

휠라코리아(081660)

브랜드 사업의 진수, 확장성과 수익성

FILA 실적 호조, 영업이익 컨센서스 22% 상회

FILA 국내 두자리수 영업이익률, 중국 매출 급증, 미국 턴어라운드

목표주가 상향, 고성장하는 가장 싼 글로벌 스포츠 브랜드

Facts : 스포츠 브랜드다운 높은 수익성 기록, 어닝 서프라이즈

2분기 매출액은 전년대비 14% 증가한 7,900억원, 영업이익은 42% 급증한 1,160억원을 기록, 컨센서스를 22% 상회했다. 부문별로 Acushnet 영업이익이 약 700억원(+17% YoY, 영업이익률 13.5%, +1.1%p YoY), FILA 부문 영업이익이 약 455억원(+111% YoY, 영업이익률 16.8%, +6.5%p YoY)에 달해 호조였다. FILA 국내 매출액이 전년대비 37% 증가하며 호조, 영업이익률이 14.2%에 달해 전년대비 8.7%p 상승하며 FILA 부문 이익 급증의 주요인이었다. 미주 부문 매출액도 달러 기준 21% 증가해 작년 부진에서 확연하게 턴어라운드했고 중국 Full Prospect 매출액은 원화 기준 95% 급증했다.

Pros & cons : 어디까지인지 가늠하기 어려운 폭발적인 성장성

내수와 중국이 서프라이즈다. 국내는 제품력 강화와 가격 현실화에 힘입어 신발 위주의 고성장을 이어가고 있다. 국내 매장수는 계속 감소 추세이나 내수 사업에서 도매 유통 및 신발 사업 강화에 주력한 'FILA' 브랜드 2분기 매출액은 760억 원으로 전년대비 70% 급증했다. 영업이익률 상승은 판관비율이 9.1%p 하락에 대부분 기인하는데, 1) 매출 호조, 2) 중국 수수료 수입 증가(26억원→52억원), 3) 국내 판관비 효율화가 주요인이다. 이 중 국내 유통 구조 변화 노력에 따라 국내 부문 판매수수료 비율만 전년 대비 5%p 이상 하락했다. 상기 요인은 구조적으로 판단, 금년 국내 영업이익률 전망을 기준 8%에서 11.5%로 상향한다.

중국 스포츠 의류 시장은 프리미엄 시장 고성장과 로컬 1위인 Anta Sports의 자금력 및 전략에 힘입어 프리미엄 브랜드로 자리매김하고 있다. 중국 스포츠 의류 시장은 프리미엄화가 본격화, 이번 2분기 실적 발표를 통해 Nike(중국 매출 +26% YoY), Adidas(+28% YoY), FILA (~+95% YoY) 등 글로벌 프리미엄 스포츠 브랜드들이 호조였다. FILA는 Full Prospect 기준 금년 매출액은 전년대비 56% 급증한 6,280억원, Anta Sports 기준 매출 약 1.2조원에 달할 것으로 예상되나, Nike와 Adidas가 각각 5조원 이상이 예상된다는 점을 감안하면 중국 시장 내 성장성은 여전히 높아 보인다. 동사가 중국에서 수취하는 이익(수수료+지분법+배당) 또한 금년 400억원을 넘어 작년 약 270억원에서 크게 개선될 전망이다.

하회

부합

상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 50,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(8/14)	2,259
주가(8/14)	34,900
시가총액(십억원)	2,133
발행주식수(백만)	61
52주 최고/최저가(원)	36,500/13,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,377
유동주식비율/외국인지분율(%)	79.9/36.5
주요주주(%)	
에이치엔드디홀딩스 외 2인	20.1
KB자산운용	9.7

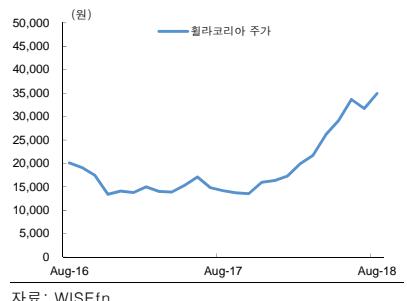
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	15.8	13.6	11.9
PBR(x)	1.2	2.2	1.9
ROE(%)	7.5	17.9	17.3
DY(%)	1.5	0.3	0.3
EV/EBITDA(x)	8.6	8.8	8.1
EPS(원)	1,030	2,558	2,936
BPS(원)	13,074	15,532	18,368

