

자화전자 (033240)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

33,000

유지

현재주가

29,700

(22.05.16)

가전 및 전자부품업종

단기 실적보다 중장기 방향이 중요

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 33,000원 유지

- 연결기준으로 2022년 1분기 매출(776억원 -17.7% yoy/-20.8% qoq)과 영업이익(38억원 -30.3% yoy/-56.5% qoq)은 종전 추정을 하회
- 2022년 1분기 실적 둔화는 국내 고객사 및 중국향 OIS 공급이 예상대비 감소하여 전반적으로 고정비 부담이 높아진 것으로 분석
- 2022년 2분기 매출은 709억원(-4.1% yoy/-8.7% qoq), 영업이익 32억원(흑자전환 yoy/-15.7% qoq)으로 추정. 국내외 고객사향 OIS 공급 둔화, 저가 비중 증가로 믹스 악화 예상
- 자화전자는 2023년 하반기, 북미 스마트폰 업체로 손떨림보정부품(OIS)을 신규 공급할 예정. 관련 투자(공시/2022.04.13, 카메라모듈 부품 사업에 1,910억원)가 2022년 하반기에 진행. 2023년 하반기에 매출과 영업이익의 성장에 초점을 둔 장기적으로 비중확대 전략 유지
- 투자의견은 매수(BUY) 및 목표주가는 33,000원 유지 투자포인트는

2023년 북미 고객사향 OIS 매출 시작, 매출과 영업이익의 고성장 전망

- 1) 2022년 연간 매출은 2,982억원(-14.3% yoy), 영업이익은 137억원(-15.8% yoy) 추정. 글로벌 스마트폰 시장의 성장 정체 및 OIS 부문에서 경쟁 심화가 예상. 프리미엄보다 중저가 영역에서 성장은 유효하나 사양이 낮은 OIS, 신규 업체의 등장으로 주요 고객사내 점유율 경쟁이 높아질 전망
- 2) 그러나 2023년 신규 고객사를 확보, 하반기에 손떨림보정부품(OIS)을 공급하면 연간 매출은 5,234억원으로 전년대비 75.5% 증가 추정. 신규 매출은 약 3,400억원으로 예상. 전체 영업이익은 2023년 432억원으로 전년대비 215% 증가 추정. 단일 모델 기준으로 OIS 공급, 규모 경제 및 수율을 확보하면 현재 영업이익률보다 높을 것으로 판단

(단위: 십억원 %)

구분	1Q21	4Q21	1Q22		2Q22					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	94	98	82	78	-17.7	-20.8	82	71	-4.1	-8.7
영업이익	6	9	4	4	-30.3	-56.5	4	3	흑전	-15.7
순이익	13	0	6	3	-73.3	1,976.7	6	4	17,075.4	20.8

자료: 자화전자, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

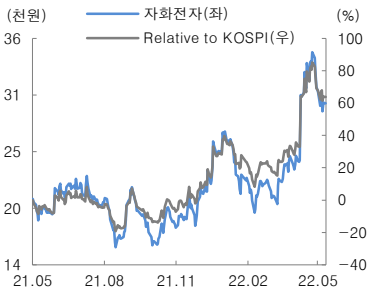
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	301	348	298	523	691
영업이익	-19	16	14	43	54
세전순이익	-7	19	20	50	61
총당기순이익	-6	22	16	40	49
자배분순이익	-6	22	16	40	49
EPS	-354	1,203	805	2,033	2,482
PER	NA	20.8	37.0	14.6	12.0
BPS	15,221	16,690	16,183	18,034	20,541
PBR	1.5	1.5	1.8	1.6	1.4
ROE	-2.3	7.5	5.1	12.0	12.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

KOSPI	2596.58
시가총액	532십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	34,650원 / 15,700원
120일 평균거래대금	148억원
외국인지분율	4.79%
주요주주	김상면 외 2 인 32.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.0	43.1	59.2	52.3
상대수익률	1.8	50.5	83.8	85.0



