

2018년 8월 2일

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

여행수요 부진에 따른 어닝쇼크 기록

모두투어의 2Q18 실적은 매출액 834억원 (-1% YoY), 영업이익 40억원 (-46% YoY)으로 집계되어 시장 컨센서스를 큰 폭으로 하회하는 어닝쇼크를 기록했다. 6월 지방선거, 일본 지진 등 요인으로 여행수요가 둔화되면서 총 송객인원은 3% 성장 (패키지 +13% YoY 티켓 -8% YoY), ASP는 -1% 역성장했다. 수익성 측면에서는 프로모션에 따른 패키지 ASP 하락 (-6% YoY) 및 광고선전비 증가 (+43% YoY), 임금인상 (+13% YoY) 등의 요인이 수익성 부진에 일조했다. 본사 영업이익은 46억원 (-41% YoY)으로 급감했으며, 기타자회사는 6억원의 적자 (적자지속 YoY)를 기록했다.

부진한 7월 출국인원 및 8~10월 예약률로 인해 하반기 출국에 대한 기대감을 낮춰야

하반기에는 여행수요 둔화가 가속화되면서 부진한 업황이 지속될 전망이다. 모두투어의 7월 해외 송객인원 (패키지+티켓)은 10% YoY 감소 (패키지 -7% YoY, 티켓 -13% YoY)를 기록했다. 일본의 자연재해 발생과 대내외 경기 불확실성으로 인한 소비심리 위축으로 여행수요에 부정적 영향이 지속되고 있다. 지역별로는 일본 (-13% YoY) 외에도 유럽 (-2% YoY), 남태평양 (-19% YoY), 미주 (-23% YoY) 등 장거리 노선 위주로 수요가 감소하면서 평균가격 하락에 대한 우려도 존재한다. 예약률은 8월 -1%, 9월 -8%, 10월 11%로 집계되었는데, 추석연휴가 9월 (2017년에는 10월)에 편성되어 있음에도 불구하고 낮은 예약률을 보이는 것은 여행업황의 부진이 하반기에도 지속될 가능성이 높다는 반증이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 36,000원으로 하향 조정

모두투어에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 여행수요 부진을 반영한 2018년, 2019년 실적추정치 하향조정을 감안해 목표주가를 36,000원으로 기존대비 19% 하향조정한다. 목표주가 36,000원은 12개월 fwd. EPS에 PER 21배를 적용해 산정했다. 월간 출국자수 및 예약률 반등의 확인이 전제되어야 주가의 의미 있는 상승이 가능할 전망이다.

Buy 유지

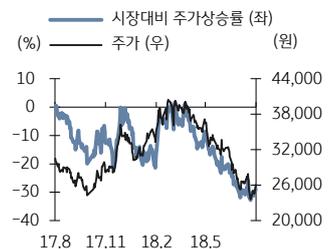
목표주가 (하향, 원)	36,000
Upside / Downside (%)	38.2
현재가 (8/1, 원)	26,050
Consensus Target Price (원)	39,182
시가총액 (억원)	4,923

Trading Data	
Free float (%)	79.6
거래대금 (3M, 십억원)	5.3
외국인 지분율 (%)	41.8
주요주주 지분율 (%)	우종용 외 13 인 15.4
	국민연금 5.3

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.2	-29.9	-25.5	-14.6
시장대비 상대수익률	-0.8	-22.3	-14.3	-29.4

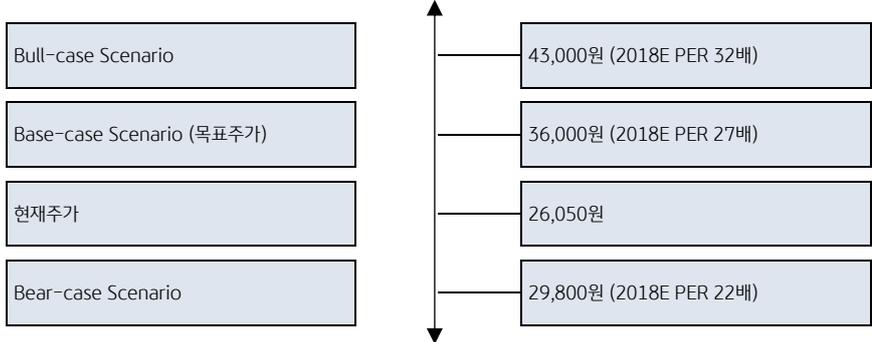
Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	291	354	434	500
영업이익 (십억원)	32	35	45	58
지배주주순이익 (십억원)	24	26	35	45
EPS (원)	1,279	1,355	1,858	2,354
증감률 (%)	44.2	5.9	37.1	26.7
PER (X)	23.8	19.2	14.0	11.1
EV/EBITDA (X)	14.4	11.2	8.7	6.6
PBR (X)	4.3	3.2	2.8	2.3
ROE (%)	20.3	17.9	21.2	22.8
배당수익률 (%)	1.5	1.8	2.5	3.2



