

# 스튜디오 드래곤 (253450)

김화재 **이재은**  
hojae.kim@daishin.com jeeun.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **130,000**  
유지

현재주가 **92,600**  
(21.08.05)

미디어업종

## 한 템포 쉬면서 마진 개선

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 130,000원 유지

- 목표주가 130,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

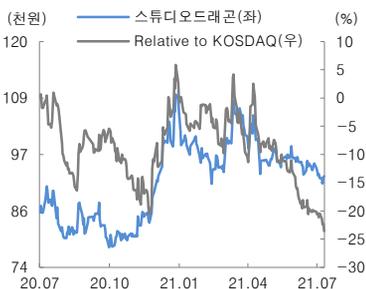
2Q21 Review: 일시적 편성 감소, 3~4Q는 예정대로

- 매출 1.1천억원(-34% yoy, -10% qoq), OP 138억원(-18% yoy, -23% qoq)
- 당사 추정에 부합. 드라마 편성이 63회차로(-61회 yoy, -35회 qoq) 2Q에 예정되었던 제작 및 편성 일부가 3Q 이후로 연기되면서 일시적인 스케줄 조정에 따른 편성 매출 감소. 하지만, 판매는 꾸준히 증가하고 있고 해외 판매 비중은 역대 최대인 84%까지 증가하면서 OPM은 13%로 전년 동기대비 2.6%p 개선
- 3Q21은 tving 및 Netflix향 오리지널 드라마가 3개 정도 편성되면서 다시 127회차(+27회 yoy, +64회 qoq)로 편성이 정상화되고, 상반기에 종영된 인기 작품에 대한 해외 판매가 예상되어 OP 207억원(+29% yoy, +50% qoq) 전망
- 드래곤은 20년부터 3년간 Netflix에 21편 이상의 동시 방영 및 9편 수준의 오리지널 드라마 공급 계약 체결. 아직 계약기간이 절반 가량 남아있지만, 계약 연장을 위한 논의가 진행되고 있는 것으로 알려짐. Disney+, HBO Max, Apple TV+ 등 Netflix를 위협하는 글로벌 OTT의 한국 진출이 예정되어 있고, 이들도 Netflix 처럼 드래곤의 우수한 콘텐츠를 공급받기 위한 계약을 체결할 가능성이 높아서, 선제적으로 Netflix가 계약 연장을 요청했을 것으로 추정
- 21년 제작은 tVN/OCN향 22편 + OTT향 9편, 총 31편(+4편 yoy) 전망. 22년에는 최근 Apple TV+로부터 Series Order를 받은 작품이 매출에 반영되면서 등 본격적으로 글로벌로 도약하는 해가 될 것으로 전망

ESG평가 등급 S A+ A **B+** B C D

KOSDAQ	1059.54
시가총액	2,778십억원
시가총액비중	0.63%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	109,200원 / 78,100원
120일 평균거래대금	163억원
외국인지분율	12.13%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 55.94% 네이버 6.26%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.9	-11.8	-6.4	2.3
상대수익률	-4.1	-19.5	-14.5	-18.2



(단위: 십억원 %)

구분	2Q20	1Q21	2Q21			3Q21				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	161	117	92	106	-34.3	-9.5	117	151	42.0	42.4
영업이익	17	18	14	14	-18.1	-22.8	15	21	29.2	50.0
순이익	13	16	12	10	-28.7	-38.8	12	16	54.3	71.9

자료: 스튜디오드래곤 FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	469	526	515	583	639
영업이익	29	49	70	82	93
세전순이익	33	42	77	87	99
총당기순이익	26	30	56	64	73
자비지분순이익	26	30	56	64	73
EPS	941	1,044	1,859	2,137	2,441
PER	85.9	88.7	49.8	43.3	37.9
BPS	15,258	21,480	22,168	24,305	25,896
PBR	5.3	4.3	4.2	3.8	3.6
ROE	6.4	5.7	8.8	9.2	9.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	552	645	515	583	-6.8	-9.6
판매비와 관리비	29	31	29	31	0.7	1.6
영업이익	71	82	70	82	-0.8	-0.4
영업이익률	12.9	12.7	13.7	14.0	0.8	1.3
영업외손익	7	5	6	5	-15.2	0.0
세전순이익	78	87	77	87	-2.2	-0.3
지배지분순이익	58	64	56	64	-3.8	-0.3
순이익률	10.5	10.0	10.8	11.0	0.3	1.0
EPS(지배지분순이익)	1,932	2,144	1,859	2,137	-3.8	-0.3