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.4	96.3	142.0
KOSPI 대비(%p)	2.7	103.0	145.3

주가추이



나은채

ec.na@truefriend.com

Action : 목표주가 50,000원으로 상향, 업종 내 Top pick 유지

2018, 2019년 예상 연결 영업이익을 12%, 9% 상향, FILA 부문 영업이익은 2018년, 2019년 무려 34%, 25% 상향되었다. 지분을 100% 보유한 FILA 부문 실적 상향이 주요인으로 지배주주순이익은 20% 상향되었다. 실적 상향에 따라 FILA 영업 가치를 기준 1.45조원에서 1.9조원(2018~2019년 평균)으로 상향, 목표주가를 기준 4.1만원에서 5만원(SOTP, 내재 PER 18배)으로 상향한다. FILA 브랜드 고공 성장과 실적 상향으로 12MF PER이 13배 이하로 하락, 글로벌 스포츠 패션업체 평균 (2018~2019년 평균 24배) 대비 여전한 저평가 구간으로 판단된다. 업종 내 Top pick으로 유지한다.

<표 1> 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	692.9	569.3	614.5	676.9	790.2	16.7	14.0	734.5
영업이익	81.6	35.6	51.5	84.9	115.7	36.3	41.8	95.2
영업이익률(%)	11.8	6.3	8.4	12.5	14.6			13.0
세전이익	77.7	26.5	39.4	80.7	105.7	31.0	36.0	0.0
순이익	29.2	14.6	9.6	38.1	53.9	41.5	84.6	42.3

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경전		변경률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	2,682	2,838	2,593	2,739	3.4	3.6
영업이익	317	343	284	314	11.6	9.2
지배주주순이익	156	179	129	151	20.8	18.9

자료: 한국투자증권

<표 3> 목표주가 5만원으로 상향

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018F	2019F	Note
FILA 가치	1,700	2,142	세후 영업이익+지분법이익에 세후 금융 비용 차감, 목표 PER 18배 적용
FILA 영업이익	110	123	
중국 수수료+지분법이익	40	55	Full Prospect 2018년, 2019년 순이익 1,200, 1,480 억원 가정
차입금	600	500	
Acushnet 가치	1,145	1,145	지분율 53%
시가총액	2,160	2,160	최근 1개월 평균
휠라코리아 지분율	53	53	
할인율 (%)	0	0	
Fila Korea 적정 가치	2,845	3,286	
Fila Korea 주식수 *	61,120	61,120	
휠라코리아 주당 가치	46,543	53,771	
휠라코리아 적정주가	50,157		2018~2019년 평균

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 Earnings breakdown

(단위: 십억원, %, % YoY)

