아이 주식회사의 화장품 제조 부문이 인적분할하여 설립. 현재 국내외 600여개의 브랜드 기업에 기초, 색조, 마스크시트 등의 제품을 공급. 전사 인력 중 25%가량이 연구 개발 인력이며, 판교 R&I 센터를 운영하는 등 업계 최고 수준의 R&D 능력을 보유. 중국 상해, 광저우, 미국 뉴저지에 생산 공장을 두고 있으며, 인도네시아와 태국법인 설립을 통해 해외 시장 포트폴리오 다변화 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 중국 법인의 고성장 및 수익성 개선 지속
- 태국, 인도네시아 등 동남아 시장 확대 가속화
- 미국 법인 영업이익 흑자 전환
- 재무 건전성 개선 및 현금 흐름 확보

Downside Risk

- 코스맥스 이스트 법인 상장 여부
- 연령이 높은 매출 채권 증가
- 높은 부채 비율
- 인건비 상승에 따른 수익성 악화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
한국콜마	18.0	12.6	2.1	1.8	12.4	15.3
씨앤씨인터내셔널	23.2	19.4	5.1	4.1	23.8	22.0
코스메카코리아	20.9	16.7	3.8	3.1	20.5	5.4
Intercos	22.9	19.2	3.1	2.8	14.1	15.4

자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	40.3	25.1	16.3	11.9	10.3
PBR	1.4	4.0	3.5	2.7	2.2
PSR	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE	3.6	12.1	23.5	25.6	23.4
ROIC	-18.2	7.2	15.3	19.0	21.1

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

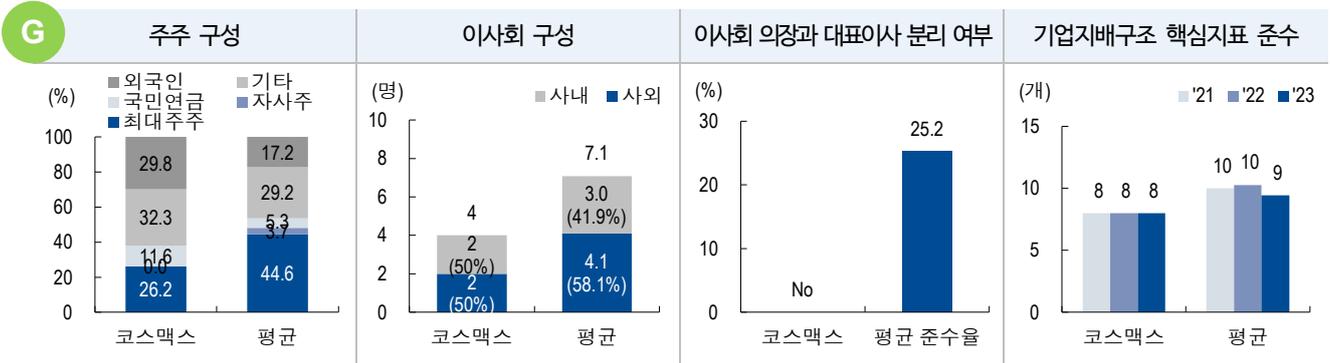
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