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

22년부터는 글로벌 사업자로 한 단계 도약

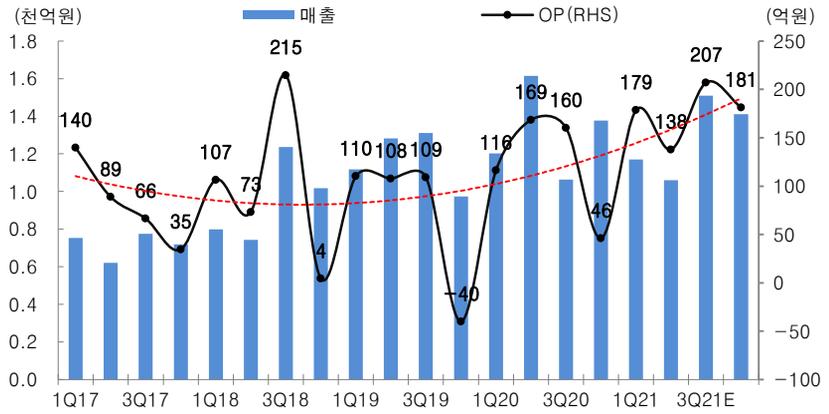
지난 6월초 드래곤은 애플TV+향 오리지널 드라마에 대한 시리즈 오더를 확정 받으면서 미국 프로젝트의 본격적인 런칭을 발표. 이번에 계약한 작품은 <The Big Door Prize>로. 베스트셀러 작가 M. O. Walsh의 동명 소설을 원작으로 한 작품이고, 30분 분량의 10개 에피소드로 구성. 시즌1에 대한 계약을 체결했지만, 통상적으로 미국의 드라마는 처음부터 시즌제를 염두로 기획되기 때문에, 시즌2, 3... 까지 자연스럽게 계약이 연장되고, 시즌이 진행될수록 수익성이 더 개선되는 모습이 나타날 것으로 전망

미국 드라마 시장 진출이 중요한 이유는, 통상적으로 미국의 드라마 제작비는 한국의 10배 정도에 해당하고, 콘텐츠에 대한 가치를 중요하게 여기기 때문에 마진도 한국보다는 높은 것으로 추정. 넷플릭스 등의 OTT에 오리지널 드라마를 공급하는 경우 제작비에 일정부분 마진을 개런티 받는 구조로 계약하는데, 미국 시장의 경우는 이와 유사한 구조를 기반으로 일부 추가 수익도 기대할 수 있는 조건이 포함된 것으로 추정

이번 프로젝트는 미국의 원작 소설을 기반으로 제작, 연내 제작에 착수해서 22년 하반기에 방영될 예정. 이번 작품을 포함해서, <사랑의 불시착>, <호텔 델루나> 등 한국에서 성공한 IP를 미국 현지화 하는 프로젝트들까지 총 18개의 프로젝트를 기획하고 있고, 이 중 8개는 상당히 구체적으로 프로젝트의 윤곽이 잡히고 있는 중. 22년 하반기부터는 미국 프로젝트가 본격적으로 수익에 반영될 것으로 전망

