

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2023년 11월 8일 발간된
[2024년 전망 시리즈 14 - 유틸리티/건설: First In, Last Out] 임



▲ **유틸리티/건설**
Analyst **문경원**, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

2024년 전망 시리즈 14 (해설판)

[유틸리티/건설] First In, Last Out

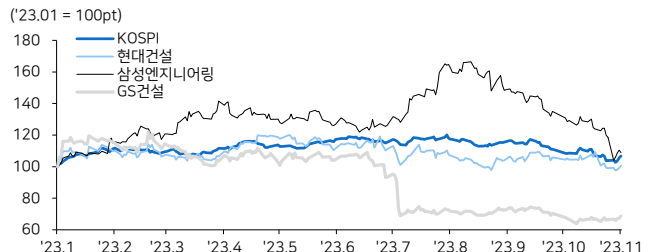
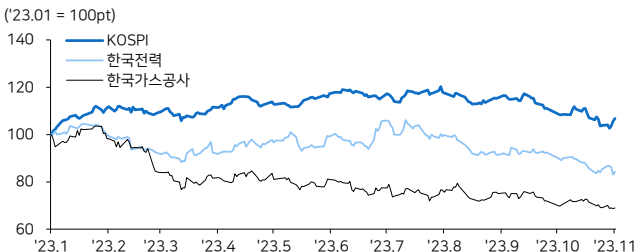
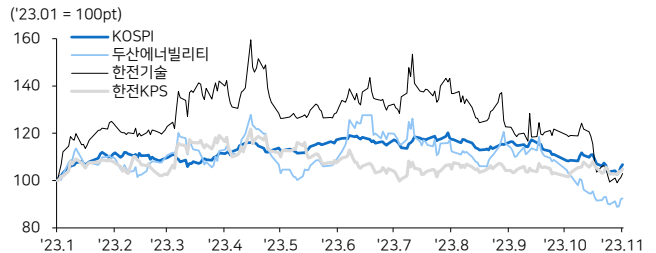
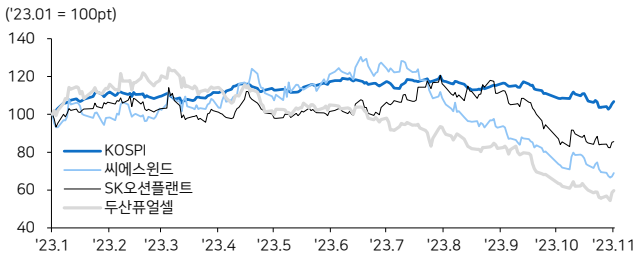
- ✓ **[원자력]** 원전은 1)총선 이전까지 이벤트가 풍부, 2)트럼프 리스크에서 자유롭고, 3) 체코, 폴란드 이후 UAE, 튀르키예 등 파이프라인 확대 중.
- ✓ **[풍력]** 풍력은 연초 이후 반등 전망, 금리 하락 제외 주가 반등 트리거는 1)Vestas 흑전, 씨에스윈드 마진률 개선 등 EPS 개선 요인 관찰, 2)2024년 초 미국 해상풍력 재개
- ✓ **[친환경 투자 대안]** LS마린솔루션, SK오션플랜트는 2024년 1분기부터 대규모 국내 해상풍력 수주 기대 가능. 서진시스템은 4Q23부터 ESS 매출 반등 기대
- ✓ **[유틸리티]** 한국전력은 유가 110달러 이하에서는 2024년 적자 기록하지 않을 것. 컨센서스와 달리 당사는 자구책 발표 이후 요금 인상 가능성 있다고 판단
- ✓ **[건설]** 2024년 분양, 이익 모두 2023년보다 안 좋기 어렵겠으나 의미있는 구조조정이 지연된다면 멀티플 반등은 어려움. 플랜트 수주 모멘텀에 의지하여 활발한 매매 필요

Part 1 2023 Review 금리가 다 죽었다

금리 상승에 따라
건설 - 재생에너지 - 원전
순으로 주가 하락

2023년 금리 상승은 섹터 전반에 악영향을 주었다. 2022년 하반기 건설 업종이 금리 상승으로 인한 주가 하락을 경험했다면, 2023년의 예상치 못한 금리 상승은 재생에너지에 가장 큰 영향을 미쳤다.

