

2019년 1월 22일

인터넷/게임/미디어/레저 Analyst 이동륜 연구원 손정훈
02-6114-2960 drlee@kbf.com 02-6114-2910 jhson@kbf.com

4Q18 영업이익은 컨센서스를 27.6% 하회할 전망

스튜디오드래곤의 4Q18 실적은 매출액 1,025억원 (-17.1% QoQ, +42.6% YoY), 영업이익 112억원 (-47.7% QoQ, +223.7% YoY)을 기록할 전망이다. 영업이익 기준 컨센서스 155억원을 27.6% 하회할 전망이다. 4분기 특이사항은 다음과 같다. 1) 4Q18 대표 콘텐츠인 ‘알함브라 궁전의 추억 (12.1~1.20)’과 ‘남자친구 (11.28~1.24)’ 관련 수익은 4분기와 1분기에 안분인식될 전망이다. 2) ‘알함브라~’는 중국에 판매되었으나, 동시방영이 성사되지 않아 구작 기준으로 판가가 책정되었다. 3) 하반기 ‘미스터 션샤인’을 비롯한 대작콘텐츠 편성 영향으로 감가상각비가 증가했다. 4) ‘남자친구’는 글로벌 180개국에 출시되어 사업 측면에서는 성공했으나, 자체제작이 아니기 때문에 (본팩토리 제작) 이익 기여도는 크지 않을 전망이다.

2019년 사업확장 기대감은 여전한 상황

캡티브 (CJ ENM), 넷플릭스, 중국 중심의 콘텐츠 공급 확대는 여전히 유효한 투자포인트다. 2019년에도 넷플릭스 오리지널, 중국지역 공동제작 등에 힘입어 30편 내외 (2018년 26편)의 콘텐츠 제작이 예상된다. 캡티브 채널에서는 상반기 ‘아스달연대기’를 비롯해 3편의 텐트폴 드라마 (박지은, 홍자매 작가 각 1편) 제작이 예정되어 있다. 글로벌 시장에서는 넷플릭스를 필두로 아마존, 디즈니, AT&T 등 주요 기업들이 OTT 관련 투자를 확대하면서 콘텐츠 기업들에게 기회요인으로 작용하고 있다. 자체 IP를 활용한 중국 OTT업체와의 드라마 공동제작은 외산 콘텐츠의 중국 내 방영보다 부정적 인식이 적다는 측면에서 여전히 상반기 중 계약 성사 가능성이 존재한다.

최근 모멘텀 공백과 실적 부진은 매수 기회로 활용할 필요

투자 의견 Buy, 목표주가 130,000원을 유지한다. 목표주가는 국내외 확장이 본격적으로 전개된 2020년 예상 EPS 3,554원에 Peer 그룹 평균 PER 36.5배를 적용해 산정했다. 스튜디오드래곤의 주가는 4분기 실적 부진과 단기 모멘텀 부재로 지난 11월 고점 (114,100원) 대비 22.8% 하락했으며, 12개월 fwd. PER은 31.4배로 상장 이후 최저점 수준에 위치해 있다. 2019년 주요 투자포인트가 여전히 유효하다고 판단되는 가운데 매수 기회로 활용할 필요가 있다.

Buy 유지

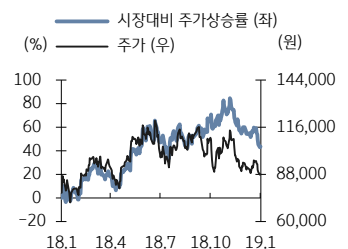
목표주가 (유지, 원)	130,000
Upside / Downside (%)	47.7
현재가 (1/22, 원)	88,000
Consensus Target Price (원)	137,722
시가총액 (조원)	2.5

Trading Data	
Free float (%)	25.2
거래대금 (3M, 십억원)	17.4
외국인 지분율 (%)	2.0
주요주주 지분율 (%)	씨제이엔엠 외 3인 74.4

