

# 스튜디오드래곤 (253450)

## 4Q18 Review: 주요 투자포인트는 여전히 유효하다

2019년 2월 15일

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

**투자 의견 Buy, 유지, 목표주가  
125,000원으로 하향 조정  
주요 투자포인트는 여전히 유효한 상황**

스튜디오드래곤에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 125,000원으로 하향 조정한다. 중국 관련 사업이 예상보다 지연되고 있고, 평균제작비 증가에 따른 상각비 부담이 가중되는 점을 감안해 2019년, 2020년 지배주주순이익 추정치를 각각 8.0%, 2.6% 하향 조정한 데 기인한다. 다만 연내 넷플릭스 오리지널 수주 및 방영, 중국 OTT와의 콘텐츠 공동제작 추진 등 긍정적인 투자포인트가 여전히 유효하다는 점을 감안해 미디어 업종 top pick을 유지한다.

**4Q18 실적은 어닝쇼크 기록. 일회성 상각비  
110억원 인식 감안하면 컨센서스에  
부합하는 실적**

4Q18 실적은 매출액 1,017억원 (+41.5% YoY, -17.7% QoQ), 영업이익 4억원 (-87.3% YoY, -97.9% QoQ)을 기록했다. 매출액은 '알함브라 궁전의 추억', '남자친구' 등 주요 콘텐츠의 선전에 힘입어 전년동기대비 고성장을 지속했다. 일회성 무형자산 상각비 110억원을 인식한 점을 감안하면 매출액과 영업이익 모두 컨센서스에 부합한 실적이었다.

**높아진 제작비와 중국 판매지연으로 인해  
무형자산상각비가 부담요인으로 작용**

스튜디오드래곤은 중국지역 판매 지연으로 인해 2018년 콘텐츠 10편에 대한 일회성 상각비 110억원을 인식했다. '미스터선샤인', '알함브라~' 등 대작 콘텐츠 제작과 맞물려 2018년 말 무형자산 잔액은 전년말 대비 710억원 증가한 1,985억원에 달한다. 2019년에도 '아스달연대기'를 비롯한 텐트폴 2편, 넷플릭스 오리지널 2편, 중국지역 공동제작 2편 등을 감안하면 평균 제작비와 무형자산상각비는 가파른 증가세를 지속할 가능성이 높다. 제작비 증가에 비례하여 편성 및 판매 매출이 증가해야만 수익 레버리지가 발생할 수 있다.

**중국지역 공동제작이 2019년 추가흐름의  
핵심**

스튜디오드래곤은 중국 OTT 기업들과 자체IP를 활용한 드라마 2편의 공동제작을 논의 중이다. 한국 IP를 활용한 리메이크는 예능 (프로듀스 101), 영화 (베테랑) 분야에서 선례가 있다는 측면에서 한국 콘텐츠를 현지에서 방영하는 것 대비 성사 가능성이 높다고 판단한다. 3년 만의 중국향 사업 재개여부가 2019년 추가흐름의 최대 모멘텀으로 작용할 전망이다.

### Buy 유지

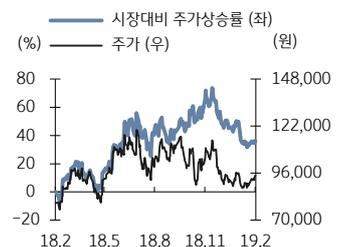
<b>목표주가 (하향, 원)</b>	<b>125,000</b>
Upside / Downside (%)	32.1
현재가 (2/14, 원)	94,600
Consensus Target Price (원)	136,529
시가총액 (조원)	2.7

<b>Trading Data</b>	
Free float (%)	25.2
거래대금 (3M, 십억원)	16.6
외국인 지분율 (%)	2.4
주요주주 지분율 (%)	씨제이이엔엠 외 3인 74.4

<b>Share price performance</b>				
<b>주가상승률 (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
절대수익률	-1.5	-9.3	-8.8	19.0
시장대비 상대수익률	-9.3	-17.9	-6.4	35.9

