비에이치 (090460)

시간이 더 필요할 IT OLED 실적 개선

KB증권

더 많은 리포트 보기

2025년 7월 10일

스마트폰 / 2차전지 소재 Analyst 이창민
cm.lee@kbfg.com

목표주가 17,000원으로 하향, IT OLED 저조한 가동률로 인해 당분간 수익성 부진 불가피

비에이치에 대한 투자의견 Buy를 유지하지만, 목표주가를 기존 21,000원에서 17,000원으로 -19% 하향한다. 목표주가는 RIM Valuation을 통해 산정되었으며, Implied P/E는 8.3배다. 목표주가를 하향한 이유는 2025년 지배주주순이익 추정치를 기존 추정치 대비 -56% 하향 조정했기 때문이다. IT OLED 생산라인의 가동률 개선이 예상보다 더디게 진행되고 있어 당분간 고정비 부담으로 인한 수익성 부진이 지속되는 점을 반영한 결과다. KB증권의 2025E EPS는 컨센서스 대비 -15% 낮은 수준이며, 목표주가 대비 현 주가의 상승여력은 34.3%다.

2Q25 실적 컨센서스 하회 전망, 원/달러 환율 하락, IT OLED 적자 영향 등

비에이치의 2025년 2분기 실적은 매출액 3,893억원 (-17% YoY), 영업이익 82억원 (-74% YoY, 영업이익률 2.1%)으로 추정되어 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. ① 2분기 평균 원/달러 환율 (1,401원)이 1분기 (1,453원) 대비 -3.5% 하락해 실적 하방 압력으로 작용할 전망이다. ② 전방 수요 부진으로 인한 IT OLED (태블릿, 노트북 등)향 기판 적자가 지속되고 있다. 자동차 디스플레이 패널향 제품 생산 등을 통해 가동률 개선 노력을 기울이고 있으나, 현재 가동률은 30%에 못미쳐 분기 100억원 수준의 적자가 발생중인 것으로 추정된다. ③ 북미 고객사 플래그십 스마트폰향 제품 출하 시기가 정상화 된 점도 아쉬운 요인이다. 2024년과 2023년에는 북미 고객사 플래그십 스마트폰향 제품 출하가 5월부터 시작되었으나, 올해는 다시 6월부터 시작됨에 따라 높은 기저가 실적의 부담 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

2026년 실적 반등 전망, 태블릿/노트북의 OLED 패널 채용 확대로 IT OLED 흑자전환 전망

비에이치의 2025년 연간 실적은 매출액 1.79조원 (+2% YoY), 영업이익 430억원 (-51% YoY, 영업이익률 2.4%)으로 추정된다. 연 330억원 수준의 적자가 예상되는 IT OLED향 실적 부진으로 수익성 하락이 불가피할 전망이다. 다만 2026년부터는 IT OLED향 실적의 흑자전환이 예상되는데, 북미 고객사 태블릿의 OLED 패널 적용 모델 확대와 대만 노트북향 출하 증가가 기대되기 때문이다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	17,000
Dividend yield* (%)	2.0
Total return (%)	36.3
현재가 (7/9, 원)	12,660
Consensus target price (원)	17,611
시가총액 (억원)	4,363

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

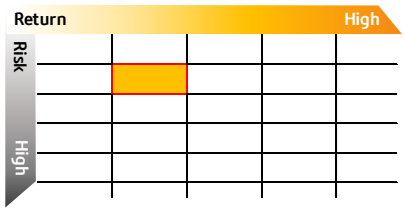
Trading Data

Free float (%)	68.0
거래대금 (3m, 십억원)	2.5
외국인 지분율 (%)	10.1
주요주주 지분율 (%)	이경환 외 6 인 21.4

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	13.4	-27.8	-47.5
시장대비 상대수익률	-7.0	-17.2	-42.7	-53.0

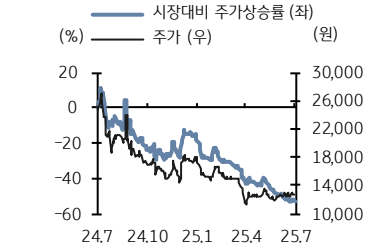
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

