



2021년 9월 10일

롯데관광개발 (032350)

온기 반영되는 카지노 실적

음식료/엔터/레저 Analyst 이선화
02-6114-2939 leesunhwa@kbfq.com

카지노 단골 고객 확보

롯데관광개발에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 28,000원을 유지한다. 롯데관광개발은 지난 6월 11일 드림타워 카지노를 오픈, 6월 드롭액은 323억원을 기록하였다. 2분기에는 약 20일간의 영업일수로 인해 당초 예상 (월 600억원 수준)보다 낮은 드롭액 규모를 기록했지만, 3분기는 기대치를 상회하는 드롭액을 기록할 것으로 기대한다. 7-8월 여름 성수기를 맞이하여 제주 관광 겸 드림타워 카지노를 방문한 국내 거주 외국인들이 늘어났고, 오픈 이후 단골 고객들이 형성되었기 때문이다. 9월에는 추석 연휴도 있어 3분기 드롭액은 약 2,260억원을 기록할 것으로 전망한다. 홀드율은 2분기 13%에서 3분기 10%로 소폭 하락할 것으로 예상한다.

호텔 여름 휴가 성수기

호텔의 경우, 여름 성수기를 맞이하여 ADR (Average Daily Room Rate, 평균객실단가)이 2분기 약 27만원에서 약 29만원으로 상승하고, OCC (Occupancy, 객실점유율) 또한 2분기 70%에서 3분기 72%로 소폭 상승할 것으로 전망한다. 성수기임에도 불구하고 OCC가 소폭 상승하는 데 그칠 것으로 전망하는 이유는 9월 타워2 객실 오픈 및 제주도 사회적 거리두기 4단계 실시로 인한 것으로, 모수가 늘어나서 OCC 증가 속도가 더뎌 보일 수 있으나 판매 객실이 늘어남으로 인한 긍정적 효과이다.

위드 코로나, MICE 시설 이용 증가 기대

최근 위드 코로나에 대한 기대감이 확산되고 있다. 그랜드 하얏트 제주는 5성급 호텔로 14개의 F&B 업장과 다양한 MICE (Meeting 기업회의, Incentives 포상관광, Convention 컨벤션, Exhibition 전시) 시설을 보유하고 있다. 11월경 위드 코로나로 방역체계가 전환되면, 각종 기업 행사가 늘어나면서 호텔 이용도 더욱 활발해질 것으로 기대한다. 또한 9월 5차 재난지원금이 지급되고 코로나19 델타 변이 확산으로 인해 이연된 휴가 수요가 연말까지 이어지면서 4분기 꾸준한 호텔 실적 개선 및 분기 영업이익 흑자전환을 전망한다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	28,000
Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	44.3
현재가 (9/9, 원)	19,400
Consensus target price (원)	28,500
시가총액 (조원)	1.3
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

Earnings Forecast & Valuation

계산기말	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	17	145	422	503
영업이익 (십억원)	-71	-81	119	169
지배주주순이익 (십억원)	-82	-140	46	88
EPS (원)	-1,183	-2,015	671	1,271
증감률 (%)	적지	적지	확전	89.4
P/E (x)	N/A	N/A	28.9	15.3
EV/EBITDA (x)	N/A	N/A	12.0	9.1
P/B (x)	4.5	13.0	9.0	5.7
ROE (%)	-30.4	-83.9	36.7	45.5
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0

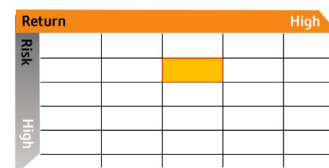
Trading Data

Free float (%)	45.8
거래대금 (3m, 십억원)	9.9
외국인 지분율 (%)	6.7
주요주주 지분율 (%)	김기병 외 5 인 53.4 국민연금공단 10.3

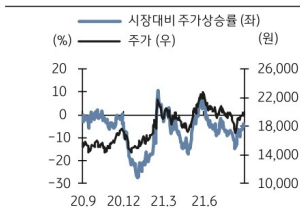
Stock Price Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.3	-14.9	0.8	21.6
시장대비 상대수익률	2.3	-12.1	-3.7	-7.2

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance



자료: 롯데관광개발, KB증권

롯데관광개발(032350)