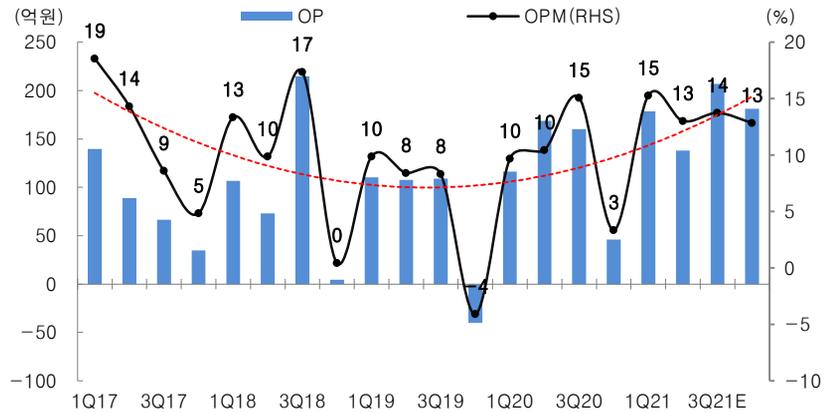
미국 프로젝트에 대해 아직 정확한 규모를 반영하기는 어렵지만, 에피소드당 제작비 100억원의 10개 에피소드로 구성된 프로젝트가 1년에 5개, 각각 시즌1만 진행해도 연간 5천억원 규모로 드래곤의 20년 매출과 맞먹는 수준의 매출이 반영될 수 있을 것

그림 1. 매출 및 영업이익 개선 추세



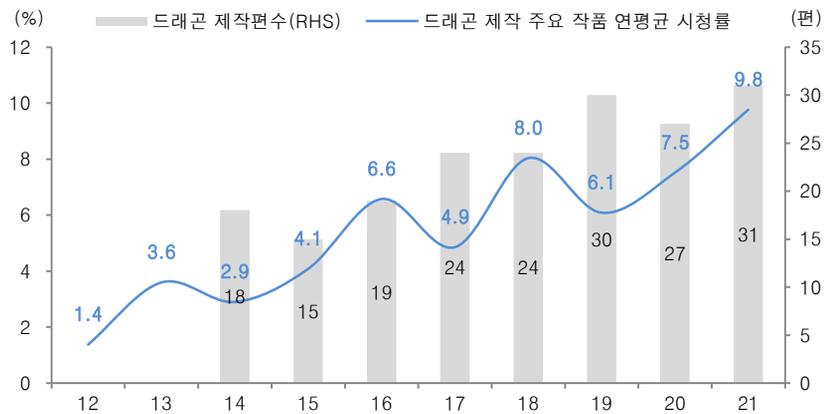
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 영업이익 및 영업이익률 개선 추세



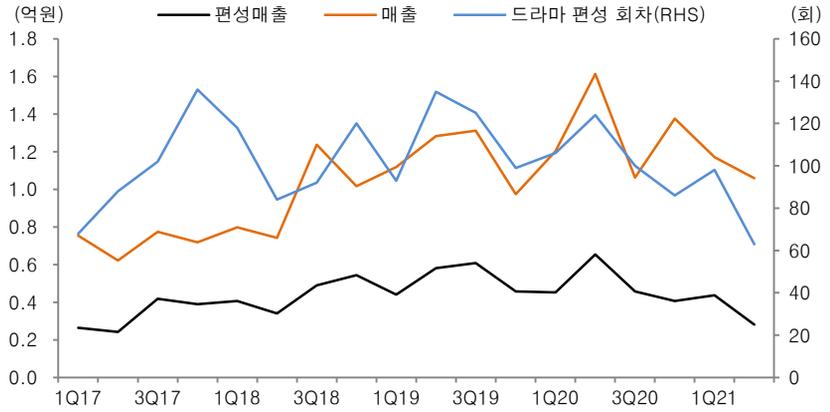
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 제작편수와 시청률은 꾸준히 상승함



