



바로투자증권

[Quant/Strategy]  
이상민 Analyst  
smlee@barofn.com  
+822-6099-8665

## Summary

---

- 항상 성장 모형의 관점에서 바라보는 PER은 요구 수익률( $k$ ), 성장률( $g$ ), 배당성향( $1-f$ )의 함수이다.
- 북미회담이 성공적으로 개최된다면 요구수익률( $k$ )의 감소로 인하여 PER이 상승하게 된다.
- 또한 배당성향 역시 현재 상승하고 있는 추이이기 때문에, 성장률( $g$ )이 하락하지 않는다면 KOSPI의 PER은 무난히 상승할 것으로 판단한다.
- 북미정상회담의 경우 트럼프와 김정은의 선택지를 크게 두 가지로 분류하면, '정직하게 협상에 임한다'와 '속인다'는 선택지가 있다.
- 트럼프가 공세적인 발언을 이어가는 이유는 김정은의 선택지를 줄이기 위해서이다. 과거 북한은 국제 사회를 기만하는 것이 리스크가 적었던 선택지였으나, 현재는 국제 사회를 기만할 시 트럼프가 군사적 행동에도 나설 수 있다는 것을 인지하고 있는 상태이기 때문이다.
- 현재 대북주 랠리는 단기에 꺼지지 않을 것으로 판단한다. 과거 93년 북한이 NPT를 탈퇴한 이후 북미 핵 협약이 이루어지기까지 10개월이 걸렸었다.
- 가장 확률 높은 투자 전략으로 Core & Satellite 전략을 권장한다. 시가총액 대형주를 매입하여 코리아 디스카운트 해소에 베팅하면서 BM대비 언더퍼폼할 가능성을 낮추는 동시에, 뉴스 플로우에 따른 모멘텀 플레이로 대북주를 매매하는 것이 유리할 것으로 판단한다.

# 코리아 디스카운트는 과도하다 디스카운트는 실존하는가

## Key Point

$$PER = \frac{P_0}{E} = \frac{D_0(1+g)}{E(k-g)} = \frac{D_0(1+g)}{(k-g)} \div \frac{D_0}{(1-f)} = \frac{(1-f)(1-g)}{k-g}$$

$$PER = \frac{(1-f)(1-g)}{k-g}$$

1-f = 배당성향, f = 사내유보금  
g = 성장률, k = 요구 수익률

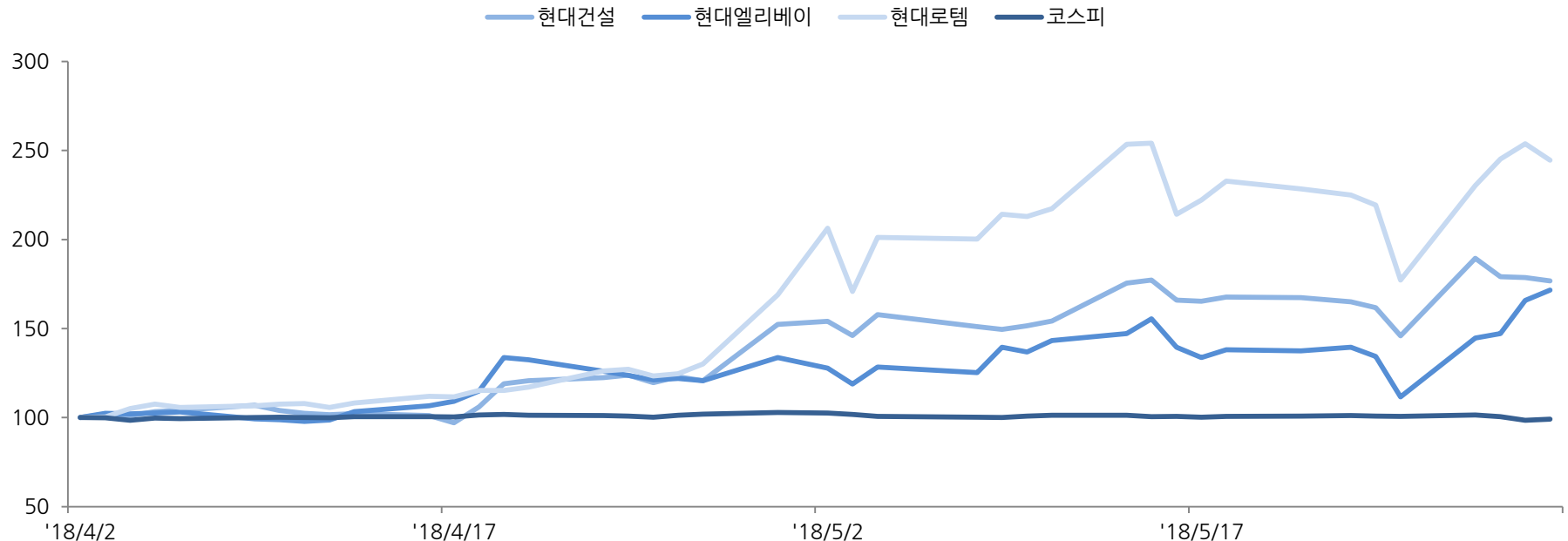
지정학적 리스크(k)가 완화되고, 기업의 배당성향(1-f)이 상승한다면 KOSPI 지수의 PER도 자연스럽게 상향할 것으로 기대한다.

단, 성장(g)이 꺾이지 않는다는 전제 하에서다.