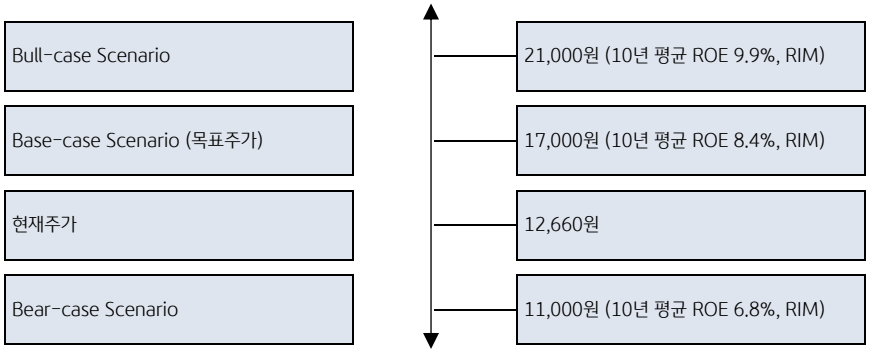
결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,754	1,795	1,892	1,949
영업이익 (십억원)	87	43	111	114
지배주주순이익 (십억원)	67	39	105	110
EPS (원)	1,945	1,145	3,059	3,179
증감률 (%)	-26.1	-41.1	167.2	3.9
P/E (x)	8.9	11.1	4.1	4.0
EV/EBITDA (x)	4.4	5.6	2.7	2.0
P/B (x)	0.8	0.6	0.5	0.5
ROE (%)	9.9	5.4	13.4	12.4
배당수익률 (%)	1.4	2.0	2.8	3.6

Stock Price & Relative Performance



자료: 비에이치, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

1) 25년 SDC 중소형OLED 시장점유율 60%
2) 25년 북미 고객사 스마트폰 출하량 2.19억대

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

1) 25년 SDC 중소형OLED 시장점유율 60% 상회
2) 25년 북미 고객사 스마트폰 출하량 2.19억대 초과

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

1) 25년 SDC 중소형OLED 시장점유율 60% 하회
2) 25년 북미 고객사 스마트폰 출하량 2.19억대 미달

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	1,781	1,835	1,795	1,892	0.7	3.1
영업이익	89	110	43	111	-51.8	0.8
지배주주순이익	90	109	39	105	-56.2	-3.2

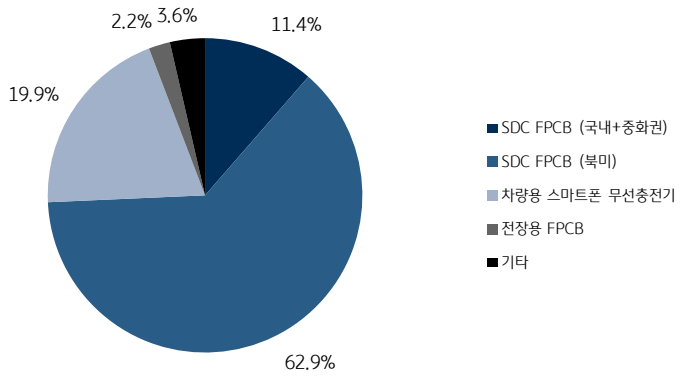
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	1,795	1,892	1,754	1,874	2.3	1.0
영업이익	43	111	58	102	-25.7	9.3
지배주주순이익	39	105	47	85	-15.4	23.7

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (2024년, %)



자료: 비에이치, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
RIM Valuation

2) 목표주가 산정:
COE 8.51%, 영구성장률 0.96% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
21,000원 ~ 11,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
Implied P/E 8.30배, P/B 0.76배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
환율 1% 상승 시	+1.0	+1.0
금리 1%p 상승 시	+0.6	+0.7

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
비에이치	436	11.0	4.1	0.6	0.5	5.6	2.6	5.4	13.3	2.0	2.8
Ibiden	8,490	25.9	19.1	1.7	1.6	7.4	5.8	9.6	14.5	0.7	0.8
Flexium	946	N/A	77.5	0.8	0.8	N/A	11.8	13.1	11.5	2.1	3.0
UMTC	8,849	22.1	12.6	1.9	1.7	6.3	4.7	9.0	22.2	1.6	2.8

자료: Bloomberg 컨센서스, 비에이치는 KB증권 추정

표 1. 잔여이익모델 (RIM) Valuation 목표주가 산정

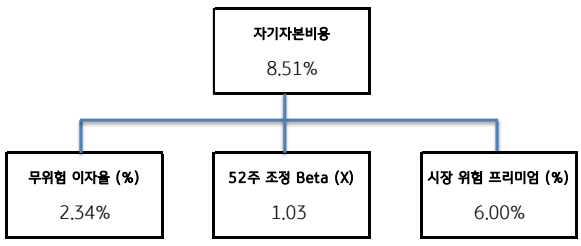
(십억원, %, 천주, 원, X)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
지배주주순이익	67.0	39.5	105.4	109.6	106.5	110.9	85.0	85.9	88.0	89.5	91.0
배당성향	10.1	18.3	10.2	12.7	17.4	22.2	25.0	40.0	55.0	70.0	85.0
지배기업 자기자본 (기말)	715.1	740.9	838.6	934.3	1,026.9	1,119.3	1,179.6	1,240.9	1,301.2	1,362.9	1,423.1
자기자본이익률 (ROE)		5.3	12.6	11.7	10.4	9.9	7.2	6.9	6.8	6.6	6.4
자기자본비용 (COE)		8.51									
무위험이자율 (통안채 1 년)		2.34									
시장위험프리미엄		6.00									
베타 (52 주)		1.03									
ROE-COE		(3.2)	4.1	3.2	1.9	1.4	(1.3)	(1.6)	(1.7)	(1.9)	(2.1)
주주기대수익		60.8	63.0	71.3	79.5	87.4	95.2	100.4	105.6	110.7	115.9
잔여이익		(21.4)	42.4	38.2	27.0	23.5	(10.2)	(14.4)	(17.6)	(21.2)	(24.9)
현가계수		0.96	0.88	0.82	0.75	0.69	0.64	0.59	0.54	0.50	0.46
잔여이익의 현재가치		(20.5)	37.5	31.2	20.3	16.3	(6.5)	(8.5)	(9.5)	(10.6)	(11.5)
잔여이익의 현재가치 합계 (A)		38.1									
영구이익의 현재가치 (B)		(152.0)									
영구성장률		0.96									
지배기업 자기자본 (기초) (C)		715.1									
주주지분가치 (A+B+C)		601.2									
총 주식수		34,464									
주당가치		17,443									
목표주가		**17,000**									
현주가		12,660									
Upside		34.3									
Implied P/E		8.30									
Implied P/B		0.76									