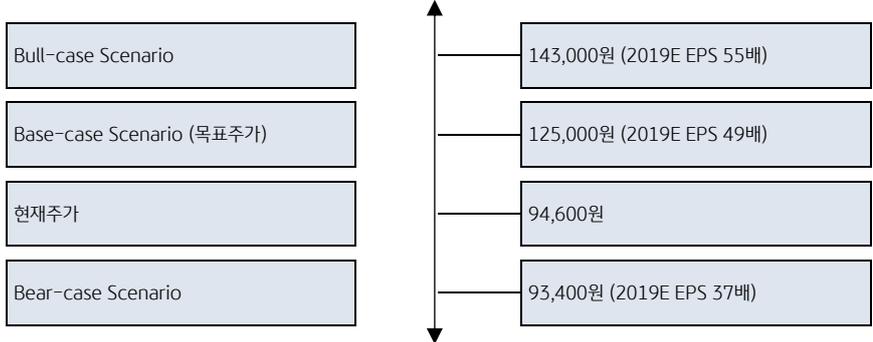
### Forecast earnings & valuation

결산기말	2018P	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	380	483	595	717
영업이익 (십억원)	40	91	125	158
지배주주순이익 (십억원)	36	71	97	124
EPS (원)	1,278	2,526	3,461	4,402
증감률 (%)	21.7	97.7	37.0	27.2
PER (X)	72.3	37.4	27.3	21.5
EV/EBITDA (X)	22.2	16.7	15.0	12.3
PBR (X)	6.4	5.6	4.7	3.8
ROE (%)	9.3	16.2	18.6	19.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작
- 2) 2019년 중국향 판매매출 증가

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작편수 증가
- 2) 2019년 중국향 판매매출 급증

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작편수 정체
- 2) 2019년 중국향 판매매출 감소

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018P	2019E	2018P	2019E
매출액	380.3	491.0	379.5	483.3	-0.2	-1.6
영업이익	50.7	94.9	39.9	91.0	-21.3	-4.1
지배주주순이익	43.3	77.1	35.7	70.9	-17.5	-8.0

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

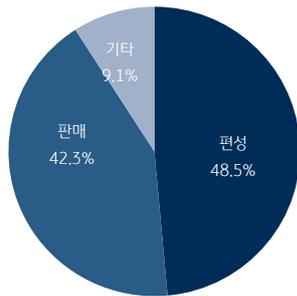
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018P	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	379.5	483.3	381.5	506.3	-0.5	-4.5
영업이익	39.9	91.0	52.5	92.9	-23.9	-2.0
지배주주순이익	35.7	70.9	44.5	75.3	-19.7	-5.9

자료: Fnguide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법): PER Valuation
- 2) 목표주가 산정: 2020E EPS 3,461 원 x multiple 36배
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 143,000원 ~ 93,400원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 2019E PER 49배

매출액 구성 (% , 2019E)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

실적민감도 분석

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

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
제이코넨트리	714	30.3	22.9	2.7	2.4	10.8	9.0	10.8	12.2	n/a	n/a
Netflix	173,040	109.4	76.7	30.7	21.2	80.0	51.2	25.7	28.3	0.0	0.0
Zhejiang Huace Film&TV	2,026	15.9	12.6	1.6	1.4	14.1	11.3	10.0	11.8	0.6	0.8
Beijing HualuBaina Film&TV	667	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: Bloomberg, KB증권

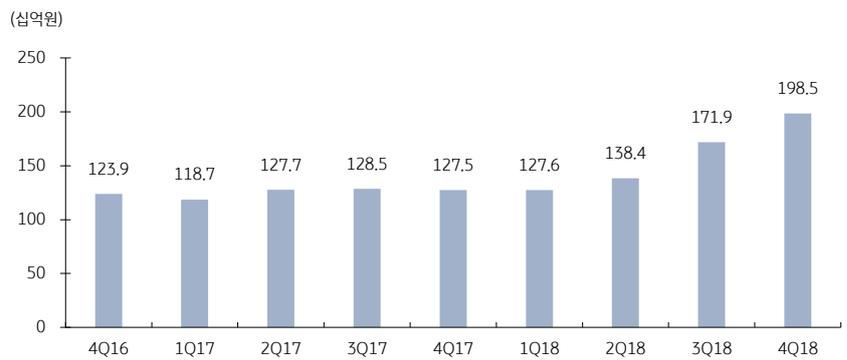
**표 1. PER 밸류에이션**

(십억원, %, 천주, 원)		비고
2020E 지배주주순이익	97.1	
Target PER	36.0	제이콘텐트리, Zhejiang Huace, Huala Baina 의 2017E 평균
<b>적정 시가총액</b>	<b>3,495</b>	
총 주식수	28,037	완전희석 기준
<b>목표주가</b>	<b>125,000</b>	