## 장군님 대북주 쏘신다

- 4월부터 현대건설, 현대엘리베이터, 현대로템 등을 위시한 대북주의 랠리가 진행 중에 있다.  
4월 2일 이후, 5월 31일까지 현대건설 +76.8%, 현대엘리베이 +71.6%, 현대로템 +144.6%
- 대북 관련 이슈는 향후 어떻게 될 지와, 이러한 이슈가 증시에 미칠 영향을 고민해 보았다.
- 본 자료에서는 이러한 고민들을 풀어나 가 보려고 한다.

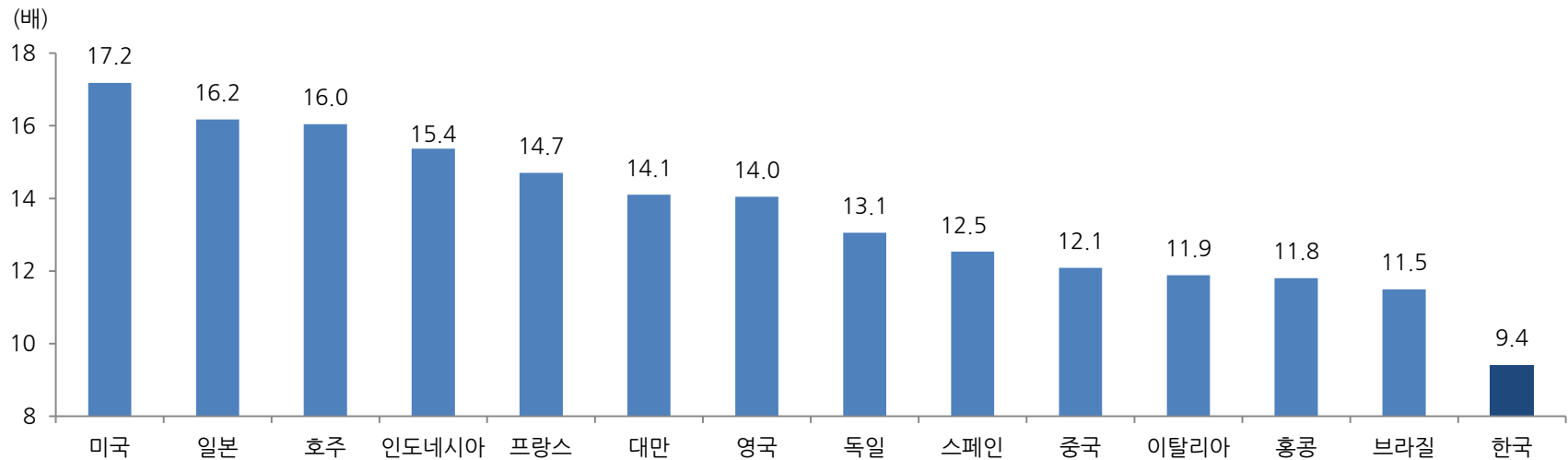
### 대북 관련주 주가 추이 (2018.4.2 ~ 2018.5.31)



## Korea Discount는 실존하는가

- KOREA Discount를 직관적으로 살펴보려면, 한국 증시의 P/E를 주요 PEER들과 비교해 보면 된다.
- 현재 KOSPI 지수의 Forward P/E는 9.4배로, S&P500을 비롯하여 주요 증시를 살펴보면 확연한 Discount가 존재함을 확인할 수 있다.
- 한국을 제외한 주요 PEER Group (하단 그래프에서 한국 제외)의 PER은 13.9배로 나타났다.

주요 PEER Index 의 PER (6/1 기준)