Share price performance					
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M	
절대수익률	-7.5	-19.8	-14.8	14.3	
시장대비 상대수익률	-10.3	-14.1	-2.9	43.7	

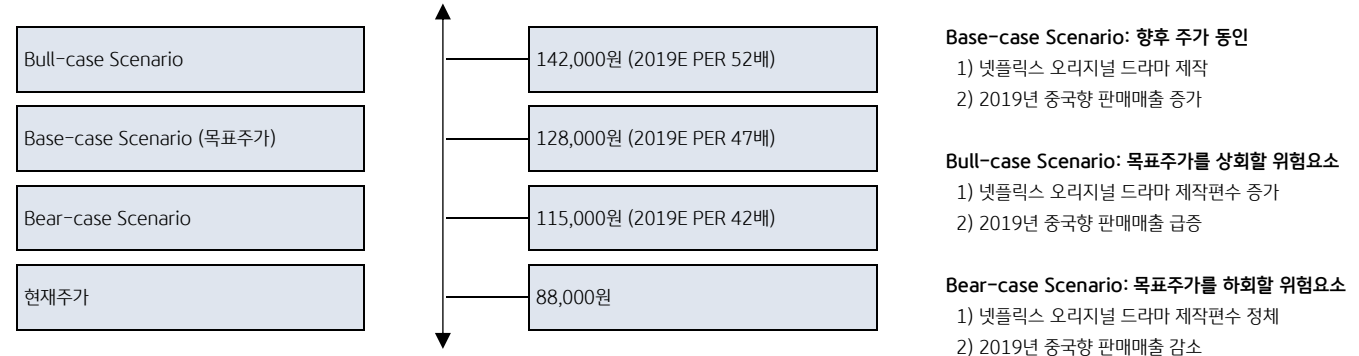
Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	287	380	491	571
영업이익 (십억원)	33	51	95	122
지배주주순이익 (십억원)	24	43	77	100
EPS (원)	1,050	1,548	2,747	3,554
증감률 (%)	84.5	47.4	77.5	29.4
PER (X)	61.9	59.7	32.0	24.8
EV/EBITDA (X)	22.1	20.1	14.9	13.9
PBR (X)	4.9	6.3	5.1	4.2
ROE (%)	9.5	11.2	17.2	18.6
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	389.1	499.0	380.3	491.0	-2.3	-1.6
영업이익	56.5	99.3	50.7	94.9	-10.2	-4.4
지배주주순이익	47.8	80.5	43.3	77.1	-9.4	-4.2

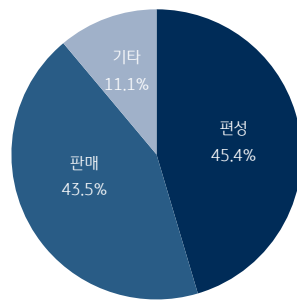
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	380.3	491.0	383.4	514.9	-0.8	-4.6
영업이익	50.7	94.9	55.4	95.4	-8.5	-0.6
지배주주순이익	43.3	77.1	46.4	76.8	-6.7	0.3

자료: Fnguide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2018E)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
제이콘텐트리	710	29.8	22.8	2.7	2.5	10.8	9.0	11.0	12.3	n/a	n/a
Netflix	167,211	105.5	73.2	29.6	20.5	77.1	49.4	25.7	27.9	0.0	0.0
Zhejiang Huace Film&TV	2,192	17.2	13.6	1.7	1.5	14.7	11.9	10.4	11.9	0.6	0.7
Beijing HualuBaina Film&TV	635	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: Bloomberg, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
PER Valuation
- 2) 목표주가 산정:
2020E EPS 3,554원 x multiple 36.5배
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
142,000원 ~ 115,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2019E PER 47배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2018E	2019E
금리 1%p 상승 시	+2.1	+2.1
환율 1% 상승 시	+0.4	+0.4