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	335	548	298	523	-11.0	-4.5
판매비와 관리비	42	55	53	69	26.0	24.9
영업이익	16	45	14	43	-13.7	-4.7
영업이익률	4.7	8.3	4.6	8.2	-0.1	0.0
영업외손익	15	16	6	7	-60.2	-55.6
세전순이익	31	61	20	50	-36.4	-17.9
지배지분순이익	24	48	16	40	-35.3	-15.8
순이익률	7.2	8.7	5.3	7.7	-2.0	-1.0
EPS(지배지분순이익)	1,356	2,665	805	2,033	-40.6	-23.7

자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

표 1. 자화전자 사업부문별 영업실적 전망(수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q	3Q	4Q	1Q22	2QF	3QF	4QF	2021	2022F	2023F
매출액	94.3	73.9	81.6	98.0	77.6	70.9	74.6	75.2	347.9	298.2	523.4
증감률(yoy)	47.3%	12.6%	1.4%	8.3%	-17.7%	-4.1%	-8.6%	-23.3%	15.7%	-14.3%	75.5%
증감률(qoq)	4.2%	-21.7%	10.5%	20.1%	-20.8%	-8.7%	5.3%	0.8%			
통신기기(Auto, Motor)	89.4	68.6	75.9	92.4	72.1	64.8	66.6	66.0	326.2	269.5	474.4
기타	5.0	5.2	5.8	5.7	5.5	6.1	8.0	9.1	21.6	28.8	49.0
매출비중 (%)											
통신기기(Auto, Motor)	94.7%	92.9%	93.0%	94.2%	92.9%	91.4%	89.2%	87.8%	93.8%	90.4%	90.6%
기타	5.3%	7.1%	7.0%	5.8%	7.1%	8.6%	10.8%	12.2%	6.2%	9.6%	9.4%
영업이익	5.5	-3.7	5.7	8.8	3.8	3.2	3.4	3.2	16.3	13.7	43.2
이익률	5.8%	-5.0%	6.9%	9.0%	5.0%	4.6%	4.6%	4.3%	4.7%	4.6%	8.2%
YoY	흑전	적지	흑전	흑전	-30%	흑전	-39%	-64%	흑전	-16%	214%
QoQ	흑전	적전	흑전	56%	-57%	-16%	6%	-7%			
세전이익	14.5	-4.0	10.6	-2.5	5.3	4.9	5.0	4.6	18.6	19.8	50.2
이익률	15.4%	-5.4%	13.0%	-2.5%	6.9%	6.9%	6.7%	6.1%	5.4%	6.6%	9.6%
YoY	흑전	적전	455%	적지	-63%	흑전	-53%	흑전	흑전	6%	154%
QoQ	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-9%	3%	-8%			
재비분순이익	12.8	0.0	8.5	0.2	3.4	4.1	4.3	3.9	21.5	15.7	40.2
이익률	13.6%	0.0%	10.5%	0.2%	4.4%	5.8%	5.7%	5.2%	6.2%	5.3%	7.7%
YoY	흑전	-99%	203%	흑전	-73%	17088%	-50%	23	흑전	-27%	156%
QoQ	흑전	-100%	35433%	-98%	1977%	21%	3%	-8%			

주: K-FRS 연결 기준/ 통신기기: Auto Focus OS 및 진동 Motor 실적 포함 / 기타: PTC, OA부품 및 기타 실적 포함

자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

표 2. 자화전자 사업부문별 영업실적 전망(수정 전)