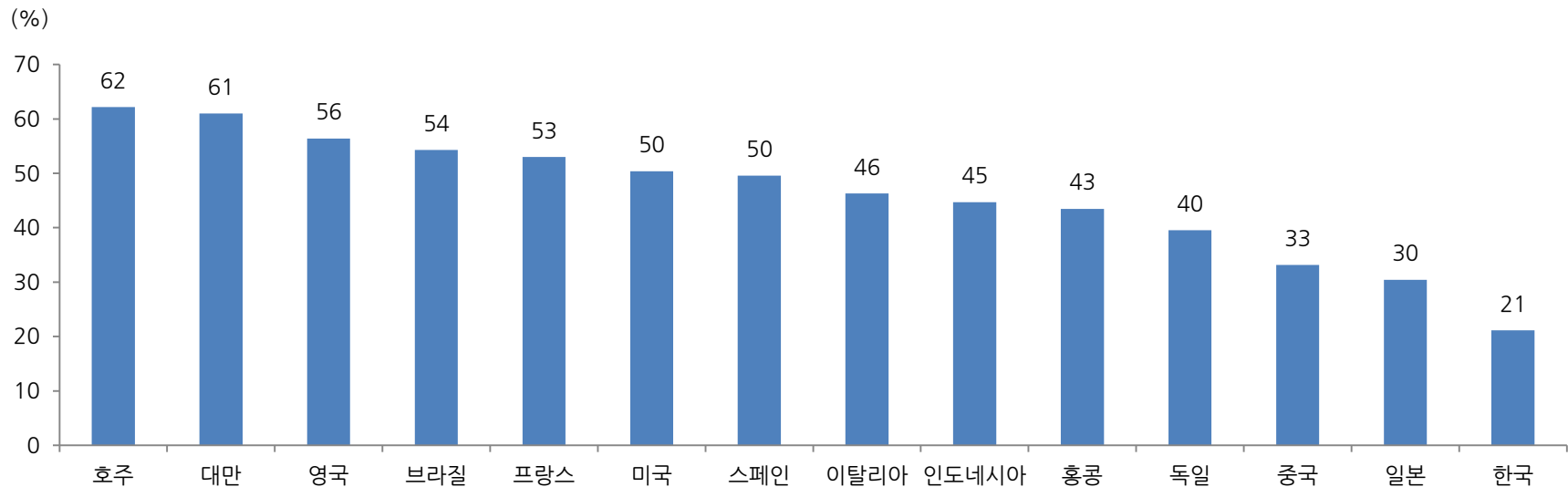


Source : Bloomberg, Baro Research Center

## Korea Discount, 원인이 무엇인가?

- 흔히들 원인으로 지적하는 Korea Discount의 요인은 다음과 같다.  
1) 낮은 배당성향, 2) 불투명한 지배구조, 3) 지정학적 리스크, 4) 산업의 구조 등
- 실제로 KOSPI 지수의 배당성향은 21%로 타 지수에 비해 극단적으로 낮은 상황임을 알 수 있다.

### 주요 PEER Index 의 배당성향 (6/1 기준)



Source : Bloomberg, Baro Research Center

## Back to the Basic : 적정 PER을 구하는 방법

- 적정 PER을 추정하는 방법은 PEER Group의 평균 PER를 이용하는 방법도 있으며, 과거 평균 PER를 이용하는 방법도 있다.
- 그러나 이러한 방법론을 이용하기 어려운 경우들이 있다.  
먼저 과거와는 다른 환경이 전개되어, 과거 PER를 적용하는 것이 어려울 경우다.
- 또한, 적정한 PEER Group이 존재하지 않거나 PEER Group들이 지나치게 고평가/저평가 되었을 때에는 적용이 힘들 수가 있다.
- 이럴 때, 하나의 대안이 될 수 있는 것은 항상 성장 모형을 이용하여 정상적 PER를 추정하는 것이다.

### 항상 성장 모형

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g} = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

•  $D_0$  : 당기 주당배당금

•  $D_1$  : 차기 주당배당금

•  $K_e(k)$  : 요구수익률(기대수익률)  $\Rightarrow k = R_f + \{E(R_m - R_f)\} \times \beta$

$$\Rightarrow k = \frac{D_1}{P_0} + g$$

•  $g$  : 성장률  $\Rightarrow g = \text{사내유보율} \times \text{자기자본이익률} = (1 - \text{배당성향}) \times \text{자기자본이익률}$

•  $P_0$  : 당기 1주당 가치(주가)

Source : Baro Research Center

## 항상 성장 모형을 이용한 적정 PER 추정

- 항상 성장 모형에서 양변에 Earnings를 나누어 주면, PER이 된다. (PER = Price/ Earnings)
- PER = P/E에서 Price 부분에 항상 성장 모형의 공식을 대입하면 아래와 같은 식을 도출할 수 있다.

$$PER = \frac{(1-f)(1-g)}{k-g}$$

1-f = 배당성향, f = 사내유보금  
g = 성장률, k = 요구 수익률

- 결론적으로, PER에 영향을 미치는 요인은 배당성향(1-f), 성장률(g), 요구 수익률(k)로 분해할 수 있다.
- 여기서 지정학적 요인 및 지배구조 이슈를 k로 본다면 Korea Discount에 대해 일정 부분 설명이 가능해 진다.

### 항상 성장모형을 이용한 적정 PER 도출과정

$$PER = \frac{P_0}{E} = \frac{D_0(1+g)}{E(k-g)} = \frac{D_0(1+g)}{(k-g)} \div \frac{D_0}{(1-f)} = \frac{(1-f)(1-g)}{k-g}$$
$$PER = \frac{(1-f)(1-g)}{k-g}$$

1-f = 배당성향, f = 사내유보금  
g = 성장률, k = 요구 수익률

Source : Baro Research Center



## 삼성전자의 배당 확대가 효시가 된다면

- 현재 한국의 배당성향은 21%로 미국(50.4%)과 대만(61.0%)은 물론, 중국(33.2%)에도 뒤처지고 있다.
- 한국의 현재 PER은 9.42배로, 배당성향(1-f)과 PER(9.42)를 해당 등식에 대입하면 아래와 같이 변화하게 된다.

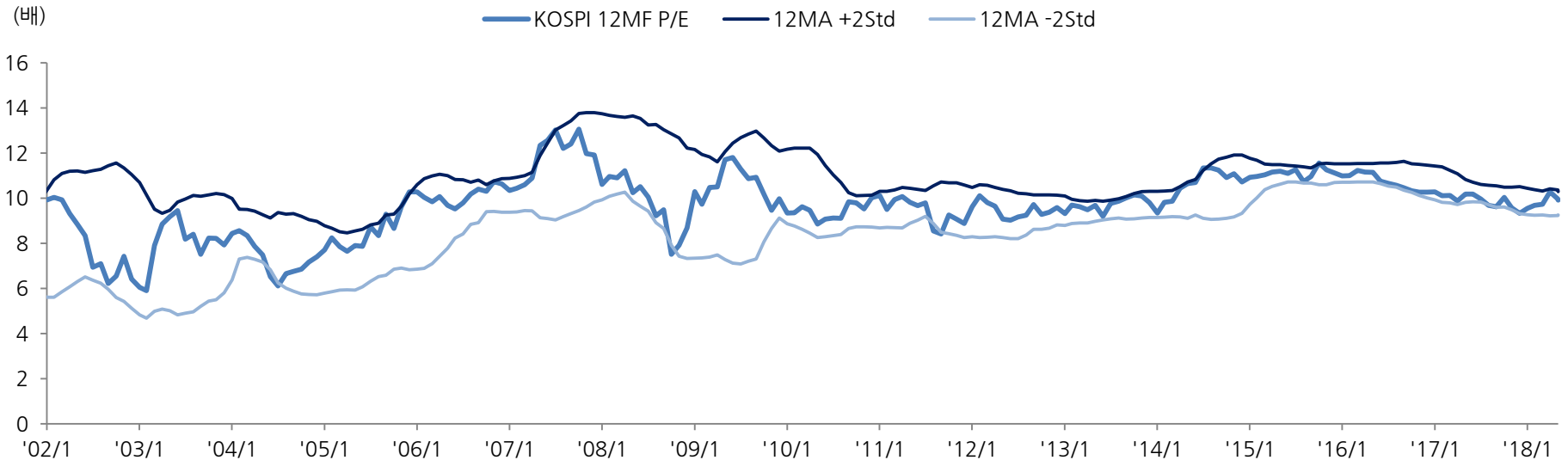
$$PER = \frac{(1-f)(1-g)}{k-g} \qquad 9.42 = 0.21 \frac{1-g}{k-g}$$