표 1. 4Q18 실적 추정치와 시장 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)	4Q18E	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	기존 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	102.5	123.7	(17.1)	71.9	42.6	111.3	(7.9)	105.2	(2.6)
영업이익	11.2	21.5	(47.7)	3.5	223.7	17.0	(33.9)	15.5	(27.6)
영업이익률	11.0	17.4	(6.4)	4.8	6.1	15.3	(4.3)	14.8	(3.8)
지배주주순이익	9.3	17.3	(46.0)	2.0	366.4	13.8	(32.6)	14.1	(34.2)
지배주주순이익률	9.1	14.0	(4.9)	2.8	6.3	12.4	(3.3)	13.5	(4.4)

자료: Fnguide, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	123.7	102.5	286.8	380.3	491.0	570.9
(QoQ %)	0.0	(17.6)	24.8	(7.3)	11.1	(7.0)	66.5	(17.1)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	6.0	19.6	59.6	42.6	46.7	32.6	29.1	16.3
편성매출	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	49.1	131.2	172.8	204.1	242.7
판매매출	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	41.2	111.8	165.4	239.5	278.5
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	12.2	43.7	42.1	47.4	49.7
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.7	7.3	21.5	11.2	33.0	50.7	94.9	122.2
(QoQ %)	-	(36.4)	(25.2)	(47.8)	207.1	(31.3)	193.5	(47.7)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	(23.7)	(17.7)	223.0	223.7	55.6	53.7	87.2	28.8
영업이익률 (%)	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	9.9	17.4	11.0	11.5	13.3	19.3	21.4
지배주주순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	9.3	23.8	43.3	77.1	99.7
(QoQ %)	-	(79.1)	102.2	(64.7)	293.5	13.0	94.2	(46.0)	-	-	-	-
(YoY %)	-	-	-	-	(41.3)	217.2	204.6	366.4	-	81.6	77.9	29.4
순이익률 (%)	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	9.1	8.3	11.4	15.7	17.5

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 3. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2018E					2019E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	380.3	389.1	(2.3)	383.4	(0.8)	491.0	499.0	(1.6)	514.9	(4.6)
영업이익	50.7	56.5	(10.2)	55.4	(8.5)	94.9	99.3	(4.4)	95.4	(0.6)
영업이익률	13.3	14.5	(1.2)	14.4	(1.1)	19.3	19.9	(0.6)	18.5	0.8
지배주주순이익	43.3	47.8	(9.4)	46.4	(6.7)	77.1	80.5	(4.2)	76.8	0.3
지배주주순이익률	11.4	12.3	(0.9)	12.1	(0.7)	15.7	16.1	(0.4)	14.9	0.8

