



# 스튜디오드래곤 (253450)

## 상반기 실적 공백은 예상되었던 수준

2019년 5월 9일

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  
120,000원으로 4.0% 하향 조정

스튜디오드래곤에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 120,000원으로 4.0% 하향 조정한다. 목표주가 하향 조정은 평균제작비 상승에 따른 무형자산상각비 증가를 감안해 2019년 2020년 EPS를 각각 7.1%, 2.7% 하향 조정한 데 기인한다. 1Q19 실적은 다소 부진했으나, 6월 1일 방영 예정인 대작 드라마 아스달연대기에 대한 기대감이 높아질 것임을 감안해 긍정적인 투자 의견을 유지한다.

### 1Q19 Review:

매출은 컨센서스 상회, 영업이익은 제작비  
증가 영향으로 다소 부진

1Q19 실적은 매출액 1,118억원 (+40.0% YoY, +9.9% QoQ), 영업이익 110억원 (+3.5% YoY, +2,400.7% QoQ)을 기록했다. 매출액은 컨센서스를 18.6% 상회했으며, 영업이익은 8.3% 하회했다. 사업부문별 매출액은 편성과 판매가 각각 +8.4% YoY, +75.1% YoY의 성장을 기록했다. 편성매출은 전년 동기 텐트폴 (화유기) 방영에 따른 지저 부담이 존재했던 반면, 판매매출은 알함브라 궁전의 추억, 로맨스는 별책부록 등 핵심 콘텐츠의 해외판매 고 성장에 힘입어 전사 매출 성장을 견인했다. 매출원가율은 전년 동기 대비 3.7%p 증가한 86.6%를 기록했는데, 이는 평균제작비 상승에 따른 무형자산상각비 증가에 기인했다.

아스달연대기: 향후 3년을 책임질 핵심  
콘텐츠

한국판 '왕좌의 게임'을 지향하는 아스달연대기의 성공 여부에 주목할 필요가 있다. 아스달연대기는 시즌제 (3부작)를 염두에 두고 제작된 드라마인 만큼 시즌1의 수익성은 BEP 수준으로 예상되나, 흥행에 성공할 시 IP의 확장성이 높다는 장점이 있다. 1) 세트장을 비롯해 시즌1에 고정비 성격으로 투입되는 투자비용은 향후 시즌에서 절감이 가능하다. 2) IP의 세계관과 스토리를 게임, 굿즈, VR 등의 분야로 확장 가능하다. 3) 시즌제 레퍼런스를 토대로 글로벌 플랫폼향 수주에 대한 기대감이 더욱 높아질 수 있다. 중국 관련 매출은 하반기 발생한다는 기존 전망을 유지하나, 중국을 제외하고도 이미 해외향 판매 매출은 가파르게 증가하는 추세이다. 콘텐츠 경쟁력을 중심으로 한 판매매출 증가 및 이익 레버리지는 하반기부터 발생할 전망이다.

## Buy 유지

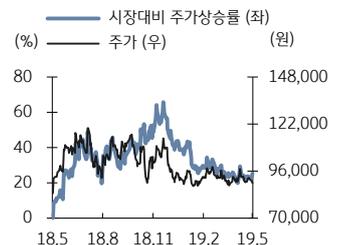
목표주가 (하향, 원)	120,000
Upside / Downside (%)	34.4
현재가 (5/9, 원)	89,300
Consensus Target Price (원)	126,533
시가총액 (조원)	2.5

Trading Data	
Free float (%)	25.2
거래대금 (3M, 십억원)	13.5
외국인 지분율 (%)	3.2
주요주주 지분율 (%)	씨제이이엔엠 외 3인 74.4

Share price performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.4	-3.0	-11.1	6.8
시장대비 상대수익률	2.0	-2.4	-15.6	25.5

