

CJ제일제당(097950)

2Q18 Preview: 헬스케어 매각 불구 선방

영업이익 10% 증가해 컨센서스 부합 예상

2분기 연결 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 10.8%, 10.1% 증가해 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 가공식품의 영업이익이 가격 인상 전 가수요의 1분기 풀림 및 프로모션 강화로 예상보다 증가율이 작을 것이다. 하지만 저수익 소재식품 사업 축소와 바이오의 선전으로 이익 증가율을 확대될 전망이다. 헬스케어 실적은 법인 매각으로 이번 분기부터 반영되지 않을 것으로 보인다. 영업외수지에서는 헬스케어사업 매각으로 인한 차익이 1조원 가량 반영되면서 컨센서스보다 호전될 전망이다.

바이오 선전으로 가공식품 이익 증가 둔화 메워

가공식품의 매출액은 전년동기대비 8.5% 증가할 것이다. 회계 기준 변경 영향을 제거하면 실제 성장률은 10% 정도인데, 가격 인상 전 가수요가 없어진데다 미국의 마트 행사 종료 영향으로 1분기대비 성장세는 약간 둔화될 듯 하다. 바이오는 핵산을 제외한 제품들의 가격이 대부분 1분기대비 약간 하락하나 전년동기대비 상승세는 유지되고, 판매량이 증가해 양호한 실적이 기대된다. 특히 지난해 인수한 Selecta 생산이 정상화되면서 분기에 100억원 정도의 영업이익 기여가 본격화될 전망이다. 소재식품은 트레이딩 사업 철수로 외형은 축소되나 수익구조는 개선될 것이다. 생물자원은 인도네시아의 옥수수가격 하락과 베트남의 돈가 개선으로 완만한 회복세를 보일 전망이다.

안정적인 포트폴리오의 힘, 매수 유효

헬스케어 매각 이익을 제외한 2018년 예상 수정 PER은 15.8배로 peer 그룹 평균대비 주가는 약 24% 저평가되어 있다. 가공식품은 3분기에도 높은 기저 부담이 있어 본격적인 이익 회복 구간은 4분기가 될 것이나 바이오와 소재식품의 이익 증가가 이를 충분히 메울 것이다. 다각화된 사업이 안정적인 이익 성장을 실현케 하며, 중장기적으로는 HMR 제품 확대에 의해 경쟁사대비 높은 식품 이익 증가세를 시현할 것이다. 경영 전략 상 위험도 과거대비 줄어든 것으로 판단돼 매수 추천한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	14,563	844	276	19,522	45.7	1,375	18.3	9.6	1.5	8.4	0.7
2017A	16,477	777	370	26,179	34.1	1,343	14.0	10.5	1.5	10.9	0.8
2018F	17,760	848	905	57,473	119.5	1,473	6.0	9.5	1.1	21.7	0.9
2019F	19,955	1,074	444	27,726	(51.8)	1,741	12.5	8.3	1.0	8.6	1.1
2020F	22,400	1,253	541	33,824	22.0	1,945	10.3	7.7	1.0	9.7	1.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 410,000원(유지)

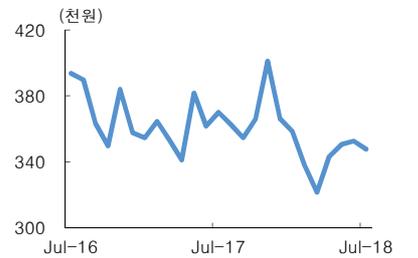
Stock Data

KOSPI(7/2)	2,272
주가(7/2)	347,500
시가총액(십억원)	5,231
발행주식수(백만)	15
52주 최고/최저가(원)	416,000/319,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	19,375
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.8/21.4
주요주주(%)	CJ 외 8 인 45.5
	국민연금 11.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.3)	(6.5)	(3.9)
KOSPI 대비(%p)	4.6	1.9	1.2