2021년 9월 10일

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	36,000원 (Implied P/E 33.6배)		Base-case Scenario: 향후 추가 동인 1) 2023E 연결 매출액 성장률 +10.0%+25.0% 2) 2023E 연결 영업이익 성장률 +20.0~+50.0%
Base-case Scenario (목표주가)	28,000원 (Implied P/E 26.1배)		Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소 1) 2023E 연결 매출액 성장률 +25.0%를 상회 2) 2023E 연결 영업이익 성장률 +50.0%를 상회
현재주가	19,400원		Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소 1) 2023E 연결 매출액 성장률 +10.0%를 하회 2) 2023E 연결 영업이익 성장률 +20.0%를 하회
Bear-case Scenario	16,500원 (Implied P/E 15.4배)		

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	272	506	145	422	-46.7	-16.7
영업이익	-19	132	-81	119	N/A	-9.5
지배주주순이익	-74	48	-140	46	N/A	-2.8

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

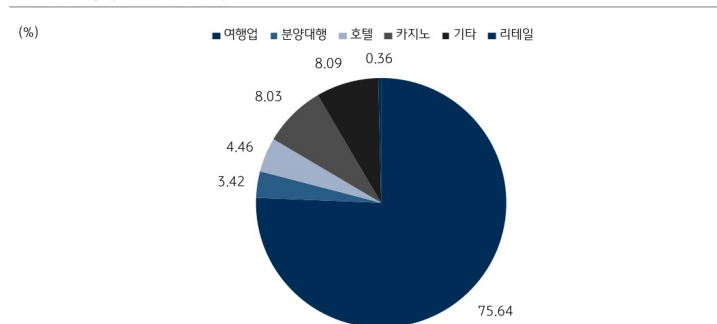
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	145	422	247	490	-41.3	-13.9
영업이익	-81	119	-21	136	N/A	-12.3
지배주주순이익	-140	46	-86	46	N/A	0.3

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정:
WACC 7.94%, 영구성장률 2.11% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
36,000원 ~ 16,500원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd. Implied P/E 25.0배, P/B 8.99배

매출액 구성 (2020년 기준)



자료: 롯데관광개발, KB증권

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2021E	2022E
환율 1% 상승 시	적자축소	0.5
금리 1%p 상승 시	적자확대	-11.7

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
롯데관광개발	1,344	N/A	28.5	9.6	7.1	178.6	10.8	N/A	24.8	N/A	N/A
Galaxy Entertainment Group	34,819	94.9	24.0	3.3	2.9	39.4	15.1	3.5	12.2	0.4	1.3
Sands China	32,403	N/A	17.4	16.3	9.4	31.9	12.6	N/A	54.3	0.9	7.5
Wynn Macau	7,477	N/A	36.9	N/A	N/A	37.4	12.3	N/A	N/A	0.1	3.7

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권

롯데관광개발(032350)

2021년 9월 10일

표 1. 롯데관광개발 목표주가 산출 내역 (DCF)

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Terminal Value
현금흐름추정									
영업이익	a	-71	-81	119	169	225	283	334	367
한계법인세율(%)	b	25	25	25	25	25	25	25	25
NOPLAT	c=a*(1-b)	-54	-61	90	127	169	212	250	275
감가상각비	d	18	64	62	63	54	46	39	33
총 현금흐름	e=c+d	-36	3	152	190	223	258	289	308
운전자본 증감	f	-50	32	-23	-7	-14	-21	-27	-32
설비투자 (Capex)	g	-552	-104	-40	-80	-78	-77	-75	-74
총투자	h=f+g	-602	-73	-63	-87	-93	-98	-102	-106
FCFF	i=e+h	-638	-69	89	103	130	160	187	202
Adjusted FCF				30	98	120	149	177	197
현금흐름의 현재 가치									
WACC			7.94%						
영구성장률			2.11%						
할인율			0.0%	7.9%	16.5%	25.8%	35.7%	46.5%	58.2%
PV of Terminal Value			18	90	103	118	130	134	2,177
Valuation									
현금흐름 합산 (현재 가치)	j		2,771						
순현금	k		-834						
비연결 관계기업투자	l		1						
비지배주주지분	m		-3						
적정 기업가치	n=j+k+l-m		1,942						
유통주식수 (천 주)	o		69,276						
목표주가 (원)	p=n/o		28,000						
현재주가 (9/9, 원)			19,400						
상승여력 (%)			44.3						
12m Fwd. EPS			1,121						
12m Fwd. BVPS			3,114						
목표주가의 12m Fwd. P/E (X)			25.0						
목표주가의 12m Fwd. P/B (X)			8.99						

