



삼성전자 (005930)

KB증권



더 많은 리포트 보기

2025년 11월 21일

리서치본부장 김동원
jeff.kim@kbfq.com

연구원 강다현
dahyun.kang@kbfq.com

D램 공급 부족 최대 수혜

삼성전자 목표주가 150,000원을 유지한다. 이는 4분기 현재 D램 공급 부족이 심화되고 있는 가운데, 삼성전자가 1z D램 이하 레거시 생산라인을 1b D램으로 공정 전환할 것으로 예상되어 내년 D램 비트 출하량 개선을 통한 실적 서프라이즈가 기대되기 때문이다. 특히 전체 D램 캐파의 70%를 범용 D램 생산에 할당하고 있는 삼성전자는 내년 DDR5 마진이 HBM3E를 상회할 것으로 보여 범용 D램 공급 부족의 최대 수혜가 기대된다. 2027년까지 D램 시장이 공급자 우위로 재편되며 삼성전자는 적어도 향후 2년간 범용 D램과 HBM의 가격 협상력을 동시에 높일 전망이다. 따라서 2026년 삼성전자 D램 영업이익은 전년대비 +2.3배 증가한 60조원에 이를 것으로 예상된다.

4분기 추정 영업이익 16조원, 예상상회

삼성전자 4분기 실적은 매출 88.6조원 (+3% QoQ, +17% YoY), 영업이익 16조원 (+32% QoQ, +147% YoY)으로 시장 기대치를 상회할 것으로 예상된다. 특히 4분기 반도체 (DS) 영업이익은 전년대비 +4.2배 증가한 12.2조원 (+74% QoQ, +320% YoY)으로 추정된다. 이는 ① 4분기 메모리 가격 상승 폭이 확대되고, ② HBM3E 12단 제품이 전체 HBM 출하의 대부분을 차지하며, ③ 고용량 eSSD 출하 증가로 큰 폭의 NAND 수익성 개선이 전망되기 때문이다.

HBM4 순항 중, D램 실적 서프라이즈

2026년 엔비디아 루빈 (Rubin) 탑재의 삼성전자 HBM4는 현재 양호한 생산 수율과 제품 양산이 이뤄지고 있어 향후 엔비디아 품질 인증 과정도 순조롭게 진행될 것으로 예상된다.

① 삼성전자 HBM4는 1c D램과 4nm로 직디아리를 적용해 엔비디아 HBM4에서 최고 속도와 저전력 성능을 동시 구현해 공급사들 중에서 가장 높은 단가 책정이 기대되고, ② 향후 재설계가 필요 없는 것으로 판단되어 엔비디아가 요구하는 스펙 상향과 물량 확대를 동시에 총족 시켜줄 것으로 전망되며, ③ 2027년 양산 예정인 HBM4E의 경우 속도 상향과 생산성 개선을 위해 1c 공정을 필수 적용해야 하는 만큼 삼성전자는 평택 P4 공장에서 1c D램 캐파 증설만을 통해 선제적 대응이 가능하기 때문이다. 특히 2026년 HBM 출하량은 전년대비 +2.5배 증가할 것으로 예상되어 내년 영업이익은 전년대비 +108% 증가한 82조원으로 사상 최대 실적 달성이 전망된다. 따라서 삼성전자는 HBM과 범용 D램의 동시 수혜로 향후 D램 실적 서프라이즈가 기대된다.

Buy 유지

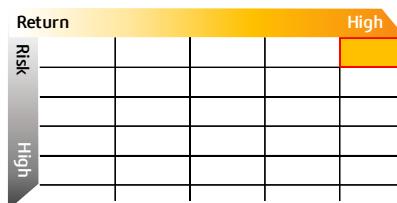
목표주가 (유지, 원)	150,000
Dividend yield* (%)	1.4
Total return (%)	50.5
현재가 (11/20, 원)	100,600
Consensus target price (원)	136,038
시가총액 (조원)	657.2

