

# 제주항공(089590)

## 매수(유지)

목표주가: 14,000원(유지)

### 2Q24 Review: 비수기 따로 성수기 따로

#### 2분기 실적은 적자전환하며 컨센서스를 크게 하회

제주항공의 2분기 실적은 시장 기대를 하회했다. 별도 기준 매출액은 국제선 증편과 여객 수요 호조 속에 전년동기대비 16% 증가한 4,279억원을 달성했지만, 그 이상으로 인건비와 공항관련비, 일회성 정비비가 증가한 탓에 95억원의 영업손실을 기록했다. 1분기는 리오프닝 초기의 이연소비 기저부담에도 이익이 성장했던 만큼 컨센서스는 100억원대 흑자를 기대하고 있었다. 제주항공을 비롯해 LCC들은 2019년부터 영업손실이 이어졌던 만큼 그동안 임금 인상이 제한적이었다. 그러다 작년부터 역대급 호황을 맞이한 덕분에 밀렸던 인건비 증가분이 반영되고 있다. 이는 직원들의 임금뿐만 아니라 공항조업료나 정비비에서도 유사하게 나타나고 있다. 1분기에는 이러한 고정비 부담 이상으로 성수기 실적이 좋았기 때문에 티가 나지 않았지만, 연중 가장 쉬어가는 비수기인 2분기에는 극복하기 어려웠다.

#### 예상보다 비수기 계절성이 커졌지만 해외여행 수요는 변함없이 견고

올해 LCC 산업은 예상과 다르게 계절적 변동성이 커진 상황이지만, 해외여행 수요 자체에는 문제가 없다. 일본 여행의 호황 사이클은 팬데믹 이전에도 2년 넘게 이어졌었다. 지금은 이연수요 효과와 해외여행 소비층 확대까지 더해졌는데 2년도 안 돼서 수요가 벌써 꺾였다고 보는건 과도해 보인다. 제주항공의 국제선 매출액은 2분기에도 전년동기대비 21% 증가했다. 대신 운임이 6% 조정받았는데, 여기에는 유류할증료 하락 영향과 함께 제주항공이 탑승률을 더 우선시했기 때문이다. 2분기 L/F는 5%p 급등한 89%로 성수기인 1분기 90%와 비슷할 정도로 높았다.

#### 근거리 국제선 경쟁할 상대가 없다는 점에서 공급 우려도 제한적

과거와 같은 과도한 공급경쟁 가능성도 제한적이다. 일단 점유율 50%를 차지하는 대한항공/아시아나 계열의 항공사들은 외형에 욕심을 낼 수 없는 상황이다. 티웨이와 에어프레미아는 장거리 노선에 우선순위를 두고 있다. 신생 LCC들 정도만 점유율에 관심이 있지만, 지금은 보잉의 생산차질로 신규 기재 도입이 어렵다. 이렇게 수급은 구조적으로 타이트하다. 내년부터는 인건비 증가율이 정상화됨에 따라 다시 이익 성장이 재개될 것이라는 점에서 제주항공에 대해 매수 의견을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	703	(178)	(180)	(3,587)	NM	(50)	NM	NM	4.0	(76.2)	0.0
2023A	1,724	170	134	1,650	NM	297	7.1	4.8	3.0	44.9	0.0
2024F	1,966	151	82	1,023	(38.0)	298	8.7	3.6	1.8	23.4	0.0
2025F	2,075	171	121	1,503	46.9	326	5.9	3.2	1.4	26.7	0.0
2026F	2,120	179	130	1,610	7.2	371	5.5	2.7	1.1	22.4	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

#### KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

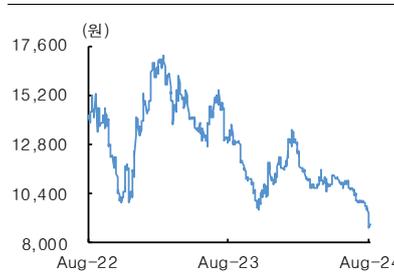
#### Stock Data

KOSPI(8/6)	2,522
주가(8/6)	8,880
시가총액(십억원)	716
발행주식수(백만)	81
52주 최고/최저가(원)	13,750/8,770
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,546
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.2/3.9
주요주주(%)	AK홀딩스 외 4인 53.6
	국민연금공단 7.1

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(11.7)	(28.5)	(31.7)
KOSPI 대비(%p)	0.2	(26.4)	(28.6)