자료: KB증권 추정

**그림 1. 스튜디오드래곤 무형자산 잔액 추이**

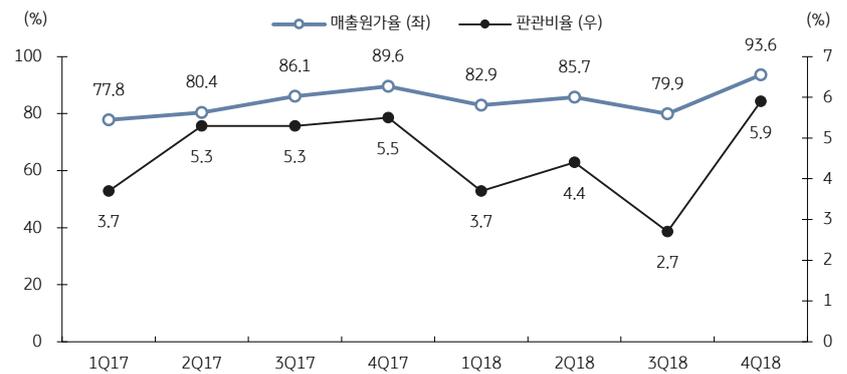
2018년 말 기준 무형자산 잔액은 1,985억원



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

**그림 2. 매출원가율 및 판관비율 추이**

미디어 시장 환경 변화에 따른 상각비 추가 반영으로 비용 증가



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

표 2. 4Q18 실적과 시장 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)	4Q18P	3Q18	QoQ	4Q17	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	101.7	123.7	(17.7)	71.9	41.5	102.5	(0.7)	103.2	(1.4)
영업이익	0.4	21.5	(97.9)	3.5	(87.3)	11.2	(96.1)	11.8	(96.3)
<i>영업이익률</i>	<i>0.4</i>	<i>17.4</i>	<i>(16.9)</i>	<i>4.8</i>	<i>(4.4)</i>	<i>11.0</i>	<i>(10.5)</i>	<i>11.5</i>	<i>(11.0)</i>
지배주주순이익	1.7	17.3	(89.9)	2.0	(12.5)	9.3	(81.2)	10.9	(84.0)
<i>지배주주순이익률</i>	<i>1.7</i>	<i>14.0</i>	<i>(12.2)</i>	<i>2.8</i>	<i>(1.1)</i>	<i>9.1</i>	<i>(7.4)</i>	<i>10.6</i>	<i>(8.9)</i>

자료: Fnguide, KB증권 추정

표 3. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	95.6	140.1	118.3	129.3	286.8	379.5	483.3	594.8
(QoQ %)	11.1	(7.0)	66.5	(17.7)	(6.0)	46.6	(15.6)	9.4	-	-	-	-
(YoY %)	6.0	19.6	59.6	41.5	19.7	88.6	(4.4)	27.1	46.7	32.3	27.3	23.1
<i>편성매출</i>	<i>40.7</i>	<i>34.1</i>	<i>48.9</i>	<i>54.4</i>	<i>44.9</i>	<i>58.2</i>	<i>61.8</i>	<i>69.7</i>	<i>131.2</i>	<i>178.1</i>	<i>234.6</i>	<i>283.1</i>
<i>판매매출</i>	<i>32.1</i>	<i>28.8</i>	<i>63.4</i>	<i>37.8</i>	<i>41.4</i>	<i>69.8</i>	<i>44.4</i>	<i>49.1</i>	<i>111.8</i>	<i>162.1</i>	<i>204.6</i>	<i>264.0</i>
<i>기타</i>	<i>7.1</i>	<i>11.4</i>	<i>11.4</i>	<i>9.5</i>	<i>9.3</i>	<i>12.1</i>	<i>12.1</i>	<i>10.5</i>	<i>43.7</i>	<i>39.4</i>	<i>44.1</i>	<i>47.7</i>
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	18.5	28.1	22.8	21.6	33.0	39.9	91.0	124.8
(QoQ %)	207.1	(31.3)	193.5	(97.9)	4,099.5	51.6	(18.8)	(5.1)	-	-	-	-
(YoY %)	(23.7)	(17.7)	223.0	(87.3)	73.8	283.7	6.2	4,805.4	55.6	21.0	128.2	37.1
<i>영업이익률 (%)</i>	<i>13.3</i>	<i>9.9</i>	<i>17.4</i>	<i>0.4</i>	<i>19.4</i>	<i>20.0</i>	<i>19.3</i>	<i>16.7</i>	<i>11.5</i>	<i>10.5</i>	<i>18.8</i>	<i>21.0</i>
지배주주순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	14.5	21.6	17.8	17.0	23.8	35.7	70.9	97.1
(QoQ %)	293.5	13.0	94.2	(89.9)	728.7	49.4	(17.8)	(4.5)	-	-	-	-
(YoY %)	(41.3)	217.2	204.6	(12.5)	84.2	143.4	3.1	872.3	-	49.9	98.3	37.0
<i>순이익률 (%)</i>	<i>9.8</i>	<i>12.0</i>	<i>14.0</i>	<i>1.7</i>	<i>15.1</i>	<i>15.4</i>	<i>15.0</i>	<i>13.1</i>	<i>8.3</i>	<i>9.4</i>	<i>14.7</i>	<i>16.3</i>