* Dividend Yield는 12개월 Forward

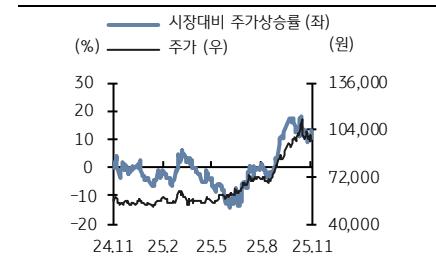
Trading Data

Free float (%)	78.6
거래대금 (3m, 십억원)	2,198.1
외국인 지분율 (%)	52.3
주요주주 지분율 (%)	삼성생명보험 외 15 인 19.8 국민연금공단 7.8
Stock Price Performance (Total Return 기준)	
주가상승률 (%)	1M 3M 6M 12M
절대수익률	2.5 43.3 81.8 86.2
시장대비 상대수익률	-2.4 11.8 17.6 12.9

Risk & Total Return (annualized over three years)



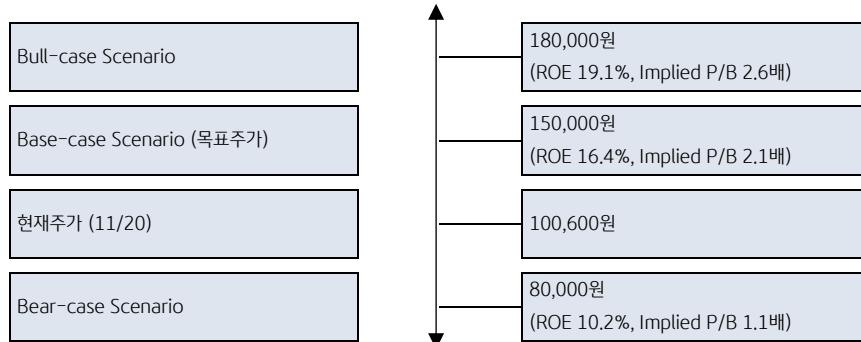
Stock Price & Relative Performance



자료: 삼성전자, KB증권

www.kbsec.com

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

- 1) 매모리 압력 개선 및 ASP 상승 지속
- 2) 글로벌 마크로 이슈 완화에 따른 IT 수요 회복

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2026년 DRAM ASP +35% 이상 큰 폭 상승
- 2) 2026년 NAND ASP +10% 이상 큰 폭 상승

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 2026년 DRAM ASP +35% 이하 상승
- 2) 2026년 NAND ASP +10% 이하 상승

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	328,395	376,486	328,395	376,486	-	-
영업이익	39,540	82,170	39,540	82,170	-	-
지배주주순이익	40,085	77,063	40,085	77,063	-	-

자료: KB증권 추정

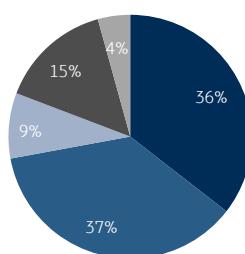
컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	328,395	376,486	325,775	379,760	0.8	-0.9
영업이익	39,540	82,170	37,728	76,654	4.8	7.2
지배주주순이익	40,085	77,063	36,749	65,739	9.1	17.2

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (3Q25)

■ DS ■ MX ■ SDC ■ CE ■ Harman



자료: 삼성전자, KB증권

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
삼성전자	657,203	16.9	8.8	1.6	1.4	7.2	4.3	10.0	17.2	1.4	1.4
인텔	242,860	101.5	54.7	1.4	1.5	14.6	11.6	0.8	1.8	0.0	0.1
마이크론	398,365	12.6	12.9	4.4	3.5	7.8	7.9	21.7	29.5	0.2	0.3

자료: Bloomberg, 삼성전자는 KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

P/B-ROE Valuation

2) 목표주가 산정:

12m forward BVPS 70,738원 x P/B 2.1배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

180,000원 ~ 80,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

12m forward P/B 2.1배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
환율 1% 상승 시	+0.4	+0.4

표 1. 4분기 추정 영업이익 16조원, +32% QoQ, +147% YoY

(조원)	4Q25E	증감률 (%)		4Q24	3Q25	컨센서스	차이 (%)
		YoY	QoQ				
매출액	88.6	16.9	3.0	75.8	86.1	86.3	2.7
영업이익	16.0	146.6	31.6	6.5	12.2	14.3	11.9
세전이익	17.4	120.0	28.4	7.9	13.5	16.4	5.9
지배기업순이익	15.3	101.8	29.1	7.6	11.8	13.2	15.7
영업이익률 (%)	18.1			8.6	14.1	17.0	
순이익률 (%)	17.2			10.0	13.8	15.7	

