

# 코오롱글로벌

NR

003070 기업분석 | 건설

목표주가	-	현재주가(03/06)	8,500원	Up/Downside	-
------	---	-------------	--------	-------------	---

2019. 03. 07

## 다시 봐야 할 18년 4분기 실적

▶ **탐방 Note**

**18년 4분기 실적이 갖는 의미:** 코오롱글로벌의 18년 4분기 실적은 매출액 8,610억원(-17.3% YoY), 영업이익 388억원(+64.4% YoY)이었다. 매출액이 줄어 들었음에도 불구하고 영업이익이 급증했다. 분기 영업이익이 300억원을 상회한 것은 코오롱건설 등이 코오롱글로벌로 합병된 이후 처음이다. 4분기 영업이익이 급증한 이유는 주택 매출액이 늘어났기 때문이다. 17년 이후 주택분양이 늘어난 효과가 이제서야 본격적으로 실적에 반영되기 시작했다. 더 중요한 것은 일시적 현상이 아니라란 점이다.

**자신감이 반영된 19년 경영 계획:** 지난 5일 코오롱글로벌은 19년 경영계획을 발표했다. 가장 눈에 띄는 것은 영업이익 목표이다. 코오롱글로벌의 19년 영업이익 목표는 전년대비 56.5% 증가한 1,200억원이다. 매출액 목표가 8.7% 증가에 불과한 것을 감안하면 공격적으로 보일 수도 있다. 하지만 충분히 달성 가능한 목표라고 판단되는데 주택 매출액 비중(전체 매출액 대비)이 18년 19.9%에서 19년 29.0%로 늘어나기 때문이다. 19년 주택 매출액 목표는 10,600억원으로 17~18년 분양한 주택 도급 총액이 1.65조원임을 감안하면 합리적인 목표라고 판단된다. 18년 4분기에 보여준 실적 개선세가 19년에도 이어질 것으로 전망된다. 분기 당 영업이익 300억원은 충분히 합리적인 목표치이다.

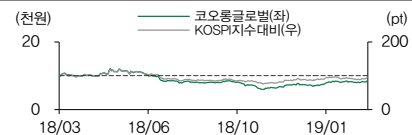
**Investment Fundamentals (IFRS연결)**

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2013	2014	2015	2016	2017
FYE Dec	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	3,663	2,824	3,029	3,185	3,654
(증가율)	-9.8	-22.9	7.3	5.2	14.7
영업이익	22	8	42	61	73
(증가율)	흑전	-63.6	425.0	45.2	19.7
순이익	-76	23	-25	6	15
EPS	-4,598	450	-2,009	365	743
PER (H/L)	NA / NA	37.8/13.8	NA / NA	53.4/28.5	21.8/12.2
PBR (H/L)	1.1/0.7	0.7/0.3	1.2/0.3	0.9/0.5	0.9/0.5
EV/EBITDA (H/L)	33.8/29.2	47.1/38.4	16.0/10.4	10.5/8.9	9.7/8.1
영업이익률	0.6	0.3	1.4	1.9	2.0
ROE	-18.9	5.3	-5.5	1.4	3.4

**Stock Data**

52주 최저/최고	5,920/12,150원
KOSDAQ /KOSPI	747/2,176pt
시가총액	2,143억원
60일-평균거래량	44,780
외국인지분율	1.9%
60일-외국인지분율변동추이	+0.2%p
주요주주	코오롱 외 19인 76.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	3.8	15.4	-12.6
상대기준	4.9	11.3	-4.7

## Comment

**19년 분양 목표 11,261세대:** 또 하나 눈에 띄는 것은 19년 분양 목표(11,261세대 +143.0% YOY)이다. 시장 상황과는 다른 움직임을 보여주는 것인데 분양이 늘어날 수 있는 가장 큰 이유는 이월효과 때문이다. 분양 시점이 늦춰진 프로젝트 4,600세대를 19년에 분양할 예정이다. 19년 연말 분양 예정인 프로젝트를 제외하더라도 9,000세대 이상의 신규분양이 가능할 것으로 예상된다. 예상대로 분양될 경우 주택사업이 21년까지의 성장성을 담보할 것이다.

앞으로 점검해야 할 리스크는 신규분양 주택의 분양(계약)률이 될 것인데 코오롱글로벌의 주택사업은 상대적으로 안정적이다. 물론 안정적인 만큼 수익성은 상대적으로 낮은 편이다. [도표7]을 보면 코오롱글로벌의 주택사업은 도시정비사업과 지역조합사업 위주로 구성되어 있음을 알 수 있다. 기본적으로 공사비 회수가 가능한 사업 위주로 구성되어 있기 때문에 상대적으로 수익성은 낮지만 리스크는 크지 않다고 볼 수 있다.