그림1 대표 종목 상반기 주가 흐름

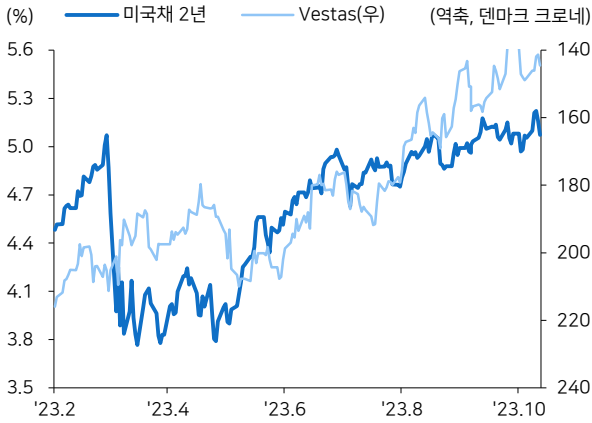


자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

금리 상승 및 관련 이슈들이
풍력 업종에 악재로 작용

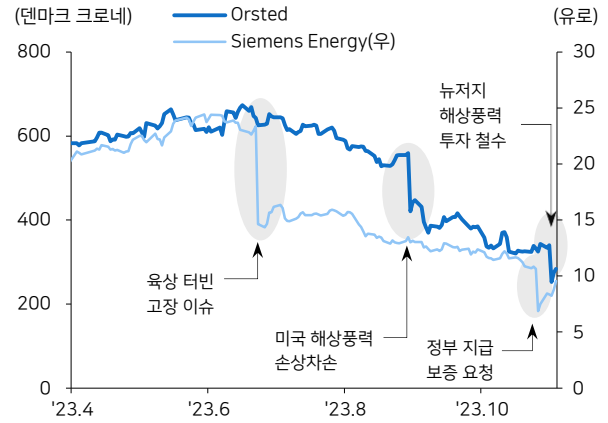
특히 금리 상승은 풍력 업종에 악재로 작용했다. 풍력 프로젝트 사업비 중 80% 이상이 PF대출로 조달되기 때문에 금리 상승에 따른 원가 상승은 필연적이다. 이런 환경에서의 1)세계 최대 풍력 디벨로퍼 Orsted의 미국 해상풍력 프로젝트 손상차손 발생, 2)Siemens Gamesa의 육상 터빈 기술적 결함 이슈 및 독일 정부 지급 보증 요청 등 굵직한 부실들이 발생하며 금리 우려를 키우는 촉매가 되었다.

그림2 미국채 수익률 vs Vestas 주가: 뚜렷한 역의 상관관계



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Orsted, Siemens Energy 각각 개별 이슈 통해 급락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

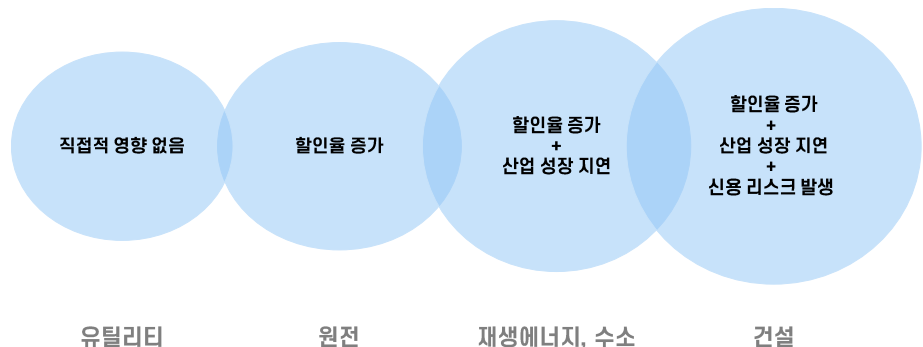
최근에는 원전까지
금리 상승 우려로 하락

풍력에 이어 원전 업체까지 주가 하락을 겪고 있다. 원전도 해상풍력과 같이 금리 상승에 따른 사업비 상승이 필연적이나, 국가 차원에서 진행되는 프로젝트이기 때문에 사업성 리스크와 별개로 취소 및 지연 가능성은 적다. 주가 흐름도 상대적으로 견조하던 중 할인율 상승으로 밸류에이션 할인, 기업 악재 겹치며 조정 받았다.