자료: 비에이치, 금융투자협회, FnGuide, KB증권 추정

주1: 7/9 종가 기준

주2: 주주지분가치 = 기초자기자본 + 미래 잔여이익의 합, 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄, 주주기대수익 = 기초자기자본 * 자기자본비용, 잔여이익 = 지배주주순이익 - 주주기대수익

그림 1. 자기자본비용의 주요 가정



자료: KB증권 추정

표 2. 베타 선정 및 산출

구분	52 주	104 주	60 개월
베타	1.13	0.88	0.54
결정계수	0.22	0.12	0.06
역사적 베타 비중	0.22	0.12	0.06
시장 베타 비중	0.78	0.88	0.94
조정 베타	1.03	0.99	0.97

자료: KB증권 추정

표 3. 2분기 연결 실적 Preview

(십억원, %)	2Q24	1Q25	2Q25E		증감률 (%, %p)		차이
			KB 추정	컨센서스	YoY	QoQ	컨센서스 대비
매출액	468.5	332.4	389.3	426.6	-16.9	17.1	-8.8
영업이익	31.3	-25.4	8.2	17.8	-73.8	흑전	-54.0
세전이익	34.3	-24.5	11.6	17.1	-66.2	흑전	-32.2
당기순이익	27.6	-25.5	10.1	16.2	-63.5	흑전	-37.8
영업이익률	6.7	-7.6	2.1	4.2	-4.6	9.7	-2.1
세전이익률	7.3	-7.4	3.0	4.0	-4.3	10.3	-1.0
순이익률	5.9	-7.7	2.6	3.8	-3.3	10.3	-1.2