자료: 롯데관광개발, KB증권 추정

표 2. 롯데관광개발 WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(원)	WACC →											
Terminal Growth ↓		7.2%	7.3%	7.4%	7.5%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%	8.0%	8.1%	8.2%
1.9%		29,974	29,333	28,705	28,090	27,489	26,900	26,062	25,249	24,462	23,700	22,961
2.0%		30,531	29,878	29,238	28,612	27,999	27,400	26,546	25,719	24,917	24,140	23,388
2.1%		31,200	28,613	28,000	28,000	28,000	28,000	27,127	26,282	25,463	24,669	23,900
2.2%		31,869	31,186	30,519	29,865	29,226	28,600	27,709	26,845	26,008	25,198	24,412
2.3%		32,537	31,841	31,159	30,492	29,839	29,200	28,290	27,408	26,554	25,726	24,924

자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 3. 롯데관광개발 WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 상승 여력 변화

(%)	WACC →										
Terminal Growth ↓	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%	8.0%	8.1%	8.2%
1.9%	54.5	51.2	48.0	44.8	41.7	38.7	34.3	30.2	26.1	22.2	18.4
2.0%	57.4	54.0	50.7	47.5	44.3	41.2	36.8	32.6	28.4	24.4	20.6
2.1%	60.8	47.5	44.3	44.3	44.3	44.3	39.8	35.5	31.3	27.2	23.2
2.2%	64.3	60.8	57.3	53.9	50.6	47.4	42.8	38.4	34.1	29.9	25.8
2.3%	67.7	64.1	60.6	57.2	53.8	50.5	45.8	41.3	36.9	32.6	28.5

자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

롯데관광개발(032350)

2021년 9월 10일

표 4. 롯데관광개발 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	17	23	14	34	13	1	1	2	12	25	46	63	88	17	145	422
% YoY	2.8	1.2	-31.3	107.7	-25.4	-97.3	-91.1	-94.0	-5.2	3,915	3,630	2,921	16.3	-81.0	763.3	191.4
카드노										3	23	25			47	237
호텔									11	20	21	36			93	159
영업이익	-1	1	-9	-8	-8	-12	-13	-39	-38	-30	-16	2	-16	-71	-81	119
영업이익률 (%)	-6.6	4.7	-62.2	-22.0	-59.1	-2,006	-1,045	-1,872	-310.1	-120.5	-35.0	3.0	-18.3	-425.6	-56.3	28.3
% YoY	적전	-74.8	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전
세전이익	1	8	-10	-13	-13	-12	-11	-45	-58	-45	-31	-11	-14	-82	-145	62
세전이익률 (%)	4.5	34.7	-69.3	-37.7	-98.4	-2,035	-902.5	-2,194	-477.5	-181.8	-67.6	-17.6	-15.6	-486.1	-99.9	14.7
% YoY	133.3	흑전	적전	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
지배주주순이익	0	7	-9	-13	-13	-12	-11	-47	-54	-44	-30	-11	-15	-82	-140	46
지배주주순이익률 (%)	-0.2	32.6	-66.8	-37.2	-97.2	-1,914	-880.3	-2,269	-446.1	-180.3	-66.3	-17.2	-16.4	-488.5	-96.4	11.0
% YoY	적전	흑전	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전

