



모두투어 (080160)

본격적인 업황 개선은 하반기부터

2018년 5월 2일

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

1Q18 매출액 +21.5% YoY,
영업이익 -17.1% YoY 기록

모두투어의 1Q18 실적은 매출액 1,098억원 (+21.5% YoY), 영업이익 91억원 (-17.1% YoY)을 기록했다. 영업이익 기준 시장 컨센서스를 19.6% 하회하는 실적이었다. 2018년부터 K-IFRS 제1115호 도입에 따른 매출 인식기준 변경으로 과거와의 매출비교는 큰 의미가 없으며, 소급 적용된 1Q17 매출총이익 대비로는 10.5% YoY 성장했다. 평창 동계올림픽 개최에 따른 아웃바운드 수요 둔화로 인해 총 송객인원은 7.7% YoY (패키지 7.2%, 티켓 8.5%), 평균 ASP는 0.5% YoY 각각 상승했다. 본사 영업이익은 업황 부진의 영향으로 108억원 (-10.3% YoY)을 기록했으며, 연결 사회사의 합산 영업이익은 -14억원 (적자지속 YoY)을 기록했다. 자유투어는 공격적인 영업으로 인해 매출액이 102% YoY 상승한 반면, 영업적자 (7억원 추정)를 기록했다.

2분기에도 부진한 업황 지속 전망,
본격적인 업황 개선은 하반기부터

모두투어는 4월 패키지 인원 성장률 +14.3% YoY를 시현하면서 1분기 대비 개선되는 모습을 보이고 있으나, 5월과 6월 예약률이 각각 17.6%, 8.9%로 집계되면서 2분기에도 큰 폭의 실적개선은 어려워 보인다. 특히 6월에는 지방선거와 러시아월드컵 영향으로 출국자수 성장률 둔화가 예상된다. 자유투어 역시 마케팅 확대에 적자가 지속될 전망이다. 패키지 수요회복에 따른 실적개선은 하반기부터 본격화될 전망이다. 모두투어의 2018년 실적은 매출액 3,966억원 (+29.0% YoY), 영업이익 413억원 (+28.8% YoY)으로 전망된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가
43,000원으로 6.5% 하향조정

모두투어의 목표주가를 43,000원으로 기존대비 6.5% 하향 조정한다. 목표주가 하향조정은 2018년, 2019년 영업이익 추정치를 각각 8.3%, 1.1% 하향조정하고, 목표주가 산정기간을 2018년 실적에서 12개월 fwd. (2Q18~1Q19)로 변경한 데 기인한다. 상반기까지 실적 모멘텀은 제한적이지만, 상저하고의 실적흐름이 예상되는 점을 감안해 투자의견 Buy를 유지한다.

Buy 유지

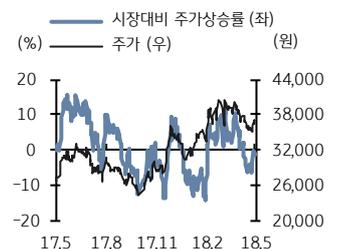
목표주가 (하향, 원)	43,000
Upside / Downside (%)	18.0
현재가 (5/2, 원)	36,450
Consensus Target Price (원)	43,222
시가총액 (억원)	6,889

Trading Data	
Free float (%)	79.4
거래대금 (3M, 십억원)	6.1
외국인 지분율 (%)	43.1
주요주주 지분율 (%)	우종용 외 14인 16.1
	국민연금 7.4

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.7	2.7	29.5	37.1
시장대비 상대수익률	-5.1	6.0	3.3	-1.4