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 4. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2018P					2019E				
	실제치	추정치	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	379.5	380.3	(0.2)	381.5	(0.5)	483.3	491.0	(1.6)	506.3	(4.5)
영업이익	39.9	50.7	(21.3)	52.5	(23.9)	91.0	94.9	(4.1)	92.9	(2.0)
<i>영업이익률</i>	<i>10.5</i>	<i>13.3</i>	<i>(2.8)</i>	<i>13.7</i>	<i>(3.2)</i>	<i>18.8</i>	<i>19.3</i>	<i>(0.5)</i>	<i>18.3</i>	<i>0.5</i>
지배주주순이익	35.7	43.3	(17.5)	44.5	(19.7)	70.9	77.1	(8.0)	75.3	(5.9)
<i>지배주주순이익률</i>	<i>9.4</i>	<i>11.4</i>	<i>(2.0)</i>	<i>11.7</i>	<i>(2.3)</i>	<i>14.7</i>	<i>15.7</i>	<i>(1.0)</i>	<i>14.9</i>	<i>(0.2)</i>

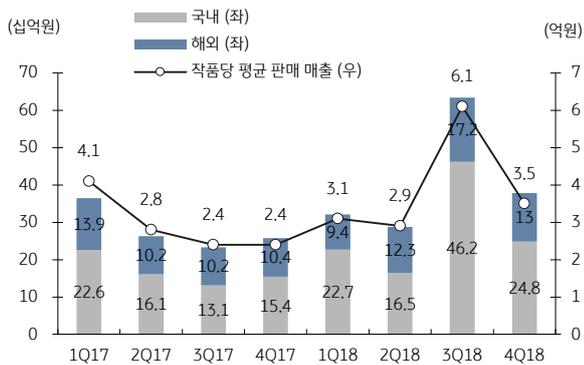
자료: Fnguide, KB증권 추정

표 5. 스튜디오드래곤 주요 드라마 방영 라인업

연도	No.	편성	타이틀	방송일	부	극본	연출	주연	평균/최고 시청률 (%)	
2019	1	tvN	왕이 된 남자	19.1.7~2.26	16	김선덕	김희원	여진구, 이세영	9.3	10.6
	2		로맨스는 별책부록	19.1.26~3.17	16	정현정	이정효	이종석, 이나영	-	-
	3		진심이 닿다	19.2.6~3.28	16	이명숙	박준화	이동욱, 유인나	-	-
	4		자백	19.3.23~5.12	16	임희철	김철규, 윤현기	준호, 유재명	-	-
	5		사이코메트리 그녀석	19.3.11~4.3.	16	양진아	김병수	진영, 신예은	-	-
	6		어비스	1H19	16	문수연	유제원	박보영, 안효섭	-	-
	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	1H19	-	김혜영	홍종찬	박민영, 김재욱	-	-
	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	19.3.6~4.25	16	박희강	최도훈	고준희, 연정훈, 송새벽	-	-	
16		킬잇	19.3.16~4.21	12	손현수, 최명진	남성우	장기용, 나나	-	-	
18		보이스 시즌 3	1H19	-	마진원	-	이하나	-	-	
19	Netflix	좋아하면 울리는	2019	8	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람, 송강	-	-	
20		나 홀로 그대	2020	-	류용재	이상엽	윤현민, 고성희	-	-	