자료: 모두투어, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 등인
 1) 2018년 출국자수 성장률 15% 기록
 2) 연결자회사 흑자전환 여부

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	396.6	457.9	353.6	433.5	-10.8	-5.3
영업이익	41.3	54.9	34.6	44.9	-16.2	-18.2
지배주주순이익	31.6	43.4	25.6	35.1	-18.9	-19.2

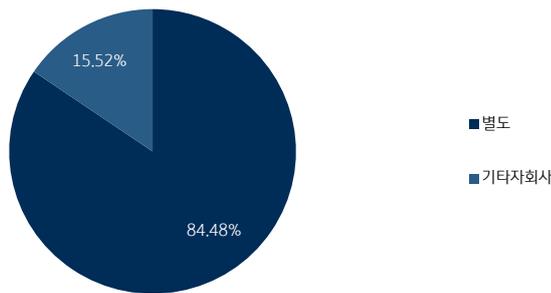
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	353.6	433.5	418.3	474.6	-15.5	-8.7
영업이익	34.6	44.9	37.5	47.8	-7.7	-6.2
지배주주순이익	25.6	35.1	29.9	37.7	-14.4	-6.9

자료: Fnguide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2018E)



자료: KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		ROA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E								
TUI AG-DI	13,757	14.1	12.5	3.3	3.0	7.0	6.3	23.3	24.5	4.0	4.4
UTOUR Group	1,387	25.9	20.5	3.3	2.9	17.2	13.8	12.8	14.7	0.8	0.9
하나투어	913	23.1	16.3	4.0	3.5	9.3	7.4	18.5	23.2	2.0	2.2
HELLOWORLD TRAVEL	485	16.9	14.4	2.9	2.6	6.7	5.9	11.6	12.9	3.5	4.1

자료: Bloomberg consensus, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법): PER Valuation
- 2) 목표주가 산정: 12개월 선행 EPS 1,651원 x multiple 21배
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 43,000원 ~ 29,800원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 2018E PER 27배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2018E	2019E
환율 1% 상승 시	-0.1	-0.1
금리 1%p 상승 시	+10.0	+3.5

표 1. 2Q18 실적과 시장 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)	2Q18P	1Q18	QoQ	2Q17	YoY	KB증권 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	83.4	109.8	(24.0)	84.1	(0.8)	87.8	(5.0)	92.5	(9.8)
영업이익	4.0	9.1	(56.3)	7.3	(45.6)	7.9	(49.8)	7.0	(43.1)
<i>영업이익률</i>	<i>4.8</i>	<i>8.3</i>	<i>(3.5)</i>	<i>8.7</i>	<i>(3.9)</i>	<i>9.0</i>	<i>(4.3)</i>	<i>7.6</i>	<i>(2.8)</i>
지배주주순이익	3.0	8.0	(62.7)	6.1	(51.2)	5.9	(49.3)	5.9	(49.4)
<i>지배주주순이익률</i>	<i>3.6</i>	<i>7.3</i>	<i>(3.7)</i>	<i>7.2</i>	<i>(3.7)</i>	<i>6.7</i>	<i>(3.1)</i>	<i>6.3</i>	<i>(2.8)</i>

