

현대중공업지주(267250)

애널리스트 간담회 후기

1Q18 현대글로벌서비스의 실적 방향성이 주가의 key

1분기 영업이익은 4,698억원(+27.3% YoY, +281.9% QoQ), 지배주주 순이익은 2,485억원(-2.9% YoY, 흑전 QoQ)를 전망한다. 현대오일뱅크의 호실적이 예상되지만 현대중공업이 적자 전환할 전망이고, 현대건설기계의 일회성 비용이 반영되어 시장 기대치에는 미치지 못할 전망이다. 그러나 상기 요인은 시장에 미리 알려진 내용인 만큼, 1분기 현대글로벌서비스의 실적이 주가 향방의 key이다. 4Q17에 예정되어 있던 고마진 매출이 1분기로 이연된 만큼 현대글로벌서비스는 매출과 영업이익률에서 의미 있는 실적 전환이 예상된다. 2017년은 회사 설립 첫해로 예측하지 못한 영업 변수가 있었던 만큼 매출/영업이익 모두 시장 기대치를 하회했다. 그러나 회사 측은 지난 주 애널리스트 간담회를 통해서 1분기부터 현대글로벌서비스의 실적 방향성을 자신했기에 기대감이 높은 상황이다. 우리는 현대글로벌서비스의 1분기 매출을 전년 2분기 수준인 722억원(+75.8% YoY, +15.6% QoQ), 영업이익률은 전년 동기와 유사한 24.3%(0.0%p YoY, +12.4%p QoQ)를 가정했다.

2018년부터 적극적 배당 실시 계획

올해 현대오일뱅크 상장을 통해서 대규모 현금 유입이 예상되는 만큼 현대중공업지주는 2018년부터 적극적인 배당 정책을 실시할 계획을 밝혔다. 주주 입장에서는 상장 이후 취약점이던 현대중공업지주의 최대 약점이 해소되고, 최근 시작된 경영권 승계를 고려하면 현대중공업지주의 배당 유인이 커질 전망이다. 지주사 전환 이후 정몽준 회장의 지분은 현대중공업 10.1%에서 현대중공업지주 25.8%로 상승해서 낮은 배당성향을 유지할 이유가 없고, 정기선 부사장은 최근 현대중공업지주 지분 5.1%(3,500억원 상당)를 취득 후 중여세 1,500억원 납부, 대출 500억원 상환 재원이 필요하다.

매수(유지)

목표주가: 628,000원(유지)

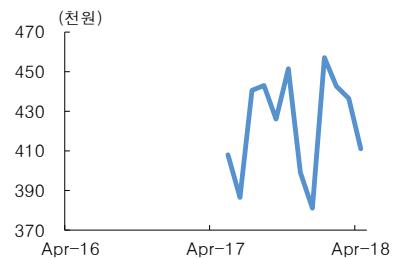
Stock Data

KOSPI(4/20)	2,476
주가(4/20)	411,000
시가총액(십억원)	6,694
발행주식수(백만)	16
52주 최고/최저가(원)	488,000/347,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	28,885
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.5/21.8
주요주주(%)	정몽준 외 5 인
	33.3
	국민연금
	8.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.8)	(9.1)	-
KOSPI 대비(%p)	(0.5)	(8.5)	-

주가추이



자료: WISEfn

윤태호

taeho3123@truefriend.com

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	NA	NA	NA	NA	NM	NA	NM	NM	NM	NA	-
2016A	NA	NA	NA	NA	NM	NA	NM	NM	NM	NA	-
2017F	18,700	1,295	930	102,010	NM	1,295	3.7	7.0	0.8	12.4	-
2018F	25,018	2,175	1,169	79,950	(21.6)	2,175	5.1	4.4	0.8	14.5	-
2019F	25,706	2,720	1,504	102,861	28.7	2,720	4.0	3.6	0.7	16.0	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