#### 주가추이



자료: FnGuide

#### 최고운

gowoon@koreainvestment.com

<표 1> 별도 기준 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	369.8	436.8	470.4	539.2	427.9	(20.6)	15.7	449.2
영업이익	23.1	44.4	23.5	75.1	(9.5)	NM	NM	11.4
영업이익률(%)	6.2	10.2	5.0	13.9	(2.2)			2.5
세전이익	25.0	34.7	41.0	54.7	(27.9)	NM	NM	(9.0)
순이익	19.9	27.1	28.9	43.1	(21.4)	NM	NM	(1.3)

주: 연결 기준 영업이익 컨센서스는 150억원  
 자료: FnGuide, 한국투자증권

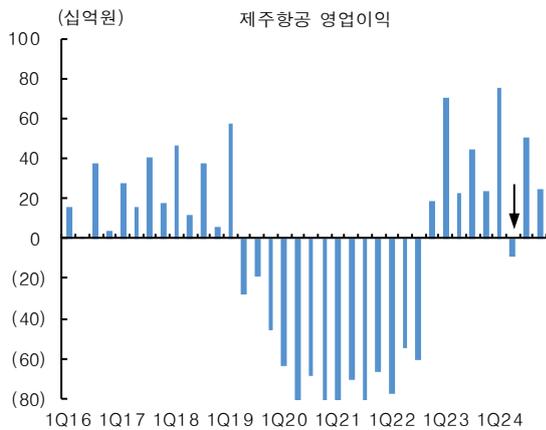
<표 2> 실적 전망 변경 비교

(단위: 십억원, %)

	3Q24F			2024F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	503	507	0.8	1,969	1,966	(0.2)
국제선	386	387	0.1	1,496	1,485	(0.7)
국내선	63	66	4.4	262	270	2.8
기타	53	54	1.4	211	211	(0.2)
영업이익	51	53	3.7	157	151	(4.0)
영업이익률(% , %p)	10.2	10.5	0.3	8.0	7.7	(0.3)
지배주주순이익	37	38	3.7	99	82	(16.5)