자료: 롯데관광개발, KB증권 추정

표 5. 제주 드림타워 객실 홈쇼핑 판매 내역

일자	홈쇼핑	객실 수	1 박 가격	이용 기간	비고
2021-02-14	CJ 오쇼핑	9,725	주중 31만원 (2 박 59만원) 금토일 38만원 (2 박 73만원)	2월 21일 ~ 5월 23일	첫 홈쇼핑 판매로 60분 만에 완판 2 박 구매 비중 83%
2021-03-06	CJ 오쇼핑	6,015	주중 31만원 (2 박 59만원) 금토일 38만원 (2 박 73만원)	3월 10일 ~ 6월 20일	지난 2월 14일 방송 인기에 힘입은 앵콜 방송
2021-03-28	현대홈쇼핑	9,048	주중 33만원 (2 박 62만원) 금토일 39만원 (2 박 68만원)	4월 4일 ~ 7월 11일	70분 만에 완판
2021-04-20	GS 홈쇼핑	3,810*	주중 35만원 선	5월 6일 ~ 8월 6일	
2021-05-09	현대홈쇼핑	10,024	주중 38~48만원 (2 박 70~90만원) 금토일 44~54만원 (2 박 76~102만원)	5월 23일 ~ 8월 23일	70분 만에 완판
2021-05-30	CJ 온스타일	8,478	주중 39~49만원 (2 박 72~92만원) 금토일 45~55만원 (2 박 78~104만원)	6월 14일 ~ 9월 14일	65분 만에 완판 (방송 전후 판매 포함)
2021-06-20	롯데홈쇼핑	4,476*	주중 36~46만원 (2 박 68~88만원) 금토일 42~52만원 (2 박 74~100만원)	7월 12일 ~ 10월 17일	
2021-08-08	현대홈쇼핑	11,224	주중 36~42만원 (2 박 68~80만원) 금토일 42~48만원 (2 박 74~86만원)	9월 1일 ~ 12월 1일	70분 만에 완판
2021-08-27	카카오메이커스	1,281*	주중 29만 9천원~39만 9천원 주말 35만 9천원~45만 9천원	9월 17일 ~ 12월 17일	9월 3일 판매 종료
2021-09-10	K 쇼핑	판매예정	주중 32~42만원 (2 박 60만원~80만원) 금토일 38~48만원 (2 박 66만원~92만원)	9월 22일 ~ 12월 30일	
2021-09-12	K 쇼핑	판매예정	주중 32~42만원 (2 박 60만원~80만원) 금토일 38~48만원 (2 박 66만원~92만원)	9월 22일 ~ 12월 30일	

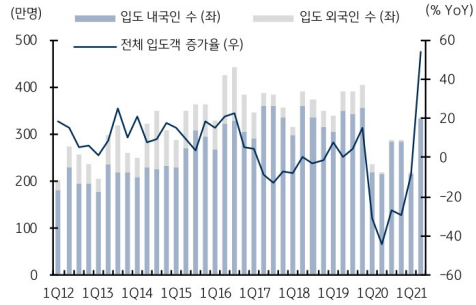
자료: 언론 보도, GS SHOP, KB증권

주: GS홈쇼핑, 롯데홈쇼핑 판매 객실 수는 추정치, 카카오메이커스 판매 객실 수는 8월 30일 누적 기준

롯데관광개발(032350)

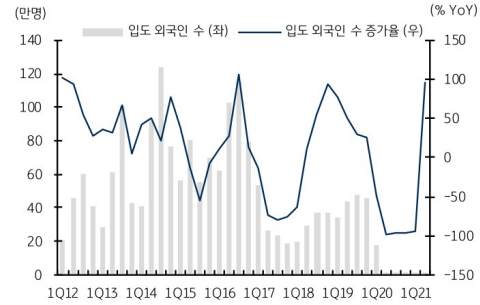
2021년 9월 10일

그림 1. 제주도 입도객 추이



자료: 제주관광공사, KB증권

그림 2. 제주도 입도 외국인 추이



자료: 제주관광공사, KB증권

롯데관광개발(032350)

2021년 9월 10일

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2019A (IFRS-C)	2020A (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)
매출액	88	17	145	422	503
매출원가	66	17	0	0	0
매출총이익	23	0	145	422	503
판매비와관리비	39	72	226	302	334
영업이익	-16	-71	-81	119	169
EBITDA	-12	-53	-17	182	232
영업외손익	2	-10	-63	-58	-63
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	1	9	59	59	59
지분법손익	0	-1	-2	-3	-3
기타영업외손익	2	0	-3	4	-1
세전이익	-14	-82	-145	62	106
법인세비용	1	1	-5	15	18
당기순이익	-15	-82	-140	47	88
지배주주순이익	-15	-82	-140	46	88
수정순이익	-15	-82	-140	46	88

성장성 및 수익성 비율 (%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 성장률	16.3	-81.0	763.3	191.4	19.2
영업이익 성장률	적전	적지	적지	흑전	41.3
EBITDA 성장률	적전	적지	적지	흑전	27.4
지배기업순이익 성장률	적지	적지	적지	흑전	89.6
매출총이익률	25.8	1.6	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-18.3	-425.6	-56.3	28.3	33.6
EBITDA이익률	-13.0	-518.5	-11.7	43.1	46.1
세전이익률	-15.6	-486.2	-99.9	14.7	21.1
지배기업순이익률	-16.4	-488.6	-96.4	11.0	17.5