	연간					2017				2018F			
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF
매출액	967	2,530	2,682	2,838	3,107	654	693	569	614	677	790	589	626
Acushnet	219	1,767	1,744	1,792	1,933	500	484	393	390	474	520	379	372
FILA	748	763	938	1,046	1,174	154	209	176	224	203	271	210	254
Fila Korea	306	342	461	536	608	66	95	79	102	104	131	101	125
Fila USA	371	344	381	412	466	69	96	76	103	76	111	86	109
해외 Royalty	39	40	49	51	54	10	10.0	11	10	11	14	12	11
영업이익	12	217	317	343	383	49	82	36	51	85	116	49	68
Acushnet	(18)	159	188	194	209	52	60	21	27	67	70	22	29
FILA	30	58	129	149	174	(3)	22	15	24	18	45	27	38
Fila Korea	(31)	1	53	70	85	(9)	5	0	4	8	19	9	18
휠라 USA	24	11	21	23	29	(4)	4	3	7	1	7	4	7
해외 Royalty	39	40	49	51	54	10	10	11	10	11	14	12	11
매출증감	18.6	161.6	6.0	5.8	9.5	288.6	231.2	224.3	48.4	3.6	14.0	3.4	1.9
Acushnet	0.0	0.0	(1.3)	2.7	7.9	0.0	0.0	0.0	78.4	(5.3)	7.4	(3.6)	(4.6)
FILA	(8.3)	2.0	22.9	11.5	12.3	(8.6)	(0.1)	0.3	14.8	32.3	29.4	19.1	13.3
Fila Korea	(11.7)	11.9	34.5	16.4	13.4	1.1	10.9	9.2	23.8	56.4	36.9	28.0	23.1
휠라 USA	2.2	(7.4)	10.9	8.0	13.1	(19.5)	(9.0)	(9.7)	7.2	9.5	16.1	13.0	5.4
해외 Royalty	(4.5)	3.0	20.0	4.9	5.1	23.3	4.1	2.3	(12.6)	12.4	38.4	15.0	14.3
영업이익 증감	(85.3)	1,737.1	45.9	8.2	11.5	675.3	228.8	471.3	NM	73.8	41.8	37.8	31.4
Acushnet	NM	NM	18.0	3.0	7.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	17.0	5.8	7.5
FILA	(63.0)	94.9	122.2	15.6	16.2	NM	(13.1)	139.1	NM	NM	110.9	82.1	58.1
Fila Korea	NM	NM	3,644.5	31.5	22.1	NM	2,176.4	NM	NM	NM	255.0	1,765.4	312.0
휠라 USA	5.3	(54.6)	90.6	10.0	29.6	NM	(45.1)	(46.2)	15.3	NM	70.1	57.0	2.4
해외 Royalty	(4.5)	3.0	20.0	4.9	5.1	23.3	4.1	2.3	(12.6)	12.4	38.4	15.0	14.3
영업이익률	1.2	8.6	11.8	12.1	12.3	7.5	11.8	6.2	8.4	12.5	14.6	8.3	10.8
Acushnet	0.0	9.0	10.8	10.8	10.8	10.3	12.4	5.3	7.0	14.1	13.5	5.8	7.8
FILA	4.0	7.6	13.8	14.3	14.8	(1.7)	10.3	8.5	10.8	8.9	16.8	12.9	15.1
Fila Korea	(10.1)	0.4	11.5	13.0	14.0	NM	5.5	0.6	4.2	7.9	14.2	8.5	14.1
휠라 USA	6.4	3.1	5.4	5.5	6.3	NM	4.5	3.6	7.1	1.9	6.7	5.0	6.9

자료: 휠라코리아, 한국투자증권

〈표 5〉 휠라코리아 실질 이익

(단위: 십억원, %, % YoY)

			2016	2017	2018F	2019F	2020
FILA	순수 내수 영업이익		(39)	(11)	34	44	52
영업이익	중국 수수료		8	12	19	26	33
	미주		24	11	21	23	29
	로열티		39	40	49	51	54
	기타		(2)	5	7	6	6
FILA 지분법	중국 지분법이익		6	12	21	29	38
FILA 합산이익 (A)	지분법이익까지 합산 이익		36	71	150	179	212
	중국 이익 기여도		41	38	28	33	36
Acushnet (B)	Acushnet 지분을 가산한 이익		(10)	84	100	103	111
실질 NOPLAT 및 지분법이익 (A)+(B) 합산			26.2	155.1	249.6	281.3	322.9

자료: 휠라코리아, 한국투자증권

〈표 6〉 Full Prospect 매출 및 순이익

(단위: 십억원, %, % YoY)

	연간					2017				2018	
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
매출	267	403	628	866	1,115	75	97	87	144	147	189
매출증감	45.6	51.1	55.6	38.0	28.8	28	44	41	83	95	95
순이익	40	77	138	195	257	13	25	15	23	33	40
순이익률	14.8	19.0	22.0	22.5	23.0	16.9	26.0	17.6	16.2	22.1	21.4