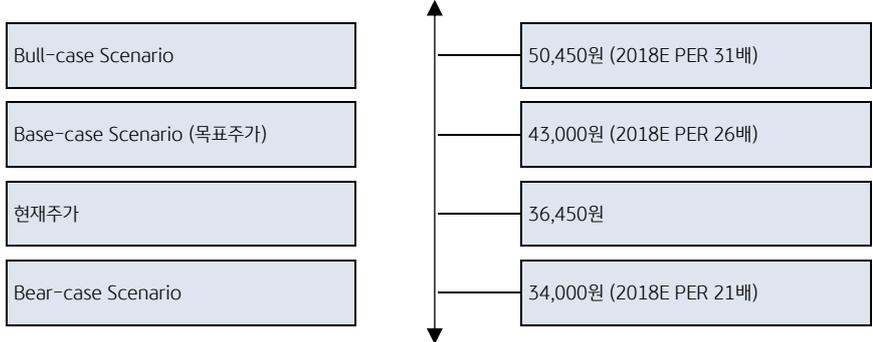
Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	291	397	458	526
영업이익 (십억원)	32	41	55	69
지배주주순이익 (십억원)	24	31	43	54
EPS (원)	1,279	1,628	2,298	2,835
증감률 (%)	44.2	27.3	41.2	23.4
PER (X)	22.1	22.4	15.9	12.9
EV/EBITDA (X)	13.3	13.3	9.8	7.5
PBR (X)	4.0	4.2	3.3	2.6
ROE (%)	20.3	20.5	23.2	22.7
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0



자료: 모두투어, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 2018년 출국자수 성장률 15% 기록
- 2) 연결자회사 흑자전환 전망

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2018년 출국자수 성장률 17% 기록
- 2) 연결자회사 흑자폭 확대

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 2018년 출국자수 성장률 13% 기록
- 2) 연결자회사 적자 지속

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	337.4	387.7	396.6	457.9	17.6	18.1
영업이익	45.0	55.5	41.3	54.9	-8.3	-1.1
지배주주순이익	36.3	44.2	31.6	43.4	-13.0	-1.6

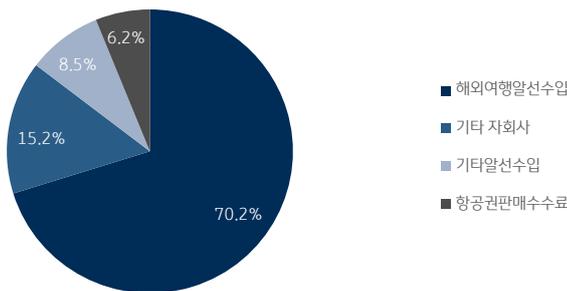
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	396.6	457.9	332.1	372.4	19.4	23.0
영업이익	41.3	54.9	42.8	50.1	-3.5	9.6
지배주주순이익	31.6	43.4	33.8	39.5	-6.5	10.0

자료: Fnguide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2018E)



자료: 모두투어, KB증권

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
TUI AG-DI	14,740	15.2	13.6	3.6	3.3	7.6	7.0	23.4	23.8	3.7	4.1
UTOUR Group	1,621	29.5	23.9	3.7	3.2	18.8	14.3	12.6	14.0	0.7	0.8
하나투어	1,400	29.2	22.3	6.0	5.0	13.9	11.6	22.5	25.1	1.4	1.6
HELLOWORLD TRAVEL	462	16.7	14.2	2.8	2.6	6.5	5.7	11.6	12.9	3.5	4.2

자료: Bloomberg consensus, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

PER Valuation

2) 목표주가 산정:

12mon fwd. EPS 1,972원 X multiple 21.8배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

50,450원 ~ 34,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

PER 26배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2018E	2019E
1) 환율 1% 상승 시	-0.5	-0.5
2) 금리 1%p 상승 시	+1.1	+1.1

표 1. 1Q18P 실적과 시장 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)	1Q18P	4Q17	QoQ	1Q17	YoY	KB증권 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	109.8	77.0	42.7	90.4	21.5	87.2	25.9	82.8	32.6
영업이익	9.1	5.5	64.5	11.0	(17.1)	12.9	(29.4)	11.4	(19.6)
<i>영업이익률</i>	<i>8.3</i>	<i>7.2</i>	<i>1.1</i>	<i>12.2</i>	<i>(3.9)</i>	<i>14.8</i>	<i>(6.5)</i>	<i>13.7</i>	<i>(5.4)</i>
지배주주순이익	7.4	4.1	79.1	8.1	(8.1)	10.3	(27.8)	8.8	(15.3)
<i>지배주주순이익률</i>	<i>6.8</i>	<i>5.4</i>	<i>1.4</i>	<i>8.9</i>	<i>(2.2)</i>	<i>11.8</i>	<i>(5.0)</i>	<i>10.6</i>	<i>(3.8)</i>