자료: Fnguide, KB증권 추정

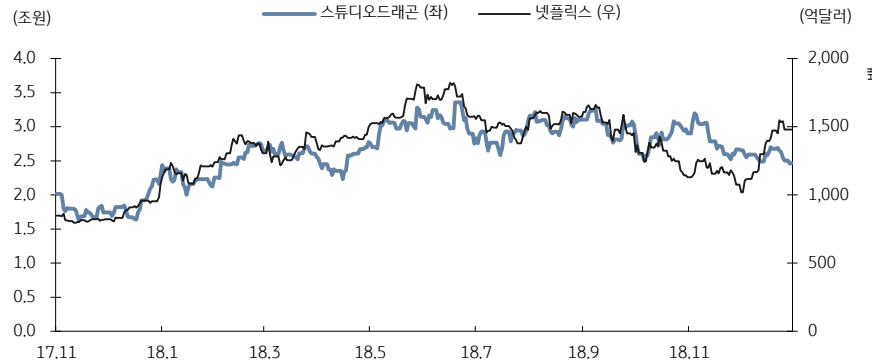
표 4. 스튜디오드래곤 주요 드라마 방영 라인업

연도	No.	편성	타이틀	방송일	부	극본	연출	주연	평균/최고 시청률 (%)	
2018	1	tvN	화유기	17.12.23~18.3.4	20	홍정은, 홍미란	박홍균, 김병수	이승기, 차승원, 오연서	5.2	6.7
	2		마더	18.1.24~3.15	16	정서경	김철규, 윤현기	이보영, 이해영	3.3	4.8
	3		크로스	18.1.29~3.20	16	최민석	신용휘	고경표, 전소민	3.7	4.6
	4		라이브	18.3.10~5.6	18	노희경	김규태	정유미, 이광수, 배성우	5.6	7.5
	5		나의아저씨	18.3.21~5.17	16	박해영	김원석	이선균, 이지은	4.8	7.1
	6		무법변호사	18.5.12~7.1	16	윤현호	김진민	이준기, 서예지, 이해영	5.9	8.6
	7		어바웃타임	18.5.21~7.10	16	추혜미	김형식	이상윤, 이성경	1.5	2.0
	8		김비서가 왜 그럴까	18.6.6~7.26	16	백선우, 최보림	박준화	박서준, 박민영	7.2	8.4
	9		미스터리사인	18.7.7~9.30	24	김은숙	이응복	이병헌, 김태리	12.5	17.5
	10		아는 와이프	18.8.1~9.20	16	양희승	이상엽	지성, 한지민	6.6	7.9
	11		백일의 낭군님	18.9.10~10.30	16	노자설	이종재	도경수, 남지현	8.7	13.9
	12		하늘에서 내리는 1억개의 별	18.10.3~11.22	16	송혜진	유제원	서인국, 정소민	2.9	3.9
	13		나인룸	18.10.6~11.25	16	정성희	지영수	김희선, 김해숙	4.5	5.9
	14		계룡선녀전	18.11.5~12.25	16	유경선	김윤철	문채원, 윤현민	4.2	5.4
	15		남자친구	18.11.28~19.1.24	16	유영아	박신우	송혜교, 박보검	7.7	10.6
	16		알함브라 궁전의 추억	18.12.1~19.1.20	16	송재정	안길호	현빈, 박신혜	9.9	11.2
	17	OCN	나쁜녀석들: 악의 도시	17.12.16~18.2.4	16	한정훈	한동화, 황준혁	박종훈, 주진모, 김무열	3.6	4.6
	18		작은신의 아이들	18.3.3~4.22	16	한우리	강신호	강지환, 김옥빈	3.0	3.8
	19		미스트리스	18.4.28~6.3	12	고정운, 김진욱	한지승	한가인, 신현빈, 최희서	1.2	1.6
	20		라이프 온 마스	18.6.9~8.5	16	이대일	이정호	정경호, 박성웅, 고아성	4.0	5.6
	21		보이스 2	18.8.11~9.16	12	마진원	이승영	이진욱, 이하나	4.8	6.8
	22		손: The Guest	18.9.12~11.1	16	서재원, 권소라	김홍선	김동욱, 김재욱, 정은채	2.9	3.9
	23		플레이어	18.9.29~11.11	14	신재형	고재현	송승헌, 정수정, 이시언	4.2	4.7
	24		신의 퀴즈: 리부트	18.11.14~19.1.10	16	강은선	김종혁	류덕환, 윤주희, 박준면	2.7	3.0
	25		프리스트	18.11.24~19.1.13	16	문만세	김종현	연우진, 정유미, 박용우	2.1	2.8
	26	Olive	은주의 방	18.11.6~19.1.22	12	박상문, 김현철	장정도, 소재현	류혜영, 김재영	0.4	0.4
2019	1	tvN	왕이 된 남자	19.1.17~	16	김선덕, 신하은	김희원	여진구, 이세영	8.1	9.2
	2		로맨스는 별책부록	19.1.26~	16	정현정	이정호	이종석, 이나영	-	-
	3		진심이 닿다	19.2.6~	16	이명숙 등	박준화	이동욱, 유인나	-	-
	4		자백	19.3~	-	임희철	김철규, 윤현기	준호, 유재명	-	-
	5		사이코메트리 그녀석	19.3.4~	-	양진아	김병수	진영, 신예은	-	-
	6		어비스	1H19	-	문수연	-	박보영	-	-
	7		아스달 연대기	1H19	16	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건	-	-
	8		악마가 너의 이름을 부를 때	1H19	16	노혜영, 고내리	민진기	정경호, 박성웅, 고아성	-	-
	9		지정 생존자	1H19	16	김태희	유종선	지진희	-	-
	10		그녀의 사생활	2019	-	김혜영	홍종찬	-	-	-
	11		모두의 프라이버시 (WWW)	2019	-	권은솔	정지현	-	-	-
	12		식빵 굽는 남자	2019	-	주화미	이종재	육성재 (검토중)	-	-
	13		하늘에서 떨어진 풀	2019	-	-	김상호	윤현민, 안우연	-	-
	14		소원을 말해봐	2019	-	백미경	김상호	-	-	-
	15	OCN	빙의	19.2.13~	-	박희강	최도훈	고준희, 연정훈, 송새벽	-	-
	16		블루아이즈	19.3~	-	손현수, 최명진	남성우	장기용, 나나	-	-
	17		보이스 시즌 3	2019	-	-	-	-	-	-
	18	Netflix	좋아하면 울리는	2019	8	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람, 송강	-	-