- 여기서 성장률(g)와 요구수익률(k)과 같은 다른 조건이 동일하다고 가정하자.
- 배당성향이 25%까지 상승하게 되면 KOSPI의 PER은 11.5배, 30%까지 상승하게 되면 13.8배까지는 상승하게 된다.
- 즉, 해당 모형을 기초로 하면 배당성향이 25%까지만 상향 된다 하더라도, KOSPI 지수의 2900pt가 가능해 진다는 이야기를 해 볼 수 있다.
- 올 상반기 삼성전자의 배당 확대를 많은 증권사에서 긍정적으로 평가한 이유다. 삼성전자 자체만으로도 지수의 배당 성향은 큰 폭으로 상향 될 수 있으며, 향후 다른 기업들이 배당 성향을 확대시킨다면 리레이팅의 여지는 있다고 판단한다.

## 지정학적 리스크는 곧 요구 수익률(k)의 문제

- 한반도 평화 체제가 긍정적으로 이루어진다면 전쟁 리스크가 해소됨으로써 요구 수익률(k)이 하락하고, 이는 코스피 지수의 레벨을 올릴 수 있는 재료가 될 수 있다.
- 실제로 남북 평화무드가 지속되었던 2004~2007년, 코스피 지수의 PER은 다른 해 보다 높았던 경향이 있다.
- 그러나 해당 구간은 중국 호황으로 인하여 성장률 (g)가 함께 상승하였던 경향이 있어, 이것만으로 판단하기가 어려운 것은 사실이다.
- 다만 북핵 이슈가 불거질 때 마다 지수가 하락한 것이 요구 수익률 (k)의 상승으로 본다면, 일부 프리미엄은 존재할 수 있다고 판단하고 있다.

### KOSPI의 12M Trailing P/E 추이 (2002 ~ 2018.5)

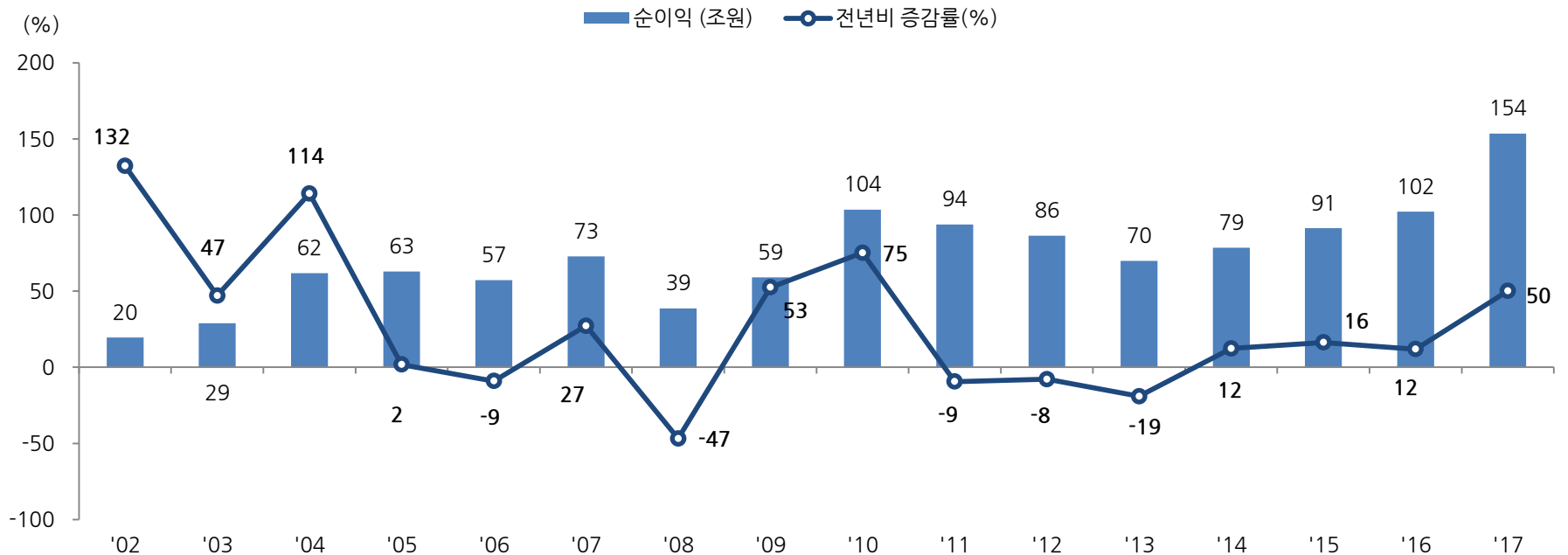


Source : Fnguide, Baro Research Center

## 문제는 성장(g)의 영역

- 그러나 이러한 요인에도 불구하고, 잠재 성장률이 꺾인다면 결국 Multiple은 제자리에 머물러 있게 될 것이다.
- 배당성향(1-f)이 증가하고, 지정학적 리스크(k)가 완화된다 하더라도, 성장(g)이 최소 현 상태는 유지해야 한다.
- 반도체 등이 과거와 달리 Cyclical한 산업이 아니라고 판단한다면, 성장의 감소는 제한적일 것으로 판단한다.