보수적으로 현대중공업 지분을 NAV에서 제외해도 상승여력 17.2%

우리는 현대오일뱅크의 91.1% 지분가치를 6.8조원(100% 기준 7.4조원, PBR 1.6배), 현대글로벌서비스를 1조원, 로봇사업부 3,889억원으로 평가해서 현대중공업지주의 적정 NAV를 9.5조원으로 추정한다. 슈퍼사이클에 진입한 정유업계를 고려하면 현대오일뱅크의 IPO 가격은 우리 가정치 7.4조원 대비 높아질 여지가 있다. 현대글로벌서비스/로봇사업부도 현재 실적에 기반한 보수적 추정이라는 점에서 deep value 구간이라는 판단이다. 지극히 보수적으로 현대중공업 지분 27.7%(2조 3407억원)을 NAV에서 전량 제외해도 목표 NAV는 7.8조원으로 현재 시총 6.7조원 대비 17.2% 상승여력이 있다. 1Q 실적 발표회를 전환점으로 현대오일뱅크/현대글로벌서비스/로봇사업부에 대한 회사의 적극적 설명이 예상되는 만큼 다시 한번 관심을 가질 시기이다.

간담회 Summary

1. 2022년 주요 자회사의 비전 및 중점 추진 사항

- 현대중공업지주는 그룹 내부거래 보다 사업기회 발굴 → 투자/육성 → 투자회수(배당/상장)의 역할을 수행할 것
- 현대오일뱅크 2017년 매출 16.4조원, 영업이익 1조 2,605억원 → 2022년 매출 40조, 영업이익 2.2조
- 현대글로벌서비스 2017년 매출 2,403억원, 영업이익 564억원 → 2022년 매출 2조원, 영업이익 4,030억원
- 로봇사업부 2017년 매출 2,745억원, 영업이익 226억원 → 2022년 매출 5,500억원, 영업이익 680억원
- 현대오일뱅크는 2018년 9~10월 중 상장 예정
- 현대글로벌서비스/로봇사업부는 자체 육성 후 적정 시점에 상장 계획
- 2020년 그룹의 목표 매출 70조원(2017년 기준 37조원)에는 M&A, 신사업 투자가 포함된 기준임

2. 현대오일뱅크 근황

- 2008년 영업이익 624억원에서 2017년 영업이익 1조 2,605억원으로 11배 증가(동기간 영업이익률은 1.2%에서 7.7%로 상승)
- 경쟁 정유사 대비 캐파가 적을 뿐 성장성, 수익성에서 업계 최고 수준
- 애널리스트 의견: 현대오일뱅크의 상장일이 9~10월로 정해진 만큼 1Q 실적발표회 이후 현대오일뱅크의 원가경쟁력의 배경(재료비, 경비), 대산 NCC 투자 계획, 자회사 전망(현대코스모, 현대오일터미널, 현대셀베이스오일, 현대케미칼, 현대 OCI)에 대한 적극적 IR 예상

3. 현대글로벌서비스의 captive 시장 규모

- 전년 임직원은 200명 수준이었지만 최근 270명까지 직원을 늘리면서 잠재 captive 를 실적으로 연결하기 위한 만반의 준비를 거치는 중
- 현대글로벌서비스의 영업이익의 비중은 98.6%가 외부, 그룹 내부의 영업이익 기여도는 1.4%에 불과함

- Captive 라 부를 수 있는 시장은 선박 및 엔진 시장. 전세계에서 운항되는 선박의 14%, 선박 엔진의 24%, 힘센 엔진 10,986대가 현대글로벌서비스의 잠재 captive 시장임
- 2017년 기준 현대중공업 그룹이 건조한 선박은 3,117척, 메인 엔진은 4,030대임(사용연한 15년 미만)
- 글로벌 메인 엔진은 엔진 제조사인 현대중공업과 라이선세 제조업체가 A/S를 과점함
- 힘센엔진은 현대중공업이 자체 개발했기에 현대글로벌서비스가 A/S 권한을 독점 보유함
- 이외 그룹사(현대중공업, 현대일렉트릭)가 제작하는 기자재(대형엔진, 중형엔진, 전장품 BWTS)와 협력사가 제작하는 기자재(엔진 보조기기, 보일러, 기타 등)에서 현대글로벌서비스가 A/S를 제공 할 수 있음
- 애널리스트 의견: 현대글로벌서비스는 그룹 내 가장 기대되는 미래 수익원이면서 정기선 부사장의 경영능력 입증 과제라는 점에서 설립 두번째인 2018년 적극적 행보 예상