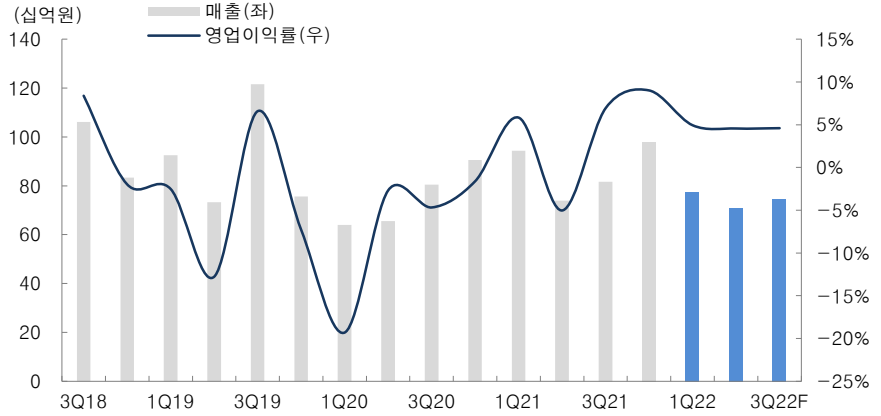
(단위: 십억원)

	1Q21	2Q	3Q	4Q	1Q22F	2QF	3QF	4QF	2021	2022F	2023F
매출액	94.3	73.9	81.6	98.0	82.4	83.4	86.6	82.5	347.9	335.0	548.0
증감률(yoy)	47.3%	12.6%	1.4%	8.3%	-12.6%	12.9%	6.2%	-15.8%	15.7%	-3.7%	63.6%
증감률(qoq)	4.2%	-21.7%	10.5%	20.1%	-15.9%	1.2%	3.9%	-4.7%			
통신기기(Auto, Motor)	89.4	68.6	75.9	92.4	76.8	77.2	78.4	73.2	326.2	305.7	497.7
기타	5.0	5.2	5.8	5.7	5.6	6.2	8.2	9.3	21.6	29.3	50.2
매출비중 (%)											
통신기기(Auto, Motor)	94.7%	92.9%	93.0%	94.2%	93.2%	92.6%	90.5%	88.7%	93.8%	91.2%	90.8%
기타	5.3%	7.1%	7.0%	5.8%	6.8%	7.4%	9.5%	11.3%	6.2%	8.8%	9.2%
영업이익	5.5	-3.7	5.7	9.2	3.9	3.8	4.4	3.9	16.7	15.9	45.3
이익률	5.8%	-5.0%	6.9%	9.4%	4.7%	4.5%	5.0%	4.7%	4.8%	4.7%	8.3%
YoY	흑전	적지	흑전	흑전	-30%	흑전	-23%	-58%	흑전	-5%	185%
QoQ	흑전	적전	흑전	62%	-58%	-2%	15%	-11%			
세전이익	14.5	-4.0	10.6	-0.9	7.5	7.6	8.2	7.7	20.2	31.1	61.2
이익률	15.4%	-5.4%	13.0%	-0.9%	9.1%	9.2%	9.5%	9.4%	5.8%	9.3%	11.2%
YoY	흑전	적전	455%	적지	-48%	흑전	-23%	흑전	흑전	54%	97%
QoQ	흑전	적전	흑전	적전	흑전	1%	8%	-6%			
재비분순이익	12.8	0.0	8.5	1.9	5.9	6.0	6.4	6.0	23.3	24.3	47.7
이익률	13.6%	0.0%	10.5%	2.0%	7.1%	7.1%	7.4%	7.3%	6.7%	7.2%	8.7%
YoY	흑전	-99%	203%	흑전	-54%	24662%	-25%	2	흑전	4%	97%
QoQ	흑전	-100%	35433%	-78%	207%	1%	8%	-6%			

주: K-FRS 연결 기준/ 통신기기: Auto Focus OS 및 진동 Motor 실적 포함 / 기타: PTC, OA부품 및 기타 실적 포함

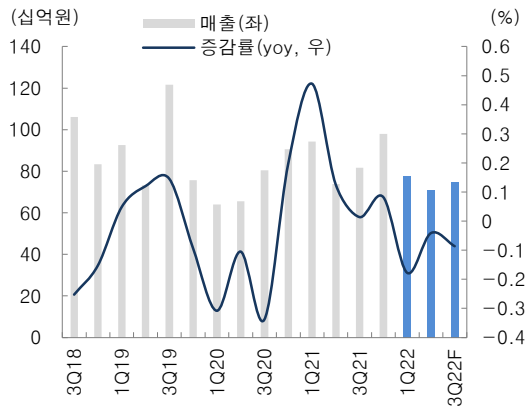
자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