자료: 삼성전자, FnGuide 컨센서스, KB증권 추정

표 2. 2026년 DS 추정 영업이익 62조원, +199% YoY

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024A	2025E	2026E
DRAM											
Bit Growth (% QoQ)	(15)	5	0	(11)	3	11	15	3	15	12	17
ASP (% QoQ)	19	18	8	20	(20)	3	15	23	59	17	35
영업이익 (십억원)	1,997	4,901	4,406	4,800	3,671	3,555	6,996	11,791	16,104	26,014	59,301
영업이익률 (%)	19	38	33	32	28	26	41	49	37	41	56
NAND											
Bit Growth (% QoQ)	(2)	(5)	(6)	(2)	(10)	28	10	(10)	13	5	13
ASP (% QoQ)	32	20	9	(5)	(10)	(3)	5	7	63	(3)	10
영업이익 (십억원)	853	1,864	1,029	401	(253)	(443)	703	1,103	4,147	1,110	5,668
영업이익률 (%)	12	21	11	5	(4)	(5)	7	12	12	3	13

자료: 삼성전자, KB증권 추정

표 3. 2026년 추정 영업이익 82조원, +108% YoY

(조원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024A	2025E	2026E
매출액	71.9	74.1	79.1	75.8	79.1	74.6	86.1	88.6	300.9	328.4	376.5
DS	23.1	28.6	29.1	30.2	25.2	28.2	33.7	40.8	111.0	127.9	178.5
DRAM	10.6	12.9	13.5	15.1	13.1	13.5	17.3	24.2	52.0	68.1	105.2
NAND	6.9	8.9	9.1	8.0	6.0	8.4	9.4	8.9	33.0	32.8	43.8
System LSI	5.7	6.8	6.4	7.1	6.1	6.2	7.0	7.7	26.0	27.0	29.5
DP	5.4	7.7	8.0	8.1	5.9	6.4	8.1	8.6	29.1	29.0	31.2
MX	33.5	27.4	30.5	25.8	37.0	29.2	34.1	27.7	117.2	128.0	128.9
CE	13.5	15.5	14.5	14.4	14.5	14.1	13.9	15.0	57.9	57.5	59.0
Harman	3.2	3.6	3.5	3.9	3.4	3.8	4.0	4.4	14.3	15.6	16.1
영업이익	6.6	10.4	9.2	6.5	6.7	4.7	12.2	16.0	32.7	39.5	82.2
DS	1.9	6.5	3.9	2.9	1.1	0.4	7.0	12.2	15.1	20.7	61.9
DP	0.3	1.0	1.5	0.9	0.5	0.5	1.2	1.5	3.8	3.7	4.1
MX	3.5	2.2	2.8	2.1	4.3	3.1	3.6	2.0	10.7	13.0	13.4
CE	0.5	0.5	0.5	0.2	0.3	0.2	(0.1)	(0.1)	1.7	0.3	1.1
Harman	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4	1.3	1.6	1.6
영업이익률 (%)	9.2	14.1	11.6	8.6	8.4	6.3	14.1	18.1	10.9	12.0	21.8
DS	8.3	22.6	13.3	9.6	4.4	1.4	20.8	29.9	13.6	16.2	34.7
DP	6.3	13.2	18.9	11.1	8.5	7.8	14.8	17.4	12.9	12.8	13.2
MX	10.5	8.1	9.2	8.1	11.6	10.6	10.6	7.3	9.1	10.2	10.4
CE	3.9	3.2	3.7	1.4	2.1	1.4	(0.7)	(0.7)	3.0	0.5	1.9
Harman	7.5	8.8	10.2	10.0	8.8	12.6	10.0	9.1	9.2	10.1	10.1
지배주주 순이익	6.6	9.6	9.8	7.6	8.0	4.9	11.8	15.3	33.6	40.1	77.1