KOSPI의 순이익과 전년비 증감률 추이 (2002 ~ 2017)



Source : Fnguide, Baro Research Center

# 대북 이슈와 투자 전략

## 대북 이슈와 투자 전략

Key Point : 게임이론으로 보는 북미회담 시나리오

		트럼프	
		속인다	정직하게
김정은	속인다	시장이 이전 상태로 회귀	변동성 확대
	정직하게	변동성 확대, 그러나 가능성 제한적	코리아 디스카운트 해소, 리레이팅

## 트럼프의 사정

- 11월 중간선거를 앞둔 트럼프는 지지율 결집을 위하여 무역분쟁이라는 이슈를 발생시켰다. 러스트 벨트의 핵심 지지층을 결집시키기 위해서다. 그러던 중 북미 정상 회담이라는 큰 이슈가 생겼다. 트럼프에게는 기회의 장이다.
- 트럼프는 2000년 <우리가 바라는 미국(The America We Deserve)>에서 북핵 문제에 대한 해법을 언급한 바 있다. '수단 방법을 가리지 않는다는 메시지'로 압박하는 동시에 협상하는 것이다. 최근 트럼프의 행보 또한 맥락이 거의 동일하다.
- 만약 트럼프가 북미회담을 성공리에 마무리하여 '협상가'로서의 이미지를 성공리에 부각시킨다면, 트럼프 지지율의 극적 상승과 함께 중간 선거에서의 힘을 받을 수 있을 것이라고 판단한다.
- 반대로 말하자면, 중간선거 전까지 트럼프는 최대한 판을 깨지 않는 것이 유리한 국면이다.

### 미국 트럼프 대통령의 지지율 추이



## 김정은의 사정

- 그러나 김정은의 경우 사정이 조금 다를 수 있다.  
대북제재를 압박으로 인하여 국제 사회로 나왔으나,  
트럼프와 문재인 대통령은 임기가 정해져 있다는 근본적 약점이 있다.
- 리비아와 같은 과거 사례를 보았을 때, 김정은의 입장에서는 핵을 완전 포기하는 것이 쉽지 않은 결단이다.  
미국이 김정은을 속였을 경우 대항할 방법이 없어지기 때문이다.  
이 때문에 김정은의 입장에서 가장 합리적인 베팅은, 핵을 은폐하고 지원을 받는 것이다.
- 그러나 트럼프가 김정은에게 속았음을 알게 된다면, 즉각적인 보복에 들어가게 될 것이다.
- 당사에서는 이러한 딜레마를 게임이론의 관점에서 풀어보려고 한다.

### 게임이론으로 바라보는 향후 대북 협상 시나리오

		트럼프	
		속인다	정직하게
김정은	속인다	A	B
	정직하게	C	D

## 시나리오 A : 김정은과 트럼프, 모두 속일 경우

- 김정은도 핵을 폐기할 생각이 없었으며, 트럼프 또한 유화책이 거짓이었다고 가정해 보자.
- 그렇다면 2017년 기존의 상태가 고착화 될 가능성이 매우 높다. 시장 또한 원 상태로 돌아갈 것이다. 트럼프 또한 유화책이 거짓이었다는 비난으로 인하여 북한에 압력을 넣을 명분을 잃게 된다.
- 다만, 트럼프가 어떠한 제재도 가하지 않았던 상태에서 김정은의 핵 은폐 등이 발각될 시에는 이야기가 달라진다. 이 경우 시나리오 B, 김정은만 핵을 포기하지 않고 국제사회를 속이는 시나리오와 동일하게 전개될 것이다.

## 시나리오 B : 김정은만 트럼프를 속일 경우

- 김정은은 핵을 폐기할 생각이 없었으나, 트럼프는 정말로 '공정한 협상'을 하려고 했을 때이다.
- 여기서는 트럼프 임기 내에 김정은의 거짓이 탄로나냐, 탄로나지 않느냐의 싸움이 된다.
- 탄로나지 않을 경우 김정은은 '핵'이라는 카드를 온전히 보존하여 체제 유지의 수단으로 계속 활용할 것이다. 트럼프가 임기를 마친 이후에도 협상 카드로써 핵은 유효하다.
- 그러나 김정은의 핵 은폐가 탄로날 경우, 트럼프는 북한에 경제적, 군사적 행동을 취할 명분을 쥐게 된다.
- 이 경우 실제 경제적 행동으로 이어지는 것은 당연하며, 군사적 행동이라는 카드도 꺼내 볼 수 있다. 시장에는 적어도 단기적으로는 영향을 미칠 것이다. 그러나, 이러한 변동성 확대는 제한적일 것으로 본다.
- 시장은 변동성 확대 장세로 들어가게 될 것이다.