자료: FnGuide, KB증권 추정

표 2. 모두투어 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	90.4	84.1	72.7	77.0	109.8	83.4	78.7	81.7	237.1	324.2	353.6	433.5
(YoY %)	51.9	55.0	13.2	30.3	21.5	(0.8)	8.2	6.1	16.0	36.8	9.1	22.6
별도	79.5	73.2	62.5	65.2	94.3	70.4	66.4	67.6	205.8	280.4	298.8	364.9
항공권판매수수료	3.4	3.7	3.7	4.8	5.0	3.5	4.6	5.8	15.3	15.7	18.9	21.8
해외여행알선수입	62.5	56.9	51.7	53.5	77.2	57.7	54.0	54.3	171.5	224.6	243.2	304.6
기타알선수입 등	13.6	12.6	7.1	6.9	12.1	9.3	7.8	7.6	19.0	40.1	36.7	38.6
기타 자회사	10.9	10.9	10.2	11.7	15.5	13.0	12.2	14.1	31.3	43.8	54.9	68.6
영업이익	11.0	7.3	8.1	5.5	9.1	4.0	9.9	11.5	20.1	32.0	34.6	44.9
(YoY %)	154.8	99.9	(2.3)	45.4	(17.1)	(45.6)	22.2	107.8	22.3	59.1	8.0	29.7
<i>영업이익률 (%)</i>	<i>12.2</i>	<i>8.7</i>	<i>11.2</i>	<i>7.2</i>	<i>8.3</i>	<i>4.8</i>	<i>12.6</i>	<i>14.1</i>	<i>8.5</i>	<i>9.9</i>	<i>9.8</i>	<i>10.3</i>
별도	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	9.2	10.1	25.5	32.9	34.5	40.7
기타 자회사	(0.7)	(0.5)	(0.7)	1.1	(1.4)	(0.6)	0.7	1.4	(5.4)	(0.9)	0.1	4.1
지배주주순이익	8.1	6.1	5.9	4.1	8.0	3.0	6.8	7.8	16.8	24.2	25.6	35.1
(YoY %)	130.5	71.6	(14.5)	45.3	(1.5)	(51.2)	16.8	89.0	26.6	44.2	5.9	37.1
<i>순이익률 (%)</i>	<i>8.9</i>	<i>7.2</i>	<i>8.1</i>	<i>5.4</i>	<i>7.3</i>	<i>3.6</i>	<i>8.7</i>	<i>9.6</i>	<i>7.1</i>	<i>7.5</i>	<i>7.2</i>	<i>8.1</i>

자료: 모두투어, KB증권 추정

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	353.6	396.6	(10.8)	418.3	(15.5)	433.5	457.9	(5.3)	474.6	(8.7)
영업이익	34.6	41.3	(16.2)	37.5	(7.7)	44.9	54.9	(18.2)	47.8	(6.2)
<i>영업이익률</i>	<i>9.8</i>	<i>10.4</i>	<i>(0.6)</i>	<i>9.0</i>	<i>0.8</i>	<i>10.3</i>	<i>12.0</i>	<i>(1.6)</i>	<i>10.1</i>	<i>0.3</i>
지배주주순이익	25.6	31.6	(18.9)	29.9	(14.4)	35.1	43.4	(19.2)	37.7	(6.9)
<i>지배주주순이익률</i>	<i>7.2</i>	<i>8.0</i>	<i>(0.7)</i>	<i>7.2</i>	<i>0.1</i>	<i>8.1</i>	<i>9.5</i>	<i>(1.4)</i>	<i>7.9</i>	<i>0.2</i>

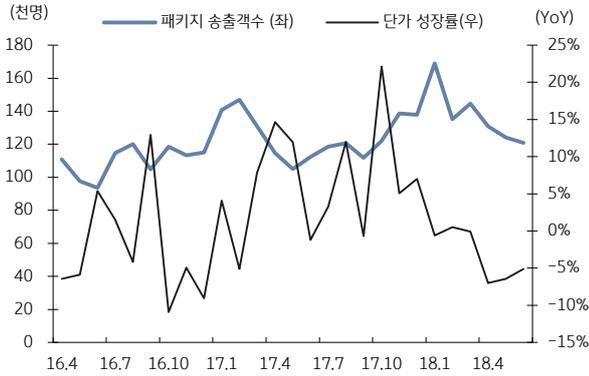
자료: FnGuide, KB증권 추정

표 4. 모두투어 송출객수 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
18년05월	214,421	6.6%	124,355	18.1%	90,066	-6.1%	10.3	11.1	9.9
18년06월	218,202	0.4%	121,159	7.5%	97,043	-7.2%	12.7	15.5	11.7
18년07월	217,050	-10.0%	110,618	-6.9%	106,432	-13.0%	(0.5)	(7.8)	10.9
17년 누적	1,580,667	20.8	871,232	12.6	709,435	32.7	-	-	-
18년 누적	1,631,381	3.2	937,178	7.6	694,203	-2.1	-	-	-