자료: 휠라코리아, 한국투자증권

〈표 7〉 Global peer valuation

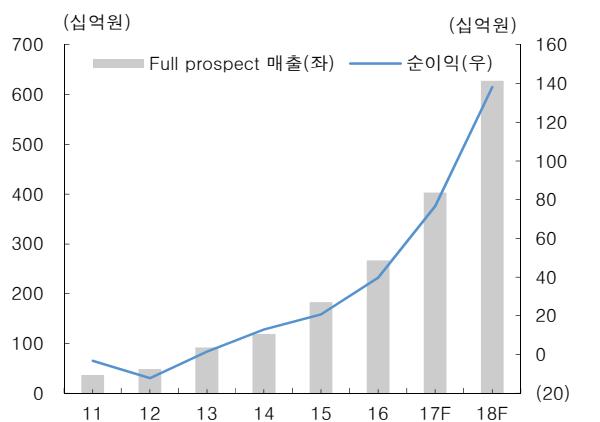
(단위: 백만달러, 배, %, % YoY)

	골프					스포츠 브랜드						
	FILA Korea	Acushnet	Callaway	Nike	Adidas	VFC	Puma	Columbia	Under Armour	Skechers	Lulu	
PER	Mkt Cap.	1,880	2,067	2,136	128,268	49,606	37,263	7,361	6,316	2,111	4,729	17,568
	2017	15.8	17.0	25.8	30.9	25.0	24.0	39.9	24.0	25.8	21.4	30.5
	2018F	13.3	19.0	22.5	30.2	25.5	26.0	33.0	26.2	22.2	16.6	40.1
PBR	2019F	11.6	16.7	21.6	25.7	21.9	22.9	25.4	23.3	21.3	14.4	34.7
	2017	1.2	1.9	2.0	11.7	5.3	8.0	3.3	3.1	2.0	3.2	6.7
	2018F	2.2	2.4	3.0	13.6	6.1	9.1	4.0	3.5	3.0	2.2	9.9
EV/EBITDA	2019F	1.9	2.2	2.6	11.7	5.4	8.8	3.5	3.2	2.6	1.9	7.9
	2017	8.6	9.7	13.8	21.9	13.1	17.6	16.1	13.3	13.8	11.6	17.2
	2018F	8.7	10.7	14.5	21.2	15.2	18.7	15.0	14.7	14.4	7.9	22.4
ROE	2019F	8.0	10.1	13.4	18.9	13.4	17.2	12.3	13.4	13.2	7.1	19.6
	2017	7.5	11.9	6.5	17.4	17.0	20.7	8.2	6.6	6.5	10.4	17.5
	2018F	17.9	12.8	13.5	42.8	24.1	37.6	12.0	14.3	13.5	15.0	27.9
DY	2019F	17.3	13.4	12.8	52.1	25.6	36.1	14.5	14.5	12.8	14.6	23.9
	2017	0.1	2.3	0.3	1.1	1.6	2.3	3.4	1.0	0.3	0.0	0.0
	2018F	0.3	1.9	0.2	1.1	1.5	2.0	0.8	1.0	0.2	0.0	0.0
EPS growth	2019F	0.3	2.1	0.2	1.2	1.8	2.1	1.0	1.0	0.2	0.0	0.0
	2017	(81.4)	67.6	(78.7)	(53.3)	8.9	24.7	118.0	(45.1)	(78.7)	(27.2)	(14.0)
	2018F	159.9	17.5	133.7	127.8	52.7	88.3	43.8	128.3	133.7	55.0	70.1
OPM	2019F	14.8	13.5	4.2	17.2	16.6	13.6	30.0	12.5	4.2	15.3	15.6
	2017	8.6	10.7	7.5	12.2	9.8	12.2	5.9	10.7	7.5	9.2	17.2
	2018F	11.8	10.7	10.7	13.0	10.6	13.4	7.1	11.8	10.7	8.7	20.0
Sales growth	2019F	12.1	11.4	11.1	13.7	11.2	14.0	7.9	12.2	11.1	9.0	20.6
	2017	168.5	(0.8)	20.4	6.0	12.3	4.6	14.0	3.7	20.4	16.9	13.0
	2018F	10.9	4.6	16.7	8.0	6.4	10.8	9.6	9.1	16.7	12.7	16.5
	2019F	5.8	1.5	3.5	7.5	8.6	5.7	10.1	5.5	3.5	10.6	11.6