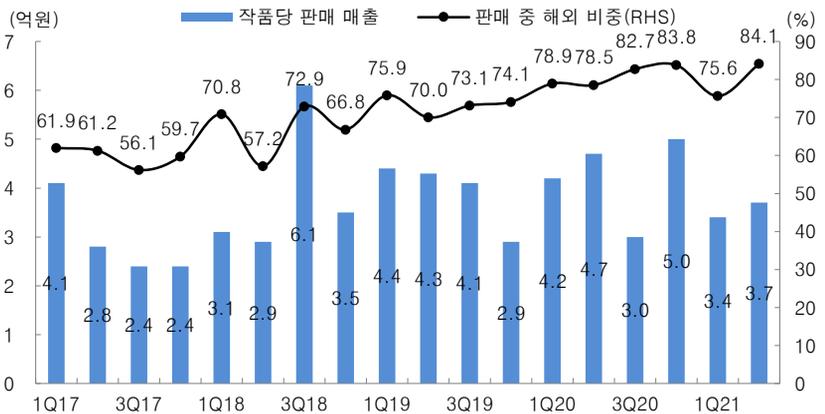
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 4. 2Q21은 일시적인 편성 감소(3Q21로 이연)로 편성매출 감소



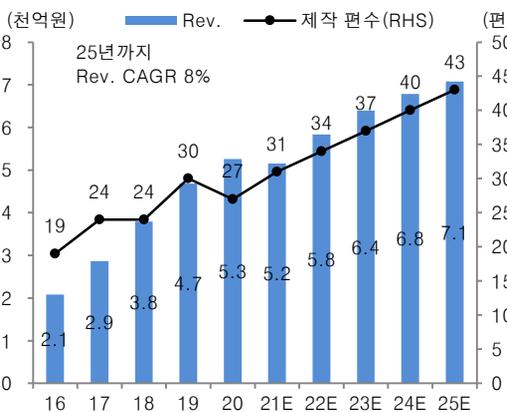
자료: 스튜디오드래곤 대시보드 Research Center

그림 5. 해외 판매가 꾸준히 증가하면서 마진 개선



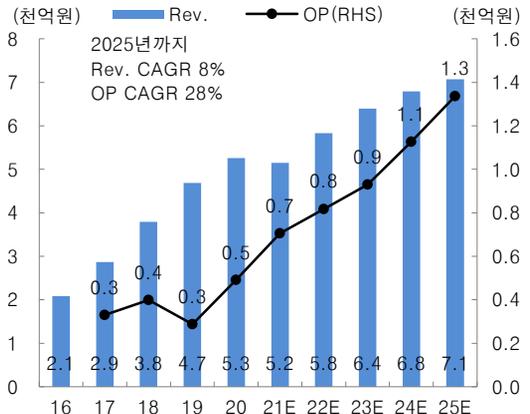
자료: 스튜디오드래곤 대시보드 Research Center

그림 6. 꾸준한 제작 편수 증가



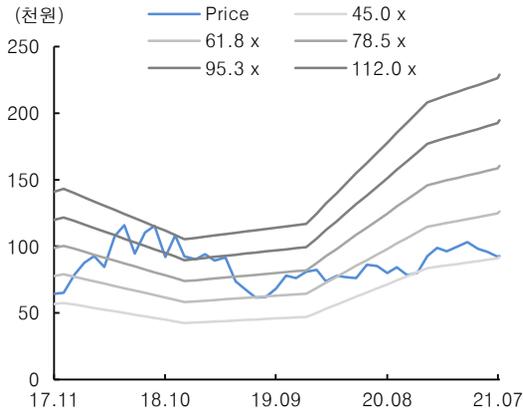
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대시보드 Research Center

그림 7. 매출 및 이익 전망 밝음



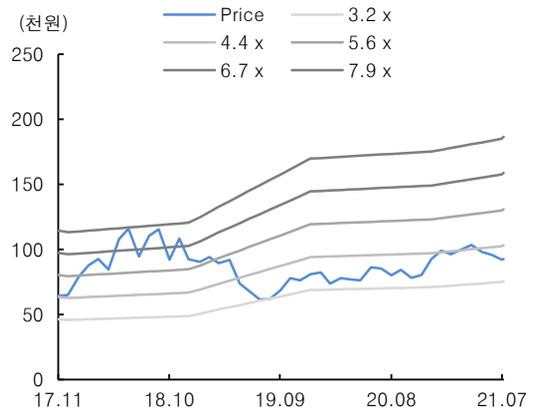
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대시보드 Research Center