4. 글로벌서비스 친환경 Retrofit 시장

- 현대 BWTS(ballast Water Treatment System) 시장은 17억불, Scrubber 시장은 19억불이나 2021년까지 54억불, 60억불 규모로 성장이 예상됨
- 현대글로벌서비스는 그룹이 자체적으로 개발한 BWTS, Scrubber에서 독점적 영업
- 선도사 대비 원가 경쟁력이 있는데 BWTS는 90%, Scrubber는 75% 수준
- BWTS, Scrubber은 판매 마진율이 낮은 편이지만 AS에서 높은 마진을 예상함

5. 선박 AS 업계 선두주자, Wartsila

- 글로벌 선박 AS 업체 Wartsila의 2017년 말 기준 매출은 6.3조원, 영업이익 6,378억원(수정 영업이익 기준), 영업이익률 12% EBITDA는 9,077억원, 순이익은 5,290억원
- 선박업계 불황으로 2010년 이후 매출 및 순이익 규모는 현재와 유사하지만, 동기간 시총은 3배 증가해서 13.3조원 수준
- 2017년 Trailing PER은 27배, Trailing PBR 4.38배에 거래되고 있음
- 현대글로벌서비스의 2022년 목표는 매출 2조원, 영업이익 4,030억원, 영업이익 20%임(설립 초기에는 영업이익 급증 예상되지만, 2022년 중기적으로는 영업이익률 20% 내외로 안정화 될 것)

5. 로봇사업부

- 현대로보틱스의 로봇사업부는 2015년 영업이익률 -1.2%, 2015년 0.5%, 2016년 5.4%, 2017년 8.2%로 수익성이 꾸준히 개선 추세
- 국내 시장에서는 현대차그룹, LG 디스플레이를 주요 고객으로 국내 시장에서 독보적 1위임(국내 MS 60%).
- 생산자동화: 로봇이 로봇을 생산하는 자동화 라인 도입으로 생산직 최소화
- 부품효율화: 노동집약적인 부품 모듈 조립을 외주화해서 원가 절감
- 국내 생산기지 보유로 글로벌 경쟁사 대비 8%+알파(관세+운송비) 원가 경쟁력 보유

- 4차 산업혁명에서 현대중공업 그룹이 강점이 있는 제조, 로봇을 중심으로 공정 자동화(하드웨어와 스마트팩토리 결합)
- 애널리스트 의견: 로봇사업부의 주력 분야는 자동차/LCD 공정에 국한되어 있고, 영업이익 규모가 200원원 수준으로 실적 기여도가 제한적임. 글로벌 타 로봇업체와 제휴를 추진하며 확장성을 높일 예정이기에 단기 보다는 중기적으로 기업가치 재고인 될 것으로 판단