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	2Q17	YoY	1Q18	QoQ	Consensus	차이
매출액	4,329.6	3,908.9	10.8	4,348.6	(0.4)	4,303.6	0.6
매출원가	3,528.6	3,095.6	14.0	3,431.3	2.8		
매출총이익	801.1	813.3	(1.5)	917.3	(12.7)		
판관비	620.1	648.9	(4.4)	707.0	(12.3)		
영업이익	181.0	164.4	10.1	210.3	(13.9)	187.7	(3.6)
세전이익	1,125.5	70.2	1,503.5	112.2	903.4	883.7	27.4
순이익	827.3	43.1	1,817.3	72.1	1,046.6		
지배주주순이익	784.3	21.1	3,608.5	62.5	1,154.7	572.0	37.1
매출원가율	81.5	79.2		78.9			
판관비율	14.3	16.6		16.3			
영업이익률	4.2	4.2		4.8		4.4	
세전이익률	26.0	1.8		2.6			
지배주주순이익률	18.1	0.5		1.4		13.3	

자료: Dataguide, 한국투자증권

〈표 2〉 수정 PER 비교

(단위: 원, 배)

	2015	2016	2017	2018F	2019F
수정 EPS	13,929	19,104	16,999	22,020	28,925
수정 PER(A)	27.1	18.7	21.5	15.8	12.0
Global peers PER					
Ajinomoto	21.8	23.7	18.0	18.4	17.0
세계 식품사	21.5	22.6	24.2	23.3	21.0
평균(B)	21.7	23.1	21.1	20.9	19.0
(A/B-1)	25.1%	(19.1%)	2.1%	(24.4%)	(36.7%)
Implied PER(C)				18.6	14.2
(C/B-1)				(10.8%)	(25.3%)

주: 수정 EPS, 수정 PER은 자산처분손익 등 일회성 제외 후 산출

자료: 한국투자증권

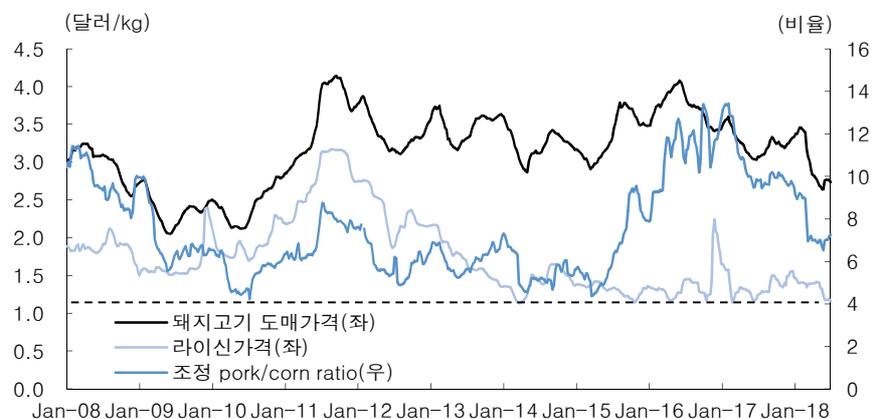
〈표 3〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	18,571	17,760	(4.4)	20,203	19,955	(1.2)
영업이익	862	848	(1.6)	1,039	1,074	3.4
지배주주순이익	901	905	0.5	417	444	6.3

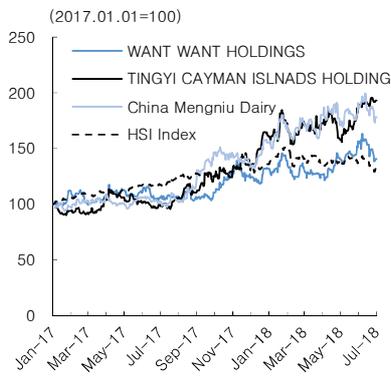
자료: 한국투자증권

[그림 1] 중국 라이신과 돼지고기 가격



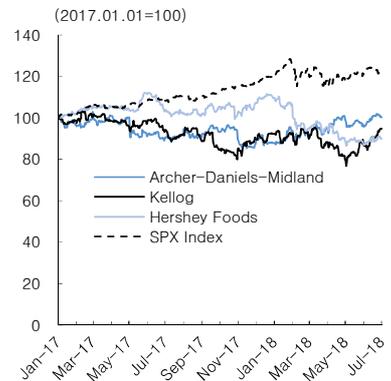
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 피어 추가추이



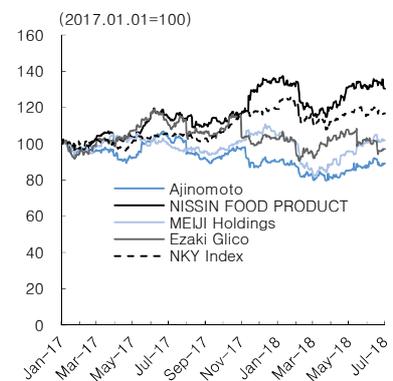
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 글로벌 피어 추가추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 글로벌 피어 추가추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 4> 바이오 제품 분기별 가격