그림 8. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 9. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RI M(잔여이익모델)

(단위: 십억원 원 %)

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
I 순이익(지배지분) <sup>(주2)</sup>	56	64	73	88	103	119	137	157	181	208
II 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup>	665	729	777	835	904	982	1,071	1,174	1,291	1,427
추정ROE	8.8	9.2	9.7	10.5	11.4	12.1	12.8	13.4	14.0	14.6
III 필요수익률 <sup>(주3)</sup>	4.1									
무위험이자율 <sup>(주4)</sup>	1.3									
시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>	4.0									
베타	0.70									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	4.7	5.1	5.6	6.4	7.3	8.0	8.7	9.3	9.9	10.5
V 필요수익	25	27	30	32	34	37	40	44	48	53
VI 잔여이익(-V)	31	37	43	56	69	82	96	113	133	155
현가계수	0.99	0.95	0.91	0.87	0.84	0.81	0.78	0.74	0.72	0.69
잔여이익의 현가	30	35	40	49	58	66	75	84	95	106
VII 잔여이익의 합계	638									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	2,594									
영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>	0.0%									
IX 기초자기자본	609									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,841									
총주식수(천주)	30,004									
XI <b>적정주당가치(원)</b>	128,028									
현재가치(원)	92,600									
Potential (%)	38.3%									

주1: RI M(Residual Income Model)은 현시점에서 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(RI)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 \* 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없으나 가정 하에 0%를 반영

## 1. 기업개요

### 기업 및 주요 주주 현황

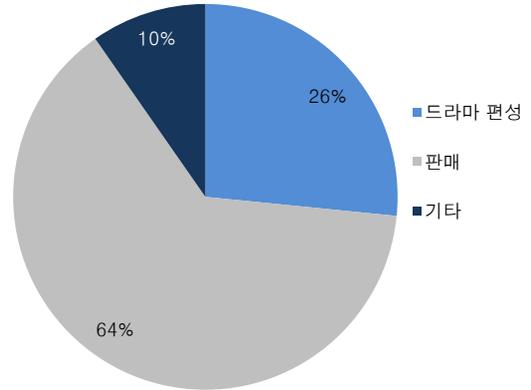
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2020년 매출 5,257억원 영업이익 491억원 당기순이익 296억원
- 1Q21 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 26%, 판매 64%, 기타 10%
- 1Q21 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 55.94%, 네이버 6.26%

### 주가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix 에도 동시방영 및 오리지널 콘텐츠 공급 계약을 체결함으로써 성장 이후 실적은 지속적으로 상승 중
- 주가는 단기적으로 주요 드라마의 시청률에 연동되어 움직이지만, 시청률과 무관하게 판권판매를 통한 안정적인 실적을 달성하고 있어서, 주가의 변동폭은 크게 감소하고 있는 중

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

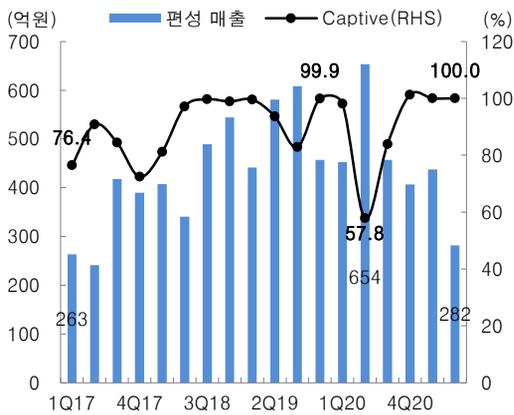
### 사업부문별 매출 비중(2Q21)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