그림 1. 전사, 분기별 매출 및 영업이익률 전망



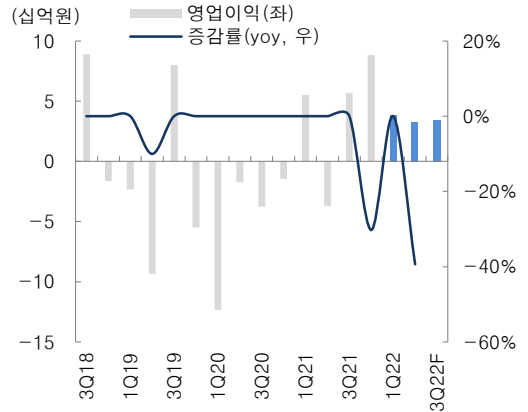
자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망



자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

표 3. 카메라모듈 Peer 그룹

회사명		자화전자	삼성전기	LG 이노텍	파트론	엠씨넥스	Sunny Optical	O-Film	Sharp
코드		033240 한국	009150 한국	011070 한국	091700 한국	097520 한국	2382 중국	002456 중국	6753 일본
주가(2022.05.16, USD)		29,700	123.0	264.7	8.9	30.9	12.6	0.8	8.2
시가총액 (USDmn)		5,316	9,187	6,264	523	556	13,791	2,679	4,997
매출액 (USDmn)	2021A	3,479	8,454	13,059	1,147	882	5,814	3,542	22,225
	2022F	2,982	8,136	12,962	1,176	1,164	6,229	3,450	19,544
	2023F	5,234	8,902	13,704	1,280	1,277	7,211	3,690	19,743
매출액 yoy (%)	2021A	15.7	24.8	56.6	11.3	-23.0	-1.3	-52.8	2.9
	2022F	-14.3	-3.8	-0.7	2.5	32.0	7.1	-2.6	-12.1
	2023F	75.5	9.4	5.7	8.8	9.7	15.8	7.0	1.0
영업이익 (USDmn)	2021A	163	1,299	1,105	69	21	837	-291	754
	2022F	137	1,278	1,143	70	69	854	34	621
	2023F	432	1,462	1,228	77	86	1,055	89	598
영업이익 yoy (%)	2021A	-184.5	67.6	91.0	93.1	-58.5	7.4	적지	59.4
	2022F	-15.8	-1.6	3.5	2.1	228.7	2.0	흑전	-17.7
	2023F	214.5	14.3	7.4	9.5	24.7	23.4	162.2	-3.7
영업이익률 (%)	2021A	4.7	15.4	8.5	6.0	2.4	14.4	-8.2	3.4
	2022F	4.6	15.7	8.8	6.0	5.9	13.7	1.0	3.2
	2023F	8.2	16.4	9.0	6.0	6.7	14.6	2.4	3.0
PER (배)	2021A	20.8	10.4	9.0	8.6	20.0	18.7	na	7.5
	2022F	36.9	10.1	7.9	10.0	9.7	17.2	43.0	10.8
	2023F	14.6	8.9	7.3	9.0	8.0	14.1	34.7	10.9
PBR (배)	2021A	1.5	1.7	2.4	1.4	2.4	4.6	2.2	1.4
	2022F	1.8	1.6	1.9	1.3	2.0	3.7	2.1	1.4
	2023F	1.6	1.3	1.5	1.2	1.6	3.1	2.0	1.2
EV/EBITDA (배)	2021A	10.6	6.0	4.7	5.7	13.6	29.9	129.1	6.7
	2022F	11.0	4.5	3.9	4.9	6.2	11.1	18.9	6.4
	2023F	6.5	4.0	3.6	4.6	5.5	9.2	14.0	6.5
ROE (%)	2021A	7.5	13.8	30.9	18.0	12.7	26.8	-36.7	21.0
	2022F	5.1	16.4	27.1	14.4	22.4	22.8	-1.5	13.7
	2023F	12.0	16.2	23.3	14.2	22.3	23.1	-1.1	11.7
ROA (%)	2021A	4.1	9.3	12.9	11.3	6.2	13.4	-10.2	4.4
	2022F	2.9	11.3	12.4	11.0	13.1	12.4	0.8	3.3
	2023F	7.8	12.1	12.0	10.9	13.8	13.3	1.6	3.5
EPS (USD)	2021A	1,203	10.3	32.8	1.1	1.9	0.7	-0.1	1.3
	2022F	805	12.3	33.7	0.9	3.4	0.7	0.0	0.8
	2023F	2,033	14.0	36.6	1.0	4.1	0.9	0.0	0.7