## 시나리오 C : 김정은이 트럼프에게 배신당하는 경우

- 김정은이 정말로 핵을 폐기하였음에도 불구하고, 트럼프가 배신한다면 리비아나 이라크와 같은 국면을 걷게 될 것이다.
- 사담 후세인 전 이라크 대통령이 대량 살상무기를 포기하고 사찰단을 받아들였음에도 불구하고, 후세인은 처형당했다.
- 카다피 또한 마찬가지다. 핵 포기 후 보상으로 경제 제재를 해제하였으나, 미국이 지원한 반군에 의해 카다피는 사살당했다.
- 파키스탄의 경우 정작 핵개발을 지속적으로 유지하였고 핵 실험에도 성공하였으나, 정권이 붕괴되지 않았다.
- 90년대 협상과정과, 카다피 및 후세인의 사례를 보았을 김정은이기에 가능성이 낮은 시나리오라고 판단한다.

## 시나리오 D : 김정은과 트럼프 모두가 진실된 협상에 임하는 경우

- 북핵 이슈가 완전히 해결되고 한반도는 평화를 맞게 된다.
- 이 경우 앞서 말하였듯 요구수익률(k)의 하락으로 시장은 리레이팅 국면에 들어갈 뿐만 아니라, 한반도의 주요한 우려 사항이 소멸하는 것이다. 모두가 바라는 해피 엔딩이다.
- 이 경우 Korea Discount의 주요원인 해소로 KOSPI의 리레이팅이 발생할 것이다.
- 이 시나리오의 경우, 주요 시가총액 대형주가 유리할 것으로 판단한다.



## 트럼프의 강경 발언은 김정은의 선택지를 좁히기 위함이다

- 북한 정권의 입장에서 가장 걱정하는 것은 김정은 체제가 보장될 것이냐는 문제이다.
- 그 동안은 북한이 핵을 포기하지 않고 ‘버티면서’ 지내왔었다. 북한이 속이고 미국이 정직하게 협상에 임했을 때의 리스크는 경제 재제다. 이는 군사적 행동과는 다르게 시간을 두고 정권에 타격이 온다.
- 북한이 핵을 실제로 포기한다면, 북한의 입장에서 김정은 정권의 붕괴 우려가 있다. 가장 리스크가 크다. 이 때문에 북한은 그간 버티다가 시간이 흐르면 협상 테이블에 나서는 전략을 채택해 왔다.
- 그러나 최근 트럼프의 군사적 행동도 불사한다는 발언은, 북한이 속일 경우 즉각적인 김정은 체제의 붕괴도 가능성을 암시한다. 북한이 생각하는 최악의 상황이므로, 이는 최대한 피하고 싶어 할 것이다.
- 결론적으로 트럼프의 강경 발언은 김정은의 선택지를 줄이기 위하여 나온 발언이라고 판단한다.

### 게임이론으로 바라보는 기존의 협상 구도

		미국	
		속인다	정직하게
북한	속인다	일시 휴전?	경제 재제
	정직하게	김정은 정권 붕괴	평화 무드

### 트럼프 Vs. 김정은 국면에서의 협상 구도

		트럼프	
		속인다	정직하게
김정은	속인다	일시 휴전?	경제 재제 <b>및 군사 행동 개시</b>
	정직하게	김정은 정권 붕괴	평화 무드

## 트럼프는 중간선거 때문에라도 판을 유지하고 싶어 하지만...

- 그러나 앞서 말하였듯 트럼프의 경우 현재 지지율을 상향시키고 있는 동력 중 하나가 북미협상이다.
- 중간선거 전에 판이 깨진다면 트럼프의 지지율은 하강할 가능성이 높다.  
이 때문에 트럼프의 입장에서 판을 최대한 긍정적으로 가져가는 것이 유리하다.
- 다만 김정은과 다른 점은, 실패하더라도 그것이 만회 불가능한 수준은 아니라는 점이다.  
당초 트럼프가 무역 분쟁 이슈를 꺼낸 시기는 북미 관계가 비우호적일 당시였다.
- 때문에 트럼프의 입장에서 북한이 트럼프를 속인다면, 약간의 지지율 하락을 감내하고 공세에 나설 수 있다.  
즉, 트럼프는 이번 북미협상 카드가 잘 되면 좋으나, 안 되어도 그것이 치명적이지는 않다.
- 북미정상회담이 성공적으로 이루어 지려면, 트럼프가 북핵 포기의 대가로 어떠한 ‘당근’을 제시하느냐가 관건일 것이라고 판단한다.

## 소결 : 시가총액 대형주 리레이팅과 변동성 확대의 갈림길이 될 것이다.

- 이상의 시나리오를 바탕으로 판단한다면, 협상의 결과에 따라 코리아 디스카운트 해소 또는 변동성 확대로 나뉘는 갈림길에 있는 것이 현재 시장인 것으로 판단한다.
- 향후 협상이 어떻게 진행될 지는 알 수 없으나, 가능한 시나리오를 압축하고 대응하는 수단은 될 수 있다고 판단한다.
- 협상까지 시간이 남아있고, 중간선거 까지 트럼프의 입장에서는 최대한 판을 깨지 않는 것이 유리하다. 대북주 상승을 활용하되, 지나친 비중 확대보다는 BM정도의 비중을 유지하거나 실적개선이 지속될 것으로 전망되는 대북주 위주의 압축이 필요할 것으로 판단한다.