자료: 스튜디오드래곤, 언론 보도, KB증권

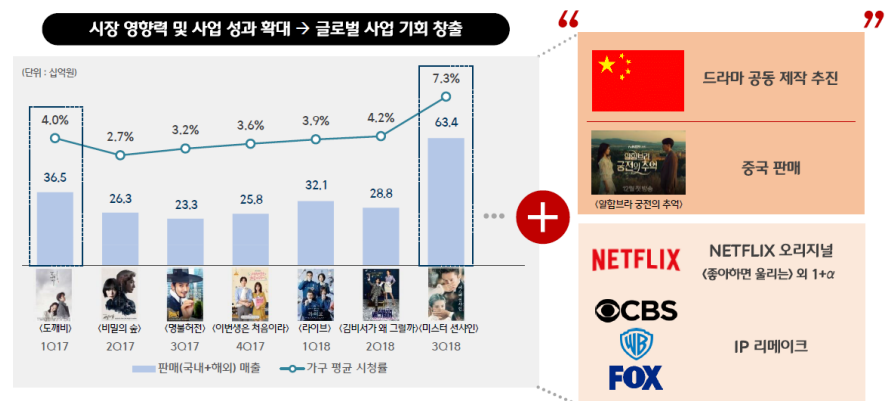
그림 1. 스튜디오드래곤과 넷플릭스 시가총액 추이 비교

스튜디오드래곤은 상장 이후 넷플릭스의 시가총액과 궤를 같이 했으나 최근 이격 발생



자료: Bloomberg, KB증권

그림 2. 중국 공동 드라마 및 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 제작 추진



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

그림 3. 2019년 상반기 최대 기대작 <아스달연대기>

‘아스달연대기’는 2019년 상반기 최대 기대작으로 시즌제 드라마로 제작하는 방안이 검토 중인 상황

아스달 연대기

드라마

편성 tvN 2019. ~ 방영예정

제작사 스튜디오 드래곤, KPJ

제작진 연출 김원석 | 극본 김영현, 박상연

소개 상고시대의 문명과 국가의 이야기를 다룬 고대 인류사 판타지 드라마

출연진

송중기
출연

장동건
출연

김지원
출연

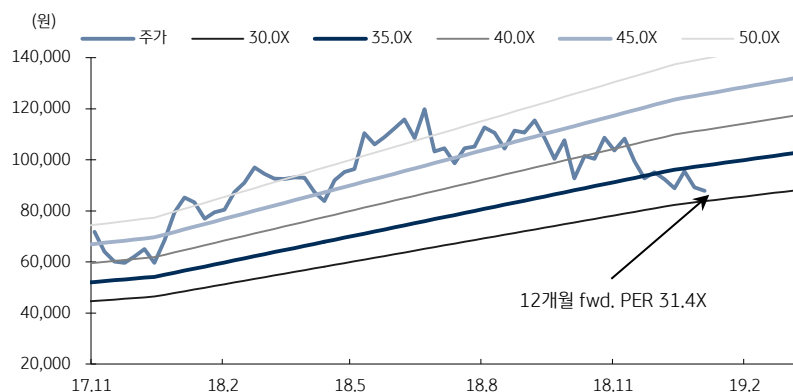
김옥빈
출연

조성하
출연

자료: NAVER, KB증권

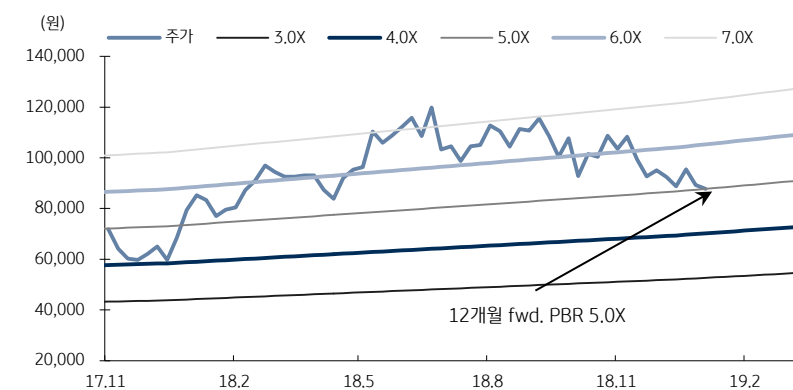
그림 4. 12mon Fwd. PER 밴드 차트

12개월 Fwd. PER은 상장 이후 최저점 수준에 도달



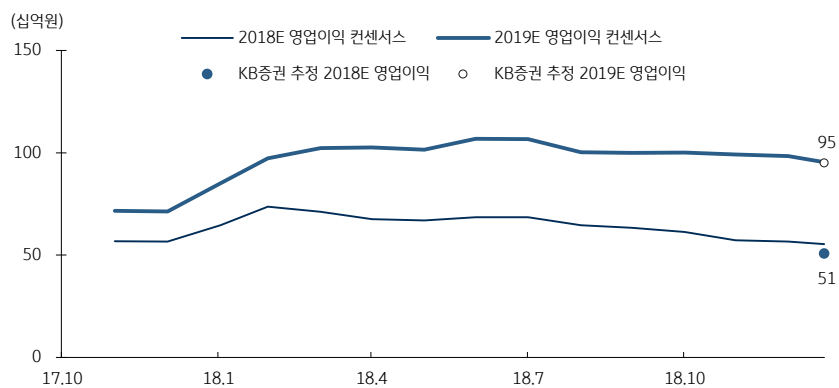
자료: Quantiwise, KB증권

그림 5. 12mon Fwd. PBR 밴드 차트