주: 자화전자는 대신증권 추정치, 원화 기준원액, 자료: Bloomberg, Quantwise, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

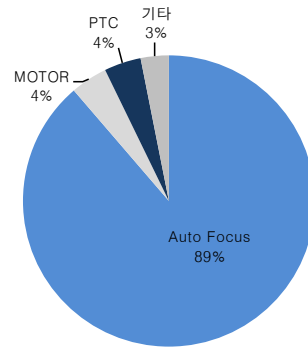
- 스마트폰 카메라 모듈에 적용되는 자동초점장치(AFA) 및 손떨림 방지장치(OIS) 등 원천기술 전자부품 제조 기업
- 듀얼/트리플 카메라를 포함한 전/후면 스마트폰 카메라의 기능 상향으로 AFA 및 OIS 전망 긍정적
- 자산 4,373억원 부채 1,346억원 자본 3,027억원(2022년 03월 기준)
(발행주식수: 17,900,000 / 자기주식수: 1,070,670)

주가 변동요인

- 삼성전자 프리미엄 라인업을 포함한 전체 스마트폰 판매량 추이
- 자율주행차, 전기차 등 전자부품 시장 확대에 따른 PTC 제품 판매 영향

자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

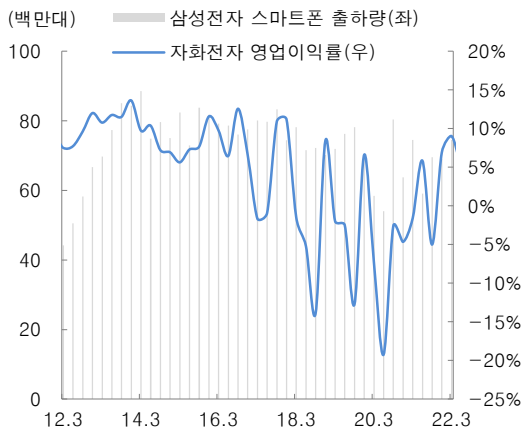
매출 비중



주: 2022년 1분기 연결 매출 기준
자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

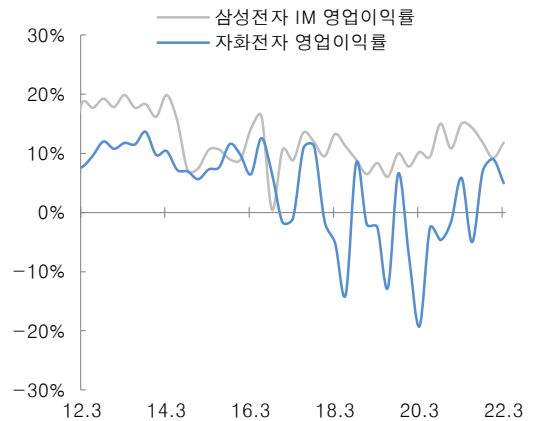
2. Earnings Driver

삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



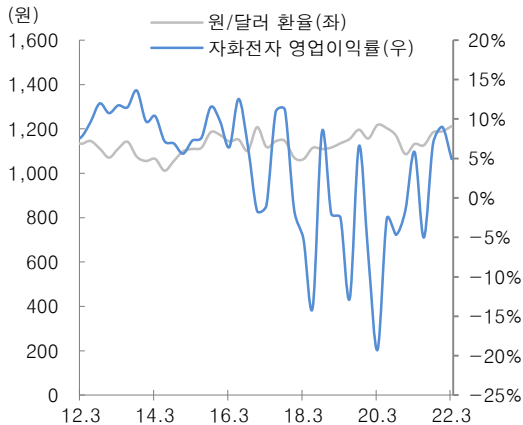
자료: 자화전자, IDC, 대신증권 Research Center

삼성전자 IM 영업이익률 vs. 영업이익률



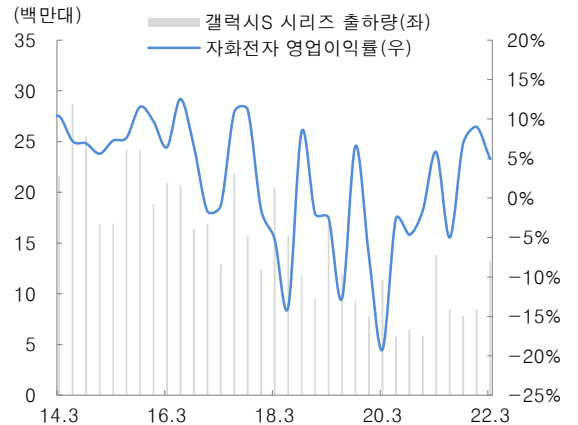
자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

원달러 vs. 영업이익률



자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

갤럭시S 시리즈 출하량 vs. 영업이익률



자료: 자화전자, IDC, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	301	348	298	523	691
매출원가	273	282	231	411	562
매출총이익	27	65	67	112	129
판매비와관리비	47	49	53	69	75
영업이익	-19	16	14	43	54
영업외수익	-6.4	4.7	4.6	8.2	7.9