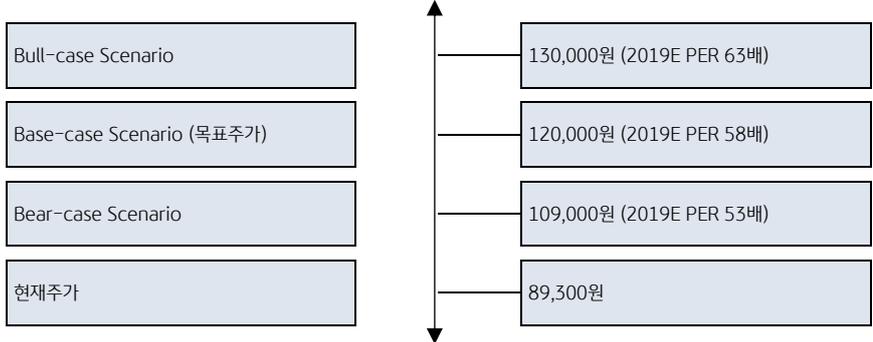
### Forecast earnings & valuation

결산기말	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	380	491	586	695
영업이익 (십억원)	40	70	119	149
지배주주순이익 (십억원)	36	58	94	118
EPS (원)	1,278	2,063	3,364	4,224
증감률 (%)	21.7	61.4	63.1	25.6
PER (X)	72.3	43.3	26.5	21.1
EV/EBITDA (X)	21.2	15.9	13.6	11.7
PBR (X)	6.5	5.5	4.5	3.7
ROE (%)	9.3	13.5	18.6	19.3
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



**Base-case Scenario: 향후 추가 동인**  
 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작편수 증가  
 2) 아스달 연대기 방영 흥행

**Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소**  
 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작편수 급증  
 2) 아스달 연대기 시청률 상승

**Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소**  
 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작편수 정체  
 2) 아스달 연대기 시청률 하락

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	482.4	580.6	491.4	586.3	1.9	1.0
영업이익	76.5	121.2	70.0	119.0	-8.5	-1.8
지배주주순이익	62.3	97.0	57.9	94.4	-7.1	-2.7

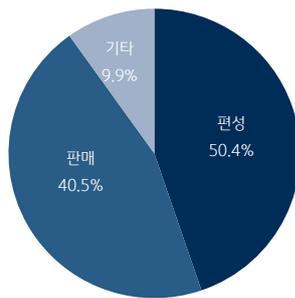
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	491.4	586.3	476.5	570.2	3.1	2.8
영업이익	70.0	119.0	68.3	102.5	2.4	16.1
지배주주순이익	57.9	94.4	56.9	83.2	1.7	13.5

자료: Fnguide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2019E)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
제이코넨트리	820	35.1	28.3	3.0	2.5	11.8	9.3	10.6	10.3	n/a	n/a
Netflix	188,390	113.4	91.7	31.8	22.4	83.0	53.7	25.7	24.5	0.0	0.0
Zhejiang Huace Film&TV	2,000	46.2	16.9	1.6	1.4	16.7	14.7	7.6	9.6	0.4	0.6
Beijing HualuBaina Film&TV	776	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:  
2020년 예상 EPS 3,364원 x multiple 36배
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:  
130,000원 ~ 109,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:  
2019E PER 58배

실적민감도 분석

(% )	EPS 변동률	
	2019E	2020E
금리 1%p 상승 시	+2.0	+2.1
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.4

표 1. PER 밸류에이션

(십억원, %, 천주, 원)		비고
2020E 지배주주순이익	94.4	
Target PER	36.0	제이콘텐트리, Zhejiang Huace, Huala Baina 의 2019E 평균
적정 시가총액	3,397	
총 주식수	28,037	완전희석 기준
<b>목표주가</b>	<b>120,000</b>	