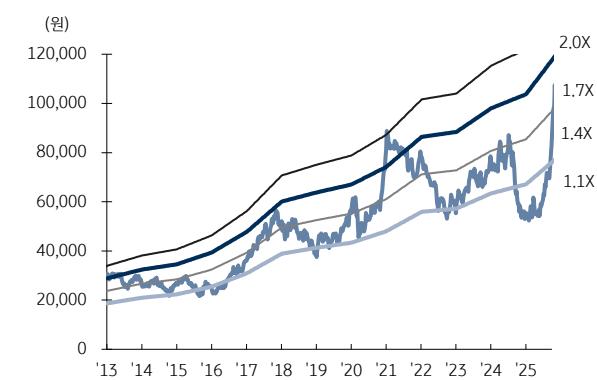
자료: 삼성전자, KB증권 추정

표 4. 삼성전자 Historical Valuations

(십억원, x)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	평균
매출액	200,653	201,867	239,575	243,771	230,401	236,807	279,605	302,231	258,935	300,871	249,472
영업이익	26,413	29,241	53,645	58,887	27,769	35,994	51,634	43,377	6,567	32,726	36,625
영업이익률	13.2	14.5	22.4	24.2	12.1	15.2	18.5	14.4	2.5	10.9	14.8
EPS	2,198	2,735	5,421	6,024	3,166	3,841	5,777	8,057	2,131	4,976	4,433
P/E (High)	13.7	13.4	10.6	9.0	18.1	21.2	16.8	9.9	36.8	17.9	16.7
P/E (Low)	9.4	8.0	6.6	6.3	11.6	11.0	11.8	6.4	25.6	10.1	10.7
P/E (Avg.)	11.8	10.5	8.6	7.8	14.7	14.9	13.7	7.9	31.7	14.5	13.6
BVPS	21,903	24,340	28,971	35,342	37,528	39,406	43,611	50,817	52,002	56,157	39,008
P/B (High)	1.5	1.6	2.0	1.5	1.5	2.1	2.2	2.2	1.4	1.5	1.8
P/B (Low)	1.0	0.9	1.3	1.1	1.0	1.1	1.6	1.6	1.1	0.9	1.1
P/B (Avg.)	1.3	1.2	1.7	1.3	1.2	1.5	1.8	1.8	1.3	1.2	1.4
ROE (%)	11.5	13.0	22.2	21.2	9.0	10.2	14.7	18.5	4.2	9.6	13.4

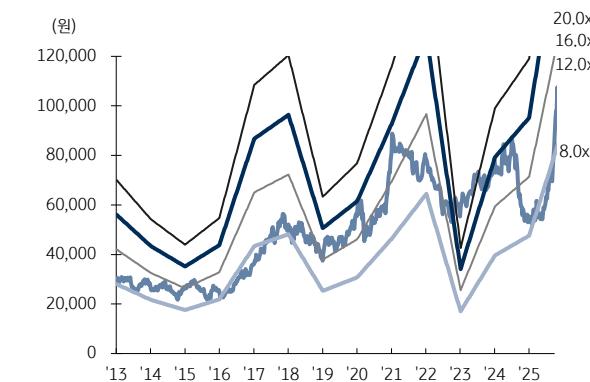
자료: 삼성전자, KB증권

그림 1. 삼성전자 2026E P/B 1.4배



자료: 삼성전자, KB증권 추정

그림 2. 삼성전자 2026E P/E 8.8배



자료: 삼성전자, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원) (적용기준)	2022A (IFRS-C)	2023A (IFRS-C)	2024A (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)	2026E (IFRS-C)
매출액	302,231	258,935	300,871	328,395	376,486
매출원가	190,042	180,389	186,562	207,714	208,854
매출총이익	112,190	78,547	114,309	120,680	167,632
판매비와관리비	68,813	71,980	81,583	81,140	85,462
영업이익	43,377	6,567	32,726	39,540	82,170
EBITDA	82,484	45,234	75,357	81,666	126,696
영업외손익	3,064	4,439	4,804	6,305	6,305
이자수익	2,720	4,358	4,819	4,667	4,683
이자비용	763	930	904	1,196	1,553
지분법손익	1,091	888	751	596	609
기타영업외손익	16	124	138	2,237	2,565
세전이익	46,440	11,006	37,530	45,845	88,475
법인세비용	-9,214	-4,481	3,078	4,972	10,617
당기순이익	55,654	15,487	34,451	40,874	77,858
지배주주순이익	54,730	14,473	33,621	40,085	77,063
수정순이익	54,730	14,473	33,621	40,085	77,063