주: 8월 14일 종가 기준

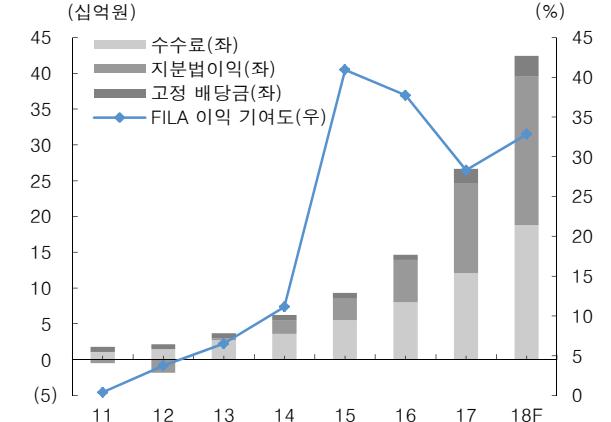
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 중국 Full Prospect 실적 추이



자료: 휠라코리아, 한국투자증권

[그림 2] 중국 관련 이익 전망



자료: 휠라코리아, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

휠라코리아는 1991년 설립된 회사로서 1992년 'FILA'로 내수 영업을 개시함. 2005년 MBO(Management Buyout)방식을 통해 Fila Global Group으로부터 분리되어 Fila 브랜드를 사용할 수 있는 라이센서(Licensee)로 독립한 후, 2007년 M&A를 통해 Fila 상표권 및 사업권을 인수하여 전세계의 라이센서를 통해 영업을 전개하고 로열티를 수취함. 2011년 글로벌 골프용품 1위 업체인 Acushnet을 미래에셋 PEF와 공동 인수함. 또한 종속회사인 매그너스홀딩스를 통해 Acushnet의 지분 53.1%를 보유하고 있으며, Acushnet은 2016년 10월 28일 NYSE에 상장됨.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,241	1,154	1,453	1,544	1,606
현금성자산	149	108	349	403	388
매출채권및기타채권	401	387	402	397	404
재고자산	609	578	617	653	715
비유동자산	2,144	1,925	2,006	2,139	2,226
투자자산	40	47	50	53	58
유형자산	344	324	361	398	413
무형자산	1,627	1,440	1,475	1,561	1,616
자산총계	3,385	3,079	3,460	3,683	3,832
유동부채	1,193	695	708	724	700
매입채무및기타채무	535	348	349	369	373
단기차입금및단기사채	584	213	183	183	153
유동성장기부채	0	70	70	70	70
비유동부채	890	1,150	1,306	1,274	1,167
사채	78	70	61	53	0
장기차입금및금융부채	524	792	792	742	642
부채총계	2,083	1,845	2,014	1,998	1,867
지배주주지분	858	799	949	1,123	1,329
자본금	57	61	61	61	61
자본잉여금	106	118	118	118	118
기타자본	(9)	(13)	(13)	(13)	(13)
이익잉여금	665	680	830	1,003	1,209
비지배주주지분	445	435	496	563	637
자본총계	1,302	1,234	1,445	1,685	1,966

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	967	2,530	2,682	2,838	3,107
매출원가	548	1,290	1,313	1,378	1,507
매출총이익	419	1,241	1,369	1,460	1,600
판매관리비	407	1,023	1,052	1,117	1,218
영업이익	12	217	317	343	383
금융수익	56	45	3	4	5
이자수익	1	2	3	4	5
금융비용	42	89	51	49	44
이자비용	19	53	51	49	44
기타영업외손익	467	(4)	0	0	0
관계기업관련손익	(62)	12	21	29	38
세전계속사업이익	431	182	290	328	382
법인세비용	120	74	72	82	96
연결당기순이익	311	108	217	246	287
지배주주지분순이익	323	62	156	179	212
기타포괄이익	85	(183)	0	0	0
총포괄이익	396	(75)	217	246	287
지배주주지분포괄이익	379	(68)	156	179	212
EBITDA	32	284	379	406	447