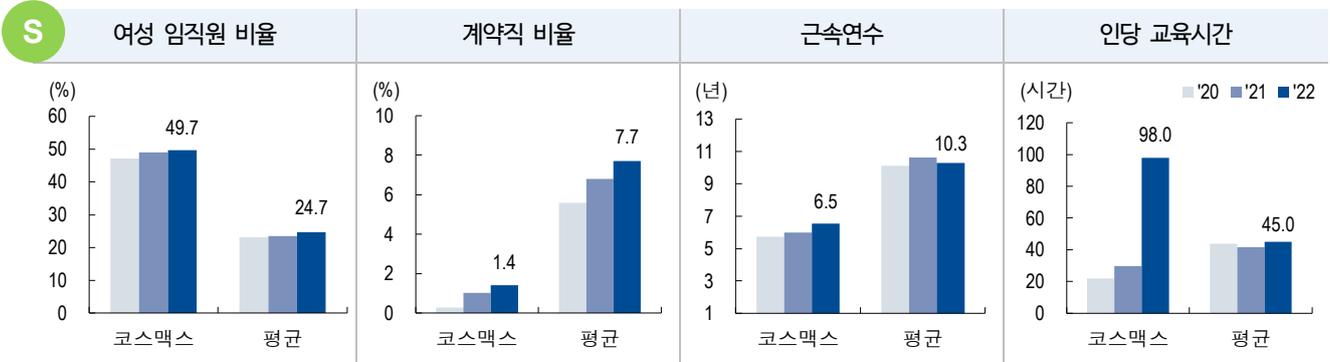
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	533	757	884	1,260	1,331	1,383	1,591	1,600	1,777
영업이익	36	53	35	52	54	67	123	53	116
영업이익률(%)	6.7	7.0	4.0	4.2	4.1	4.8	7.7	3.3	6.5
세전이익	29	46	25	36	36	0	78	6	84
순이익	19	31	16	21	18	-29	34	-16	38
지배자분순이익	21	35	19	33	32	21	74	21	57
EBITDA	45	65	55	78	92	112	174	112	175
CAPEX	43	90	81	49	105	59	41	84	86
Free Cash Flow	-50	-66	-88	-104	-30	-17	59	18	145
EPS(원)	2,297	3,752	1,876	3,246	3,167	2,127	6,880	1,837	5,034
BPS(원)	10,581	20,990	21,704	26,411	34,178	34,118	49,457	51,203	31,941
DPS(원)	681	1,000	300	600	900	0	550	0	500
순차입금	190	179	361	469	455	487	427	382	273
ROE(%)	23.8	22.5	8.8	13.5	10.5	6.2	16.5	3.6	12.1
ROIC(%)	8.9	10.8	4.1	4.2	2.0	-2,290.2	5.9	-18.2	7.2
배당성향(%)	29.6	28.9	16.0	18.5	28.4	0.0	8.4	0.0	9.9
배당수익률(%)	0.4	0.8	0.3	0.5	1.1	0.0	0.6	0.0	0.4
순차입금 비율(%)	196.7	86.5	158.2	194.1	143.8	179.2	91.8	86.0	76.0

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

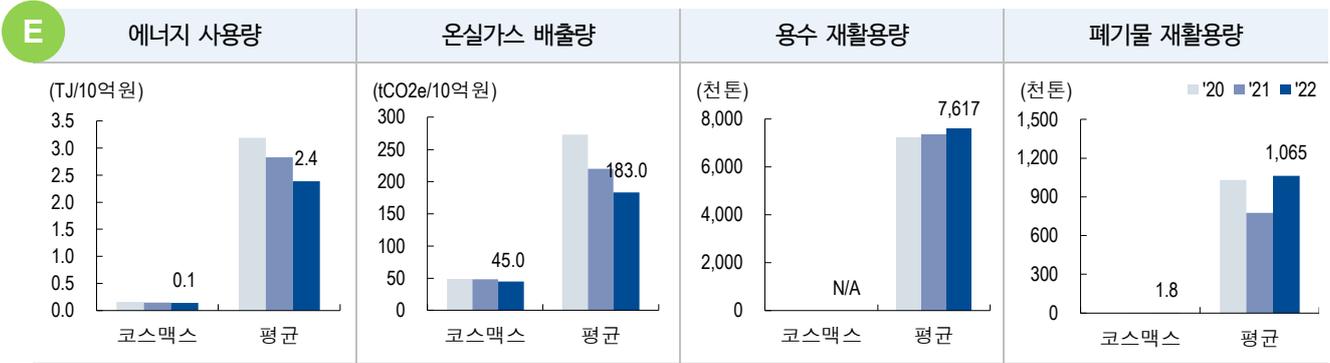
ESG Index & Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 코스맥스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.10	- 친환경 소재개발업체 어라운드블루와 국내외 화장품 고객사를 대상으로 CLC(무독성 바이오 플라스틱 소재)를 이용한 다양한 친환경 용기를 제안하고, 코스맥스가 생산하는 화장품 제형에 적합한 CLC 친환경 용기를 공동 개발할 계획
S	2021.6	- ESG 경영 강화를 위해 'UNGC'가 정립한 인권, 노동, 환경, 반부패 등 4대 분야 10대 원칙을 경영 전략에 포함
	2019.10	- 2014~2018년 기간 동안 장애인 노동자를 단 한 명도 고용하지 않았다는 내용을 담은 보도로 논란
G	2020.1	- 국제청, 정기 세무조사 실시. 언론, 정기 세무조사 관련하여 일감 몰아주기 및 편법승계 의혹 제기