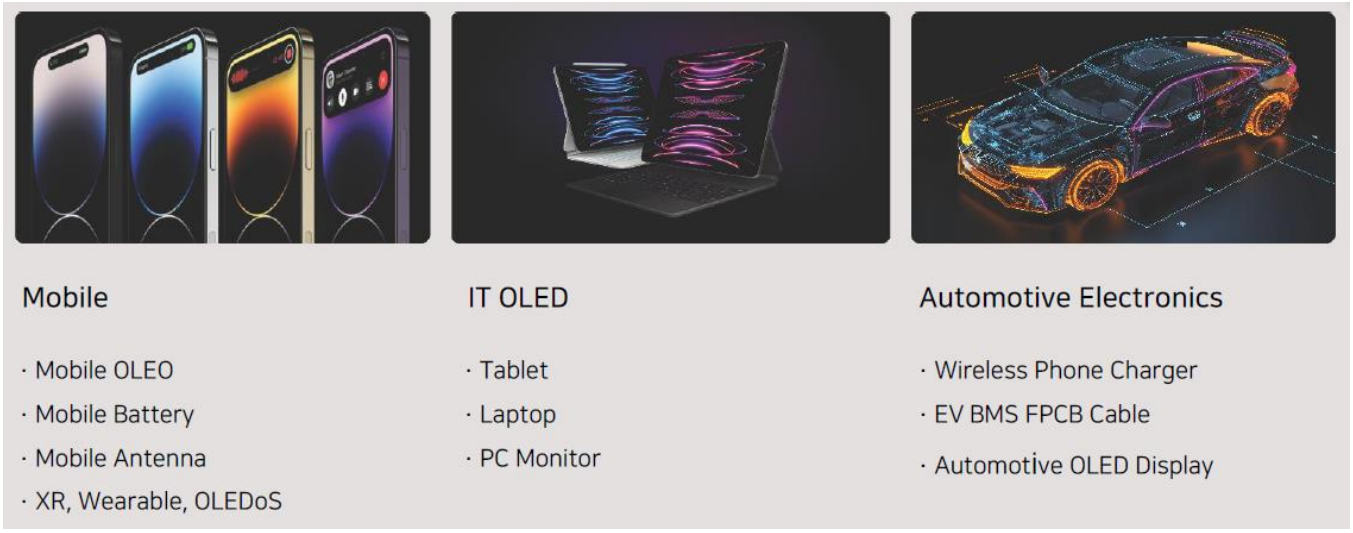
자료: 비에이치, Fnguide, KB증권 추정

표 4. 부문별 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2024				2025E				2024	2025E	2026E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE			
매출액	298.9	468.5	499.2	487.9	332.4	389.3	554.0	518.9	1,754.4	1,794.5	1,892.4
YoY	-4.8	53.5	9.5	-5.6	11.2	-16.9	11.0	6.4	10.2	2.3	5.5
국내/중화권 FPCB	53.0	70.5	32.8	44.0	42.5	49.4	54.1	47.5	200.3	193.5	203.2
비중	17.7	15.0	6.6	9.0	12.8	12.7	9.8	9.2	11.4	10.8	10.7
북미 FPCB	133.5	265.4	364.5	340.0	182.0	225.6	399.1	363.8	1,103.4	1,170.5	1,217.3
비중	44.7	56.7	73.0	69.7	54.7	58.0	72.1	70.1	62.9	65.2	64.3
배터리	6.2	8.2	3.5	2.8	4.5	4.9	4.6	4.8	20.7	18.7	17.8
비중	2.1	1.8	0.7	0.6	1.4	1.3	0.8	0.9	1.2	1.0	0.9
차량용 무선충전기	89.5	94.6	81.8	83.0	89.4	93.2	75.3	79.7	348.9	337.5	348.2
비중	29.9	20.2	16.4	17.0	26.9	23.9	13.6	15.4	19.9	18.8	18.4
전장용 케이블	11.0	14.9	8.5	4.0	3.0	1.2	3.8	4.8	38.4	12.8	22.6
비중	3.7	3.2	1.7	0.8	0.9	0.3	0.7	0.9	2.2	0.7	1.2
기타	5.7	14.9	8.1	14.1	11.0	15.0	17.1	18.3	42.7	61.4	83.3
비중	1.9	3.2	1.6	2.9	3.3	3.9	3.1	3.5	2.4	3.4	4.4
영업이익	8.4	31.3	52.6	-5.3	-25.4	8.2	53.9	6.2	87.1	43.0	111.1
YoY	-5.5	222.9	3.5	적전	적전	-73.8	2.6	흑전	2.7	-50.6	158.7
영업이익률	2.8	6.7	10.5	-1.1	-7.6	2.1	9.7	1.2	5.0	2.4	5.9
세전이익	15.6	34.3	48.6	7.0	-24.5	11.6	57.0	13.4	105.5	57.5	127.8
YoY	-40.2	1,259.7	-8.8	-54.3	적전	-66.2	17.2	92.2	8.6	-45.5	122.2
세전이익률	5.2	7.3	9.7	1.4	-7.4	3.0	10.3	2.6	6.0	3.2	6.8
당기순이익	17.0	27.6	35.3	-2.3	-25.5	10.1	45.9	11.8	77.6	42.2	105.4
YoY	-25.6	2,738.0	-27.1	적전	적전	-63.5	30.1	흑전	-8.6	-45.6	149.8
순이익률	5.7	5.9	7.1	-0.5	-7.7	2.6	8.3	2.3	4.4	2.4	5.6