자료: Quantiwise, KB증권

그림 6. 연간 영업이익 컨센서스 추이



자료: Fnguide, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
매출액	287	380	491	571	657
매출원가	240	317	381	432	490
매출총이익	47	64	110	139	167
판매비와관리비	14	13	15	17	19
영업이익	33	51	95	122	148
EBITDA	74	119	145	146	160
영업외손익	-3	5	4	5	7
이자수익	1	4	5	6	8
이자비용	2	0	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	30	56	98	127	155
법인세비용	6	12	21	28	34
당기순이익	24	43	77	100	121
지배주주순이익	24	43	77	100	121
수정순이익	24	43	77	100	121

성장성 및 수익성 비율 (%)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액 성장률	85.7	32.6	29.1	16.3	15.1
영업이익 성장률	98.3	53.7	87.3	28.8	20.8
EBITDA 성장률	91.4	60.5	21.3	1.0	9.2
지배기업순이익 성장률	193.0	82.0	77.5	29.4	21.5
매출총이익률	16.4	16.7	22.4	24.4	25.4
영업이익률	11.5	13.3	19.3	21.4	22.5
EBITDA이익률	25.9	31.4	29.5	25.6	24.3
세전이익률	10.6	14.7	20.1	22.3	23.6
당기순이익률	8.3	11.4	15.7	17.5	18.4