금리 안정화 시 하락 반대 순서인
원전 - 재생에너지 - 건설
순으로 반등 예상

내년 하반기부터 기준 금리 인하 기조 전환이 전망되며, 금리 안정화 시 주가 반등 순서는 하락의 역순 진행이 예상된다. 1)프로젝트 자체에 대한 불확실성이 적은 원전 먼저 반등, 2)이후 프로젝트 정상화 기대감으로 재생에너지 및 수소 섹터 반등, 3)건설은 신용 리스크 제거가 확인된 다음에야 반등이 예상된다.

그림4 섹터별 금리 상승 피해 유형



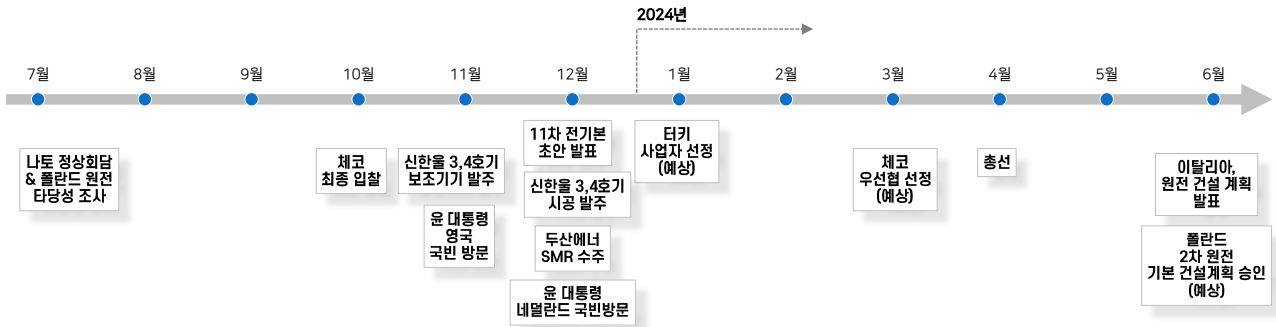
자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 2 유틸리티 **그래도 전기는 필요해**

내수, 수출 모두 풍부한 이벤트

[원자력] 원전에 주목해야 하는 가장 큰 이유는 총선 전까지 풍부한 이벤트들이 기다리고 있기 때문이다. 1)연말 11차 전기본 발표 통해 4~6기의 신규 원전 계획 발표 기대, 2)체코 프로젝트 10월 최종 입찰 이후 3월 우선협 선정, 3)12월 경 신한울 3,4호기 시공 사업자 선정 예상, 4)11~12월 국민 방문 일정 등이 있다.

그림5 향후 원전 주요 이벤트 정리



자료: 메리츠증권 리서치센터

과거 취소됐던 4기의 원전 건설 계획 부활 기대

국내 - 2024년 중순 발표될 예정이었던 11차 전기본 초안은 총선 이전인 2023년 말로 앞당겨졌으며, 원전 건설 추진을 당기기 위함이라는 것이라고 추측된다. 일부 언론에서는 11차 전기본 초안 안에 신규 원전 건설 계획이 포함될 것이라고 보도하기도 하였다.

체코, 폴란드, 터키 등에서 원전 수주 기대

해외 - 체코는 입찰에 두코바니 5호기에 대한 구속력 계약 + 3기의 원전에 대한 비구속력 계약 제안까지 포함한다고 밝힌 상황, EU와의 사업비 공동 부담을 통해 Financing 허들은 어느 정도 넘었기 때문에 EPC에 강점이 있는 한국이 더 우위에 있다고 본다. Westinghouse와의 갈등도 최근 워싱턴DC 법원의 판결로 인해 한국이 한층 유리해졌다. 체코 외에도 폴란드 2차 원전(포트누프)에 대한 한수원 기본 결정신청 승인이 완료되었으며, 터키 신규 원전에 대한 사업자 선정이 곧 이뤄질 것으로 보인다. 이 외에도 많은 국가에서 신규 원전 건설을 추진 중에 있다.