자료: FnGuide, KB증권 추정

주: 모두투어의 1Q17 매출액은 변경된 회계기준을 소급 적용함. 4Q17은 기존 회계기준을 적용함

표 2. 모두투어 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	90.4	67.3	72.7	77.0	109.8	87.8	96.8	102.1	237.1	307.4	396.6	457.9
(YoY %)	51.9	23.9	13.2	30.3	21.5	30.5	33.2	32.7	16.0	29.6	29.0	15.5
별도	79.5	57.3	62.5	65.2	94.3	73.8	82.6	85.7	205.8	264.5	336.4	382.7
항공권판매수수료	3.4	3.7	3.7	4.8	5.0	5.5	6.7	7.1	15.3	15.7	24.4	29.4
해외여행알선수입	64.6	48.0	51.7	53.5	77.2	62.2	68.1	70.9	171.5	217.8	278.4	318.0
기타알선수입 등	11.5	5.6	7.1	6.9	12.1	6.1	7.8	7.6	19.0	31.1	33.6	35.3
기타 자회사	10.9	10.0	10.2	11.7	15.5	14.0	14.3	16.4	31.3	42.8	60.2	75.2
영업이익	11.0	7.4	8.1	5.5	9.1	7.9	11.7	12.6	20.1	32.1	41.3	54.9
(YoY %)	154.8	100.9	(2.3)	45.4	(17.1)	7.8	43.2	126.4	22.3	59.3	28.8	32.9
<i>영업이익률 (%)</i>	<i>12.2</i>	<i>11.0</i>	<i>11.2</i>	<i>7.2</i>	<i>8.3</i>	<i>9.0</i>	<i>12.0</i>	<i>12.3</i>	<i>8.5</i>	<i>10.4</i>	<i>10.4</i>	<i>12.0</i>
별도	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	8.5	10.9	11.0	25.5	32.9	41.0	52.2
기타 자회사	(0.7)	(0.5)	(0.7)	1.1	(1.4)	(0.6)	0.7	1.5	(5.4)	(0.9)	0.3	2.6
지배주주순이익	8.1	6.1	5.9	4.1	7.4	5.9	8.4	9.9	16.8	24.2	31.6	43.4
(YoY %)	130.5	71.6	(14.5)	45.3	(8.1)	(3.7)	43.0	139.0	26.6	44.2	30.6	37.5
<i>순이익률 (%)</i>	<i>8.9</i>	<i>9.1</i>	<i>8.1</i>	<i>5.4</i>	<i>6.8</i>	<i>6.7</i>	<i>8.6</i>	<i>9.7</i>	<i>7.1</i>	<i>7.9</i>	<i>8.0</i>	<i>9.5</i>

자료: 모두투어, KB증권 추정

주: 모두투어의 1Q17 매출액은 변경된 회계기준을 소급 적용함. 2Q17~4Q17은 기존 회계기준을 적용함

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	396.6	337.4	176	332.1	19.4	457.9	387.7	18.1	372.4	23.0
영업이익	41.3	45.0	(8.3)	42.8	(3.5)	54.9	55.5	(1.1)	50.1	9.6
<i>영업이익률</i>	<i>10.4</i>	<i>13.4</i>	<i>(2.9)</i>	<i>12.9</i>	<i>(2.5)</i>	<i>12.0</i>	<i>14.3</i>	<i>(2.3)</i>	<i>13.4</i>	<i>(1.5)</i>
지배주주순이익	31.6	36.3	(13.0)	33.8	(6.5)	43.4	44.2	(1.6)	39.5	10.0
<i>지배주주순이익률</i>	<i>8.0</i>	<i>10.8</i>	<i>(2.8)</i>	<i>10.2</i>	<i>(2.2)</i>	<i>9.5</i>	<i>11.4</i>	<i>(1.9)</i>	<i>10.6</i>	<i>(1.1)</i>