자료: KB증권 추정

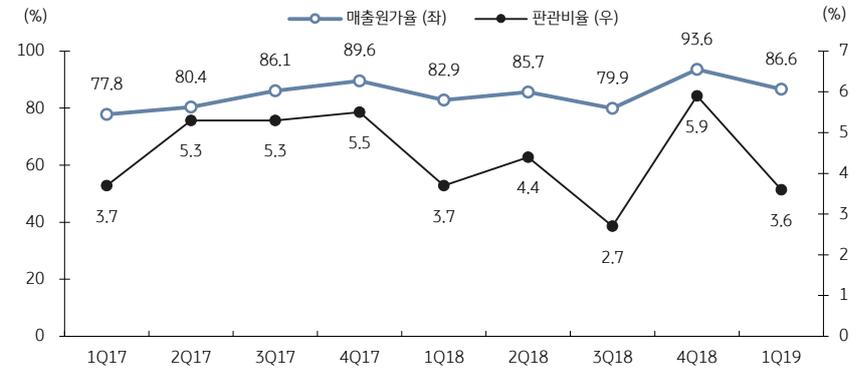
그림 1. 스튜디오드래곤 무형자산 잔액 추이

평균제작비 상승에 따른 무형자산상각비 증가



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 2. 매출원가율 및 판관비율 추이



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 2. 1Q19 실적과 시장 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)	1Q19P	4Q18	QoQ	1Q18	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	111.8	101.7	9.9	79.9	40.0	93.6	19.5	94.3	18.6
영업이익	11.0	0.4	2,400.7	10.7	3.5	11.5	(3.8)	12.0	(8.3)
<i>영업이익률</i>	<i>9.9</i>	<i>0.4</i>	<i>9.4</i>	<i>13.3</i>	<i>(3.5)</i>	<i>12.3</i>	<i>(2.4)</i>	<i>12.8</i>	<i>(2.9)</i>
지배주주순이익	9.1	1.7	422.6	7.9	16.2	9.7	(6.0)	10.6	(13.7)
<i>지배주주순이익률</i>	<i>8.2</i>	<i>1.7</i>	<i>6.4</i>	<i>9.8</i>	<i>(1.7)</i>	<i>10.4</i>	<i>(2.2)</i>	<i>11.2</i>	<i>(3.1)</i>

자료: Fnguide, KB증권 추정

표 3. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	106.1	138.3	135.1	286.8	379.5	491.4	586.3
(QoQ %)	11.1	(7.0)	66.5	(17.7)	9.9	(5.1)	30.3	(2.3)	-	-	-	-
(YoY %)	6.0	19.6	59.6	41.5	40.0	42.9	11.9	32.8	46.7	32.3	29.5	19.3
<i>편성매출</i>	<i>40.7</i>	<i>34.1</i>	<i>48.9</i>	<i>54.4</i>	<i>44.1</i>	<i>46.9</i>	<i>64.8</i>	<i>64.2</i>	<i>131.2</i>	<i>178.1</i>	<i>220.0</i>	<i>254.6</i>
<i>판매매출</i>	<i>32.1</i>	<i>28.8</i>	<i>63.4</i>	<i>37.8</i>	<i>56.2</i>	<i>46.1</i>	<i>60.2</i>	<i>60.4</i>	<i>111.8</i>	<i>162.1</i>	<i>222.9</i>	<i>275.2</i>
<i>기타</i>	<i>7.1</i>	<i>11.4</i>	<i>11.4</i>	<i>9.5</i>	<i>11.5</i>	<i>13.1</i>	<i>13.3</i>	<i>10.5</i>	<i>43.7</i>	<i>39.4</i>	<i>48.4</i>	<i>56.6</i>
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	9.8	24.2	25.0	33.0	39.9	70.0	119.0
(QoQ %)	207.1	(31.3)	193.5	(97.9)	2,400.7	(11.5)	148.3	3.0	-	-	-	-
(YoY %)	(23.7)	(17.7)	223.0	(87.3)	3.5	33.3	12.8	5,559.5	55.6	21.0	75.4	70.1
<i>영업이익률 (%)</i>	<i>13.3</i>	<i>9.9</i>	<i>17.4</i>	<i>0.4</i>	<i>9.9</i>	<i>9.2</i>	<i>17.5</i>	<i>18.5</i>	<i>11.5</i>	<i>10.5</i>	<i>14.2</i>	<i>20.3</i>
지배주주순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.1	8.5	19.7	20.5	23.8	35.7	57.9	94.4
(QoQ %)	293.5	13.0	94.2	(89.9)	422.6	(6.4)	130.8	4.0	-	-	-	-
(YoY %)	(41.3)	217.2	204.6	(12.5)	16.2	(3.9)	14.3	1,073.4	-	49.9	61.9	63.0
<i>순이익률 (%)</i>	<i>9.8</i>	<i>12.0</i>	<i>14.0</i>	<i>1.7</i>	<i>8.2</i>	<i>8.0</i>	<i>14.3</i>	<i>15.2</i>	<i>8.3</i>	<i>9.4</i>	<i>11.8</i>	<i>16.1</i>

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 4. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2019E					2020E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	491.4	482.4	1.9	476.5	3.1	586.3	580.6	1.0	570.2	2.8
영업이익	70.0	76.5	(8.5)	68.3	2.4	119.0	121.2	(1.8)	102.5	16.1
<i>영업이익률</i>	<i>14.2</i>	<i>15.9</i>	<i>(1.6)</i>	<i>14.3</i>	<i>(0.1)</i>	<i>20.3</i>	<i>20.9</i>	<i>(0.6)</i>	<i>18.0</i>	<i>2.3</i>
지배주주순이익	57.9	62.3	(7.1)	56.9	1.7	94.4	97.0	(2.7)	83.2	13.5
<i>지배주주순이익률</i>	<i>11.8</i>	<i>12.9</i>	<i>(1.1)</i>	<i>11.9</i>	<i>(0.2)</i>	<i>16.1</i>	<i>16.7</i>	<i>(0.6)</i>	<i>14.6</i>	<i>1.5</i>