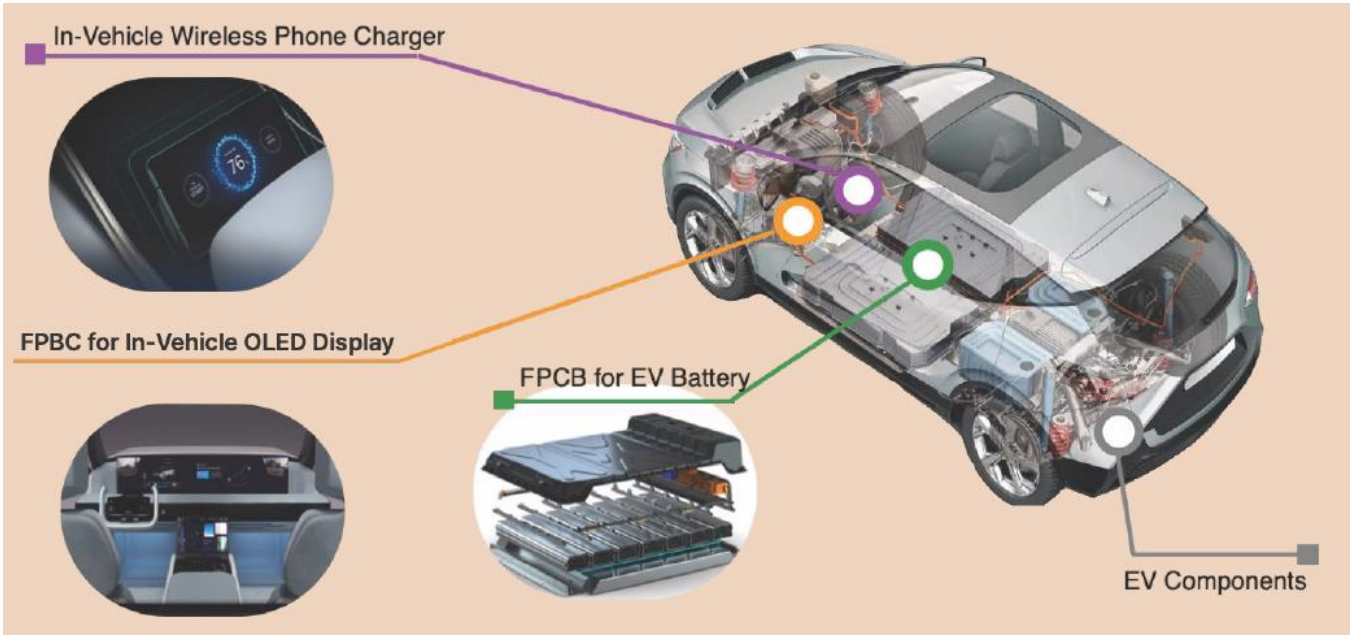
자료: 비에이치, KB증권 추정

그림 2. 비에이치의 주요 제품



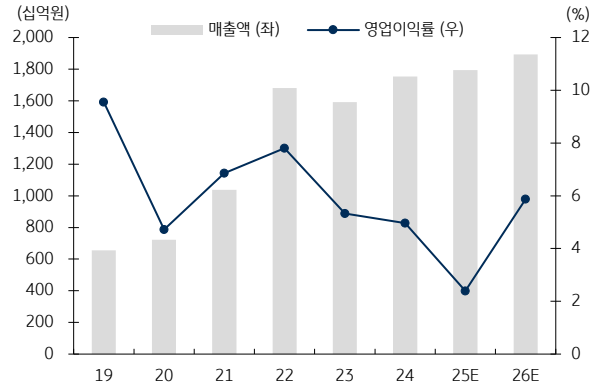
자료: 비에이치, KB증권

그림 3. 비에이치의 전장용 제품



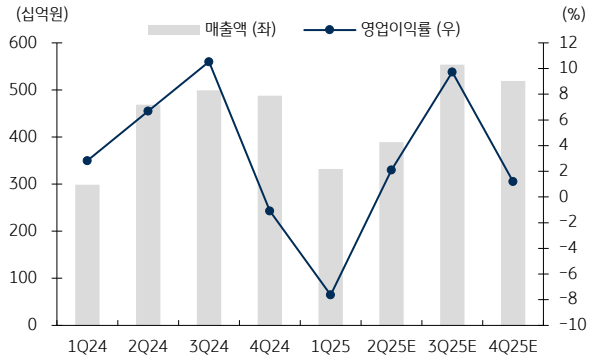
자료: 비에이치, KB증권

그림 4. 비에이치 연간 연결 실적 추이 및 전망



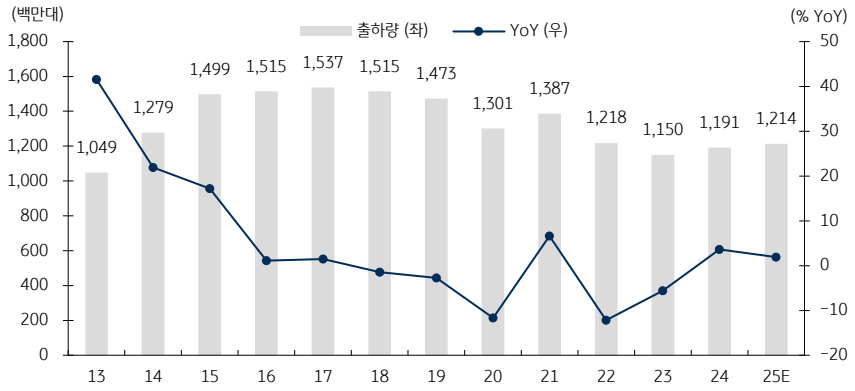
자료: 비에이치, KB증권 추정

그림 5. 비에이치 분기별 연결 실적 추이 및 전망



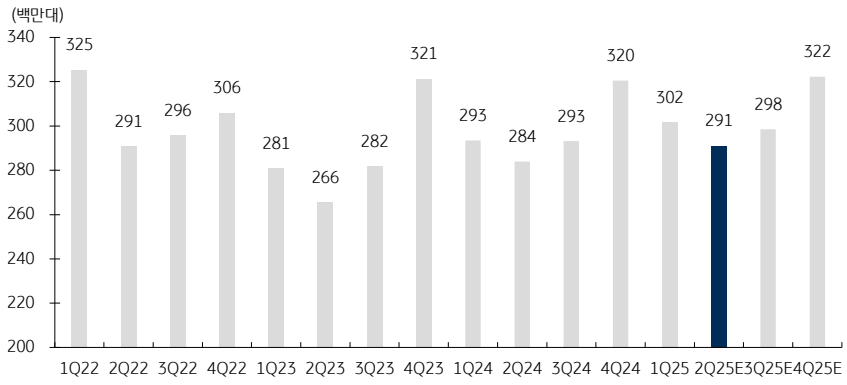
자료: 비에이치, KB증권 추정

그림 6. 글로벌 스마트폰 출하량 추이 및 전망



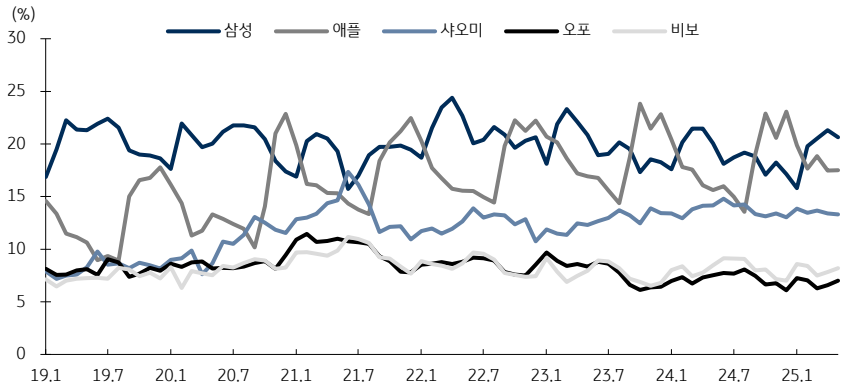
자료: Counterpoint Research, KB증권 추정

그림 7. 분기별 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: Counterpoint Research, KB증권 추정