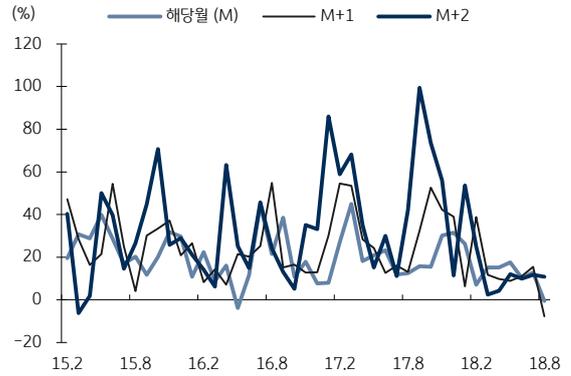
자료: 모두투어, KB증권

그림 1. 패키지 송출객수 및 단가 성장률 추이



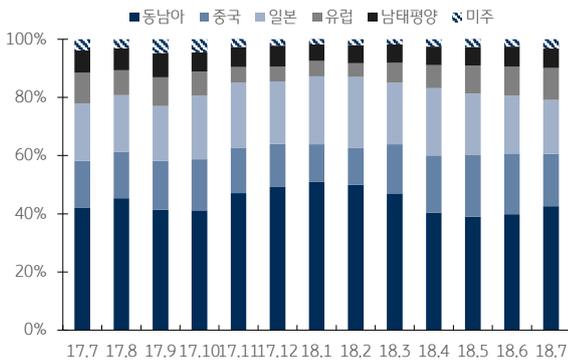
자료: 모두투어, KB증권

그림 2. 모두투어 예약률 추이



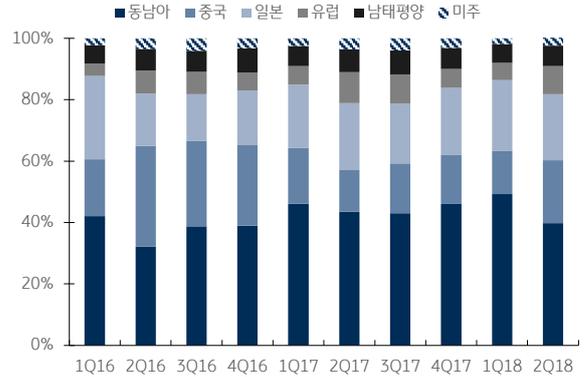
자료: 모두투어, KB증권

그림 3. 지역별 패키지 송출객수 비중 (월간)



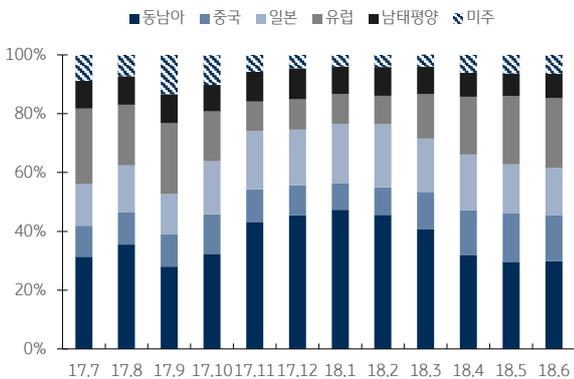
자료: 모두투어, KB증권

그림 4. 지역별 패키지 송출객수 비중 (분기)



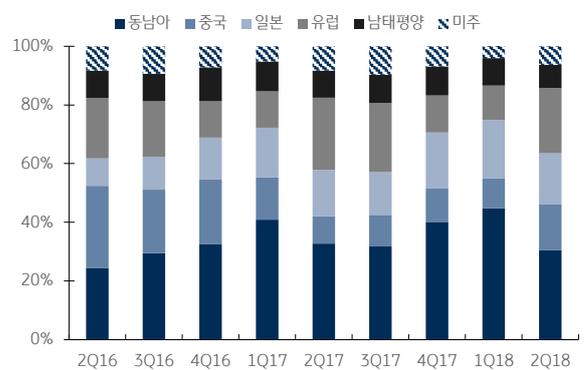
자료: 모두투어, KB증권

그림 5. 지역별 매출액 비중 (월간)



자료: 모두투어, KB증권

그림 6. 지역별 매출액 비중 (분기)



자료: 모두투어, KB증권

포괄손익계산서

(십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
매출액	237	291	354	434	500
매출원가	11	11	66	106	122
매출총이익	226	280	288	328	378
판매비와관리비	206	248	253	283	320
영업이익	20	32	35	45	58
EBITDA	23	35	38	48	61
영업외손익	3	1	1	2	2
이자수익	2	1	2	2	2
이자비용	0	0	1	1	1
지분법손익	2	3	0	1	1
기타영업외손익	-1	-3	1	1	1
세전이익	23	33	36	47	60
법인세비용	7	9	10	12	15
당기순이익	16	24	25	35	44
지배주주순이익	17	24	26	35	45
수정순이익	17	24	26	35	45

성장성 및 수익성 비율

(%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 성장률	16.0	22.7	21.6	22.6	15.3
영업이익 성장률	22.3	59.6	7.7	29.7	28.8
EBITDA 성장률	17.5	53.2	9.1	26.5	26.5
지배기업순이익 성장률	26.6	44.3	5.9	37.1	26.7
매출총이익률	95.3	96.3	81.4	75.6	75.6
영업이익률	8.5	11.0	9.8	10.4	11.6
EBITDA이익률	9.7	12.1	10.8	11.2	12.3
세전이익률	9.7	11.3	10.1	10.8	11.9
당기순이익률	6.7	8.3	7.2	8.0	8.8