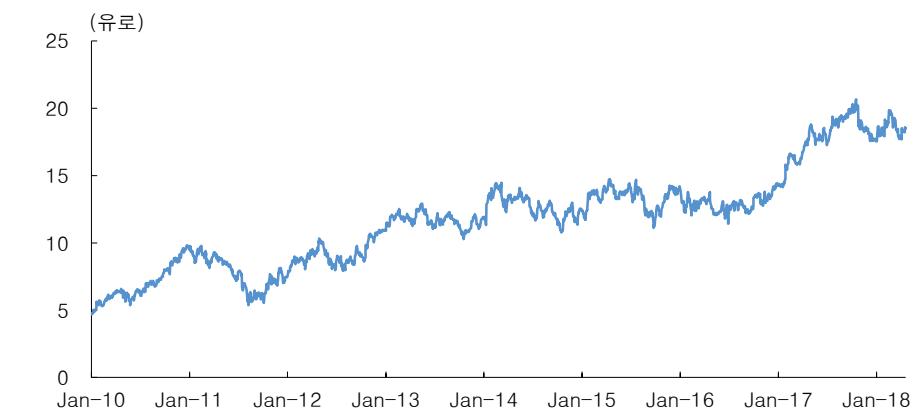
<표 1> 바르질라 재무 요약

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 F	2019F
시가총액	8,471.7	6,611.8	9,059.9	10,242.7	9,676.1	10,622.4	10,725.4	13,312.7	NA	NA
현금과 현금등가물	1,196.0	947.7	377.6	585.1	776.4	444.6	620.5	486.3	NA	NA
우선주자본금&기타	39.1	45.1	36.5	59.5	60.8	52.4	43.3	30.8	NA	NA
총부채	944.8	979.2	1,116.0	965.4	880.9	922.5	798.8	794.3	NA	NA
기업가치	8,259.6	6,688.4	9,834.9	10,682.6	9,841.4	11,152.7	10,947.1	13,651.5	NA	NA
매출, Adj	6,979.9	6,487.3	6,842.5	6,697.2	6,683.2	6,319.2	6,166.4	6,284.8	7,102.5	7,618.7
성장률%, YoY	-13.4	-7.6	12.3	-2.5	3.7	5.2	-4.5	2.5	13.0	7.3
수정 영업이익, Adj				602.1	615	662	630	638	NA	NA
마진(%)				12.1	11.9	12.2	12.1	12.0	NA	NA
EBITDA, Adj	688.3	873.9	925.4	905.7	914.6	911.0	908.1	907.7	1,102.8	1,221.7
마진(%)	9.9	13.5	13.5	13.5	13.7	14.4	14.7	14.4	15.5	16.0
순이익, Adj	507.8	455.6	519.3	604.5	580.6	562.5	504.5	529.0	703.6	796.0
마진(%)	7.3	7.0	7.6	9.0	8.7	8.9	8.2	8.4	9.9	10.4
EPS, Adj	858.17	769.91	877.69	1,021.51	981.27	950.55	852.61	894.06	1,186.96	1,362.67
성장률%, YoY	-37.4	-10.3	14.0	16.4	-3.9	-3.1	-10.3	4.9	32.8	14.8
영업활동 현금흐름	1,027.1	362.2	224.5	846.1	633.5	320.4	787.3	549.0	NA	NA
자본지출	-141.0	-138.7	-160.7	-187.5	-138.4	-99.3	-70.6	-81.7	-125.6	-131.0
잉여현금흐름	886.1	223.5	63.7	658.5	495.1	221.2	716.7	467.2	679.3	755.6
PER	14.60	15.50	19.02	16.64	19.02	19.70	23.84	26.97	20.70	17.95
PBR	3.44	2.69	3.66	3.83	3.73	3.78	3.68	4.38	4.44	4.03

자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 바르질라 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

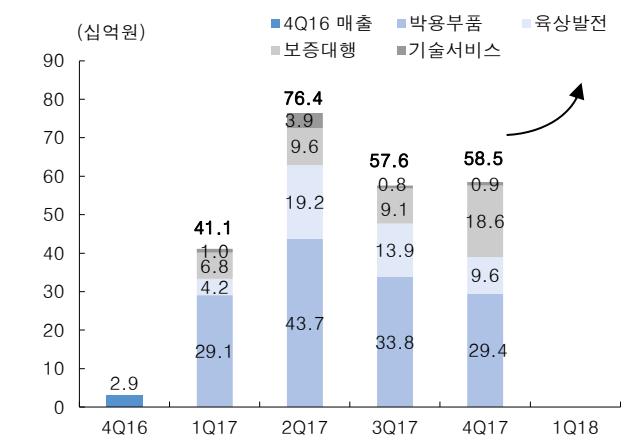
[그림 2] 현대글로벌서비스의 고수익/고성장 미래사업



주: 2017년 기준 그룹사 건조 선박 및 생산 엔진(사용연한 15년 미만) 누적. 누적 건조 선박 3,117척, 메인 엔진 누적 생산 4,030대.