(단위: 달러/톤)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
라이신	CJ 제일제당	1,200	1,215	1,260	1,255	1,253	1,235	1,255	1,285	1,300	-
	중국 Spot	1,311	1,252	1,384	1,619	1,387	1,266	1,343	1,443	1,404	1,299
	Ajinomoto	1,150	1,300	1,400	1,417	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
핵산	CJ 제일제당	7,000	7,100	7,200	6,900	6,900	6,800	6,850	6,950	7,000	-
	트립토판	Ajinomoto	7,500	7,500	8,500	8,000	8,000	9,000	8,000	11,500	14,000
쓰레오닌	CJ 제일제당	7,100	6,700	7,500	7,400	8,200	8,600	8,600	10,000	11,000	-
	Ajinomoto	2,050	1,750	1,750	1,750	1,700	1,700	1,700	1,750	1,730	1,680
메치오닌	CJ 제일제당	4,000	3,500	3,400	3,000	2,600	2,500	2,500	2,500	2,500	-
	중국 Spot	4,744	4,507	4,191	3,807	3,502	3,094	3,391	3,433	3,274	3,037
(% QoQ)											
라이신	CJ 제일제당	(1.2)	1.3	3.7	(0.4)	(0.2)	(1.4)	1.6	2.4	1.2	-
	중국 Spot	7.7	(4.5)	10.6	17.0	(14.3)	(8.7)	6.0	7.5	(2.7)	(7.5)
	Ajinomoto	0.0	13.0	7.7	1.2	(1.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
핵산	CJ 제일제당	2.9	1.4	1.4	(4.2)	0.0	(1.4)	0.7	1.5	0.7	-
	트립토판	Ajinomoto	(11.8)	0.0	13.3	(5.9)	0.0	12.5	(11.1)	43.8	21.7
쓰레오닌	CJ 제일제당	(9.0)	(5.6)	11.9	(1.3)	10.8	4.9	0.0	16.3	10.0	-
	Ajinomoto	(8.9)	(14.6)	0.0	0.0	(2.9)	0.0	0.0	2.9	(1.1)	(2.9)
메치오닌	CJ 제일제당	(13.0)	(12.5)	(2.9)	(11.8)	(13.3)	(3.8)	0.0	0.0	0.0	-
	중국 Spot	(8.1)	(5.0)	(7.0)	(9.2)	(8.0)	(11.6)	9.6	1.2	(4.6)	(7.3)
(% YoY)											
라이신	CJ 제일제당	(13.4)	(8.3)	0.1	3.3	4.4	1.6	(0.4)	2.4	3.8	-
	중국 Spot	(4.0)	(8.8)	8.7	32.9	5.8	1.2	(3.0)	(10.9)	1.2	2.6
	Ajinomoto	(20.7)	(7.1)	7.7	23.2	21.7	7.7	0.0	(1.2)	0.0	0.0
핵산	CJ 제일제당	(13.6)	(6.6)	(1.4)	1.5	(1.4)	(4.2)	(4.9)	0.7	1.4	-
	트립토판	Ajinomoto	(62.5)	(46.4)	(15.0)	(5.9)	6.7	20.0	(5.9)	43.8	75.0
쓰레오닌	CJ 제일제당	(55.3)	(46.8)	(22.7)	(5.1)	15.5	28.4	14.7	35.1	34.1	-
	Ajinomoto	(43.8)	(32.7)	(23.9)	(22.2)	(17.1)	(2.9)	(2.9)	0.0	1.8	(1.2)
메치오닌	CJ 제일제당	(18.4)	(32.7)	(30.6)	(34.8)	(35.0)	(28.6)	(26.5)	(16.7)	(3.8)	-
	중국 Spot	(36.4)	(50.7)	(25.0)	(26.3)	(26.2)	(31.3)	(19.1)	(9.8)	(6.5)	(1.9)

