



스튜디오드래곤 (253450)

1Q23 Review: 커지는 제작 규모

2023년 5월 8일

미디어 / 광고 Analyst 최용현
02-6114-2915 yonghyun.choi@kbfg.com

투자 의견 Buy, 목표주가 82,000원으로

하향

성장성: 여전히 유효

수익성: 2024년 이후 본격 개선

스튜디오드래곤에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 82,000원으로 하향한다. 목표주가는 DCF로 산정했으며 캡티브 채널 슬롯 감소 (22/23E 315/303편)에 따라 2023E 영업이익을 3.2% 하향 조정한 데 기인한다. 주요 수익처인 넷플릭스 (22E 매출 비중 25%)가 전년과 유사한 향후 투자 계획을 발표하며 성장 우려가 존재한다. 하지만 스튜디오드래곤은 1) 글로벌 직접 제작 증가, 2) 다른 OTT 판매 확대, 3) 국내 제작사 내 M/S 증가로 성장을 지속할 것이다. 글로벌 파이프라인 (20여편 계획 중, 연간 2편 납품 추정), 아마존/디즈니 Prebuy 계약 증가 (KB 23E 아마존 2편, 디즈니 4편), 국내 1위 제작사로서 IP를 확보할 수 있는 자본력을 고려하면 매출 성장 (23/24E 17.4%/19.9% YoY)은 계속될 것이다. 수익성 측면에서는 단기적으로 중국 개방 외에 개선 가능성이 낮지만 오리지널 작품 재계약이 반영되는 2024년부터 개선될 것으로 기대된다. (23/24E OPM 9.8%/11.5%).

1Q23P:

높아진 오리지널 비중 → 성장성 확보

1Q23 매출액은 2,111억원 (74.4% YoY), 영업이익 216억원 (19.3% YoY, OPM 10.2%)을 기록하며 제작 규모 확대가 나타났다. 1Q23 에피소드 편수는 TV 73편, OTT 36편으로 전년 동기 대비 50% 수준 늘어났는데 (+20/+18편 YoY), 매출액은 74.4% 성장하면서 커진 제작 규모를 확인할 수 있었다. 수익성 측면에서는 오리지널 작품이 많고, Prebuy 편수가 25편 (-1편 YoY)에 그치며 영업이익률 10.4% 수준에 머물렀다.

2Q23E:

높아질 Prebuy 비중 → 수익성 개선

2Q23 매출액은 1,526억원 (-3.1% YoY), 영업이익 185억원 (OPM 12.1%)을 예상한다. 매출액은 절대적인 편수 감소로 부진이 예상된다. 2Q23 에피소드 편수는 TV 64편, OTT 13편으로 전년 동기 대비 각각 23편, 7편 감소할 것으로 추정된다. 하지만 Prebuy 작품은 신규 OTT향으로 납품이 증가 (패밀리 /구미호던 1938)하면서 38편 (+4편 YoY)을 기록하며 수익성 개선이 예상된다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원) 82,000

Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	20.6
현재가 (5/4, 원)	68,000
Consensus target price (원)	101,143
시가총액 (조원)	2.0

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	698	819	983	1,208
영업이익 (십억원)	65	80	113	159
지배주주순이익 (십억원)	51	63	88	139
EPS (원)	1,684	2,109	2,913	4,631
증감률 (%)	29.4	25.2	38.1	59.0
P/E (x)	51.1	32.2	23.3	14.7
EV/EBITDA (x)	12.1	7.3	5.7	4.5
P/B (x)	3.9	2.8	2.5	2.1
ROE (%)	7.5	9.2	11.4	15.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

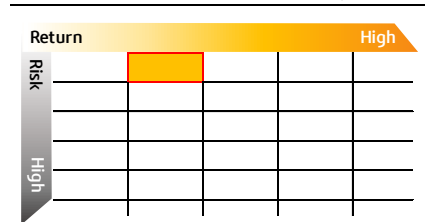
Trading Data

Free float (%)	45.2
거래대금 (3m, 십억원)	14.0
외국인 지분율 (%)	8.8
주요주주 지분율 (%)	CJ ENM 외 3인 54.8
	네이버 6.3