자료: FnGuide, KB증권 추정

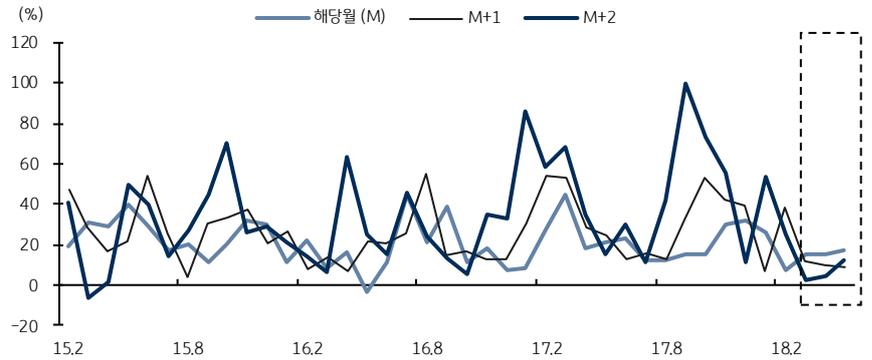
표 4. 모두투어 송출객 및 성장률 추이

날짜	전체 송출객 (명)	성장률 (YoY)	패키지 송출객 (명)	성장률 (YoY)	티켓 송출객 (명)	성장률 (YoY)	예약률 증감 (%)		
							M+1	M+2	M+3
16년01월	221,309	14.0%	136,469	2.1%	84,840	40.5%	22.4	8.3	14.1
16년02월	196,646	28.9%	120,376	14.7%	76,270	60.3%	8.7	14.2	6.2
16년03월	160,279	14.2%	99,297	3.1%	60,982	38.6%	16.1	7.1	63.2
16년04월	178,228	15.9%	110,999	4.2%	67,229	42.1%	(3.8)	21.5	25.2
16년05월	166,490	6.2%	97,865	-5.3%	68,625	28.5%	11.5	20.2	14.9
16년06월	174,288	35.6%	93,783	20.7%	80,505	58.3%	44.5	25.2	45.6
16년07월	211,102	32.4%	114,952	21.2%	96,150	48.9%	21.5	54.8	24.2
16년08월	213,346	18.2%	120,224	10.1%	93,122	30.6%	38.5	15.1	13.1
16년09월	188,363	28.8%	104,942	20.1%	83,421	41.8%	10.9	16.5	5.1
16년10월	197,598	15.2%	118,719	10.4%	78,879	23.4%	17.9	12.7	35.1
16년11월	189,925	14.8%	113,433	12.5%	76,492	18.5%	7.7	12.9	33.2
16년12월	201,904	8.7%	115,303	6.6%	86,601	11.7%	8.0	30.1	86.0
17년01월	245,410	10.9%	141,059	3.4%	104,351	23.0%	27.0	54.5	58.9
17년02월	249,100	26.7%	147,224	22.3%	101,876	33.6%	45.0	53.5	68.1
17년03월	214,530	33.8%	131,280	32.2%	83,250	36.5%	18.2	28.4	35.1
17년04월	211,951	18.9%	114,850	3.5%	97,101	44.4%	20.8	24.3	15.2
17년05월	201,209	20.9%	105,260	7.6%	95,949	39.8%	23.2	12.6	30.0
17년06월	217,298	24.7%	112,704	20.2%	104,594	29.9%	11.8	16.1	11.1
17년07월	241,169	14.2%	118,855	3.4%	122,314	27.2%	12.5	13.1	42.1
17년08월	234,519	9.9%	121,157	0.8%	113,362	21.7%	15.7	32.4	99.4
17년09월	219,713	16.6%	111,960	6.7%	107,753	29.2%	15.4	52.6	73.5
17년10월	216,634	9.6%	122,247	3.0%	94,387	19.7%	30.2	42.3	56.0
17년11월	231,698	22.0%	138,867	22.4%	92,831	21.4%	31.5	39.0	11.4
17년12월	249,484	23.6%	138,306	20.0%	111,178	28.4%	26.3	6.4	53.7
18년01월	296,730	20.9%	169,245	20.0%	127,485	22.2%	7.1	38.8	25.1
18년02월	233,667	-6.2%	135,413	-8.0%	98,254	-3.6%	15.2	11.7	2.5
18년03월	233,451	8.8%	145,124	10.5%	88,327	6.1%	15.1	9.8	4.2
18년04월	217,860	2.8%	131,264	14.3%	86,596	-10.8%	17.6	8.9	12.0
17년 누적	920,991	21.7	534,413	14.4	386,578	33.6	-	-	-
18년 누적	981,708	6.6	581,046	8.7	400,662	3.6	-	-	-