주: 분기 평균 값. Ajinomoto 2분기 가격은 4.5월 평균 값
 자료: 한국투자증권

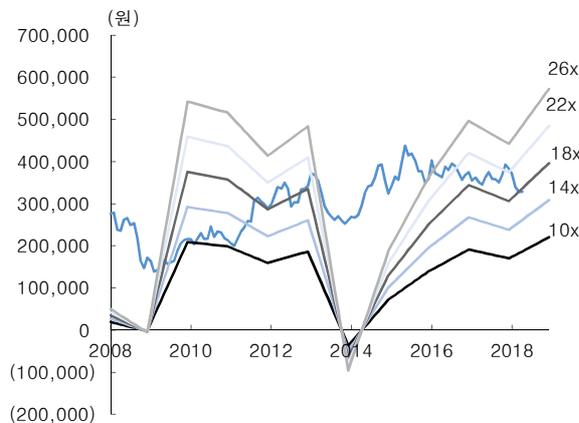
<표 5> 부문별 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,348.6	4,329.6	4,699.8	4,381.4	14,563.3	16,477.2	17,759.5	19,954.7
식품	1,320.3	1,176.4	1,439.5	1,154.6	1,316.2	1,199.6	1,463.5	1,186.9	4,612.5	5,090.8	5,166.2	5,859.6
바이오	454.5	472.3	571.4	669.7	592.0	606.0	622.8	744.2	1,801.6	2,167.9	2,564.9	2,692.8
생물자원	501.7	546.6	528.4	536.1	489.4	535.7	544.3	557.9	2,012.9	2,112.8	2,127.2	2,236.4
CJ 헬스케어	123.0	131.7	135.3	123.7	114.6	-	-	-	514.3	513.7	114.6	-
CJ 대한통운	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,934.4	2,001.5	2,130.7	2,224.2	1,956.3	6,082.0	7,110.3	8,312.7	9,718.4
영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	210.3	181.0	271.5	185.4	843.6	776.6	848.2	1,074.1
식품	99.6	68.5	166.5	28.1	116.8	79.9	156.1	74.6	351.9	362.7	427.4	507.8
바이오	29.9	24.0	30.5	52.2	48.4	47.3	49.8	52.8	142.0	136.6	198.3	235.0
생물자원	(3.4)	(6.3)	(6.4)	(8.3)	(6.5)	3.7	5.4	3.7	62.7	(24.4)	6.4	20.1
CJ 헬스케어	18.1	17.9	19.6	25.8	12.0	0.0	0.0	0.0	67.9	81.4	12.0	-
CJ 대한통운	51.1	61.9	62.6	60.0	45.3	55.0	64.1	111.1	228.4	235.6	275.5	322.1
(% YoY)												
매출액	9.4	8.3	19.9	14.7	12.5	10.8	6.6	2.1	12.7	13.1	7.8	12.4
식품	13.8	6.6	15.7	4.5	(0.3)	2.0	1.7	2.8	11.1	10.4	1.5	13.4
바이오	6.1	3.6	25.3	45.1	30.3	28.3	9.0	11.1	3.6	20.3	18.3	5.0
생물자원	2.6	4.8	10.4	2.4	(2.5)	(2.0)	3.0	4.1	11.5	5.0	0.7	5.1
CJ 헬스케어	4.5	4.9	4.2	(12.4)	(6.8)	-	-	-	12.6	(0.1)	(77.7)	-
CJ 대한통운	10.4	12.8	25.7	18.5	25.5	24.8	18.7	1.1	20.3	16.9	16.9	16.9
영업이익	(17.3)	(21.9)	10.7	(4.1)	9.2	10.1	0.8	23.3	12.3	(7.9)	9.2	26.6
식품	(15.7)	(18.8)	45.7	(19.9)	17.3	16.7	(6.2)	165.5	1.0	3.1	17.9	18.8
바이오	(4.8)	(19.5)	(23.4)	27.3	61.9	96.9	63.4	1.1	2.3	(3.8)	45.2	18.5
생물자원	(122.5)	(130.3)	(135.4)	(195.4)	(91.2)	159.5	185.0	144.5	33.7	(138.9)	126.2	215.4
CJ 헬스케어	(1.6)	4.7	41.0	39.5	(33.7)	-	-	-	29.8	19.9	(85.3)	-
CJ 대한통운	(3.9)	3.7	3.8	8.7	(11.4)	(11.1)	2.4	85.2	22.5	3.2	16.9	16.9
(%)					0.0	0.0	0.0	0.0				
영업이익률	5.0	4.2	6.1	3.5	4.8	4.2	5.8	4.2	5.8	4.7	4.8	5.4
식품	7.5	5.8	11.6	2.4	8.9	6.7	10.7	6.3	7.6	7.1	8.3	8.7
바이오	6.6	5.1	5.3	7.8	8.2	7.8	8.0	7.1	7.9	6.3	7.7	8.7
생물자원	(0.7)	(1.2)	(1.2)	(1.5)	(1.3)	0.7	1.0	0.7	3.1	(1.2)	0.3	0.9
CJ 헬스케어	14.7	13.6	14.5	20.9	10.5	-	-	-	13.2	15.8	10.5	-
CJ 대한통운	3.2	3.6	3.3	3.1	2.3	2.6	2.9	5.7	3.8	3.3	3.3	3.3