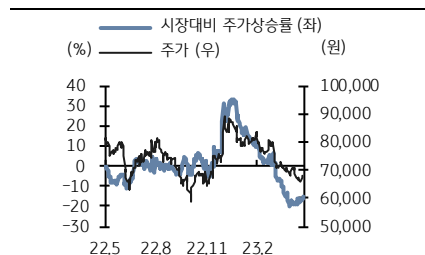
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.0	-16.6	4.6	-20.3
시장대비 상대수익률	-2.6	-24.3	-14.7	-15.7

Risk & Total Return (annualized over three years)

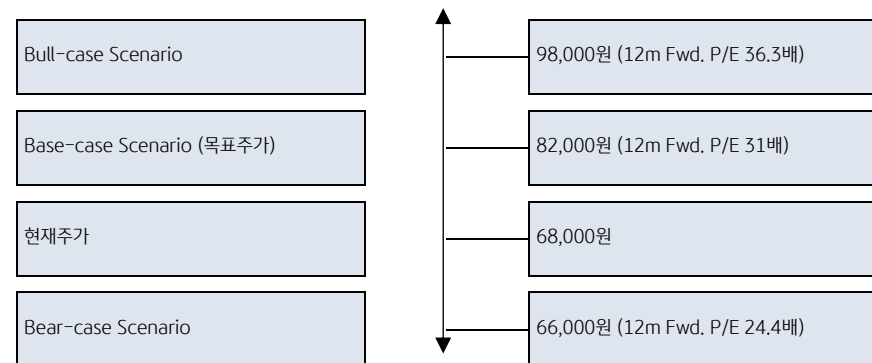


Stock Price & Relative Performance



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 2023년 TV 에피소드 303편
- 2) 2023년 OTT 오리지널 에피소드 124편

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2023년 TV 에피소드 320편 이상
- 2) 2023년 OTT 오리지널 에피소드 130편 이상

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 2023년 TV 에피소드 280편 이하
- 2) 2023년 OTT 오리지널 에피소드 110편 이하

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	866.9	1,045.5	819.5	982.6	-5.5	-6.0
영업이익	83.1	116.4	80.4	113.1	-3.2	-2.9
지배주주순이익	69.1	95.3	63.4	87.6	-8.2	-8.1

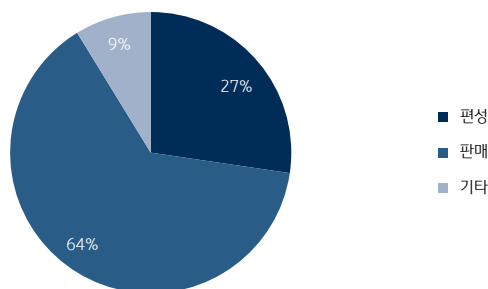
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	819.5	982.6	828.5	951.5	-1.1	3.3
영업이익	80.4	113.1	88.3	108.0	-9.0	4.7
지배주주순이익	63.4	87.6	68.6	81.9	-7.6	6.9

자료: Quantiwise, KB증권 추정

매출액 구성 (2023년, %)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

PEER 그룹 비교

(조원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
스튜디오드래곤	2.0	30.0	24.9	2.70	2.43	8.8	8.6	9.3	10.0	0.0	0.0
씨제이엔엠	1.7	34.7	13.0	0.47	0.46	3.5	3.5	1.3	3.6	2.0	2.2
넷플릭스	189.1	28.7	22.1	5.95	4.97	20.7	16.7	21.6	22.0	0.0	0.0
월트디즈니	242.1	24.4	18.5	1.84	1.70	15.2	12.7	7.3	9.0	0.6	1.1

자료: Bloomberg 컨센서스 기준

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

DCF Valuation

2) 목표주가 산정

WACC 8.63%, 영구성장률 1% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

98,000원 ~ 66,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

12m Fwd. P/E 31배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	+1.1	+1.1
금리 1%p 상승 시	-0.6	0.1