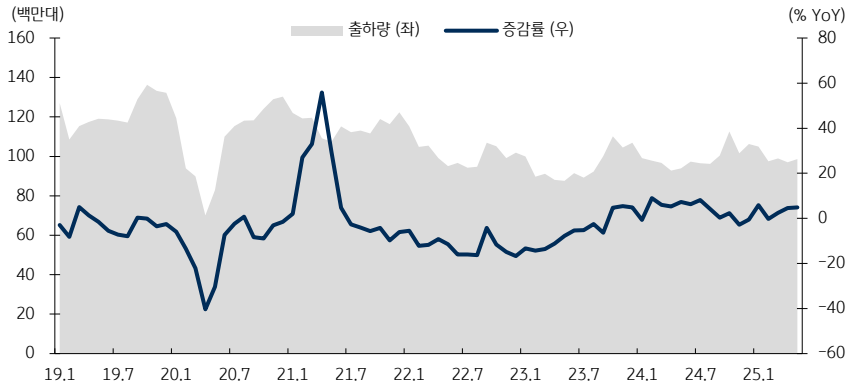
그림 8. 월별 스마트폰 시장점유율 추이



자료: Counterpoint Research, KB증권

주: 2025년 5월 기준

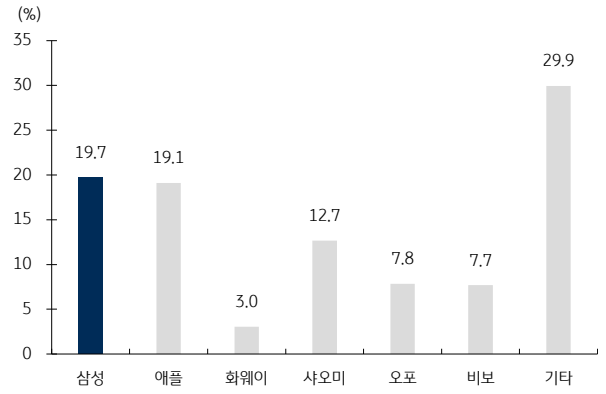
그림 9. 월별 스마트폰 출하량 추이



자료: Counterpoint Research, KB증권

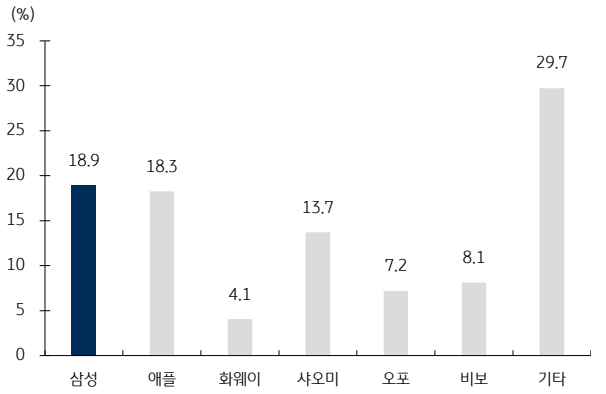
주: 2025년 5월 기준

그림 10. 2023년 글로벌 스마트폰 시장 점유율



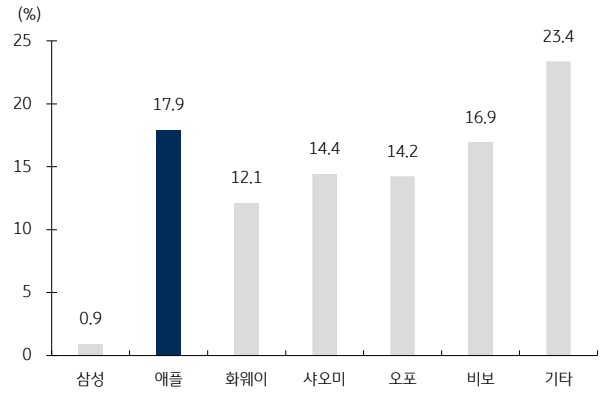
자료: Counterpoint Research, KB증권

그림 11. 2024년 글로벌 스마트폰 시장 점유율



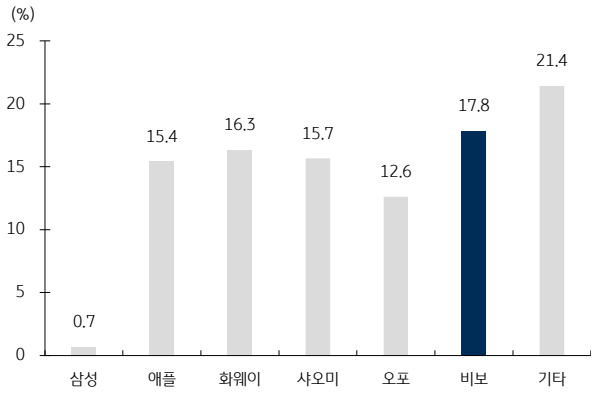
자료: Counterpoint Research, KB증권

그림 12. 2023년 중국 스마트폰 시장 점유율



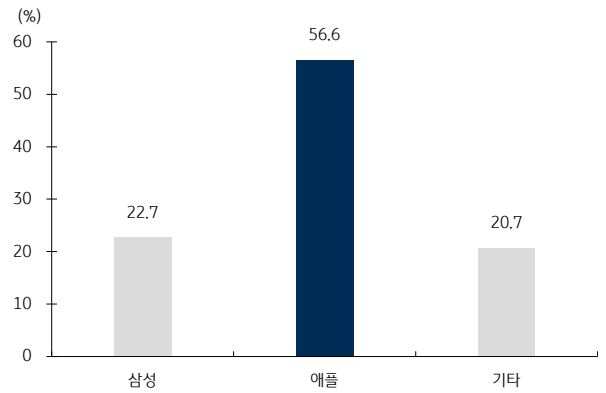
자료: Counterpoint Research, KB증권

그림 13. 2024년 중국 스마트폰 시장 점유율



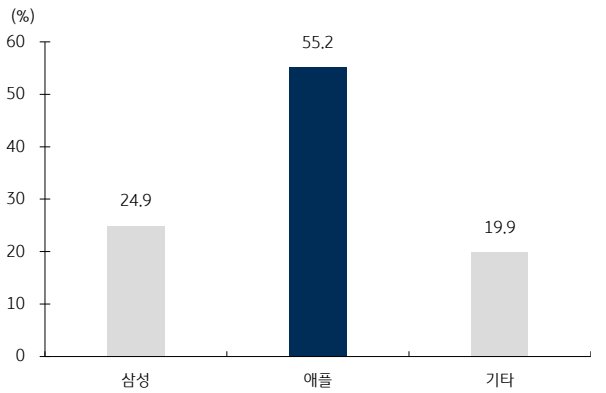
자료: Counterpoint Research, KB증권

그림 14. 2023년 미국 스마트폰 시장 점유율



자료: Counterpoint Research, KB증권

그림 15. 2024년 미국 스마트폰 시장 점유율