표1 체코 원전 프로젝트 주요 타임라인

일시	내용
2022.03	입찰 개시('23.09 최종 입찰 마감 계획)
2022.11	웨스팅하우스, EDF, 한수원 예비 입찰 완료
2023.09	체코 총리가 기존 운영 원전에 더해 총 4기의 원전이 필요하다고 발표 (건설 예정 두코바니 5호기 외에 3기의 원전 건설이 추가적으로 계획될 것을 시사)
2023.09	CEZ는 이번 입찰이 두코바니 5호기에 대한 구속력 계약 + 3기의 원전(두코바니 6호기, 테멜린 3,4호기)에 대한 비구속력 계약 관련 제안까지 포함한다고 발표
2023.1	웨스팅하우스, EDF, 한수원 셋 모두 최종 입찰 완료
2024.03	우선협상대상자 선정 예정
2024.12	최종 계약 체결 예정
2029	착공 예정
2036	시운전 예정

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

표2 폴란드 원전 프로젝트 주요 타임라인

날짜	내용
'22.10.28	폴란드, 자국 최초 1차 원전(3기) 건설 사업자로 Westinghouse 선정
'22.10.31	폴란드, 1차 원전 사업자(Westinghouse) 선정에 이어 후속되는 2차 원전건설 계획 발표 이를 위한 한수원, 폴란드 민간발전사 ZE PAK, 국영전력공사 PGE, 상호 간 협력의향서(LOI) 서명
'22.11.02	폴란드, 2차 원전은 Westinghouse이 아닌 다른 공급업체가 공급할 것이며 아직 선정되지는 않았다고 밝힘
'22.11.09	한수원, ZE PAK, PGE, 동행하여 신규 2차 원전(포트누프) 건설 부지 현장조사 실시
'23.04.13	Westinghouse의 AP1000로 구성된 1차 원전(루비아토프) 건설을 위한 *기본 결정신청서 제출 2차 원전(포트누프) 건설 위한 SPC(PGE PAK, PGE 50% ZE PAK 50%) 설립
'23.07.12	1차 원전(루비아토프) 건설 *기본 결정신청 승인
'23.08.17	한국의 APR1400 2기로 구성된 2차 원전(포트누프) 건설에 대한 *기본 결정신청서 제출 PGE PAK 대표는 한국 측과 타당성조사, 자금조달, 양국 합작법인 설립 등을 위한 협상 단계에 있다고 밝힘
'23.08.22	1차 원전(루비아토프) 원전 부지 승인 신청
'23.09.22	1차 원전(루비아토프) 환경평가승인
'23.10.26	1차 원전(루비아토프) 신규 원전 부지 허가 취득, 건설 허가 신청 예정
~1H24(E)	1차 원전(루비아토프) 기본 결정 신청 승인까지 3개월 가량 소요될 것 감안 시, 2차 원전(포트누프) 기본 결정신청 승인 또한 곧 이뤄질 전망

주: *기본 결정신청 - 승인 절차의 첫단계, 승인 시 부지선정, 환경평가, 부지허가, 건설허가 순으로 진행
 자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

원전 대장주는 두산에너지빌리티, 한전기술과 한전KPS 역시 훌륭한 투자 대안

수주 성장성 측면에서 보았을 때 원전 대장주는 두산에너지빌리티다. 국내에서 유일하게 SMR 수주가 이뤄질 수 있으며 Westinghouse 향 공급을 기대해볼 수도 있다. 연말 연초 최초의 SMR 수주가 이뤄질 전망이며 분식회계 이슈는 길게 끌고 갈 리스크는 아니라고 본다. 이외에도 높은 베타의 한전기술, 안정적 실적의 한전KPS도 훌륭한 대안이 될 수 있다.