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

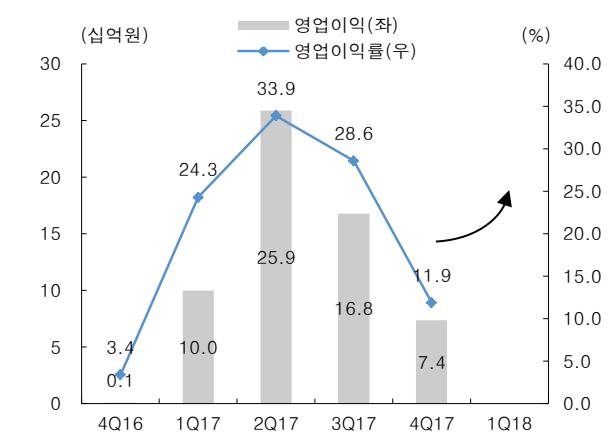
[그림 3] 현대글로벌서비스 매출 추이



주: 현대글로벌서비스는 별도기준

4Q16 글로벌서비스 실적은 2016년 12월에 설립됨에 따라 12월 한달 실적만 반영
자료: 현대로보틱스, 한국투자증권

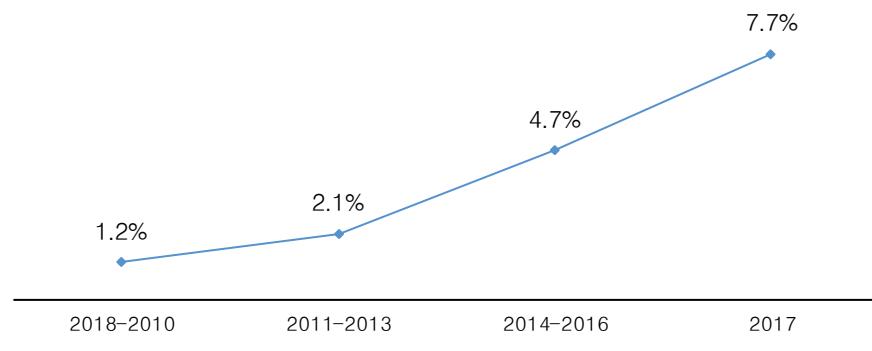
[그림 4] 현대글로벌서비스 영업이익 추이



주: 현대글로벌서비스는 별도기준

4Q16 글로벌서비스 실적은 2016년 12월에 설립됨에 따라 12월 한달 실적만 반영
자료: 현대로보틱스, 한국투자증권

[그림 5] 현대오일뱅크 영업이익률 추이



시황악화 시기(2014년) 영업이익률

현대오일뱅크	1.10%	vs.	SK	-0.4%
GS			GS	-1.1%
S-Oil			S-Oil	-1.0%

자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

[그림 6] 현대중공업 3개사 사업개요

	① Hyundai Oilbank	② 현대글로벌서비스	③ 현대로보티스
매출 (2017년)	16조 3,762억원	2,403억원	2,745억원
영업이익 (2017년)	1조 2,605억원	564억원	226억원
사업내용	<p>정유, 석유화학, 윤활유 등 에너지사업 선박 및 핵심기자재 A/S 사업</p> <ul style="list-style-type: none"> - 석유제품 생산 및 판매 - PX(합성석유 기초원료) 생산 - 윤활기유사업, 유류저장 사업 등 	<p>산업용 로봇 및 자동화 설비 사업</p> <ul style="list-style-type: none"> - 산업용 및 LCD용 로봇 판매 - 부품 및 관련 서비스 제공 - 자동화 설비 및 시스템 판매 	
비전 2022	"세계적인 경쟁력을 갖춘 글로벌에너지 기업"	"Global Top-tier Total Solution Provider로 도약"	"Global Top-tier 종합로봇기업으로 도약"
	매출 40조, 영업이익 2.2조	매출 2조, 영업이익 4,030억	매출 5,500억, 영업이익 680억