성장성 및 수익성 비율

(%)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액 성장률	8.1	-14.3	16.2	9.2	14.6
영업이익 성장률	-16.0	-84.9	398.3	20.8	107.8
EBITDA 성장률	-4.0	-45.2	66.6	8.4	55.1
지배기업순이익 성장률	39.5	-73.6	132.3	19.2	92.3
매출총이익률	37.1	30.3	38.0	36.8	44.5
영업이익률	14.4	2.5	10.9	12.0	21.8
EBITDA이익률	27.3	17.5	25.1	24.9	33.7
세전이익률	15.4	4.3	12.5	14.0	23.5
지배기업순이익률	18.1	5.6	11.2	12.2	20.5

현금흐름표

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	62,181	44,137	72,983	63,422	105,982
당기순이익	55,654	15,487	34,451	40,874	77,858
유무형자산상각비	39,108	38,667	42,631	42,126	44,526
기타비현금순이익 조정	-6,054	-2,147	316	5,238	10,008
운전자본증감	-16,999	-5,459	-1,568	-20,351	-15,870
매출채권감소 (증가)	6,332	236	-3,139	-8,277	-7,580
재고자산감소 (증가)	-13,311	-3,207	2,541	-12,669	-8,883
매입채무증가 (감소)	-6,742	1,104	-1,539	2,414	2,118
기타운전자본증감	-3,278	-3,592	568	-1,819	-1,525
기타영업현금흐름	-9,547	-2,410	-2,848	-4,464	-10,539
투자활동 현금흐름	-31,603	-16,923	-85,382	-64,396	-75,204
유형자산투자감소 (증가)	-49,213	-57,513	-51,250	-47,405	-58,405
무형자산투자감소 (증가)	-3,673	-2,911	-2,319	-5,064	-3,099
투자자산감소 (증가)	6,513	5,350	1,188	-4,653	-4,370
기타투자현금흐름	14,770	38,151	-33,000	-7,274	-9,331
재무활동 현금흐름	-19,390	-8,593	-7,797	-8,449	739
금융부채 증감	-9,576	1,281	4,912	4,103	2,634
자본의 증감	0	0	-1,812	-4,277	0
배당금 당기지급액	-9,814	-9,864	-10,889	-9,830	-7,234
기타재무현금흐름	0	-9	-8	1,554	5,339
기타현금흐름	-539	779	4,821	-1,313	1,169
현금의 증가 (감소)	10,649	19,400	-15,375	-10,735	32,686
기말현금	49,681	69,081	53,706	42,970	75,656
잉여현금흐름 (FCF)	12,969	-13,376	21,732	16,018	47,577
순현금흐름	-864	-25,173	13,600	-10,256	39,383
순현금 (순차입금)	104,894	79,721	93,322	83,066	122,449