그림6 두산에너지빌리티 수주 추이 및 전망

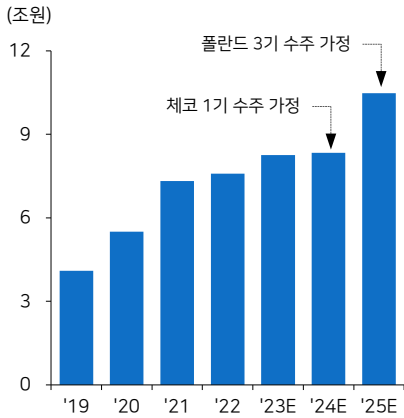


그림7 한전기술 실적 추이 및 전망

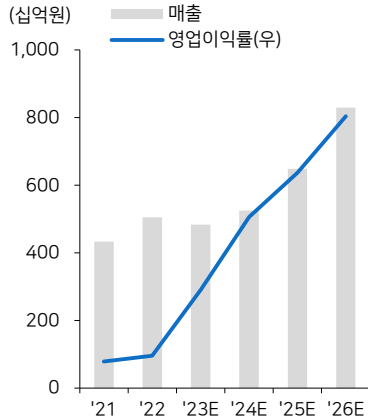
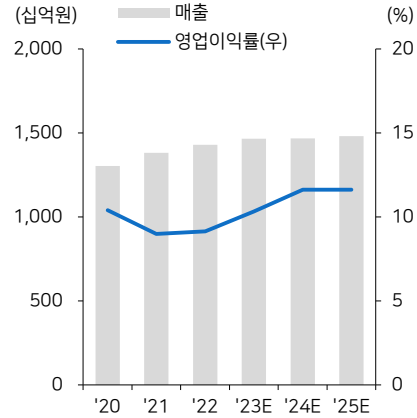


그림8 한전KPS 실적 추이 및 전망

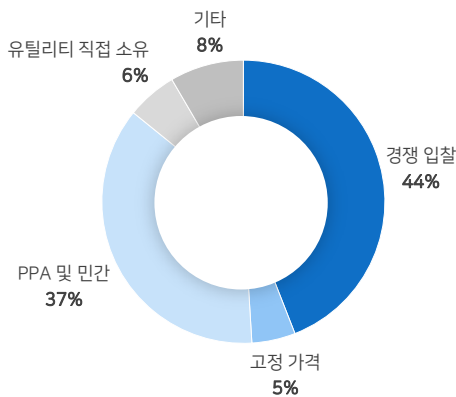


자료: 메리츠증권 리서치센터

민간 시장에선 이미 금리 상승에 따른 원가 상승 평가 반영 중, 각국 정부 역시 뒤늦게나마 평가를 인상해주는 중

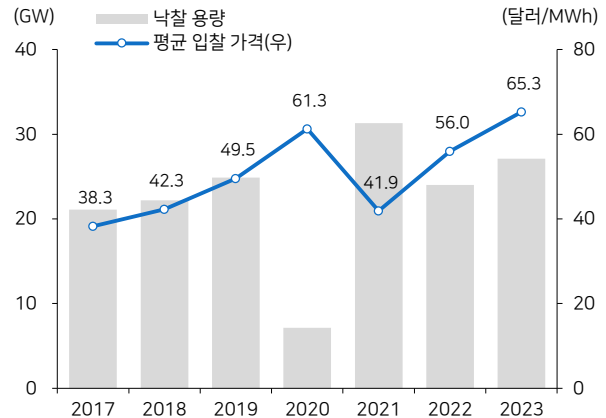
[풍력] 재생에너지는 금리 상승을 전이시킬 수 있는 체력이 있다. 금리를 평가에 전이시킬 수 있는 민간 프로젝트는 수월히 진행되고 있다. 민간 PPA 가격은 미국, 유럽을 막론하고 원활하게 우상향하며 증가한 원가를 평가에 반영시키고 있고, 특히 규모가 상대적으로 작은 육상 풍력에서는 평가 전이가 더욱 원활하다. 정부 입찰 프로젝트도 마찬가지로 평가 인상이 관찰된다. 불확실성이 잔존해있는 국가가 있으나 전세계적으로 보았을 때에는 입찰 가격과 규모가 증가하고 있다. 이는 육상풍력에서 두드러지며 해상풍력에도 중장기적 평가 인상이 관찰될 것이다.

그림9 글로벌 재생에너지 프로젝트 1/3은 민간 주도, PPA 계약



주: 2023~2024년 준공 예정인 재생에너지 프로젝트가 진행된 형태
 자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림10 글로벌 풍력 입찰 추이: 입찰 단가 상승 꾸준히 관찰 중