현금흐름표 (십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7	10	134	132	143
당기순이익	24	43	77	100	121
유형자산상각비	41	69	50	24	12
기타비현금손익 조정	5	10	21	28	34
운전자본증감	-73	-101	7	8	10
매출채권감소 (증가)	-14	-38	-3	-3	-3
재고자산감소 (증가)	-2	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	9	19	2	2	2
기타영업현금흐름	20	-11	-21	-28	-34
투자활동 현금흐름	-141	1	-15	-16	-18
유형자산투자감소 (증가)	0	-1	-1	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	-1	-1	0	0	0
기타투자현금흐름	0	1	-7	-8	-9
재무활동 현금흐름	188	-10	0	0	0
금융부채 증감	-18	-10	0	0	0
자본의 증감	208	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	-2	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	40	1	119	116	125
기말현금	51	52	171	287	412
잉여현금흐름 (FCF)	-7	9	133	131	142
순현금흐름	199	9	125	122	132
순현금 (순차입금)	182	191	316	438	569

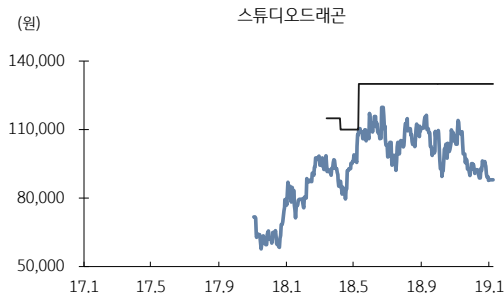
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
자산총계	459	503	591	704	839
유동자산	290	286	414	540	675
현금 및 현금성자산	51	52	171	287	412
단기금융자산	141	139	145	151	157
매출채권	55	74	77	80	83
재고자산	1	2	2	2	2
기타유동자산	41	19	19	20	21
비유동자산	170	217	177	164	163
투자자산	4	4	5	5	5
유형자산	1	1	2	3	4
무형자산	128	153	105	82	72
기타비유동자산	36	56	63	71	80
부채총계	91	94	105	117	131
유동부채	91	87	98	111	124
매입채무	6	14	15	17	20
단기금융부채	10	0	0	0	0
기타유동부채	75	74	83	93	105
비유동부채	0	6	7	7	7
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	5	6	6	6
자본총계	368	410	487	586	707
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
기타자본항목	3	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	32	75	152	252	373
지배자본 계	368	410	487	586	707
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
Multiples					
PER	61.9	59.7	32.0	24.7	20.3
PBR	4.9	6.3	5.1	4.2	3.5
PSR	5.1	6.8	5.0	4.3	3.7
EV/EBITDA	22.1	20.1	14.8	13.9	11.9
EV/EBIT	49.7	47.4	22.6	16.6	12.8
배당수익률	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	1,050	1,548	2,747	3,554	4,318
BPS	13,141	14,598	17,345	20,899	25,217
SPS (주당매출액)	12,628	13,564	17,502	20,352	23,424
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	9.5	11.2	17.2	18.6	18.7
ROA	6.8	9.0	14.1	15.4	15.7
ROIC	15.6	20.1	39.5	62.4	84.4
안정성지표					
부채비율	24.7	22.9	21.5	20.0	18.6
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	3.2	3.3	4.2	4.9	5.4
이자보상배율 (배)	19.0	134.1	79.1	101.9	123.1
활동성지표					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	6.2	5.9	6.5	7.3	8.0
재고자산회전율	0.0	237.2	256.7	298.5	343.5

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-04-03	Buy	115,000	-20.05	-15.74
18-04-29	Buy	110,000	-15.81	-2.00
18-06-01	Buy	130,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
70.6	29.4	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.