자료: Counterpoint Research, KB증권

포괄손익계산서

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	1,592	1,754	1,795	1,892	1,949
매출원가	1,436	1,588	1,667	1,693	1,743
매출총이익	156	166	128	200	206
판매비와관리비	71	79	85	89	91
영업이익	85	87	43	111	114
EBITDA	137	146	107	175	177
영업외손익	12	18	15	17	16
이자수익	4	5	5	5	5
이자비용	10	13	12	13	13
지분법손익	4	3	1	2	2
기타영업외손익	14	24	20	22	22
세전이익	97	105	57	128	131
법인세비용	12	28	15	22	21
당기순이익	85	78	42	105	110
지배주주순이익	91	67	39	105	110
수정순이익	91	67	39	105	110

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	-5.3	10.2	2.3	5.5	3.0
영업이익 성장률	-35.4	2.7	-50.6	158.7	3.0
EBITDA 성장률	-21.6	6.2	-26.7	63.2	1.6
지배기업순이익 성장률	-37.0	-26.1	-41.2	167.2	4.0
매출총이익률	9.8	9.5	7.1	10.6	10.6
영업이익률	5.3	5.0	2.4	5.9	5.9
EBITDA이익률	8.6	8.3	6.0	9.2	9.1
세전이익률	6.1	6.0	3.2	6.8	6.7
지배기업순이익률	5.7	3.8	2.2	5.6	5.6