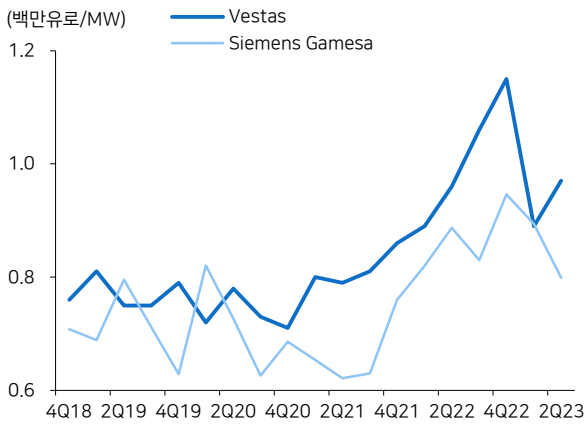


주: 해당 데이터는 전체 프로젝트를 포괄하지 않음
 자료: Wind Monthly, 메리츠증권 리서치센터

금리 상승으로 인한 구조조정을 거치며 기자재 업체 수익성 개선, 반면에 주가는 과도한 우려 반영

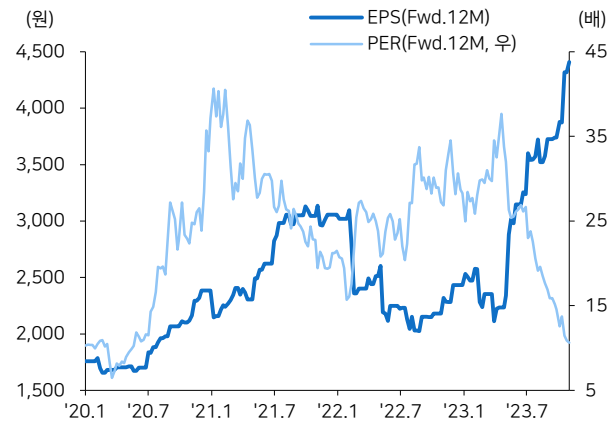
한편, 수익성 위주로 선별적인 프로젝트 진행이 이뤄지면서 실적 자체는 상승하는 효과가 나타나고 있다. 풍력 터빈 업체 Vestas는 3Q23~4Q23 약 2년만의 흑자 전환을 눈 앞에 두고 있다. 이는 '풍력 밸류체인도 돈을 벌 수 있다'는 하나의 시그널이 될 수 있을 것으로 판단한다. 씨에스윈드 역시 영업이익이익률을 지속 개선 중이며 2024년에는 AMPC를 제외하고 Mid-single 이상 영업이익률 가능할 것이다. 그리고 단기적 육상 풍력 기반 수주 성장 및 수익성 개선, 장기적 해상풍력 평가 상승으로 보았을 때 현재 밸류에이션 수준은 과도한 우려가 반영되어 있다.

그림11 풍력 터빈사들의 ASP 개선 추이



자료: Bloomberg, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 씨에스윈드 12개월 선행 EPS, PER 추이

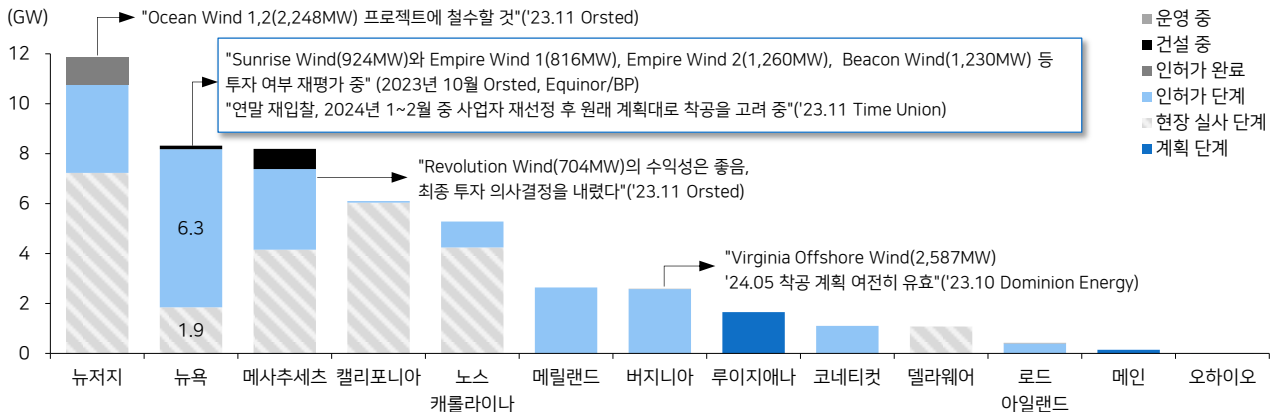


자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

연초 미국 해상풍력의 투자사결정이 새로 내려질 수 있음
→멀티플 반등으로 이어질 것

미국 해상풍력으로 악화된 투자 심리는 미국 해상풍력으로 개선 가능하다. 투자 취소가 발표되었던 뉴저지, 뉴욕 해상풍력 프로젝트 외에 메사추세츠 등에서는 신규 해상풍력 프로젝트에 대한 FID가 내려지고 있다. 10월 전력 가격 인상 요청을 거부했었던 뉴욕주에서 11월 들어서 재입찰을 허용할 수도 있다는 보도가 흘러나오고 있으며, 현재 계획 상 1~2월 중 사업자를 재선정할 것이다. 바이든과 민주당 입장에서는 대선을 위해서라도 해상풍력 재개를 위해 최대한 노력할 전망이다. 미국 해상풍력 투자가 재개된다면 전반적인 풍력 멀티플 반등으로 이어질 것이다.