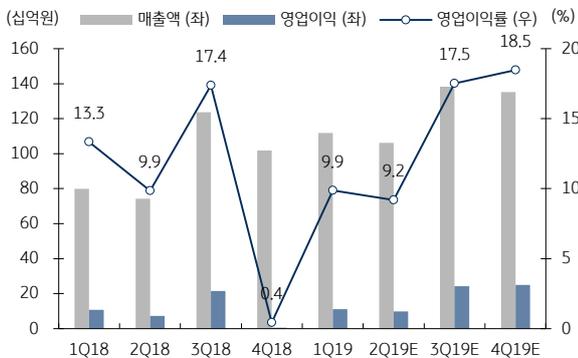
자료: Fnguide, KB증권 추정

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, 신하은	김희원	여진구, 이세영	8.1	10.5
	2		로맨스는 별책부록	19.1.26~3.17	16	정현정	이정호	이종석, 이나영	5.0	6.4
	3		진심이 닿다	19.2.6~3.28	16	이명숙, 최보림	박준화	이동욱, 유인나	4.5	4.6
	4		사이코메트리 그녀석	19.3.11~4.30	16	양진아	김병수	진영, 신예은	2.3	2.7
	5		자백	19.3.23~5.12	16	임희철	김철규, 윤현기	준호, 유재명	4.6	5.4
	6		그녀의 사생활	19.4.10~5.30	16	김혜영	홍종찬	박민영, 김재욱	2.5	3.0
	7		어비스	19.5.6~6.25	16	문수연	유제원	박보영, 안효섭	3.6	3.7
	8		아스달 연대기	19.6.1~	18	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	-	-
	9		검색어를 입력하세요: WWW	19.6.5~7.25	16	권도은	정지현, 권영일	임수정, 장기용	-	-
	10		악마가 너의 이름을 부를 때	2H19	16	노혜영, 고내리	민진기	정경호, 박성용, 고아성	-	-
	11		60일, 지정 생존자	2H19	16	김태희	유종선	지진희, 배종옥, 강한나	-	-
	12		식빵 굽는 남자	2H19	-	주화미	이종재	서지훈	-	-
	13		날 녹여줘	2H19	-	백미경	신우철	지창욱	-	-
	14		위대한 쇼	2H19	-	설준석	신용휘	송승헌, 이선빈, 임주환	-	-
	15		호텔 델루나	2H19	-	홍정은, 홍미란	오충환	아이유, 여진구	-	-
	16		하늘에서 떨어진 풀	2019	-	-	김상호	윤현민, 안우연	-	-
17	OCN	트랩	19.2.9~3.3	7	남상욱	박신우	이서진, 성동일, 이화영	3.7	4.0	
18		빙의	19.3.6~4.25	16	박희강	최도훈	고준희, 연정훈, 송새벽	1.8	2.6	
19		킬잇	19.3.23~4.28	12	손현수, 최명진	남성우, 안지숙	장기용, 나나	1.7	2.7	
20		구해줘 시즌2	19.5.8~6.20	14	서주연	이권	엄태구, 천호진, 이숨	1.4	1.4	
21		보이스 시즌3	19.5.11~6.30	16	마진원	남기훈	이하나, 이진욱	-	-	
22	타인은 지옥이다	1H19	-	-	이창희	임시완	-	-		
23	Netflix	좋아하면 울리는	2019	8	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람, 송강	-	-	
24		나홀로 그대	2019	12	류용재	이상엽	윤현민, 고성희	-	-	
25	MBC	봄밤	19.5.22~7.11	16	김은	안판석	정해인, 한지민	-	-	
26	SBS	닥터룸	19.7~		김지운	조수원	지성, 이세영, 이규형	-	-	

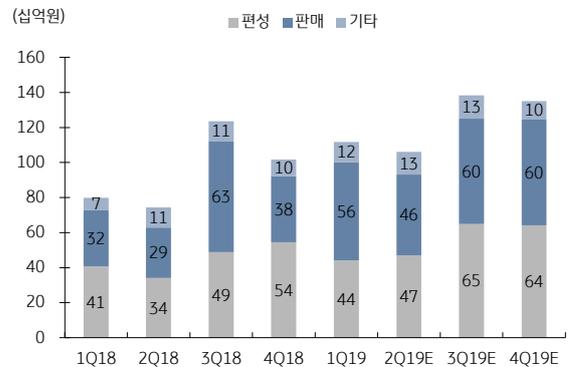
자료: 스튜디오드래곤, 언론보도, KB증권 정리

그림 3. 스튜디오드래곤 매출 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 4. 스튜디오드래곤 매출액 구성