표 1. 스튜디오드래곤 실적 추정

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
TV 에피소드	53	87	99	76	73	64	83	83	-	315	303	304
OTT 에피소드	21	20	61	25	39	13	36	36	-	127	124	120
매출액	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	152.6	226.4	229.3	487.1	697.9	819.5	982.6
편성	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	41.6	56.7	59.5	161.3	192.5	201.1	200.8
판매	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	108.6	167.1	167.1	275.5	480.2	608.5	769.7
기타	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	2.4	2.5	2.7	50.3	25.2	10.0	12.1
YoY %	3.4	48.5	97.2	28.8	74.4	-3.1	-1.1	20.4	-7.3	43.3	17.4	19.9
편성	-19.1	55.4	64.0	1.5	21.9	-4.9	-4.5	10.3	-18.1	19.4	4.4	-0.1
판매	23.0	53.8	155.2	66.4	113.1	4.5	0.8	25.8	-1.5	74.3	26.7	26.5
기타	-21.5	-5.1	-74.8	-75.3	-71.0	-75.2	-32.4	-27.3	2.6	-49.9	-60.4	21.6
QoQ %	-18.1	30.0	45.3	-16.8	10.8	-27.7	48.3	1.3				
편성	-33.4	23.7	35.5	-9.1	-20.0	-3.6	36.2	5.0				
판매	-2.6	33.7	59.5	-19.9	24.7	-34.5	54.0	0.0				
기타	-46.6	22.8	-61.4	-2.4	-37.2	5.0	5.0	5.0				
영업이익	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	18.5	23.6	16.6	52.6	65.2	80.4	113.1
(YoY %)	1.4	95.7	29.9	-81.4	19.3	-31.4	24.7	1310.7	7.0	24.0	23.3	40.6
(QoQ %)	185.4	49.1	-29.9	-93.8	1732.1	-14.3	27.5	-29.5				
영업이익률 (%)	15.0	17.1	8.3	0.6	10.2	12.1	10.4	7.3	10.8	9.3	9.8	11.5
지배주주순이익	15.6	25.6	17.8	-8.5	18.4	15.6	21.7	7.7	39.0	50.6	63.4	87.6
(YoY %)	0.4	170.2	20.5	적지	17.8	-39.1	21.8	흑전	31.8	29.5	25.4	38.1
(QoQ %)	흑전	63.8	-30.3	적전	흑전	-15.3	39.5	-64.5				
순이익률 (%)	12.9	16.2	7.8	-4.4	8.7	10.2	9.6	3.4	8.0	7.2	7.7	8.9

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤 상대 지표

(십억원, x, 천주, 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024
EV/Sales	5.7x	6.4x	4.6x	5.1x	5.5x	3.8x	2.6x	2.2x
매출액	287	380	469	526	487	698	819	983
YoY %	85.7	32.4	23.5	12.2	(7.3)	43.3	17.4	19.9
EV / EBITDA	22.1x	21.1x	14.9x	16.2x	17.6x	12.1x	7.3x	5.7x
EBITDA	74	115	146	165	152	219	291	373
YoY %	91.4	55.1	26.4	13.6	(8.3)	44.1	33.4	27.8
P/E	61.9x	72.3x	85.9x	88.7x	69.9x	51.1x	32.2x	23.3x
EPS	1,050	1,278	941	1,044	1,301	1,684	2,109	2,913
YoY %	84.5	21.7	(26.3)	10.9	24.6	29.4	25.2	38.1
P/B	4.95x	6.46x	5.31x	4.56x	3.99x	3.91x	2.82x	2.52x
BPS	13,141	14,305	15,242	20,309	22,785	21,982	24,091	27,004
YoY %	112.8	8.9	6.5	33.2	12.2	(3.5)	9.6	12.1
기준주가	65,000	92,400	80,900	92,600	91,000	86,000	68,000	68,000
기준주식수	22,711	28,038	28,068	28,369	30,008	30,020	30,058	30,058
기준시가총액	1,822	2,592	2,273	2,778	2,731	2,585	2,044	2,044