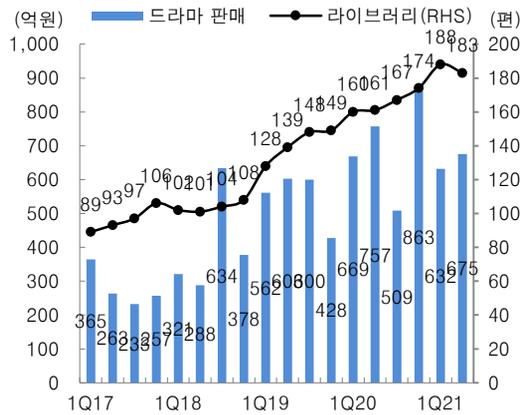
## 2. Earnings Driver

### 그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(2Q21)



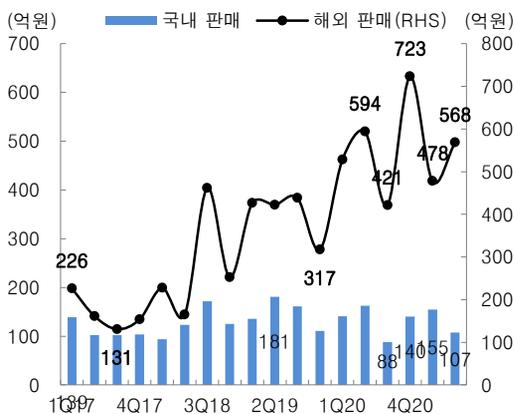
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

### 그림 2. 드라마 판매 매출 구성(2Q21)



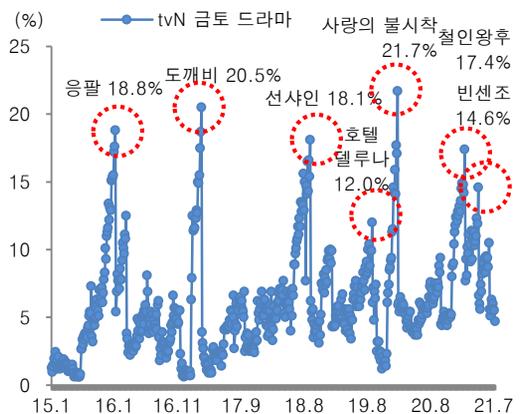
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

### 그림 3. 드라마 국내의 판매 비중(2Q21)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

### 그림 4. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nelson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	469	526	515	583	639
매출원가	421	451	416	470	513
매출총이익	48	75	99	113	126
판매비와관리비	19	26	29	31	33
영업이익	29	49	70	82	93
영업외수익	6.1	9.3	13.7	14.0	14.5
EBITDA	146	165	227	275	312
영업외손익	4	-8	6	5	6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	10	10	13	13	14
외환포함이익	0	0	0	0	0
금융비용	-6	-14	-7	-9	-9
외환포함손실	4	10	0	0	0
기타	0	-4	0	1	1
법인세비용차감전순이익	33	42	77	87	99
법인세비용	-7	-12	-21	-23	-26
계속사업순이익	26	30	56	64	73
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	30	56	64	73
당기순이익	5.6	5.6	10.8	11.0	11.5
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	26	30	56	64	73
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	3	3	3	3
포괄순이익	26	32	58	67	76
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	26	32	58	67	76

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	941	1,044	1,859	2,137	2,441
PER	85.9	88.7	49.8	43.3	37.9
BPS	15,258	21,480	22,168	24,305	25,896
PBR	5.3	4.3	4.2	3.8	3.6
EBITDAPS	5,185	5,828	7,553	9,160	10,396
EV/EBITDA	14.9	16.3	11.6	9.3	7.9
SPS	16,698	18,532	17,168	19,437	21,310
PSR	4.8	5.0	5.4	4.8	4.3
CFPS	5,346	5,803	7,498	9,065	10,308
DPS	0	0	0	850	1,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증감률	23.5	12.2	-2.0	13.2	9.6
영업이익 증감률	-28.1	71.1	43.5	15.8	14.0
순이익 증감률	-26.3	12.1	88.3	14.9	14.2
수익성					
ROIC	9.4	12.7	18.2	22.2	27.8
ROA	5.2	7.3	9.0	9.7	10.3
ROE	6.4	5.7	8.8	9.2	9.7
안정성					
부채비율	35.8	24.3	22.2	20.4	19.2
순차입금비율	-24.9	-14.8	-23.3	-31.4	-40.8
이자보상배율	58.1	84.8	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오모래코 대손증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	244	228	291	379	478
현금및현금성자산	60	49	114	188	276
매출채권 및 기타채권	84	107	105	118	130
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	101	73	73	73	73
비유동자산	337	529	522	499	448
유형자산	1	8	11	14	16
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	336	521	511	485	432
자산총계	582	757	813	878	926
유동부채	145	132	132	133	133
매입채무 및 기타채무	66	57	57	57	58
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	79	75	75	75	75
비유동부채	8	16	16	16	16
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	16	16	16	16
부채총계	153	148	148	149	149
자본부분	428	609	665	729	777
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	322	470	470	470	470
이익잉여금	94	123	179	243	291
기타자본변동	-1	1	1	1	1
비자본부분	0	0	0	0	0
자본총계	428	609	665	729	777
순차입금	-107	-90	-155	-229	-317