**유통, 상사부문은 안정적 이익 창출 전망:** 유통과 상사부문에서는 안정적인 이익이 창출될 것으로 전망한다. 18년 BMW 520d 화재 및 리콜 이슈로 인해 유통부문 실적이 악화될 것으로 우려했지만, 신차 판매량은 분명히 감소한 반면 리콜로 인해 A/S 매출액이 늘어났다. 결과적으로 유통부문 매출액이 저조한 신차 판매량으로 인해 17년 대비 3.3% 감소했지만 영업이익은 오히려 14.1% 늘어나는 기현상이 발생했다. 상사부문은 17년 사업구조 개편 이후 외형 성장을 기대하기 어려워졌지만 18년 이후 BEP 이상의 영업이익을 기대할 수 있는 구조로 안정화되었다.

**임대주택과 풍력발전은 중장기 운영수의 증가 기여:** 코오롱글로벌의 중장기 성장동력인 임대주택사업과 풍력발전사업은 단기적으로 실적에 큰 영향을 미치지 않을 전망이다. 커먼타운, 커먼라이프와 같은 임대주택사업은 초기 단계를 지나가고 있지만 BEP 이상의 실적을 기대하려면 최소 3년 이상의 시간이 필요할 것으로 전망된다. 당장의 실적에 긍정적인 영향을 미치지는 않겠지만 중장기적으로 운영수익 비중을 높일 수 있다는 점에서 지켜봐야 할 신사업군이라고 판단된다.

## Action

**19년 순이익이 700억원이라면?:** 코오롱글로벌의 경영계획 대로 영업이익 1,200억원이 달성되었다고 가정해보자. 순금융비용, 기타영업비용, 법인세 등을 차감하면 700억원 전후의 순이익을 기대할 수 있다. 그리고 19년에 주택 분양이 늘어날 경우 21년까지 외형 성장세를 유지할 수 있을 전망이다. 미분양 등의 리스크가 불거지지 않는다면 매출액이 늘어나는 것 이상으로 영업이익 증가도 가능하다. 현재 코오롱글로벌의 시가총액은 2,100억원 수준인데 성장 기업(다른 건설사의 역성장세와는 반대 방향으로)의 P/E가 3배 수준이라는 얘기가 된다. 증권건설사 할인요인을 감안해도 충분히 매력적인 가격대라고 판단된다.

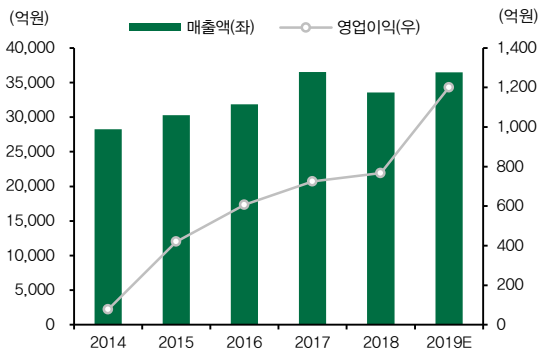
도표 1. 코오롱글로벌 연간 실적 및 경영계획 세부수치

(단위: 억원, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	YoY
<b>매출액</b>	<b>28,243</b>	<b>30,290</b>	<b>31,851</b>	<b>36,536</b>	<b>33,583</b>	<b>36,500</b>	<b>8.7</b>
건설	10,865	12,211	15,145	17,525	16,200	19,100	17.9
주택	1,547	3,390	5,764	6,272	6,673	10,600	58.8
토목	3,543	2,850	3,422	3,257	2,540	3,200	26.0
건축	3,601	3,122	2,617	3,594	2,631	2,050	-22.1
환경	1,786	2,217	2,337	2,431	2,403	2,200	-8.4
플랜트	388	632	1,005	1,970	1,953	1,050	-46.2
유통	8,653	9,458	9,563	11,535	11,061	10,700	-3.3
상사	8,546	8,417	6,873	6,494	5,316	5,300	-0.3
연결대상	179	204	270	982	1,006	1,400	39.2
<b>원가율</b>	<b>90.7</b>	<b>91.2</b>	<b>90.8</b>	<b>90.9</b>	<b>90.8</b>	<b>89.6</b>	<b>-1.2</b>
건설	91.6	92.3	91.7	91.3	91.3	90.4	-0.9
유통	88.3	89.5	89.9	90.0	89.7	88.4	-1.3
상사	93.8	93.6	93.4	94.5	95.8	94.5	-1.3
별도	91.2	91.8	91.5	91.5	91.4	90.3	-1.1
<b>영업이익</b>	<b>77</b>	<b>420</b>	<b>607</b>	<b>725</b>	<b>767</b>	<b>1,200</b>	<b>56.5</b>
건설				595	480	820	70.8
유통				311	403	460	14.1
상사				-81	6	20	233.3
연결대상				-100	-122	-100	-18.0
<b>신규수주</b>	<b>13,113</b>	<b>27,279</b>	<b>23,753</b>	<b>24,867</b>	<b>23,707</b>	<b>28,800</b>	<b>21.5</b>
주택	6,114	14,763	12,123	16,593	14,986	12,280	-18.1
토목	2,714	4,208	3,339	3,186	3,060	3,800	24.2
건축	1,362	4,284	2,249	2,517	2,676	6,720	151.1
환경	2,399	2,914	3,545	1,166	1,680	4,500	167.9
플랜트	524	1,110	2,497	1,405	1,305	1,500	14.9
주택분양	3,101	3,393	2,702	6,394	4,634	11,261	143.0