주: 2017년 연결 재무제표 기준(단, 현대로보티스는, 별도 재무제표에서 배당수익을 제외한 실적임)
자료: 현대중공업지주, 한국투자증권

〈표 2〉 연결 실적 추정 테이블(계열사 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	YoY	QoQ	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017P	2018F	2019F
매출(연결)	4,411	4,198	4,416	5,676	6,242	41.5	10.0	6,289	6,190	6,341	18,700	25,062	25,728
자체사업(로봇)	77	65	55	77	72	(6.5)	(6.3)	67	52	67	275	259	207
현대중공업	4,808	4,629	3,804	3,219	2,912	(39.4)	(9.6)	3,234	3,271	3,685	16,461	13,102	14,687
현대건설기계	644	683	613	590	854	32.6	44.8	889	777	750	2,531	3,270	3,470
현대일렉트릭	459	491	469	489	475	3.6	(2.8)	549	550	611	1,908	2,185	2,448
현대오일뱅크	4,285	4,058	3,339	4,695	4,777	11.5	1.8	4,750	4,763	4,874	16,376	19,163	19,289
현대글로벌서비스	41	76	59	62	72	75.8	16.7	75	60	60	238	267	282
영업이익(연결)	369	251	552	123	470	27.3	281.9	557	527	564	1,295	2,118	2,663
자체사업(로봇)	8	7	3	4	8	(6.5)	75.5	7	3	4	23	22	17
현대중공업	163	152	94	(238)	(60)	(136.9)	(74.7)	(36)	(16)	13	171	(99)	173
현대건설기계	43	36	44	15	42	(0.8)	175.3	64	54	44	138	204	237
현대일렉트릭	43	31	30	1	18	(57.4)	1,158.9	25	27	31	106	102	167
현대오일뱅크	355	230	275	402	393	10.8	(2.1)	445	428	483	1,260	1,749	2,141
현대글로벌서비스	10	26	17	7	18	75.8	138.3	25	17	7	60	67	69
영업이익률	8.4	6.0	12.5	2.2	7.5	7.5	(0.8)	8.9	8.5	8.9	6.9	8.5	10.4
자체사업(로봇)	10.9	11.0	4.9	5.8	10.9	10.9	0.0	11.0	4.9	5.8	8.3	8.4	8.0
현대중공업	3.4	3.3	2.5	(7.4)	(2.1)	(2.1)	(5.5)	(1.1)	(0.5)	0.4	1.0	(0.8)	1.2
현대건설기계	6.6	5.2	7.2	2.6	4.9	4.9	(1.7)	7.2	7.0	5.9	5.5	6.2	6.8
현대일렉트릭	9.5	6.2	6.5	0.3	3.9	3.9	(5.6)	4.5	5.0	5.1	5.5	4.6	6.8
현대오일뱅크	8.3	5.7	8.2	8.6	8.2	8.2	(0.1)	9.4	9.0	9.9	7.7	9.1	11.1
현대글로벌서비스	24.3	33.9	28.6	11.9	24.3	24.3	0.0	33.9	28.6	11.9	25.2	25.2	24.6
지배주주 순이익(연결)	256	355	799	(224)	248	(2.9)	흑전	295	280	307	1,186	1,131	1,459

주: 1. 2017년 3분기(8월~9월)부터 현대건설기계, 현대일렉트릭 연결이익의 인식

2. 3Q17 자체사업(로봇)에는 배당금 2,680억원 미반영 기준(배당금 반영 시 매출 3,234억원, 영업이익 2,710억원)