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-12	5	118	148	185
당기순이익	26	30	56	64	73
비현금성항목의 기입	124	135	169	208	236
감가상각비	117	116	156	193	219
외환손익	1	3	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	6	15	13	15	17
자산부채의 증감	-143	-144	-99	-114	-112
기타현금흐름	-19	-15	-8	-9	-12
투자활동 현금흐름	-81	-16	-149	-169	-168
투자자산	-57	-9	0	0	0
유형자산	0	-7	-7	-7	-7
기타	-23	0	-141	-162	-160
재무활동 현금흐름	0	0	-149	-149	-175
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	2	149	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-26
기타	-2	-149	-149	-149	-149
현금의 증감	-93	-11	65	74	88
기초 현금	153	60	49	114	188
기말 현금	60	49	114	188	276
NOPLAT	23	35	51	60	69
FCF	139	143	58	84	119

[ESG 평가 등급체계]

\* 대신지배구조연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있음 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

스튜디오드래곤 통합 ESG 등급

**B+**

- 스튜디오드래곤은/는 대신지배구조연구소의 ESG 평가 결과 등급은 B+, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 상승하였습니다.
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 상승하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다

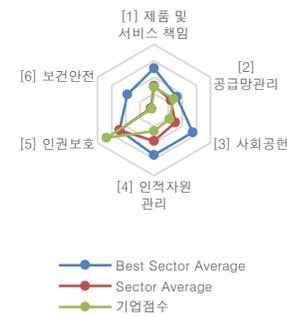
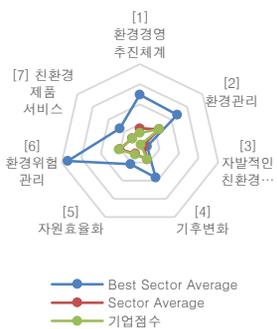
최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■	제품 및 서비스 책임	■■■	주주가치 권익보호	■■■
환경관리	■	공급망관리	■■■■	이사회 구성 및 운영	■■■
자발적인 친환경 활동	■	사회공헌	■■■	감사기구 및 내부통제	■■■■■
기후변화	■	인적자원 관리	■■■	경영투명성	■■■■■
자원효율화	■■■	인권보호	■■■■■		
환경위험 관리	■■■	보건안전	■		
친환경 제품 서비스	■				



\* 영역별 대분류 평가기업 수준은 대신지배구조연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님

해당 ESG 등급 및 평가는 대신지배구조연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합하지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 대신지배구조연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 대신지배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대신지배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[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: 김희재)

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]

### 스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	21.08.06	21.07.12	21.01.12	20.08.09	20.02.09	19.08.09
투자이견	Buy	6개월 경과	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy
목표주가	130,000	130,000	130,000	115,000	115,000	115,000
과다율(평균%)		(27.94)	(24.22)	(26.92)	(29.89)	(35.87)
과다율(최대/최소%)		(26.38)	(16.00)	(9.83)	(19.57)	(24.35)

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210803)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	6.5%	0.9%

**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