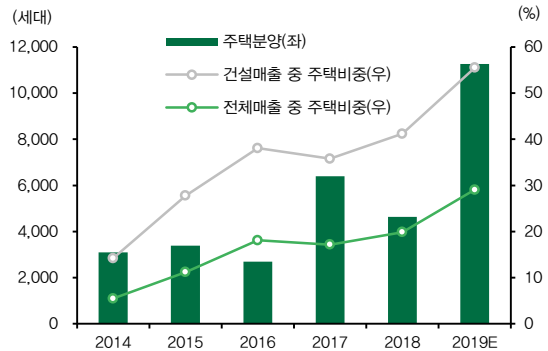
자료: 코오롱글로벌, DB금융투자

도표 2. 19년 영업이익 대폭 증가 예상



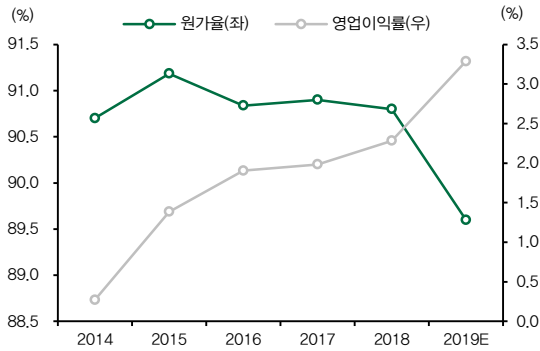
자료: 코오롱글로벌, DB금융투자

도표 3. 17~18년 분양 증기로 주택 매출액 비중 상승



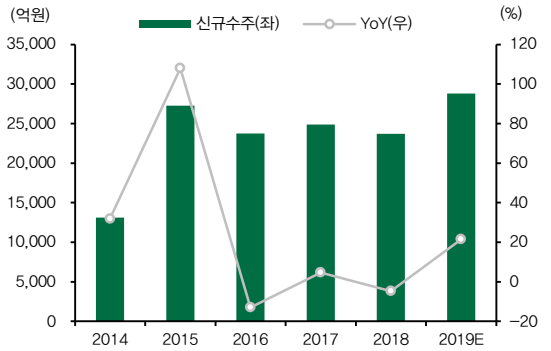
자료: 코오롱글로벌, DB금융투자

도표 4. 주택 매출액 늘어나면서 원가율 개선



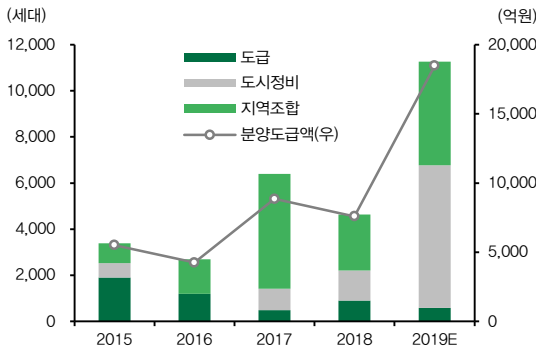
자료: 코오롱글로벌, DB금융투자

도표 5. 2.5~3.0조원 수준의 신규수준 유지



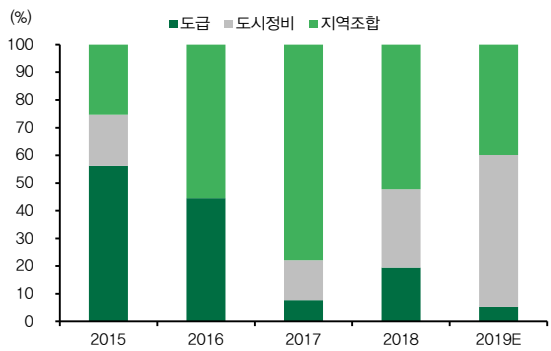
자료: 코오롱글로벌, DB금융투자

도표 6. 이월효과로 19년 신규분양 대폭 증가 예상



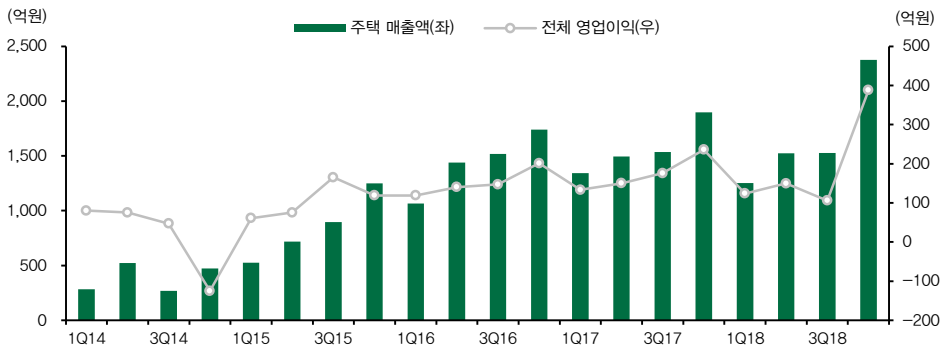
자료: 코오롱글로벌, DB금융투자

도표 7. 비교적 안정성 높은 사업 위주로 주택사업 영위



자료: 코오롱글로벌, DB금융투자

도표 8. 주택의 힘, 주택 매출액이 늘어나면서 18년 4분기 영업이익 급증



자료: 코오롱글로벌, DB금융투자

**대차대조표**

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>유동자산</b>	<b>1,456</b>	<b>1,245</b>	<b>970</b>	<b>1,000</b>	<b>1,139</b>
현금및현금성자산	98	31	64	67	96
매출채권및기타채권	945	828	632	589	706
재고자산	148	156	118	181	206
<b>비유동자산</b>	<b>984</b>	<b>973</b>	<b>1,010</b>	<b>1,083</b>	<b>1,124</b>
유형자산	528	534	416	392	416
무형자산	120	99	102	97	99
투자자산	202	184	172	202	217
<b>자산총계</b>	<b>2,440</b>	<b>2,218</b>	<b>1,980</b>	<b>2,084</b>	<b>2,263</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,487</b>	<b>1,450</b>	<b>1,124</b>	<b>1,304</b>	<b>1,490</b>
매입채무및기타채무	782	641	650	775	819
단기차입금및단기사채	383	337	240	246	314
유동성장기부채	170	321	111	177	220