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(4)	30	429	344	347
당기순이익	311	108	217	246	287
유형자산감가상각비	15	40	37	37	37
무형자산상각비	5	26	25	26	27
자산부채변동	(40)	(203)	100	(13)	(58)
기타	(295)	59	50	48	54
투자활동현금흐름	(269)	(52)	(83)	(159)	(99)
유형자산투자	(23)	(39)	(74)	(74)	(52)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(238)	(9)	18	26	33
무형자산순증	(8)	(2)	(59)	(112)	(82)
기타	0	(2)	32	1	2
재무활동현금흐름	370	22	(105)	(131)	(263)
자본의증가	2	16	0	0	0
차입금의순증	374	32	(39)	(59)	(183)
배당금지급	(3)	(22)	(3)	(6)	(6)
기타	(3)	(4)	(63)	(66)	(74)
기타현금흐름	5	(42)	0	0	0
현금의증가	102	(42)	241	54	(15)

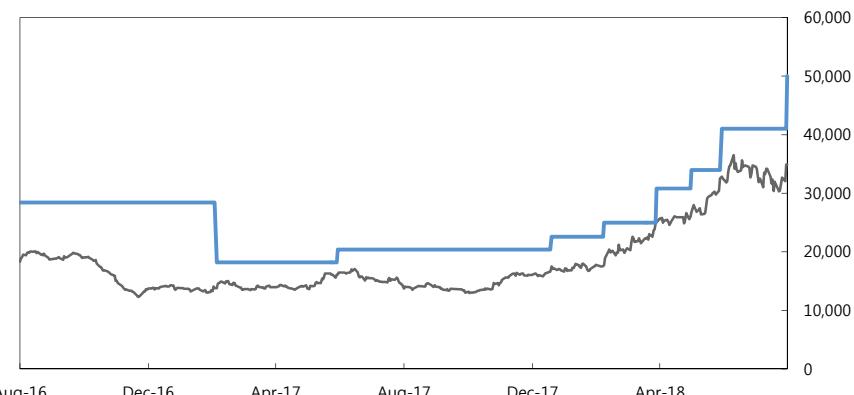
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	5,684	1,030	2,558	2,936	3,470
BPS	15,035	13,074	15,532	18,368	21,738
DPS	250	250	100	100	100
성장성(% , YoY)					
매출증가율	18.6	161.6	6.0	5.8	9.5
영업이익증가율	(85.3)	1,737.1	45.9	8.2	11.5
순이익증가율	NM	(80.7)	150.6	14.8	18.2
EPS증가율	NM	(81.9)	148.4	14.8	18.2
EBITDA증가율	(64.8)	792.2	33.6	7.2	9.9
수익성(%)					
영업이익률	1.2	8.6	11.8	12.1	12.3
순이익률	33.4	2.5	5.8	6.3	6.8
EBITDA Margin	3.3	11.2	14.1	14.3	14.4
ROA	14.3	3.3	6.6	6.9	7.6
ROE	48.4	7.5	17.9	17.3	17.3
배당수익률	1.8	1.5	0.3	0.3	0.3
배당성향	0.9	4.9	3.9	3.4	2.9
안정성					
순차입금(십억원)	1,017	1,017	719	605	434
차입금/자본총계비율(%)	91.6	93.5	76.1	61.8	43.7
Valuation(X)					
PER	2.5	15.8	13.6	11.9	10.1
PBR	0.9	1.2	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	70.8	8.6	8.8	8.1	7.2

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
휠라코리아(081660)	2016.04.17	매수	28,400원	-39.6	-25.7
	2017.02.19	매수	18,200원	-21.0	-10.3
	2017.06.14	매수	20,400원	-26.9	-16.2
	2018.01.03	매수	22,600원	-23.6	-20.4
	2018.02.22	매수	25,000원	-14.5	-0.4
	2018.04.13	매수	30,800원	-17.0	-13.6
	2018.05.16	매수	34,000원	-16.0	-4.4
	2018.06.14	매수	41,000원	-18.9	-11.0
	2018.08.15	매수	50,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 15일 현재 휠라코리아 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 (2018.6.30 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 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.