현금흐름표

(십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	32	38	5	23	33
당기순이익	16	24	25	35	44
유무형자산상각비	3	3	4	4	4
기타비현금손익 조정	6	8	10	12	15
운전자본증감	12	12	-25	-14	-14
매출채권감소 (증가)	-8	-10	-4	-5	-5
재고자산감소 (증가)	0	0	-12	0	0
매입채무증가 (감소)	16	9	-2	0	0
기타영업현금흐름	-5	-9	-9	-12	-15
투자활동 현금흐름	-6	-54	-22	-25	-25
유형자산투자감소 (증가)	-1	-1	-3	-4	-4
무형자산투자감소 (증가)	-1	0	0	0	0
투자자산감소 (증가)	8	-15	-17	-17	-17
기타투자현금흐름	2	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-12	11	7	6	3
금융부채 증감	1	2	0	0	0
자본의 증감	-8	16	16	16	16
배당금 당기지급액	-5	-7	-8	-9	-12
기타재무현금흐름	0	0	-1	-2	-2
기타현금흐름	0	-1	1	0	0
현금의 증가 (감소)	14	-5	-9	5	11
기말현금	58	53	44	49	60
잉여현금흐름 (FCF)	31	37	1	19	29
순현금흐름	29	4	-6	9	15
순현금 (순차입금)	93	97	92	100	115

자료: 모두투어, KB증권 추정

재무상태표

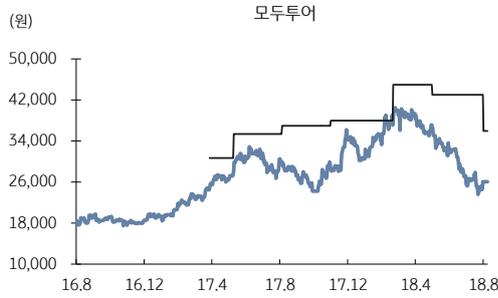
(십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
자산총계	210	338	360	386	418
유동자산	151	209	225	242	266
현금 및 현금성자산	58	53	44	49	60
단기금융자산	42	91	95	99	103
매출채권	31	43	48	53	58
재고자산	0	0	13	13	13
기타유동자산	19	21	25	29	33
비유동자산	59	130	135	144	152
투자자산	24	97	101	109	117
유형자산	22	23	24	24	25
무형자산	6	3	2	2	2
기타비유동자산	5	8	8	8	8
부채총계	108	175	180	180	180
유동부채	103	142	147	147	147
매입채무	0	0	0	0	0
단기금융부채	3	15	15	15	15
기타유동부채	100	126	132	132	132
비유동부채	5	33	33	33	33
장기금융부채	4	32	32	32	32
기타비유동부채	0	0	0	0	0
자본총계	103	163	180	206	238
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	132	158	191
지배자분 계	103	135	152	178	211
비지배자분	-1	28	28	28	27

주요투자지표

(X, %, 원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Multiples					
PER	21.8	23.8	19.2	14.0	11.1
PBR	3.5	4.3	3.2	2.8	2.3
PSR	1.5	2.0	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.8	14.4	11.2	8.7	6.6
EV/EBIT	13.5	15.8	12.4	9.4	7.0
배당수익률	2.1	1.5	1.8	2.5	3.2
EPS	887	1,279	1,355	1,858	2,354
BPS	5,471	7,134	8,043	9,444	11,173
SPS (주당매출액)	12,544	15,394	18,712	22,936	26,448
DPS (주당배당금)	400	450	477	653	828
배당성향 (%)	41.2	33.9	33.7	33.7	33.7
수익성지표					
ROE	16.5	20.3	17.9	21.2	22.8
ROA	8.1	8.8	7.3	9.3	11.0
ROIC	-109.0	-101.0	-113.5	-388.9	4,713.8
안정성지표					
부채비율	104.9	107.5	100.1	87.4	75.6
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.5	1.5	1.5	1.7	1.8
이자보상배율 (배)	46.2	66.1	32.7	50.9	66.4
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.1	1.0	1.2	1.2
매출채권회전율	8.7	7.9	7.8	8.6	9.0
재고자산회전율	111.9	2,263.6	56.0	34.7	40.0

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



모두투어 (080160)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
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	-31.55	-15.00
18-08-02	Buy	36,000		

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. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
74.2	25.8	-

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 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.