3. 현대오일뱅크 IPO시 지분 매각에 따른 연결법인세 1,951억원을 사전에 반영하면 4Q17 지배주주 순이익은 적자전환

자료: Quantwise, 한국투자증권

〈표 3〉 현대중공업지주 NAV

(단위: 십억원, %)

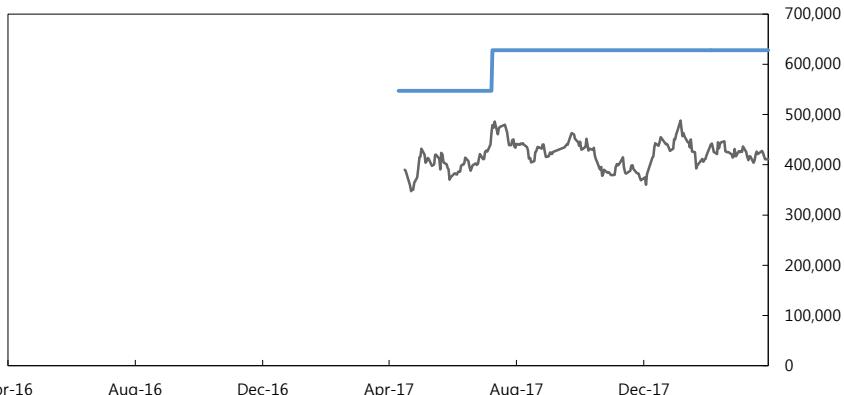
	시가총액/장부가액	지분율	Worst	Base	Best	Assumption
영업가치(A)			278	389	556	
영업이익			22	22	22	Worst는 2018년 영업이익, 글로벌 peer 멀티플 50% 할인 Base는 2018년 영업이익, 글로벌 peer 멀티플 30% 할인 Best는 2018년 영업이익, 글로벌 peer 멀티플 평균 24.8배 적용
적정PER			12	17	25	
투자자산가치 (B)		7,011	10,035	12,393		
상장 관계회사 주식		2,228	2,228	2,546	Worst/Base: 30% 할인 적용, Best: 20% 할인 적용	
(신)현대중공업	8,438	27.7	1,639	1,639	1,873	
현대일렉트릭	790	35.6	197	197	225	
현대건설기계	1,763	31.8	392	392	448	
비상장 관계회사 주식		4,783	7,807	9,846		
현대글로벌서비스	125	100.0	560	1,050	1,400	Worst는 2018년 영업이익 700억원에 PER 8배 Base는 2018년 영업이익 700억원에 PER 15배 Best는 2018년 영업이익 700억원에 PER 20배
현대오일뱅크	4,636	91.1	4,223	6,757	8,446	Worst는 4Q Forward 자기자본에 PBR 1.0배 적용 Base는 4Q Forward 자기자본에 S-Oil PBR에서 25% 할인한 1.6배 적용 Best는 4Q Forward 자기자본에 글로벌 peer의 ROE/PBR regression PBR 2.0배 적용
유형자산가치 (C)		708	708	708		
투자부동산						
매각예정비유동자산						
자기주식		708	708	708		
순차입금 (D)		1,645	1,645	1,645	4Q17 기준 순차입금 + 1Q18 현대오일뱅크 배당	
NAV (E)=(A)+(B)+(C)-(D)		6,351	9,486	12,010		
보통주식수 (F)	16,286,617		16,286,617	16,286,617		
보통주 자사주 주식수	1,664,931		1,664,931	1,664,931		
NAVS (G)=(E)/(F)	390,000		582,000	737,000		
현재주가	425,000		425,000	425,000		
상승여력	-8.2%		36.9%	73.4%		
할인율	-9.0%		27.0%	42.3%		

주: 주가는 4월 20일 종가 기준.

자료: 현대중공업지주, Quantwise, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대중공업지주(267250)	2017.05.04	매수	547,000원	-26.9	-15.3
	2017.08.02	매수	628,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 23일 현재 현대중공업지주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

* 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 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.