자료: 스튜디오드래곤, 언론보도, KB증권 추정

그림 3. 스튜디오드래곤 편성매출 추이



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

그림 4. 스튜디오드래곤 판매매출 추이



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
매출액	287	380	483	595	717
매출원가	240	324	374	448	533
매출총이익	47	56	110	147	184
판매비와관리비	14	16	19	22	25
영업이익	33	40	91	125	158
EBITDA	74	108	141	149	170
영업외손익	-3	6	5	6	8
이자수익	1	4	5	6	8
이자비용	2	0	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	1	1	1
세전이익	30	46	96	131	167
법인세비용	6	10	25	34	43
당기순이익	24	36	71	97	124
지배주주순이익	24	36	71	97	124
수정순이익	24	36	71	97	124

성장성 및 수익성 비율 (%)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액 성장률	85.7	32.4	27.3	23.1	20.5
영업이익 성장률	98.3	21.0	128.2	37.1	27.0
EBITDA 성장률	91.4	46.0	29.8	5.6	14.6
지배기업순이익 성장률	193.0	50.3	97.7	37.0	27.2
매출총이익률	16.4	14.6	22.7	24.7	25.7
영업이익률	11.5	10.5	18.8	21.0	22.1
EBITDA이익률	25.9	28.6	29.1	25.0	23.8
세전이익률	10.6	12.0	19.8	22.1	23.3
당기순이익률	8.3	9.4	14.7	16.3	17.2

현금흐름표 (십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7	2	128	129	145
당기순이익	24	36	71	97	124
유무형자산상각비	41	69	50	24	12
기타비현금손익 조정	5	8	25	34	43
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	-9	-25	-34	-43
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	-7	113	113	128
기말현금	51	45	157	270	398
잉여현금흐름 (FCF)	-7	2	127	128	144
순현금흐름	199	2	118	119	134
순현금 (순차입금)	182	184	302	421	555

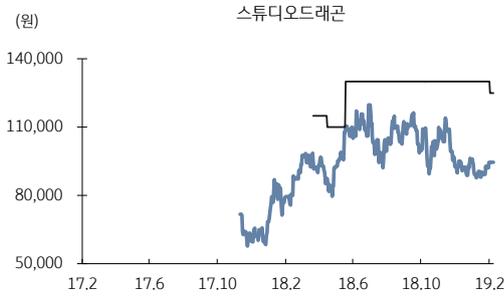
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
자산총계	459	496	578	687	825
유동자산	290	278	400	523	661
현금 및 현금성자산	51	45	157	270	398
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	402	473	570	693
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	68	139	236	359
지배자본 계	368	402	473	570	693
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Multiples</b>					
PER	61.9	72.3	37.4	27.3	21.5
PBR	4.9	6.4	5.6	4.7	3.8
PSR	5.1	6.8	5.5	4.5	3.7
EV/EBITDA	22.1	22.2	16.7	15.0	12.3
EV/EBIT	49.7	60.4	25.8	17.9	13.2
배당수익률	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	1,050	1,278	2,526	3,461	4,402
BPS	13,141	14,328	16,855	20,316	24,719
SPS (주당매출액)	12,628	13,537	17,229	21,203	25,547
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성지표</b>					
ROE	9.5	9.3	16.2	18.6	19.6
ROA	6.8	7.5	13.2	15.4	16.3
ROIC	15.6	16.0	35.7	60.1	85.5
<b>안정성지표</b>					
부채비율	24.7	23.3	22.2	20.6	19.0
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	3.2	3.2	4.1	4.7	5.3
이자보상배율 (배)	19.0	233.2	75.9	104.0	132.1
<b>활동성지표</b>					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
매출채권회전율	6.2	5.9	6.4	7.6	8.8
재고자산회전율	0.0	236.7	252.7	311.0	374.7

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	-18.37	-7.85
18-12-01	6개월 경과 이후	130,000	-28.13	-16.08
19-02-15	Buy	125,000		

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 여하한 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.