EBITDA	10	41	51	91	107
영업외손익	12	2	6	7	7
관계기업손익	6	2	2	2	2
금융수익	16	19	14	13	13
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-14	-19	-10	-10	-10
외환관련손실	12	3	3	3	3
기타	4	0	1	2	2
법인세비용차감전순이익	-7	19	20	50	61
법인세비용	1	3	-4	-10	-12
계속사업순이익	-6	22	16	40	49
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-6	22	16	40	49
당기순이익	-2.1	6.2	5.3	7.7	7.1
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	-6	22	16	40	49
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	5	5	6	6
포괄순이익	-6	26	21	46	55
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	-6	26	21	46	55

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-354	1,203	805	2,033	2,482
PER	NA	20.8	37.0	14.6	12.0
BPS	15,221	16,690	16,183	18,034	20,541
PBR	1.5	1.5	1.8	1.6	1.4
EBITDAPS	564	2,301	2,593	4,581	5,396
EV/EBITDA	35.0	10.6	11.0	6.5	5.4
SPS	16,798	19,433	15,283	26,485	34,955
PSR	1.4	1.3	1.9	1.1	0.8
CFPS	673	3,058	3,273	5,326	6,162
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증/감	-17.2	15.7	-14.3	75.5	32.0
영업이익 증/감	작지	흑전	-15.8	214.5	25.7
순이익 증/감	작지	흑전	-27.0	155.8	22.1
수익성					
ROIC	-9.6	9.2	4.2	10.7	11.5
ROA	-5.5	4.1	2.9	7.8	8.2
ROE	-2.3	7.5	5.1	12.0	12.9
안정성					
부채비율	30.7	46.6	59.5	69.9	75.7
순차입금비율	-20.0	-4.3	7.4	15.1	9.8
이자보상비율	-41.9	48.4	16.7	32.6	29.6