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	112	187	-41	204	194
당기순이익	85	78	42	105	110
유무형자산상각비	53	59	64	63	63
기타비현금손익 조정	24	40	19	20	19
운전자본증감	-34	41	-139	37	24
매출채권감소 (증가)	-54	-28	-31	9	29
재고자산감소 (증가)	-39	-11	-85	7	-7
매입채무증가 (감소)	18	57	-21	21	3
기타운전자본증감	41	22	-2	-1	-1
기타영업현금흐름	-15	-30	-28	-22	-21
투자활동 현금흐름	-53	-89	-69	-64	-66
유형자산투자감소 (증가)	-64	-77	-62	-62	-64
무형자산투자감소 (증가)	-7	-10	-4	0	0
투자자산감소 (증가)	-18	-1	-262	-2	-2
기타투자현금흐름	35	-1	259	0	0
재무활동 현금흐름	-10	-10	13	2	-4
금융부채 증감	-2	6	14	7	8
자본의 증감	0	-8	-3	0	0
배당금 당기지급액	-8	-8	-8	-8	-14
기타재무현금흐름	0	0	10	2	2
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의 증가 (감소)	49	89	-96	141	124
기말현금	139	227	131	272	397
잉여현금흐름 (FCF)	48	110	-103	142	131
순현금흐름	-9	40	-116	134	117
순현금 (순차입금)	-58	-18	-135	-1	116

재무상태표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	1,089	1,320	1,375	1,503	1,611
유동자산	575	752	807	934	1,039
현금 및 현금성자산	139	227	131	272	397
단기금융자산	2	2	3	3	3
매출채권	180	246	314	305	276
재고자산	137	171	253	246	253
기타유동자산	118	107	106	108	110
비유동자산	514	568	568	569	572
투자자산	87	96	98	100	102
유형자산	272	320	321	328	336
무형자산	128	130	126	118	110
기타비유동자산	27	21	23	23	23
부채총계	439	579	605	635	647
유동부채	419	472	497	526	538
매입채무	171	246	257	278	281
단기금융부채	194	160	181	189	196
기타유동부채	54	66	58	60	61
비유동부채	20	107	109	109	109
장기금융부채	4	88	88	88	88
기타비유동부채	15	19	21	21	21
자본총계	651	741	770	868	963
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	91	94	94	94	94
기타자본항목	-55	-67	-70	-70	-70
기타포괄손익누계액	15	44	41	41	41
이익잉여금	572	627	659	756	852
지배지분 계	640	715	741	839	934
비지배지분	11	26	29	29	29

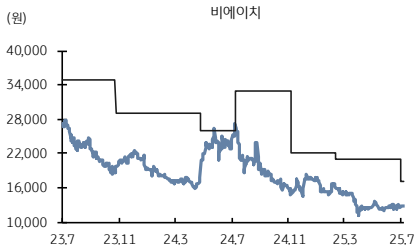
주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	8.0	8.9	11.1	4.1	4.0
P/B	1.1	0.8	0.6	0.5	0.5
P/S	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.8	4.4	5.6	2.7	2.0
EV/EBIT	9.4	7.4	14.0	4.2	3.0
배당수익률	1.2	1.4	2.0	2.8	3.6
EPS	2,631	1,945	1,145	3,059	3,179
BVPS	18,561	20,748	21,497	24,332	27,109
SPS (주당매출액)	46,192	50,906	52,068	54,909	56,556
DPS (주당배당금)	250	250	250	350	450
배당성향 (%)	8.7	11.7	19.5	10.2	12.7
수익성지표					
ROE	15.1	9.9	5.4	13.4	12.4
ROA	8.1	6.4	3.1	7.3	7.0
ROIC	12.7	8.9	5.3	11.1	10.6
안정성지표					
부채비율	67.5	78.1	78.6	73.2	67.2
순차입비율	8.9	2.5	17.5	0.1	순현금
유동비율	1.4	1.6	1.6	1.8	1.9
이자보상배율 (배)	8.9	6.6	3.5	8.6	8.5
활동성지표					
총자산회전율	1.5	1.5	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율	10.3	8.2	6.4	6.1	6.7
매입채무회전율	9.2	8.4	7.1	7.1	7.0
재고자산회전율	13.4	11.4	8.5	7.6	7.8

자료: 비에이치, KB증권 추정

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 ┅)



비에이치 (090460)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
23-05-24	Buy	이창민	35,000	-31.61	
23-11-01	Buy	이창민	29,000	-34.99	-22.59
24-05-03	Buy	이창민	26,000	-8.89	4.42
24-07-17	Buy	이창민	33,000	-42.06	-21.36
24-11-14	Buy	이창민	22,000	-25.48	-16.86
25-02-19	Buy	이창민	21,000	-36.83	-24.52
25-07-10	Buy	이창민	17,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 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.

투자등급 비율 (2025. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.1	13.9	-

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.

주가 (현재가):
보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

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 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.