자료: 언론보도, 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

표1. 코스맥스 상대가치 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

항 목	기업가치(십억원)	주당가치(원)	비 고
12M Fwd 지배순이익	105	9,295	12M Fwd 지배순이익 추정치
Target PER	X 21	X 21	글로벌 화장품 OE/DM사 Interco 12M Fwd PER
코스맥스 기업가치	2,215	195,185	
발행주식 수	11,349,509	11,349,509	총 발행주식 수
목표주가		200,000	8/12 기준 업사이드 여력 45%

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 코스맥스 실적 전망 (IFRS 연결)

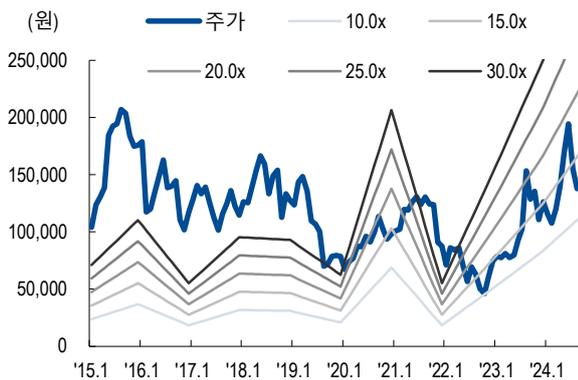
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	1,777	2,127	2,400	2,657
	- 수정 전	-	2,201	2,509	2,772
	- 변동률	-	-3.3	-4.4	-4.2
영업이익	- 수정 후	116	174	216	245
	- 수정 전	-	199	235	261
	- 변동률	-	-12.5	-7.8	-5.9
영업이익률(수정 후)		6.5	8.2	9.0	9.2
EBITDA		175	239	284	315
(지배지분)순이익		57	96	132	152
EPS	- 수정 후	5,034	8,439	11,600	13,417
	- 수정 전	-	9,439	12,339	14,062
	- 변동률	-	-10.6	-6.0	-4.6
PER		25.1	16.3	11.9	10.3
PBR		4.0	3.5	2.7	2.2
EV/EBITDA		9.7	7.6	6.1	5.1
ROE		12.1	23.5	25.6	23.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 코스맥스 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 코스맥스 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24F	2024E
매출액	403.3	479.3	458.3	436.7	1,777.5	526.8	551.5	536.5	512.7	2,127.5
증감률(y-y)	1%	18%	15%	9%	11%	31%	15%	17%	17%	20%
한국(별도)	243.4	278.3	288.0	247.9	1,057.6	315.4	348.2	341.0	314.2	1,318.7
증감률(y-y)	19%	23%	39%	14%	24%	30%	25%	18%	27%	25%
중국	122.4	153.8	123.7	147.5	547.4	157.4	147.6	138.3	141.7	585.0
증감률(y-y)	-18%	12%	-8%	8%	-2%	29%	-4%	12%	-4%	7%
상해	91.5	111.9	85.5	110.8	399.7	107.6	97.5	91.4	100.8	397.3
증감률(y-y)	-25%	4%	-17%	11%	-7%	18%	-13%	7%	-9%	-1%
광저우	29.7	40.0	36.9	34.0	140.6	46.8	49.5	46.9	44.5	187.7
증감률(y-y)	27%	11%	18%	23%	19%	58%	24%	27%	31%	34%
미국	27.1	38.1	36.9	37.8	139.9	38.8	36.0	38.0	40.4	153.2
증감률(y-y)	7%	91%	-19%	-7%	-18%	43%	-6%	3%	7%	10%
인도네시아	19.2	20.7	23.4	22.0	85.3	23.9	25.4	26.9	26.9	103.2
증감률(y-y)	34%	41%	26%	11%	26%	25%	23%	15%	23%	21%
태국	5.1	6.8	6.6	7.0	25.5	9.5	10.3	9.0	9.5	38.3
증감률(y-y)	82%	100%	-3%	9%	31%	86%	51%	37%	35%	50%
매출총이익	55.6	83.0	78.1	77.0	293.6	100.6	112.1	101.9	98.2	412.7
증감률(y-y)	-5%	43%	54%	100%	43%	81%	35%	30%	27%	16%
매출총이익률	14%	17%	17%	18%	17%	19%	20%	19%	19%	19%
영업이익	13.8	46.0	33.3	22.5	115.7	45.5	46.7	43.0	38.5	173.7
증감률(y-y)	1%	167%	69%	842%	118%	229%	1%	29%	71%	50%
영업이익률	3%	10%	7%	5%	7%	9%	8%	8%	8%	8%
한국(별도)	13.0	30.4	25.8	17.5	86.8	30.1	34.5	31.7	27.7	124.0
증감률(y-y)	35%	63%	121%	504%	103%	131%	14%	23%	58%	43%
해외 및 기타	0.8	15.6	7.5	5.0	28.9	15.4	12.2	11.3	10.8	49.7
증감률(y-y)	-80%	흑전	-7%	흑전	182%	1,875%	-22%	52%	116%	72%
세전이익	9.8	37.5	26.8	10.1	84.2	33.9	51.7	37.4	23.7	146.8
증감률(y-y)	-26%	115%	4%	흑전	1,265%	245%	38%	39%	135%	74%
세전이익률	2%	8%	6%	2%	5%	6%	9%	7%	5%	7%
당기순이익	0.7	27.4	10.9	-1.2	37.8	19.6	35.3	24.3	19.1	99.3
증감률(y-y)	-93%	414%	61%	적축	흑전	2,654%	29%	124%	흑전	160%
순이익률	0%	6%	2%	0%	2%	4%	6%	5%	4%	5%
한국(별도)	22.7	8.6	6.7	-19.8	18.2	29.0	29.9	15.3	-0.4	73.8
증감률(y-y)	119%	-63%	-69%	적축	흑전	28%	248%	129%	적축	306%
중국	3.6	10.9	4.6	3.4	22.5	5.8	-1.1	3.0	3.5	11.1
증감률(y-y)	-66%	1%	-38%	-23%	-32%	61%	적전	-35%	2%	-50%
미국	-13.2	-10.5	-12.5	-13.4	-49.6	-13.8	-9.6	-6.9	-6.5	-36.8
증감률(y-y)	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축
인도네시아	3.4	1.4	0.9	-0.1	5.6	2.3	2.5	2.1	2.0	8.8
증감률(y-y)	148%	550%	226%	적축	308%	-32%	85%	145%	흑전	57%
태국	-0.7	-0.5	-0.4	-0.8	-2.4	-0.8	0.1	0.5	0.4	0.2
증감률(y-y)	적축	적축	적축	적전	적축	적축	흑전	흑전	흑전	흑전
지배순이익	6.7	30.4	15.2	4.7	57.1	19.2	33.6	23.5	19.4	95.8
증감률(y-y)	-56%	165%	35%	흑전	174%	187%	10%	54%	309%	68%
지배순이익률	2%	6%	3%	1%	3%	4%	6%	4%	4%	5%