자료: 모두투어, KB증권 정리

그림 1. 모두투어의 월별 예약률 추이

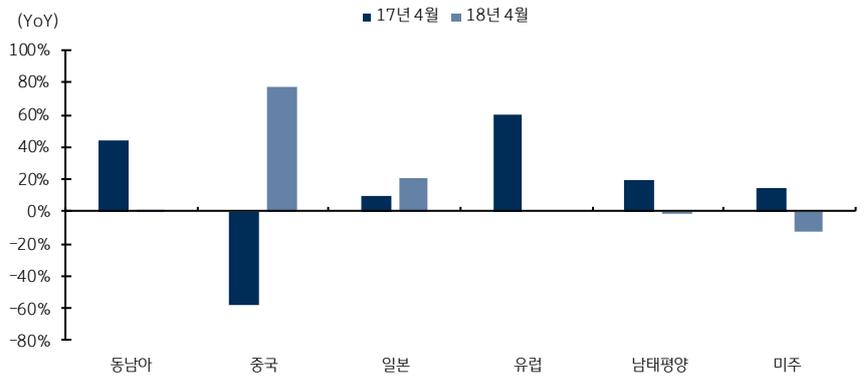
5월, 6월 예약률 각각 17.6%, 8.9%로 집계



자료: 모두투어, KB증권

그림 2. 모두투어 지역별 인원 성장률 비교

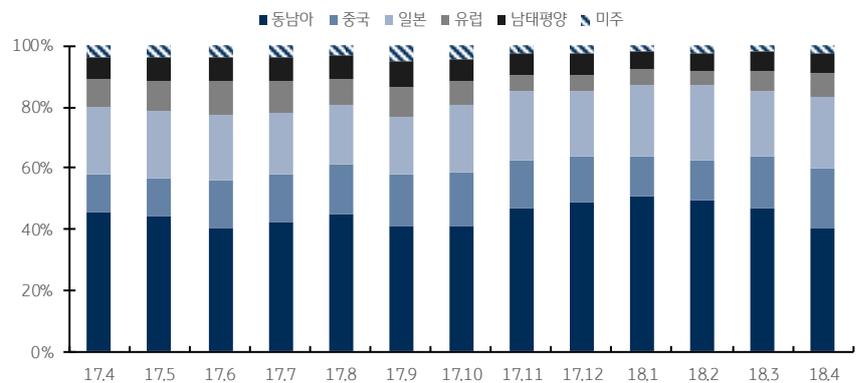
한중 사드(THAAD)이슈 완화로 중국지역 송객인원 고성장



자료: 모두투어, KB증권

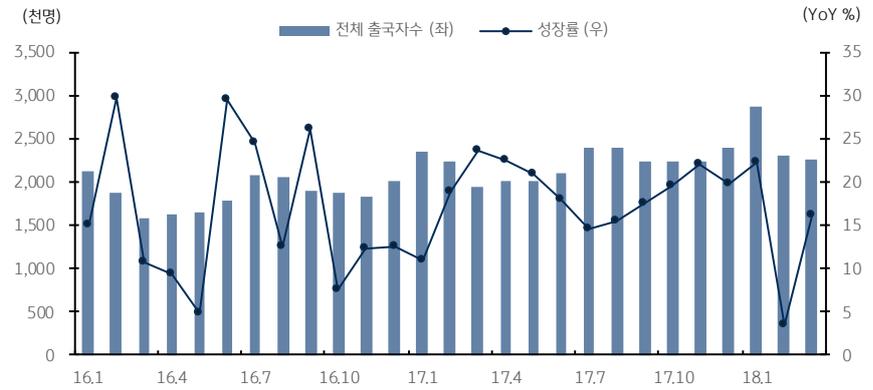
그림 3. 모두투어 지역별 인원 비중

전년대비 중국 인원 비중 확대



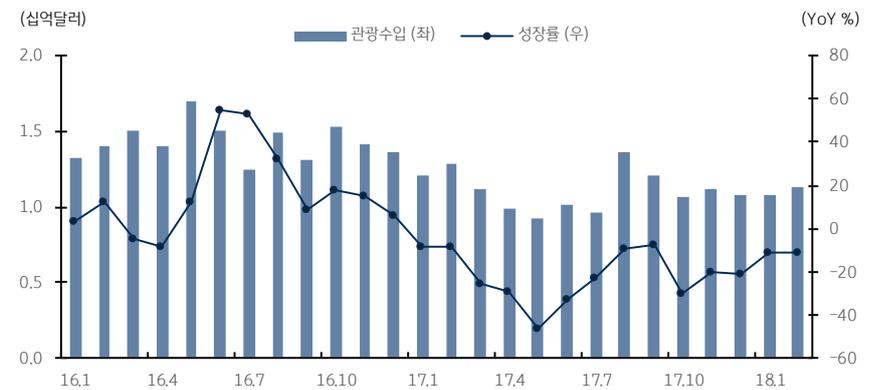
자료: 모두투어, KB증권

그림 4. 전체 출국자수 추이 (월간)



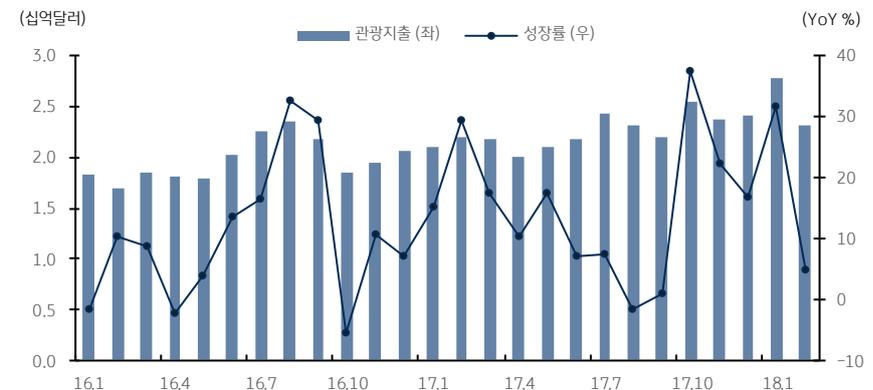
자료: 한국관광공사, KB증권 정리

그림 5. 전체 관광수입 추이 (월간)



자료: 한국관광공사, KB증권 정리

그림 6. 전체 관광지출 추이 (월간)



자료: 한국관광공사, KB증권 정리

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
매출액	237	291	397	458	526