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
매출액	287	380	491	586	695
매출원가	240	324	402	446	521
매출총이익	47	56	89	141	174
판매비와관리비	14	16	19	22	25
영업이익	33	40	70	119	149
EBITDA	74	115	139	154	167
영업외손익	-3	6	7	5	7
이자수익	1	4	9	6	8
이자비용	2	0	2	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	30	46	77	124	156
법인세비용	6	10	19	30	37
당기순이익	24	36	58	94	118
지배주주순이익	24	36	58	94	118
수정순이익	24	36	58	94	118

성장성 및 수익성 비율 (%)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액 성장률	85.7	32.4	29.4	19.3	18.5
영업이익 성장률	98.3	21.0	75.4	70.1	25.1
EBITDA 성장률	91.4	55.1	21.1	10.7	8.3
지배기업순이익 성장률	193.0	50.2	61.5	63.0	25.6
매출총이익률	16.4	14.6	18.1	24.0	25.0
영업이익률	11.5	10.5	14.2	20.3	21.4
EBITDA이익률	25.9	30.3	28.4	26.3	24.1
세전이익률	10.6	12.0	15.7	21.2	22.4
당기순이익률	8.3	9.4	11.8	16.1	17.1

현금흐름표 (십억원)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7	-29	137	141	150
당기순이익	24	36	58	94	118
유무형자산상각비	41	75	69	35	18
기타비현금손익 조정	5	-1	19	30	37
운전자본증감	-73	-139	10	11	13
매출채권감소 (증가)	-14	-27	-3	-3	-3
재고자산감소 (증가)	-2	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	9	26	2	3	3
기타영업현금흐름	20	36	-19	-30	-37
투자활동 현금흐름	-141	141	-9	-10	-11
유형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	-141	138	0	0	0
기타투자현금흐름	0	3	-7	-8	-8
재무활동 현금흐름	188	-10	33	537	429
금융부채 증감	-18	-10	33	537	429
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	102	161	668	567
기말현금	51	153	314	982	1,549
잉여현금흐름 (FCF)	-7	-29	136	140	149
순현금흐름	199	-29	128	131	139
순현금 (순차입금)	183	153	281	412	551

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
자산총계	459	512	617	1,263	1,828
유동자산	290	247	412	1,084	1,655
현금 및 현금성자산	51	153	314	982	1,549
단기금융자산	141	2	3	3	3
매출채권	55	69	72	74	77
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	41	22	23	24	25
비유동자산	170	265	205	180	172
투자자산	4	4	4	4	4
유형자산	1	1	2	3	4
무형자산	128	199	131	97	80
기타비유동자산	36	53	60	67	76
부채총계	91	111	158	710	1,156
유동부채	91	108	122	137	154
매입채무	6	20	22	25	28
단기금융부채	10	0	0	0	0
기타유동부채	75	89	100	112	126
비유동부채	0	3	36	573	1,001
장기금융부채	0	2	35	572	1,001
기타비유동부채	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	459	554	672
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
기타자본항목	3	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	32	68	126	220	338
지배자본 계	368	401	459	554	672
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>Multiples</b>					
PER	61.9	72.3	43.3	26.5	21.1
PBR	4.9	6.5	5.5	4.5	3.7
PSR	5.1	6.8	5.1	4.3	3.6
EV/EBITDA	22.1	21.2	15.9	13.6	11.7
EV/EBIT	49.7	61.1	31.8	17.6	13.1
배당수익률	NA	NA	0.0	0.0	0.0
EPS	1,050	1,278	2,063	3,364	4,224
BPS	13,141	14,305	16,369	19,733	23,957
SPS (주당매출액)	12,628	13,539	17,517	20,901	24,765
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	13.5	18.6	19.3
ROA	6.8	7.4	10.3	10.0	7.7
ROIC	15.6	15.1	26.0	61.3	95.3
<b>안정성지표</b>					
부채비율	24.7	27.7	34.3	128.3	172.0
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	3.2	2.3	3.4	7.9	10.7
이자보상배율 (배)	19.0	343.0	33.3	99.2	124.0
<b>활동성지표</b>					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.6	0.5
매출채권회전율	6.2	6.1	7.0	8.0	9.1
재고자산회전율	0.0	405.4	849.6	1,013.8	1,201.2

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	-25.98	-21.36
19-05-09	Buy	120,000		

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 (2019. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
71.9	28.1	-

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.