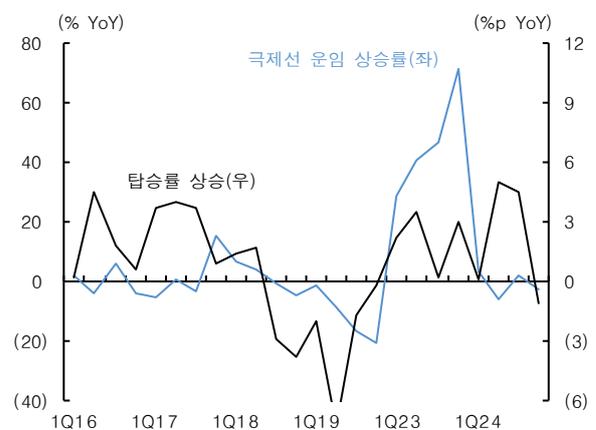
자료: 한국투자증권

[그림 1] 인건비, 일회성 정비비 등 고정비 증가로 비수기 계절성이 더욱 악화된 탓에 2분기 제주항공은 영업손실을 기록



자료: 제주항공, 한국투자증권

[그림 2] 2분기 운임 하락은 작년 기저부담을 감안해서 봐야 함 대신 탑승률이 급등. 해외여행 수요는 꺾이지 않았음



주: 2023년 실적은 2019년 대비 변동  
 자료: 제주항공, 한국투자증권

〈표 3〉 별도 기준 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2023				2024F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>422</b>	<b>370</b>	<b>437</b>	<b>470</b>	<b>539</b>	<b>428</b>	<b>499</b>	<b>473</b>	<b>696</b>	<b>1,699</b>	<b>1,938</b>	<b>2,047</b>
국내선	68	77	69	70	63	75	66	65	355	284	270	255
ASK(백만 km)	635	632	616	632	616	638	604	600	3,326	2,515	2,458	2,433
RPK(백만 km)	615	610	580	582	562	598	567	556	3,075	2,387	2,283	2,214
L/F(%)	96.9	96.4	94.2	92.2	91.2	93.7	93.9	92.6	92.5	94.9	92.9	91.0
Yield(원)	110.3	125.7	119.1	120.5	112.3	125.2	116.8	117.8	115.3	118.9	118.1	115.2
국제선	317	255	327	356	430	307	387	361	262	1,255	1,485	1,598
ASK(백만 km)	4,149	4,263	5,055	5,212	5,448	5,156	5,544	5,510	4,465	18,679	21,659	23,218
RPK(백만 km)	3,749	3,573	4,309	4,544	4,928	4,580	4,975	4,744	3,645	16,176	19,227	20,380
L/F(%)	90.4	83.8	85.2	87.2	90.5	88.8	89.7	86.1	81.6	86.6	88.8	87.8
Yield(원)	84.5	71.2	76.0	78.4	87.3	67.1	77.7	76.2	71.7	77.6	77.2	78.4
기타	38	39	40	44	46	46	46	46	79	161	183	194
<b>매출액 증가율</b>	<b>422.7</b>	<b>195.6</b>	<b>125.5</b>	<b>58.9</b>	<b>27.7</b>	<b>15.7</b>	<b>14.1</b>	<b>0.5</b>	<b>156.9</b>	<b>144.3</b>	<b>14.1</b>	<b>5.6</b>
국내선	0.6	(23.5)	(32.0)	(18.0)	(6.9)	(2.2)	(4.3)	(7.0)	62.0	(20.0)	(5.0)	(5.4)
ASK	(28.3)	(27.7)	(27.3)	(12.1)	(3.0)	1.0	(2.0)	(5.0)	(1.3)	(24.4)	(2.3)	(1.0)
RPK	(21.3)	(26.2)	(25.8)	(15.2)	(8.6)	(1.8)	(2.3)	(4.6)	2.5	(22.4)	(4.4)	(3.0)
L/F(%p)	8.6	1.9	2.0	(3.3)	(5.6)	(2.7)	(0.3)	0.4	3.4	2.4	(2.0)	(1.9)
Yield	27.8	3.7	(8.3)	(3.3)	1.9	(0.4)	(2.0)	(2.5)	58.1	3.1	(0.7)	(2.5)
국제선	6,365.3	1,730.9	390.7	102.4	35.7	20.7	18.1	1.5	1,776.8	379.8	18.4	7.6
ASK	5,055.4	1,717.3	270.9	87.0	31.3	21.0	9.7	5.7	1,924.7	318.3	16.0	7.2
RPK	10,457.6	2,033.8	319.6	88.2	31.4	28.2	15.5	4.4	4,014.5	343.8	18.9	6.0
L/F(%p)	46.2	12.4	9.9	0.5	0.1	5.0	4.5	(1.1)	41.5	5.0	2.2	(1.0)
Yield	(38.8)	(14.2)	16.9	7.6	3.3	(5.8)	2.3	(2.8)	(54.4)	8.1	(0.4)	1.5
기타	343.8	248.8	58.8	28.0	22.4	18.1	13.4	4.4	109.3	102.4	14.2	5.5
<b>영업비용</b>	<b>352</b>	<b>347</b>	<b>392</b>	<b>447</b>	<b>464</b>	<b>437</b>	<b>448</b>	<b>448</b>	<b>871</b>	<b>1,538</b>	<b>1,797</b>	<b>1,884</b>
<b>증가율</b>	<b>121.6</b>	<b>92.5</b>	<b>54.3</b>	<b>61.1</b>	<b>32.0</b>	<b>26.2</b>	<b>14.1</b>	<b>0.2</b>	<b>48.7</b>	<b>76.6</b>	<b>16.9</b>	<b>4.8</b>
연료유류비	122	111	136	156	149	142	154	149	251	525	594	646
<b>증가율</b>	<b>384.2</b>	<b>175.6</b>	<b>73.1</b>	<b>45.1</b>	<b>21.8</b>	<b>28.7</b>	<b>13.5</b>	<b>(4.3)</b>	<b>232.2</b>	<b>108.7</b>	<b>13.3</b>	<b>8.7</b>
인건비	56	65	62	71	73	75	79	82	157	254	309	339
감가상각비	30	30	31	32	34	33	32	33	125	124	132	135
정비비	41	30	41	62	65	50	41	43	137	174	199	173
공항관련비	54	59	64	67	76	72	73	74	88	244	295	315
기타	49	52	58	58	68	65	68	67	112	217	267	275
<b>영업이익</b>	<b>71</b>	<b>23</b>	<b>44</b>	<b>24</b>	<b>75</b>	<b>(9)</b>	<b>51</b>	<b>25</b>	<b>(175)</b>	<b>162</b>	<b>141</b>	<b>163</b>
<b>증가율</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>27.0</b>	<b>6.2</b>	<b>NM</b>	<b>14.5</b>	<b>5.0</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>(12.8)</b>	<b>15.2</b>
<b>영업이익률</b>	<b>16.7</b>	<b>6.3</b>	<b>10.2</b>	<b>5.0</b>	<b>13.9</b>	<b>(2.2)</b>	<b>10.2</b>	<b>5.2</b>	<b>(25.2)</b>	<b>9.5</b>	<b>7.3</b>	<b>7.9</b>
세전이익	63	25	35	41	63	(28)	47	22	(210)	164	95	149
<b>순이익</b>	<b>48</b>	<b>20</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>43</b>	<b>(21)</b>	<b>36</b>	<b>16</b>	<b>(172)</b>	<b>124</b>	<b>74</b>	<b>116</b>
<b>증가율</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>91.1</b>	<b>(10.5)</b>	<b>NM</b>	<b>32.9</b>	<b>(43.1)</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>(40.2)</b>	<b>56.0</b>