매출원가	11	11	107	125	144
매출총이익	226	280	290	333	381
판매비와관리비	206	248	249	278	313
영업이익	20	32	41	55	69
EBITDA	23	35	45	59	73
영업외손익	3	1	-1	2	2
이자수익	2	1	1	1	1
이자비용	0	0	1	1	1
지분법손익	2	3	2	2	2
기타영업외손익	-1	-3	-3	0	-1
세전이익	23	33	40	57	71
법인세비용	7	9	10	14	18
당기순이익	16	24	30	43	53
지배주주순이익	17	24	31	43	54
수정순이익	17	24	31	43	54

성장성 및 수익성 비율 (%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 성장률	16.0	22.7	36.3	15.5	14.9
영업이익 성장률	22.3	59.6	28.6	32.9	25.1
EBITDA 성장률	17.5	53.2	29.3	29.5	23.3
지배기업순이익 성장률	26.6	44.3	27.3	41.1	23.4
매출총이익률	95.3	96.3	73.1	72.7	72.5
영업이익률	8.5	11.0	10.4	12.0	13.1
EBITDA이익률	9.7	12.1	11.5	12.9	13.8
세전이익률	9.7	11.3	10.2	12.5	13.5
당기순이익률	6.7	8.3	7.7	9.4	10.1