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 3. 스튜디오드래곤 DCF Valuation

(십억원, %, 천주, 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Terminal
세후영업이익	26.6	30.1	22.1	37.2	39.6	57.2	58.1	82.2	120.2	171.5	241.3	335.8	
영업이익	33.0	39.9	28.7	49.1	52.6	65.2	80.4	113.1	159.5	226.6	317.9	441.2	
법인세비용	(6.4)	(9.8)	(6.6)	(11.9)	(13.0)	(8.1)	(22.3)	(30.8)	(39.3)	(55.1)	(76.6)	(105.4)	
감가상각비	41.3	75.3	116.8	116.2	99.1	153.3	211.1	259.6	298.3	332.2	363.7	394.3	
유형자산상각비	0.3	0.3	1.8	2.9	3.8	3.3	3.8	3.9	3.9	3.9	4.0	4.0	
무형자산상각비	41.0	75.0	115.0	113.3	95.3	150.0	207.3	255.7	294.4	328.2	359.7	390.3	
(-)운전자본 증감	(72.9)	(139.4)	(142.9)	(144.1)	(154.9)	(279.6)	(16.7)	15.3	(30.4)	(40.8)	(51.3)	(64.6)	
매출채권감소 (증가)	(13.7)	(27.2)	(21.8)	(31.4)	2.2	(35.2)	(18.4)	14.0	(34.0)	(46.7)	(58.8)	(74.0)	
재고자산감소 (증가)	(2.1)	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
매입채무증가 (감소)	9.0	25.9	8.6	(11.5)	18.7	11.7	1.7	1.3	3.6	5.9	7.4	9.4	
운전자본 기타	(66.1)	(138.4)	(130.2)	(101.2)	(175.8)	(256.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
(-)유형자산투자	(0.0)	(0.2)	(0.5)	(7.2)	(1.8)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	
(-)무형자산투자	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(1.2)	(0.8)	(2.5)	(282.6)	(339.2)	(362.9)	(388.3)	(415.5)	(444.6)	
기타	(2.1)	5.0	(8.2)	(4.1)	7.9	6.2	5.3	5.3	19.0	23.9	30.1	37.9	
잉여현금흐름 (FCF)	(7.5)	(29.4)	(13.0)	(3.1)	(11.0)	(69.3)	(28.8)	19.3	40.1	94.5	164.2	254.7	3,373.6
(십억원, %, 천주, 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Terminal
영업활동현금흐름	(7.2)	(29.1)	(12.2)	5.2	(8.4)	(62.9)	257.8	362.4	407.0	486.8	583.7	703.3	
유형자산투자	(0.0)	(0.2)	(0.5)	(7.2)	(1.8)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	
무형자산투자	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(1.2)	(0.8)	(2.5)	(282.6)	(339.2)	(362.9)	(388.3)	(415.5)	(444.6)	
잉여현금흐름 (FCF)	(7.5)	(29.4)	(13.0)	(3.1)	(11.0)	(69.3)	(28.8)	19.3	40.1	94.5	164.2	254.7	3,373.6

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

주: 주: 스튜디오드래곤의 콘텐츠 투자는 영업활동현금흐름이지만 무형자산투자 (투자활동현금흐름)로 반영하여 계산

표 4. DCF Valuation

(십억원, 천주, 원, %)	수치
2023~2028 Casfh Flow 의 현재가치	398.6
(+) 영구가치의 현재가치 (영구성장률 1%)	2,139.0
Enterprise Value	2,537.6
(-) 순차입금	87.8
(-) 비지배주주지분	0.0
(+) 비연결 관계기업투자	12.6
Equity Value	2,462.4
(÷) 주식수	30,058.5
목표주가	82,000
현재주가	68,000
Upside	20.6

자료: KB증권 추정

표 5. WACC 산출 내역

(십억원, %)	변경후	비고
COE (A) = a + b x c	8.91	
Risk free rate (a)	3.61	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	0.98	Adj. Beta
Risk premium (c = d - e)	5.41	
Market (d)	8.72	2001년~2021년 WMI500 연평균 total return
Risk free rate (e)	3.32	2001년~2021년 통안채 1년물 연평균 total return
COD (B)	4.27	해당 기업 단기차입금 발행 평균 금리
적정주주가치	2,797	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금	183	차입금
주식가치 가중치 (f)	0.94	
차입금 가중치 (g)	0.06	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	8.63	

자료: KB증권 추정 (변경전 기준일 10/17)

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
매출액	487	698	819	983	1,208
매출원가	407	598	624	705	849
매출총이익	80	100	196	277	359
판매비와관리비	27	35	116	164	200
영업이익	53	65	80	113	159
EBITDA	152	219	292	373	458
영업외손익	-1	-7	5	5	19
이자수익	1	2	0	0	0
이자비용	1	5	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-4	5	5	19
세전이익	52	59	86	118	178
법인세비용	13	8	22	31	39
당기순이익	39	51	63	88	139
지배주주순이익	39	51	63	88	139
수정순이익	39	51	63	88	139

성장성 및 수익성 비율 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	-7.4	43.3	17.4	19.9	22.9
영업이익 성장률	7.0	24.0	23.3	40.6	41.1
EBITDA 성장률	-8.3	44.1	33.4	27.8	22.8
지배기업순이익 성장률	31.8	29.5	25.4	38.1	59.0
매출총이익률	16.4	14.3	23.9	28.2	29.7
영업이익률	10.8	9.3	9.8	11.5	13.2
EBITDA이익률	31.1	31.3	35.6	37.9	37.9
세전이익률	10.7	8.4	10.5	12.1	14.8
지배기업순이익률	8.0	7.3	7.7	8.9	11.5