<b>비유동부채</b>	<b>559</b>	<b>264</b>	<b>418</b>	<b>343</b>	<b>308</b>
사채및장기차입금	392	126	234	164	119
<b>부채총계</b>	<b>2,047</b>	<b>1,714</b>	<b>1,542</b>	<b>1,647</b>	<b>1,798</b>
자본금	419	106	106	106	128
자본잉여금	30	408	159	158	137
이익잉여금	-65	-21	187	182	195
비자배주주지분	20	19	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>393</b>	<b>504</b>	<b>438</b>	<b>436</b>	<b>465</b>

**현금흐름표**

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>22</b>	<b>-57</b>	<b>188</b>	<b>98</b>	<b>39</b>
당기순이익	-76	21	-25	6	15
<b>현금유출이없는비용및수익</b>	<b>253</b>	<b>219</b>	<b>182</b>	<b>119</b>	<b>140</b>
유형및무형자산상각비	12	13	13	14	17
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>68</b>	<b>-4</b>	<b>219</b>	<b>41</b>	<b>-33</b>
매출채권및기타채권의감소	278	120	36	29	-130
재고자산의감소	9	-8	13	-62	-28
매입채무및기타채무의증가	-91	-127	109	100	89
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>59</b>	<b>66</b>	<b>50</b>	<b>-65</b>	<b>-53</b>
CAPEX	32	48	71	69	45
투자자산의손중	2	25	12	-30	-15
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-92</b>	<b>-71</b>	<b>-206</b>	<b>-29</b>	<b>43</b>
사채및차입금의 증가	-128	-168	-199	20	71
자본금및자본잉여금의증가	-2	66	-265	-8	-3
배당금지급	0	0	-15	-8	-3
기타현금흐름	0	-4	2	-1	0
<b>현금의증가</b>	<b>-11</b>	<b>-67</b>	<b>33</b>	<b>3</b>	<b>29</b>
기초현금	109	98	31	64	67
기말현금	98	31	64	67	96