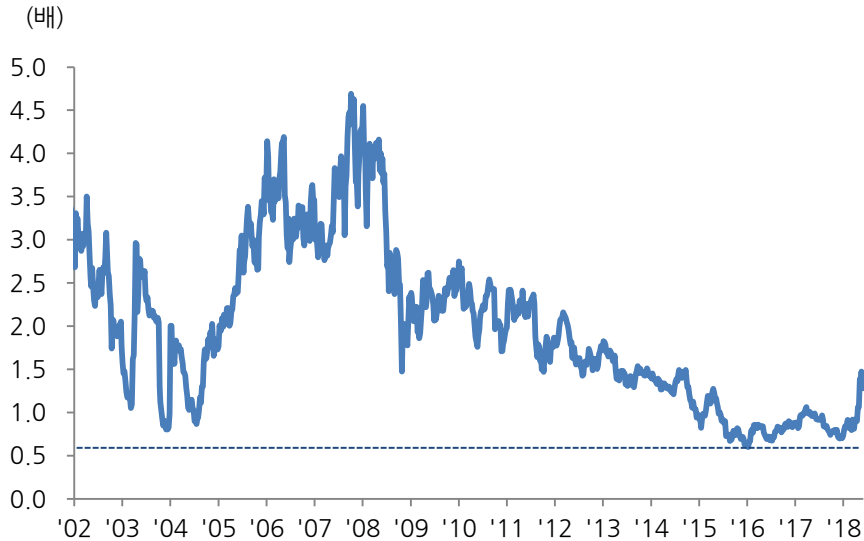
### 게임이론으로 바라보는 시나리오에 따른 시장 장세 판단

		트럼프	
		속인다	정직하게
김정은	속인다	시장이 이전 상태로 회귀	변동성 확대
	정직하게	변동성 확대, 그러나 가능성 제한적	코리아 디스카운트 해소, 리레이팅

## 건설주의 상승, 단순한 테마는 아니라고 본다

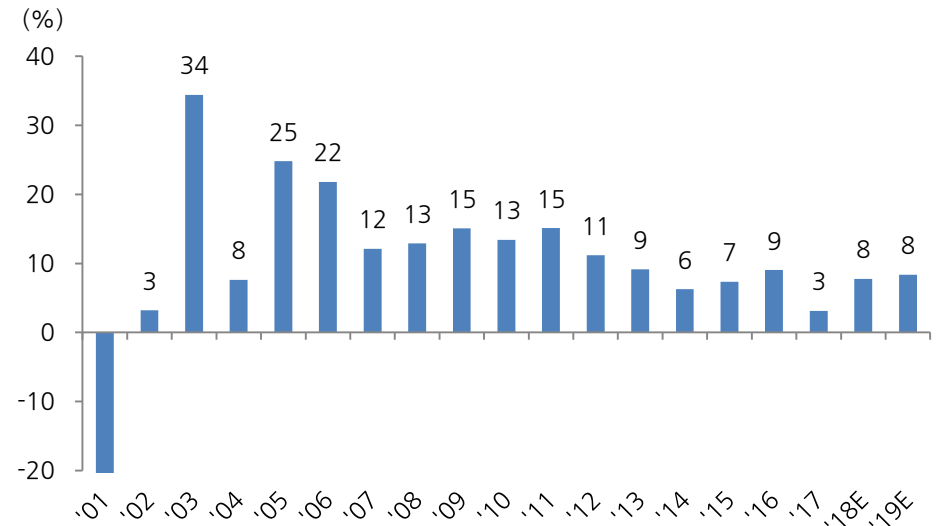
- 주요 건설주는 그간 실적 및 자산가치에 비해 저평가 받았다고 판단한다.  
특히 현대건설의 경우 그간 2001년 이후 역대 최저의 밸류에이션을 기록하였을 정도였다.
- 이는 수익성의 감소 때문이기도 하다.  
현대건설의 ROE는 2017년 약 3%를 기록했으나, 18년 부터는 8%대로 회복될 전망이다.
- 즉, 수익성 회복과 함께 이번 대북 이슈가 트리거가 되어  
건설과 건자재 업종의 Re-Rating이 이루어지는 과정으로 판단하고 있다.

### 현대건설의 PBR 추이 (2002 ~ 2018.5)



Source : Fnguide, Baro Research Center  
 주) 점선은 역대 최저 PBR로 0.60x

### 현대건설의 ROE 추이 (2001 ~ 2019E)



Source : Fnguide, Baro Research Center

## 일부 대북주는 수익성 개선이 이루어지고 있다

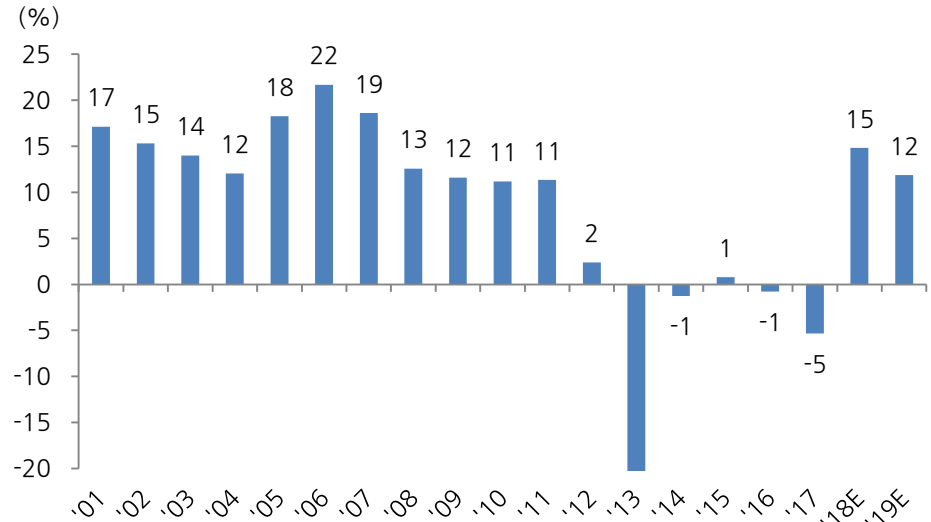
- GS건설의 경우 18년 부터 이익의 개선이 더 드라마틱 하게 나타나고 있다.  
특히 퀀트 관점에서, 2018년 1분기 표준화 영업이익 2.91, 표준화 순이익 2.58을 기록하였다.  
(본격 1분기 실적을 반영한 관심종목, 이상민, 2018.05.28, 바로투자증권 참조)
- 2018년 GS건설의 ROE는 15%, 비슷한 시기에 GS건설의 PBR은 대략 1.4배 가량이었다.