자료: 지화전자 대안증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	198	224	222	277	362
현금및현금성자산	40	36	49	68	133
매출채권 및 기타채권	66	76	66	89	100
재고자산	30	37	31	44	53
기타유동자산	62	76	76	76	76
비유동자산	158	214	282	329	351
유형자산	96	138	207	255	278
관계기업투자지분	15	16	17	19	21
기타비유동자산	47	60	57	55	53
자산총계	356	438	504	605	713
유동부채	66	137	136	148	157
매입채무 및 기타채무	38	39	38	49	57
차입금	28	31	32	33	34
유동상차부	0	0	0	0	0
기타유동부채	1	68	67	67	66
비유동부채	17	2	52	101	151
차입금	15	0	50	99	149
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	2	2	2	2
부채총계	84	139	188	249	307
자본비율	272	299	316	356	406
자본금	9	9	10	10	10
자본잉여금	28	28	28	28	28
이익잉여금	244	265	280	321	370
기타자본변동	-9	-3	-2	-2	-2
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	272	299	316	356	406
순차입금	-54	-13	23	54	40

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-26	39	74	70	96
당기순이익	0	0	16	40	49
비현금항목의 기입	18	33	48	65	73
감가상각비	29	25	37	47	52
외환손익	4	-5	-6	-6	-6
자본평가손익	-6	-2	-2	-2	-2
기타	-9	15	19	26	29
자산부채의 증감	-36	-17	13	-25	-14
기타현금흐름	-8	23	-3	-9	-12
투자활동 현금흐름	-17	-78	-110	-99	-79
투자자산	-13	-18	-1	-1	-1
유형자산	-9	-57	-106	-95	-75
기타	5	-3	-3	-3	-3
재무활동 현금흐름	17	34	51	50	50
단기차입금	0	0	1	1	1
사채	0	50	50	50	50
장기차입금	18	-15	0	0	0
유상증자	0	0	1	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	-28	-4	14	19	64
기초 현금	68	40	36	49	68
기말 현금	40	36	49	68	133
NOPLAT	-16	19	11	35	43
FCF	-8	-18	-62	-17	17

[Compliance Notice]

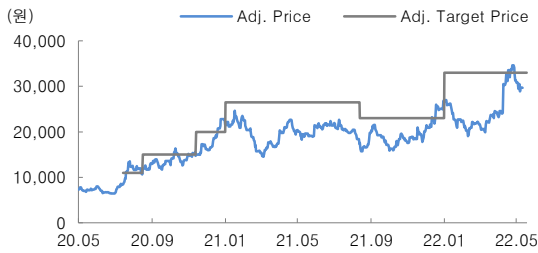
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박강호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

자화전자(033240) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.05.17	22.02.17	22.01.21	22.01.06	21.11.15	21.08.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	33,000	33,000	33,000	33,000	23,000	23,000
과다율(평균%)		(24.34)	(30.70)	(23.39)	(15.29)	(21.20)
과다율(최대/최소%)		5.00	(18.33)	(18.33)	16.74	(6.30)
제시일자	21.07.06	21.05.20	21.04.13	21.01.15	21.01.06	20.11.30
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	26,500	26,500	26,500	26,500	26,500	20,000
과다율(평균%)	(23.55)	(24.78)	(25.99)	(27.41)	(19.28)	(11.02)
과다율(최대/최소%)	(14.53)	(6.98)	(6.98)	(6.98)	(16.23)	14.00
제시일자	20.11.18	20.10.08	20.09.14	20.08.21	20.08.09	20.07.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	20,000	15,000	15,000	15,000	11,000	11,000
과다율(평균%)	(22.54)	(8.86)	(14.59)	(14.71)	4.74	4.51
과다율(최대/최소%)	(13.50)	9.33	(7.00)	(7.00)	(20.18)	(20.18)
제시일자	20.07.19					
투자의견	Buy					
목표주가	11,000					
과다율(평균%)	(11.93)					
과다율(최대/최소%)	1.82					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220514)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.3%	7.7%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상