자료: 코오롱글로벌, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

**손익계산서**

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	<b>3,663</b>	<b>2,824</b>	<b>3,029</b>	<b>3,185</b>	<b>3,654</b>
매출원가	3,330	2,562	2,762	2,893	3,322
<b>매출총이익</b>	<b>333</b>	<b>262</b>	<b>267</b>	<b>292</b>	<b>331</b>
판매비	308	254	225	231	258
<b>영업이익</b>	<b>22</b>	<b>8</b>	<b>42</b>	<b>61</b>	<b>73</b>
EBITDA	34	20	55	75	89
<b>영업외손익</b>	<b>-70</b>	<b>-3</b>	<b>-83</b>	<b>-54</b>	<b>-56</b>
금융손익	-58	-52	-35	-22	-25
투자손익	6	5	-4	-1	-10
기타영업외손익	-18	44	-44	-31	-21
<b>세전이익</b>	<b>-49</b>	<b>5</b>	<b>-41</b>	<b>6</b>	<b>16</b>
중단사업이익	15	-2	14	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-76</b>	<b>21</b>	<b>-25</b>	<b>6</b>	<b>15</b>
지배주주지분순이익	-76	23	-25	6	15
비지배주주지분순이익	0	-1	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>-79</b>	<b>17</b>	<b>-31</b>	<b>7</b>	<b>32</b>
<b>증감률(%YoY)</b>					
매출액	-9.8	-22.9	7.3	5.1	14.7
영업이익	흑전	-64.2	439.9	44.1	19.5
EPS	적지	흑전	적전	흑전	103.7

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외수익/비용 항목은 제외됨

**주요 투자지표**

12월 결산(십, % 배)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-4,598	450	-2,009	365	743
BPS	21,142	22,947	20,703	20,573	18,236
DPS	0	0	0	150	150
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	NA	14.9	NA	30.7	13.2
P/B	0.7	0.3	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	29.6	38.7	12.7	9.0	8.8
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	0.6	0.3	1.4	1.9	2.0
EBITDA마진	0.9	0.7	1.8	2.4	2.4
순이익률	-2.1	0.8	-0.8	0.2	0.4
ROE	-18.1	4.8	-5.4	1.4	3.4
ROA	-2.9	0.9	-1.2	0.3	0.7
ROIC	2.0	2.0	2.5	4.7	4.5
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	520.2	339.7	352.4	377.7	386.3
이자보상배율(배)	0.3	0.1	1.1	2.2	2.2
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	40.1	24.6

**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자이전 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)**

- 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 일중 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

**코오롱글로벌 현주가 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경**

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저

# MEMO





Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com

담당                      애널리스트                      02)369- @db-fi.com

**자산전략팀**

**채권전략파트**

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 수석연구원	3441	p3swo
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realsize84

**주식전략파트**

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국/신흥국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 선임연구원	3709	thseol
RA	강대승 연구원	3437	bigwin92

**산업분석1팀**

<b>은행/보험</b>	<b>이병건 팀장</b>	<b>3381</b>	<b>pyrrhon72</b>
RA	정광명 연구원	3746	Kmc92

**시클리컬파트**

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 선임연구원	3921	sjhan
RA	정재현 연구원	3429	kevinj

**크로스융합파트**

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
엔터/레저/인터넷/게임	황현준 수석연구원	3385	realjun20
생활용품/의류	박현진 선임연구원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구원	3428	goo
Mid-small caps	유현재 선임연구원	3369	Jay.yoo

**산업분석2팀**

<b>IT총괄</b>	<b>권성률 팀장</b>	<b>3724</b>	<b>srkwon</b>
-------------	---------------	-------------	---------------

**ICT자동차파트**

자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
IT mid-small caps	권    률 선임연구원	3713	hmkwon86
통신서비스/미디어	신은정 연구원	3458	ej.shin
RA	권세라 연구원	3352	serakwon9494

**헬스케어컨슈머파트**

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
제약/바이오	김승우 연구원	3423	seungwoo4268



### 본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

### 대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)  
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)  
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

### 서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)  
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)  
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)  
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)  
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (중권빌딩 2층)  
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)  
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

### 부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)  
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)  
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림스퀘어 2층)  
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)  
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원미대로 320 (다시티세븐 3층)  
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)  
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

### 경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)  
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메다캐슬빌딩 2층)  
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)  
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)  
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

### 광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)  
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬프라자 2층)

### 강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 울곡로 2845 (성호빌딩 3층)  
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.