현금흐름표 (십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-23	-114	-2	88	147
당기순이익	-15	-82	-140	47	88
유형자산상각비	5	18	64	62	63
기타현금손익 조정	1	13	50	18	21
운전자본증감	-14	-50	32	-23	-7
매출채권감소 (증가)	-6	-21	29	-5	-2
재고자산감소 (증가)	-4	0	-4	-30	-7
매입채무증가 (감소)	-9	-17	3	12	6
기타운전자본증감	5	-11	5	0	-5
기타영업현금흐름	0	-13	-9	-15	-18
투자활동 현금흐름	-38	-579	-92	-41	-81
유형자산투자감소 (증가)	-212	-552	-104	-40	-80
무형자산투자감소 (증가)	0	-3	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	0	-9	0	0	0
기타투자현금흐름	174	-14	14	0	0
재무활동 현금흐름	65	735	39	5	-9
금융부채 증감	64	735	73	7	-8
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	1	0	-34	-2	-2
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	3	42	-55	53	56
기말현금	16	58	3	56	112
잉여현금흐름 (FCF)	-235	-667	-107	48	67
순현금흐름	-213	-700	-138	46	64
순현금 (순차입금)	-42	-742	-880	-834	-770

자료: 롯데관광개발, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2019A (IFRS-C)	2020A (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)
자산총계	575	1,198	1,093	1,159	1,246
유동자산	53	125	32	119	189
현금 및 현금성자산	16	58	3	56	112
단기금융자산	10	24	10	10	10
매출채권	0	1	4	9	10
재고자산	4	4	8	38	45
기타유동자산	22	38	6	6	11
비유동자산	522	1,074	1,061	1,040	1,058
투자자산	22	31	35	35	35
유형자산	446	988	953	932	950
무형자산	47	50	49	49	48
기타비유동자산	7	4	25	25	25
부채총계	269	972	993	1,013	1,012
유동부채	251	212	146	164	163
매입채무	0	1	10	22	28
단기금융부채	66	87	69	76	68
기타유동부채	185	125	67	67	67
비유동부채	19	760	848	849	849
장기금융부채	3	737	824	824	824
기타비유동부채	15	23	24	25	25
자본총계	306	226	100	146	234
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	526	526	537	537	537
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	12	14	17	17	17
이익잉여금	-264	-345	-485	-439	-351
지배지분 계	309	230	103	150	238
비지배지분	-3	-3	-4	-4	-3

주요투자지표 (X, %, 원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Multiples					
P/E	N/A	N/A	N/A	28.9	15.3
P/B	3.2	4.5	13.0	9.0	5.7
P/S	11.0	62.0	9.3	3.2	2.7
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	12.0	9.1
EV/EBIT	N/A	N/A	N/A	18.2	12.5
배당수익률	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
EPS	-213	-1,183	-2,015	671	1,271
BVPS	4,460	3,513	1,490	2,160	3,432
SPS (주당매출액)	1,295	242	2,090	6,090	7,258
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	-4.9	-30.4	-83.9	36.7	45.5
ROA	-2.7	-9.3	-12.2	4.1	7.3
ROIC	-7.4	-11.5	-9.6	9.4	13.9
안정성지표					
부채비율	88.1	430.1	997.0	693.0	431.9
순차입비율	13.9	328.1	882.9	570.6	328.6
유동비율	0.2	0.6	0.2	0.7	1.2
이자보상배율 (배)	-14.5	-7.8	-1.4	2.0	2.9
활동성지표					
총자산회전율	0.2	0.0	0.1	0.4	0.4
매출채권회전율	167.7	33.0	60.4	64.3	51.7
매입채무회전율	482.2	37.6	26.5	26.2	20.1
재고자산회전율	41.4	4.1	23.5	18.1	12.1

롯데관광개발(032350)

2021년 9월 10일

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



롯데관광개발 (032350)				
변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%)
				평균 최고/최저
21-06-10	Buy	이선화	28,000	

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

투자등급 비율 (2021. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
81.1	18.9	-

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 종족 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 어떠한 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.