주: 2024년 2분기 영업비용은 추정치 기준  
 자료: 제주항공, 한국투자증권

〈표 4〉 연결 기준 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2023				2024F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>425</b>	<b>374</b>	<b>443</b>	<b>482</b>	<b>556</b>	<b>433</b>	<b>507</b>	<b>482</b>	<b>703</b>	<b>1,724</b>	<b>1,966</b>	<b>2,075</b>
<b>증가율</b>	<b>423.3</b>	<b>196.3</b>	<b>126.5</b>	<b>60.9</b>	<b>30.8</b>	<b>15.8</b>	<b>14.3</b>	<b>(0.0)</b>	<b>157.3</b>	<b>145.4</b>	<b>14.0</b>	<b>5.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>71</b>	<b>25</b>	<b>48</b>	<b>26</b>	<b>79</b>	<b>(8)</b>	<b>53</b>	<b>26</b>	<b>(178)</b>	<b>170</b>	<b>151</b>	<b>171</b>
<b>증가율</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>40.6</b>	<b>11.8</b>	<b>NM</b>	<b>10.1</b>	<b>(0.1)</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>(11.3)</b>	<b>13.6</b>
<b>영업이익률</b>	<b>16.6</b>	<b>6.6</b>	<b>10.9</b>	<b>5.5</b>	<b>14.2</b>	<b>(1.8)</b>	<b>10.5</b>	<b>5.5</b>	<b>(25.3)</b>	<b>9.8</b>	<b>7.7</b>	<b>8.2</b>
세전이익	63	27	39	44	59	(26)	49	23	(217)	173	105	156
<b>순이익</b>	<b>48</b>	<b>22</b>	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>47</b>	<b>(21)</b>	<b>38</b>	<b>18</b>	<b>(180)</b>	<b>134</b>	<b>82</b>	<b>121</b>
<b>증가율</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>230.7</b>	<b>(2.1)</b>	<b>NM</b>	<b>22.3</b>	<b>(46.8)</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>(38.6)</b>	<b>46.9</b>

주: 2024년 2분기 연결 실적은 미발표  
 자료: 제주항공, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>703</b>	<b>1,724</b>	<b>1,966</b>	<b>2,075</b>	<b>2,120</b>
매출원가	766	1,386	1,620	1,700	1,733
매출총이익	(64)	338	345	375	387
판매관리비	114	168	195	204	208
<b>영업이익</b>	<b>(178)</b>	<b>170</b>	<b>151</b>	<b>171</b>	<b>179</b>
영업이익률(%)	(25.3)	9.8	7.7	8.2	8.4
EBITDA	(50)	297	298	326	371
EBITDA Margin(%)	(7.1)	17.2	15.2	15.7	17.5
영업외수익	(39)	3	(46)	(15)	(12)
금융수익	14	20	21	19	20
금융비용	27	39	36	34	32
기타영업외손익	(26)	22	(31)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(217)</b>	<b>173</b>	<b>105</b>	<b>156</b>	<b>167</b>
법인세비용	(38)	38	22	35	37
연결당기순이익	(180)	134	82	121	130
<b>지배주주지분순이익</b>	<b>(180)</b>	<b>134</b>	<b>82</b>	<b>121</b>	<b>130</b>
지배주주순이익률(%)	(25.6)	7.8	4.2	5.8	6.1
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	157.3	145.4	14.0	5.6	2.2
영업이익 증가율	NM	NM	(11.3)	13.6	4.7
지배주주순이익 증가율	NM	NM	(38.6)	46.9	7.2
EPS 증가율	NM	NM	(38.0)	46.9	7.2
EBITDA 증가율	NM	NM	0.5	9.1	13.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>124</b>	<b>388</b>	<b>238</b>	<b>260</b>	<b>298</b>
당기순이익	(180)	134	82	121	130
유형자산감가상각비	117	118	136	142	179
무형자산상각비	11	9	12	13	13
자산부채변동	82	32	(18)	(27)	(28)
기타	94	95	26	11	4
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(382)</b>	<b>(77)</b>	<b>(132)</b>	<b>(206)</b>	<b>(273)</b>
유형자산투자	(210)	(247)	(194)	(242)	(279)
유형자산매각	0	73	73	73	73
투자자산순증	(166)	79	(0)	(0)	(0)
무형자산순증	(0)	(0)	(17)	(15)	(14)
기타	(6)	18	6	(22)	(53)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>165</b>	<b>(298)</b>	<b>(101)</b>	<b>(42)</b>	<b>(41)</b>
자본의증가	216	0	0	0	0
차입금의순증	(121)	(171)	(101)	(42)	(41)
배당금지급	(8)	(8)	0	0	0
기타	78	(119)	0	0	0
기타현금흐름	(1)	(1)	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>(94)</b>	<b>12</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>(16)</b>
FCF	(53)	(49)	80	(4)	(25)