현금흐름표 (십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	32	38	19	32	43
당기순이익	16	24	30	43	53
유무형자산상각비	3	3	4	4	4
기타비현금손익 조정	6	8	8	12	15
운전자본증감	12	12	-14	-13	-12
매출채권감소 (증가)	-8	-10	-5	-5	-5
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	16	9	0	0	0
기타영업현금흐름	-5	-9	-10	-14	-18
투자활동 현금흐름	-6	-54	-23	-23	-23
유형자산투자감소 (증가)	-1	-1	-4	-4	-4
무형자산투자감소 (증가)	-1	0	0	0	0
투자자산감소 (증가)	8	-15	-15	-15	-15
기타투자현금흐름	2	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-12	11	14	13	12
금융부채 증감	1	2	0	0	0
자본의 증감	-8	16	16	16	16
배당금 당기지급액	-5	-7	0	0	0
기타재무현금흐름	0	0	-3	-4	-4
기타현금흐름	0	-1	0	0	0
현금의 증가 (감소)	14	-5	10	22	32
기말현금	58	53	63	85	117
잉여현금흐름 (FCF)	31	37	15	28	39
순현금흐름	29	4	14	26	36
순현금 (순차입금)	93	97	111	137	173

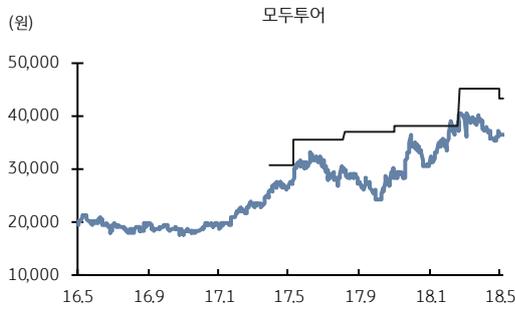
자료: 모두투어, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
자산총계	210	338	369	412	465
유동자산	151	209	231	266	311
현금 및 현금성자산	58	53	63	85	117
단기금융자산	42	91	95	99	103
매출채권	31	43	48	53	58
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	19	21	25	29	33
비유동자산	59	130	137	145	153
투자자산	24	97	105	113	121
유형자산	22	23	23	23	23
무형자산	6	3	2	2	2
기타비유동자산	5	8	8	8	8
부채총계	108	175	175	175	175
유동부채	103	142	142	142	142
매입채무	0	0	0	0	0
단기금융부채	3	15	15	15	15
기타유동부채	100	126	126	126	126
비유동부채	5	33	33	33	33
장기금융부채	4	32	32	32	32
기타비유동부채	0	0	0	0	0
자본총계	103	163	194	237	290
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
기타자본항목	-29	-19	-19	-19	-19
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	98	115	146	189	243
지배자본 계	103	135	166	209	263
비지배자본	-1	28	28	28	27

주요투자지표 (X, %, 원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Multiples					
PER	21.8	22.1	22.4	15.9	12.9
PBR	3.5	4.0	4.2	3.3	2.6
PSR	1.5	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.8	13.3	13.3	9.8	7.5
EV/EBIT	13.5	14.5	14.7	10.6	7.9
배당수익률	2.1	NA	0.0	0.0	0.0
EPS	887	1,279	1,628	2,298	2,835
BPS	5,471	7,134	8,762	11,060	13,895
SPS (주당매출액)	12,544	15,394	20,984	24,229	27,830
DPS (주당배당금)	400	0	0	0	0
배당성향 (%)	41.2	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	16.5	20.3	20.5	23.2	22.7
ROA	8.1	8.8	8.6	11.0	12.1
ROIC	-109.0	-101.0	-121.9	-247.9	-682.5
안정성지표					
부채비율	104.9	107.5	90.5	74.1	60.5
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.5	1.5	1.6	1.9	2.2
이자보상배율 (배)	46.2	66.1	62.1	77.1	95.0
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
매출채권회전율	8.7	7.9	8.8	9.1	9.5
재고자산회전율	111.9	2,263.6	2,838.8	3,277.8	3,764.9

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



모두투어 (080160)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
16-06-03	Buy	25,346	-26.46	-18.16
16-12-03	6개월 경과 이후	25,346	-16.32	-2.11
17-03-29	Buy	30,683	-12.97	-10.54
17-05-11	Buy	35,352	-14.41	-6.98
17-08-06	Buy	37,000	-25.72	-19.19
17-11-01	Buy	38,000	-12.81	2.76
18-02-21	Buy	45,000	-15.37	-10.11
18-05-02	Buy	43,000		

KB증권은 중 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. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
72.9	27.1	-

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 보고서는 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.