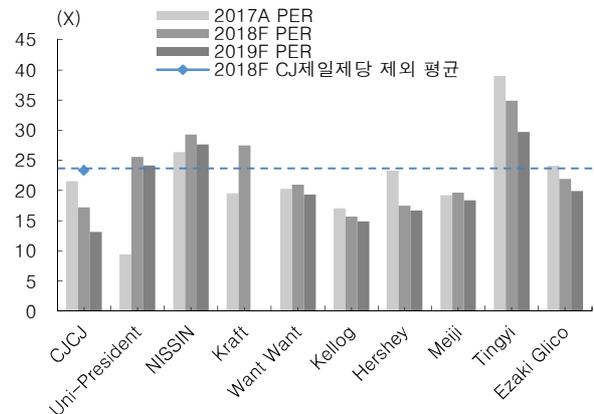
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 5] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] Global peer와의 PER 비교



주: CJ제일제당 PER은 일회성 손익 제외된 수정 EPS 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

CJ제일제당은 식품소재 및 가공식품, 생명공학 관련 제품을 제조하는 종합 식품 기업이다. 1953년 제일제당공업주식회사로 출범한 이후, 2007년에 CJ 주식회사에서 기업 분할되어 식품과 생명공학에 집중하는 사업회사로 분사되었다. 주요 사업으로는 설탕, 밀가루, 조미료, 가공식품 등을 생산·판매하는 식품사업, 동물사료, 의약품, 아미노산 등을 생산·판매하는 생명공학사업, 국내/국제물류 및 택배, 건설사업 등을 영위하는 물류사업이 있다. 2015년 기준 식품, 생명공학, 물류 사업부문의 매출액 비율은 각각 32%, 31%, 37%이다. (부분간 내부 매출액 제외, 연결 기준)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,881	4,963	5,949	6,274	6,742
현금성자산	644	591	1,154	858	829
매출채권및기타채권	2,201	2,445	2,664	2,993	3,360
재고자산	1,280	1,304	1,403	1,576	1,770
비유동자산	10,886	11,905	12,866	13,531	14,224
투자자산	817	454	578	722	833
유형자산	7,281	8,179	9,071	9,334	9,557
무형자산	2,334	2,758	2,664	2,854	3,136
자산총계	15,766	16,868	18,816	19,805	20,966
유동부채	4,699	5,497	5,570	5,798	6,033
매입채무및기타채무	1,939	2,299	2,309	2,494	2,688
단기차입금및단기사채	1,801	1,914	2,014	2,064	2,114
유동성장기부채	773	915	905	895	885
비유동부채	5,007	5,227	5,464	5,785	6,170
사채	2,899	3,312	3,362	3,512	3,712
장기차입금및금융부채	1,195	1,006	1,122	1,172	1,222
부채총계	9,706	10,724	11,034	11,583	12,203
지배주주지분	3,409	3,375	4,963	5,345	5,819
자본금	72	73	82	82	82
자본잉여금	924	930	1,656	1,656	1,656
기타자본	(302)	(321)	(321)	(321)	(321)
이익잉여금	2,567	2,903	3,756	4,138	4,612
비지배주주지분	2,651	2,769	2,819	2,876	2,944
자본총계	6,060	6,144	7,781	8,222	8,764