자료: 삼성전자, KB증권 추정

재무상태표

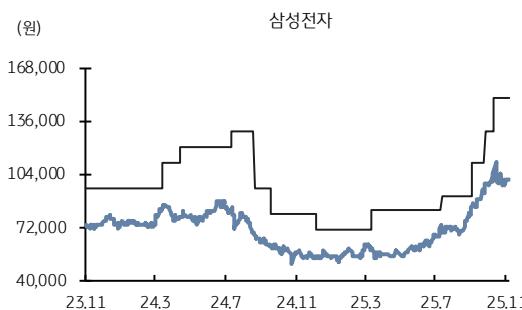
(십억원) (적용기준)	2022A (IFRS-C)	2023A (IFRS-C)	2024A (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)	2026E (IFRS-C)
자산총계	448,425	455,906	514,532	542,709	625,469
유동자산	218,471	195,937	227,062	239,130	300,543
현금 및 현금성자산	49,681	69,081	53,706	42,970	75,656
단기금융자산	65,547	23,326	58,946	63,716	73,047
매출채권	35,722	36,647	43,623	51,762	59,342
재고자산	52,188	51,626	51,755	60,661	69,544
기타유동자산	15,334	15,256	19,033	20,021	22,953
비유동자산	229,954	259,969	287,470	303,578	324,926
투자자산	23,696	20,680	24,349	29,842	34,212
유형자산	168,045	187,256	205,945	209,738	226,838
무형자산	20,218	22,742	23,739	27,415	27,292
기타비유동자산	17,994	29,291	33,437	36,583	36,583
부채총계	93,675	92,228	112,340	121,110	129,837
유동부채	78,345	75,719	93,326	97,936	104,095
매입채무	10,645	11,320	12,370	14,466	16,584
단기금융부채	6,236	8,423	15,380	17,985	20,619
기타유동부채	61,464	55,976	65,576	65,485	66,892
비유동부채	15,330	16,509	19,014	23,174	25,742
장기금융부채	4,097	4,262	3,950	5,636	5,636
기타비유동부채	11,233	12,246	15,063	17,538	20,106
자본총계	354,750	363,678	402,192	421,599	495,632
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본항목	87	99	-1,725	-2,532	-2,532
기타포괄손익누계액	1,852	1,181	17,598	10,319	16,948
이익잉여금	337,946	346,652	370,513	397,880	465,290
지배지분 계	345,186	353,234	391,688	410,969	485,007
비자매지분	9,563	10,444	10,504	10,630	10,624

주요투자지표

(X, %, 원)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
Multiples					
P/E	6.9	36.8	10.7	16.9	8.8
P/B	1.1	1.5	0.9	1.6	1.4
P/S	1.2	2.1	1.2	2.1	1.8
EV/EBITDA	3.4	10.0	3.6	7.2	4.3
EV/EBIT	6.4	68.6	8.3	14.8	6.6
배당수익률	2.6	1.8	2.7	1.4	1.4
EPS	8,057	2,131	4,950	5,951	11,441
BVPS	50,817	52,002	57,663	61,014	72,006
SPS (주당매출액)	44,494	38,120	44,293	48,755	55,895
DPS (주당배당금)	1,444	1,444	1,446	1,456	1,456
배당성향 (%)	17.9	67.8	29.2	24.2	12.5
수익성지표					
ROE	17.1	4.1	9.0	10.0	17.2
ROA	12.7	3.4	7.1	7.7	13.3
ROIC	16.6	4.3	8.9	9.8	16.6
안정성지표					
부채비율	26.4	25.4	27.9	28.7	26.2
순차입비율					
순현금					
유동비율	2.8	2.6	2.4	2.4	2.9
이자보상배율 (배)	56.9	7.1	36.2	33.1	52.9
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	7.9	7.2	7.5	6.9	6.8
매입채무회전율	25.1	23.6	25.4	24.5	24.3
재고자산회전율	6.5	5.0	5.8	5.8	5.8

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



삼성전자 (005930)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-11-17	Buy	김동원	95,000	-21.64	
24-04-03	Buy	김동원	110,000	-27.20	-22.45
24-05-02	Buy	김동원	120,000	-32.84	-26.83
24-08-01	Buy	김동원	130,000	-42.21	-38.31
24-09-09	Buy	김동원	95,000	-33.39	-30.21
24-10-08	Buy	김동원	80,000	-29.76	-23.75
24-12-26	Buy	김동원	70,000	-20.43	-11.71
25-03-31	Buy	김동원	82,000	-27.94	-11.46
25-08-01	Buy	김동원	90,000	-19.77	-7.22
25-09-23	Buy	김동원	110,000	-20.25	-14.18
25-10-15	Buy	김동원	130,000	-23.69	-19.92
25-10-31	Buy	김동원	150,000		

KB증권은 자료 공표일 현재 [삼성전자]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다.

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 간접 없이 신의 성실히 작성되었음을 확인합니다.

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.

투자등급 비율 (2025. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
83.9	16.1	-

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.