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

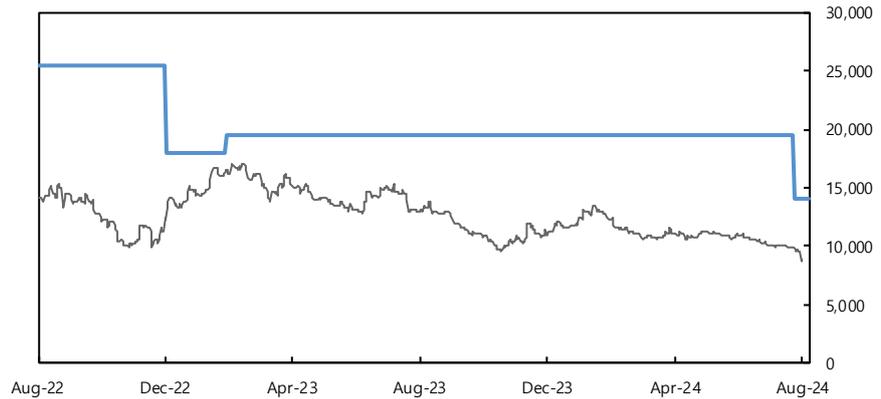
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>1,645</b>	<b>1,981</b>	<b>1,949</b>	<b>2,027</b>	<b>2,110</b>
유동자산	564	508	528	542	538
현금성자산	200	212	216	228	212
매출채권및기타채권	90	123	129	136	145
재고자산	17	24	28	29	30
비유동자산	1,081	1,473	1,422	1,485	1,571
투자자산	11	2	3	3	3
유형자산	429	579	564	591	618
무형자산	25	37	42	44	45
<b>부채총계</b>	<b>1,357</b>	<b>1,670</b>	<b>1,556</b>	<b>1,513</b>	<b>1,465</b>
유동부채	855	1,122	1,023	989	957
매입채무및기타채무	137	197	216	228	233
단기차입금및단기사채	166	196	145	129	113
유동성장기부채	169	227	218	213	208
비유동부채	502	548	533	524	509
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	328	362	321	300	280
<b>자본총계</b>	<b>288</b>	<b>311</b>	<b>394</b>	<b>515</b>	<b>644</b>
지배주주지분	288	311	394	515	644
자본금	77	81	81	81	81
자본잉여금	561	598	598	598	598
기타자본	153	34	34	34	34
이익잉여금	(502)	(400)	(317)	(196)	(66)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	291	469	364	319	293

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(3,587)	1,650	1,023	1,503	1,610
BPS	3,767	3,889	4,911	6,412	8,021
DPS	0	0	0	0	0
<b>수익성(%)</b>					
ROA	(12.3)	7.4	4.2	6.1	6.3
ROE	(76.2)	44.9	23.4	26.7	22.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>안정성</b>					
부채비율(x)	471.8	536.5	395.2	293.9	227.3
차입금/자본총계비율(%)	230.3	252.2	173.6	124.6	93.2
이자보상배율(x)	(6.5)	4.7	4.1	5.2	5.8
순차입금/EBITDA(x)	-5.8	1.6	1.2	1.0	0.8
<b>Valuation(x)</b>					
PER	NM	7.1	8.7	5.9	5.5
최고	NM	10.5	13.3	9.0	8.4
최저	NM	5.7	8.1	5.5	5.2
PBR	4.0	3.0	1.8	1.4	1.1
최고	6.0	4.5	2.8	2.1	1.7
최저	2.3	2.4	1.7	1.3	1.0
PSR	1.3	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	NM	4.8	3.6	3.2	2.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
제주항공 (089590)	2022.05.31	매수	25,496원	-47.4	-20.2
	2022.12.06	매수	18,000원	-18.4	-6.9
	2023.02.01	매수	19,500원	-32.1	-12.4
	2024.02.01	1년경과		-44.4	-35.8
	2024.07.29	매수	14,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 8월 7일 현재 제주항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.3%	15.7%	0%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.