현금흐름표 (십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-8	-63	258	362	407
당기순이익	39	51	63	88	139
유무형자산상각비	99	153	211	260	298
기타비현금손익 조정	20	23	22	31	39
운전자본증감	-155	-280	-17	15	-30
매출채권감소 (증가)	2	-35	-18	14	-34
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	19	12	2	1	4
기타운전자본증감	-176	-256	0	0	0
기타영업현금흐름	-11	-10	-22	-31	-39
투자활동 현금흐름	27	-43	-292	-348	-367
유형자산투자감소 (증가)	-2	-4	-4	-4	-4
무형자산투자감소 (증가)	-1	-3	-283	-339	-363
투자자산감소 (증가)	28	-12	0	0	0
기타투자현금흐름	1	-25	-5	-5	0
재무활동 현금흐름	-3	165	0	0	1
금융부채 증감	-2	168	0	0	0
자본의 증감	0	3	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	-1	-5	0	0	1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	16	59	-34	14	41
기말현금	65	124	90	104	145
잉여현금흐름 (FCF)	-11	-69	-29	19	40
순현금흐름	-30	-114	-37	14	41
순현금 (순차입금)	63	-51	-88	-74	-33

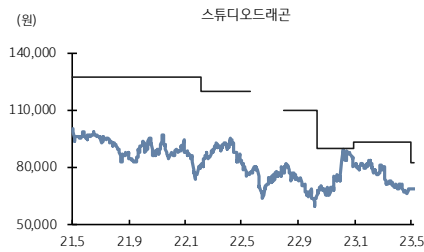
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
자산총계	884	1,091	1,156	1,245	1,388
유동자산	233	400	385	385	460
현금 및 현금성자산	65	124	90	104	145
단기금융자산	5	5	5	5	5
매출채권	124	142	160	146	180
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	39	130	130	130	130
비유동자산	652	691	771	860	928
투자자산	241	150	150	150	150
유형자산	8	11	11	11	11
무형자산	298	378	453	537	605
기타비유동자산	105	152	157	162	162
부채총계	200	430	432	433	437
유동부채	184	416	418	419	423
매입채무	17	16	18	19	23
단기금융부채	0	170	173	173	173
기타유동부채	167	230	227	227	227
비유동부채	17	14	14	14	14
장기금융부채	7	9	9	9	9
기타비유동부채	9	4	4	4	5
자본총계	684	661	724	812	951
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	473	473	473	473
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	37	-40	-40	-40	-40
이익잉여금	162	213	276	364	503
지배자본 계	684	661	724	812	951
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	69.9	51.1	32.2	23.3	14.7
P/B	4.0	3.9	2.8	2.5	2.1
P/S	5.6	3.7	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	17.6	12.1	7.3	5.7	4.5
EV/EBIT	50.8	40.4	26.5	18.7	13.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	1,301	1,684	2,109	2,913	4,631
BVPS	22,785	21,982	24,091	27,004	31,634
SPS (주당매출액)	16,233	23,250	27,263	32,690	40,177
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	6.0	7.5	9.2	11.4	15.8
ROA	4.8	5.1	5.7	7.3	10.6
ROIC	6.1	7.3	7.3	9.2	13.1
안정성지표					
부채비율	29.3	65.1	59.6	53.3	46.0
순차입비율	순현금	7.7	12.1	9.1	3.5
유동비율	1.3	1.0	0.9	0.9	1.1
이자보상배율 (배)	67.6	13.2	0.0	0.0	0.0
활동성지표					
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
매출채권회전율	4.2	5.3	5.4	6.4	7.4
매입채무회전율	42.6	42.1	48.1	52.9	57.5
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



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

스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과락율 (%)	
				평균	최고/최저
21-02-23	Buy	이동륜	127,000	-27.54	
22-02-11	Buy	이동륜	120,000	-32.37	-21.17
22-08-08	Buy	최용현	110,000	-35.02	-25.91
22-10-17	Buy	최용현	90,000	-17.07	-1.22
23-01-04	Buy	최용현	93,000	-19.32	-10.32
23-05-08	Buy	최용현	82,000		

투자등급 비율 (2023. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
88.1	11.9	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 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. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 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. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 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 보고서는 학술품에 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.