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	800	1,181	1,298	970	1,069
당기순이익	354	413	955	502	609
유형자산감가상각비	437	467	521	556	571
무형자산상각비	95	99	103	111	121
자산부채변동	(359)	(24)	(342)	(272)	(317)
기타	273	226	61	73	85
투자활동현금흐름	(1,409)	(1,464)	(1,623)	(1,387)	(1,253)
유형자산투자	(845)	(1,450)	(1,440)	(846)	(821)
유형자산매각	39	27	27	27	27
투자자산순증	(62)	408	(128)	(149)	(115)
무형자산순증	(61)	(79)	(9)	(300)	(404)
기타	(480)	(370)	(73)	(119)	60
재무활동현금흐름	726	265	889	121	155
자본의증가	192	15	736	0	0
차입금의순증	802	510	256	240	290
배당금지급	(54)	(50)	(43)	(53)	(61)
기타	(214)	(210)	(60)	(66)	(74)
기타현금흐름	(3)	(36)	0	0	0
현금의증가	115	(54)	564	(296)	(29)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

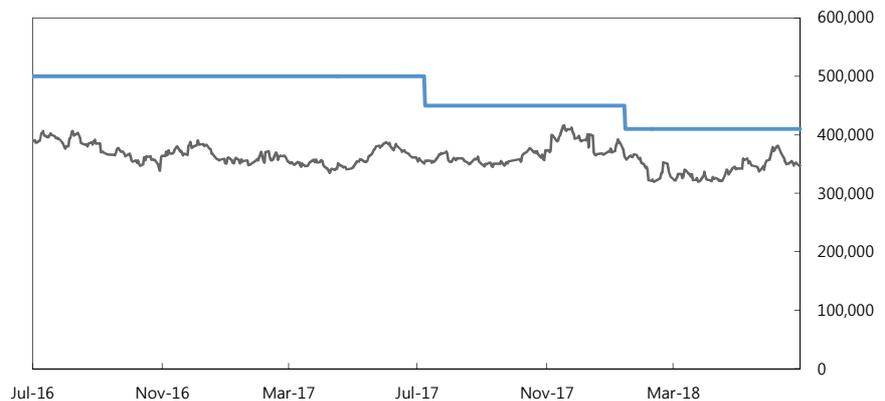
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	14,563	16,477	17,760	19,955	22,400
매출원가	11,275	12,922	14,168	15,890	17,868
매출총이익	3,288	3,555	3,591	4,065	4,532
판매관리비	2,444	2,778	2,743	2,991	3,279
영업이익	844	777	848	1,074	1,253
금융수익	213	536	73	57	53
이자수익	18	19	23	27	23
금융비용	425	469	275	302	310
이자비용	179	204	220	227	235
기타영업외손익	(104)	(254)	657	(142)	(157)
관계기업관련손익	1	(5)	(5)	(5)	(5)
세전계속사업이익	528	584	1,299	682	834
법인세비용	175	172	344	181	225
연결당기순이익	354	413	955	502	609
지배주주지분순이익	276	370	905	444	541
기타포괄이익	30	(465)	0	0	0
총포괄이익	384	(52)	955	502	609
지배주주지분포괄이익	307	14	905	444	541
EBITDA	1,375	1,343	1,473	1,741	1,945

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	19,522	26,179	57,473	27,726	33,824
BPS	242,224	239,601	309,094	332,452	361,373
DPS	2,500	3,000	3,300	3,800	4,200
성장성(%, YoY)					
매출증가율	12.7	13.1	7.8	12.4	12.3
영업이익증가율	12.3	(7.9)	9.2	26.6	16.6
순이익증가율	45.8	34.2	144.5	(51.0)	22.0
EPS증가율	45.7	34.1	119.5	(51.8)	22.0
EBITDA증가율	11.3	(2.4)	9.7	18.2	11.7
수익성(%)					
영업이익률	5.8	4.7	4.8	5.4	5.6
순이익률	1.9	2.2	5.1	2.2	2.4
EBITDA Margin	9.4	8.1	8.3	8.7	8.7
ROA	2.4	2.5	5.4	2.6	3.0
ROE	8.4	10.9	21.7	8.6	9.7
배당수익률	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2
배당성향	12.8	11.5	5.8	13.7	12.4
안정성					
순차입금(십억원)	5,652	6,369	5,891	6,345	6,767
차입금/자본총계비율(%)	110.6	117.3	94.2	91.8	89.2
Valuation(X)					
PER	18.3	14.0	6.0	12.5	10.3
PBR	1.5	1.5	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.5	8.3	7.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ제일제당(097950)	2016.06.13	매수	500,000원	-26.4	-18.7
	2017.06.13	1년경과		-26.7	-23.1
	2017.07.12	매수	450,000원	-17.7	-7.6
	2018.01.18	매수	410,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 3일 현재 CJ제일제당 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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 돕기 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.