주1: 기타/연결조정 항목 제외; 주2: IFRS 연결기준

주3: 2024년 1분기 연결 편입된 Yatsen JV 법인 실적은 광저우 실적에 포함

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	1,777	2,127	2,400	2,657
증감률 (%)	11.1	19.7	12.8	10.7
매출원가	1,484	1,715	1,929	2,143
매출총이익	294	413	470	514
Gross 마진 (%)	16.5	19.4	19.6	19.4
판매비와 일반관리비	178	239	254	269
영업이익	116	174	216	245
증감률 (%)	117.9	50.1	24.5	13.3
OP 마진 (%)	6.5	8.2	9.0	9.2
EBITDA	175	239	284	315
영업외손익	-31	-27	-31	-33
금융수익(비용)	-23	-27	-27	-27
기타영업외손익	-6	2	-2	-4
종속, 관계기업관련손익	-2	-2	-2	-2
세전계속사업이익	84	147	185	212
법인세비용	46	48	50	55
계속사업이익	38	98	135	157
당기순이익	38	98	135	157
증감률 (%)	흑전	160.1	37.6	16.0
Net 마진 (%)	2.1	4.6	5.6	5.9
지배주주지분 순이익	57	96	132	152
비지배주주지분 순이익	-19	3	4	5
기타포괄이익	-9	0	0	0
총포괄이익	29	98	135	157