GS건설의 PBR 추이 (2002 ~ 2018.5)



Source : Fnguide, Baro Research Center  
주) 점선은 역대 최저 PBR로 0.32x

GS건설의 ROE 추이 (2001 ~ 2019E)



Source : Fnguide, Baro Research Center

## 북미회담은 단기에 사라질 이슈는 아닐 것으로 판단한다

- 과거 93년 북한이 핵 사찰 수용 합의 이후, 북-미 핵 합의문이 제네바에서 체결되기 까지에는 10개월이 걸렸다. 각국이 여러 조건을 합의하고 검토하는 데에 시간이 걸리는 것이다.
- 이러한 93~94년의 사례로 비추어 보면, 북미회담 이슈는 단기에 사라질 이슈는 아니며 중기적으로 지속될 것이다.
- 이에 여전히 대북주 모멘텀 플레이는 조금 더 유효할 것으로 판단한다.

### 북한 NPT 탈퇴 이후 KOSPI 추이 (1993 ~ 1994)



Source : Fnguide, Baro Research Center

## Core & Satellite 전략이 바람직 할 것으로 판단한다

- 대형주의 경우 밸류에이션이 낮아져 있는 상황으로, 향후 PER의 확장국면에 접어든다면 직접적 수혜를 받을 수 있다.
- 대북주의 경우 뉴스 플로우를 기반으로 한 모멘텀 전략이 유용한 상황이다.
- 제안할만한 전략은 Core & Satellite 전략이다.  
주요 대형주를 기본으로 BM을 따라가는 동시에 코리아 디스카운트 해소를 기대하는 동시에,  
대북주 모멘텀 플레이를 함께 가져가는 전략이다.
- 북미협상이 실제로 이루어지기까지는 시간이 남아있으며, 한 차례의 회담으로 끝날 성격이 아닌 이벤트이기 때문이다.
- 다만, 실적 개선 모멘텀이 있거나 밸류에이션이 극도로 싼 건설/건자재 위주의 압축 포트폴리오 구성이 유리할 것으로 판단한다.

## Appendix. 북한 NPT 탈퇴 ~ 북미 핵 합의문 까지의 일지 (1993 ~ 1994)

날짜	내용	시장 등락률(%)
1 1993-03-12	북, NPT 탈퇴선언	2.10
2 1993-05-11	안보리, 대북 결의안 채택	-0.41
3 1993-06-11	북-미 뉴욕 1단계 고위급 회담, 북한 NPT 탈퇴 유보 발표	-0.63
4 1993-07-14	북, IAEA와 사찰협약 재개 동의, 북한 원자로 경수로 전환 지원 시사	0.00
5 1993-11-11	북, 미국에 핵문제 일괄 타결 제의	0.70
6 1993-12-29	북, 미국에 핵사찰 수용 합의	1.52
7 1994-01-07	북-IAEA, 사찰 협상 시작	0.23
8 1994-01-21	북, IAEA 사찰조건 수용 불가 선언	-0.92
9 1994-01-25	북-IAEA 협상 결렬	0.46
10 1994-02-04	그레이엄 목사, 김일성 메시지 백악관 전달	0.98
11 1994-02-12	북, 핵협상 재개 의향 시사	-0.63
12 1994-02-15	IAEA, 북한 핵 사찰 수용 발표, 미 실무진 접촉 재개	0.05
13 1994-02-25	북한, 3월 1일 사찰 개시에 동의	-1.33
14 1994-03-19	박영수 "서울 불바다" 발언	0.10
15 1994-03-31	UN안보리, 북한의 추가 사찰 수락 촉구 의장 성명 채택	0.18
16 1994-05-17	IAEA 새 사찰단 북한 도착	0.55
17 1994-05-24	IAEA 연료봉 협상단 북한 도착	0.04
18 1994-05-27	블릭스, 연료봉 협상 실패 안보리 보고	0.33
19 1994-05-30	안보리, 핵연료봉 추후 계측 가능 조치 촉구 의장 성명	-0.66
20 1994-06-02	IAEA, "북핵 추후 계측 불가능" 안보리 보고	0.50
21 1994-06-10	IAEA, 북한제재 결의안 채택	-0.73
22 1994-06-13	북한 IAEA 탈퇴 선언	0.51
23 1994-06-18	북한 남북 정상 회담 제의, 한국 수락	0.83
24 1994-06-22	클린턴, 북-미 3단계 회담 7월 재개 발표	-0.05
25 1994-07-09	북한 김일성 주석 사망 발표, 제네바 회담 취소	0.78
26 1994-08-05	북-미 3단계 회담 1차 회담. 연락사무소 설치 등 합의	0.90
27 1994-09-10	평양서 연락 사무소 개설 전문가 회의 / 베를린서 핵 전문가 회담	0.17
28 1994-09-23	3단계 회담 2차 회의, 북핵 문제 타결	-0.29
29 1994-10-21	북-미 핵 합의문, 제네바에서 체결	0.60



## Compliance Notice

---

- 당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.