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(배)	25.1	16.3	11.9	10.3
PBR(배)	4.0	3.5	2.7	2.2
PCR(배)	7.2	6.6	5.7	5.2
PSR(배)	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	9.7	7.6	6.1	5.1
EV/EBIT(배)	14.7	10.4	8.0	6.5
EPS(배)	5,034	8,439	11,600	13,417
BPS(배)	31,941	39,830	50,880	63,698
SPS(배)	156,614	187,452	211,445	234,070
자기자본이익률(ROE, %)	12.1	23.5	25.6	23.4
총자산이익률(ROA, %)	2.6	6.0	7.5	7.9
투자자본이익률(ROIC, %)	7.2	15.3	19.0	21.1
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
배당성장률(%)	9.9	6.5	4.7	4.5
총현금배당금(십억원)	6	6	6	7
보통주 주당배당금(원)	500	550	550	600
순부채(현금)/자기자본(%)	76.0	55.5	27.4	4.1
총부채/자기자본(%)	334.3	281.3	225.9	187.4
이자발생부채	713	702	714	725
유동비율(%)	94.0	98.2	109.3	122.2
총발행주식수(백만주)	11	11	11	11
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	126,400	137,800	137,800	137,800
시가총액(십억원)	1,435	1,564	1,564	1,564

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	257	262	362	497
매출채권	272	289	302	312
유동자산	822	888	1,027	1,213
유형자산	547	629	651	663
투자자산	82	94	104	115
비유동자산	735	830	862	885
자산총계	1,557	1,718	1,889	2,098
단기성부채	454	443	456	467
매입채무	241	265	281	312
유동부채	874	905	940	992
장기성부채	259	259	259	259
장기충당부채	59	94	100	105
비유동부채	325	361	368	373
부채총계	1,199	1,268	1,309	1,368
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	29	29	29	29
이익잉여금	313	403	528	673
비지배주주지분	-4	-1	2	7
자본총계	359	451	580	730

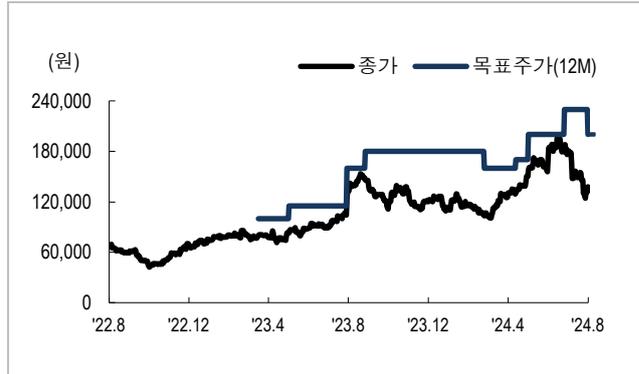
Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	231	183	195	226
당기순이익	38	98	135	157
+ 유/무형자산상각비	59	65	68	70
+ 종속, 관계기업관련손익	2	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	2	0	0	0
Gross Cash Flow	199	235	275	301
- 운전자본의증가(감소)	79	19	-8	-1
투자활동 현금흐름	-104	-161	-102	-95
+ 유형자산 감소	5	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-86	-142	-85	-77
+ 투자자산의매각(취득)	-14	-13	-10	-11
Free Cash Flow	145	40	110	149
Net Cash Flow	127	22	93	131
재무활동현금흐름	-39	-16	6	5
자기자본 증가	-258	0	0	0
부채증감	219	-16	6	5
현금의증가	88	5	99	136
기말현금 및 현금성자산	257	262	362	497
기말 순부채(순현금)	273	250	159	30

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.08.13	Buy	200,000원(12개월)	-	-
2024.07.08	Buy	230,000원(12개월)	-31.7%	-18.3%
2024.05.14	Buy	200,000원(12개월)	-13.0%	-1.1%
2024.04.25	Buy	170,000원(12개월)	-18.1%	-11.8%
2024.03.08	Buy	160,000원(12개월)	-25.2%	-15.4%
2023.09.08	Buy	180,000원(12개월)	-32.3%	-19.2%
2023.08.11	Buy	160,000원(12개월)	-10.0%	-4.1%
2023.07.18	Buy	125,000원(12개월)	-19.1%	-14.4%
2023.05.15	Buy	115,000원(12개월)	-22.7%	-16.5%
2023.03.27	Buy	100,000원(12개월)	-21.5%	-14.3%

코스맥스 (192820.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 6월 30일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.9%	14.1%	0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '코스맥스'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.