그림13 미국 해상풍력 프로젝트 파이프라인: 관전 포인트는 최대 시장인 뉴욕에서 해상풍력이 재개될 것인가? 변곡점은 연초



자료: DOE('23.05), 메리츠증권 리서치센터

국내 대규모 프로젝트 착공을 앞두고 1Q24부터 기자재 업체들의 Re-rating 시작될 것

[국내 해상풍력] 국내 해상풍력은 글로벌 금리, 정치 이벤트 영향이 적어 관련 종목들에 대한 꾸준한 Overweight가 필요하다. 안마, 신안우이 등 대규모 단지들이 2023년 내 인허가를 마치고 2024년 착공을 계획 중에 있다. 내수 시장의 개화는 기자재 시장에 미치는 영향도 강력할 것이다. LS마린솔루션과 SK오션플랜트의 국내 해상풍력향 수주가 2024년 1분기 본격 개시될 전망이다.

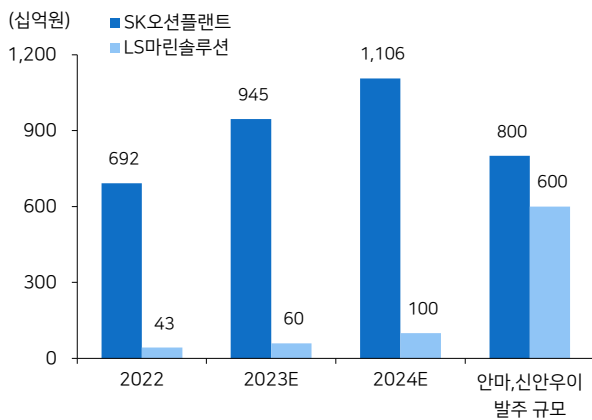
미국 ESS 시장은 매크로 변수를 감안해도 자체 성장성 매우 높음

[ESS] 미국 ESS 시장 역시 최근 개화된 시장으로서 매크로 변수에 상대적으로 영향을 덜 받고 성장이 가능하다. 2021년부터 재생에너지 비중이 높은 캘리포니아, 텍사스를 중심으로 놀라운 설치 성장세를 보이며 개화했다. CoVID-19 이후 가파르게 오른 전력 가격과 재생에너지 비중 확대, 배터리 양산 능력 개선이 주요 요인이다. 2023년부터는 배터리 가격 하락 안정화와 수급 안정화로 ESS 발주 재개가 가능해졌으며 2024년부터 IRA 기반 세제혜택도 본격화될 전망이다. 대표적인 ESS 종목인 서진시스템의 ESS 매출은 예상보다 저조했으나, 고객사가 이연시켰던 주문들이 4Q23-1H24에 걸쳐 쏟아지며 ESS 매출 성장이 재개될 전망이다.

2024년 80달러 내외 유가 지속 시 영업이익 8조, 순익 3조 이상 가능

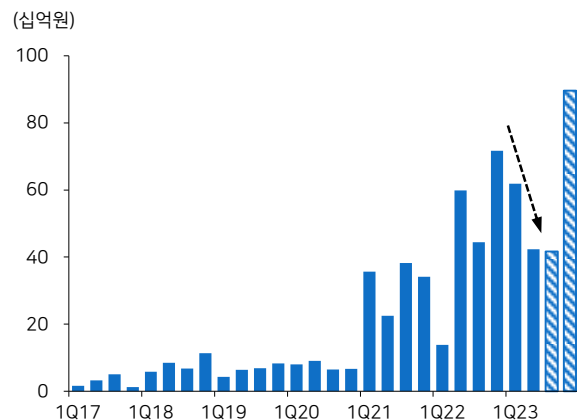
[한국전력] 한국전력은 4Q23 컨센서스 상회 가능성이 예상되는 몇 안되는 종목이다. 유가, 환율 상승으로 2024년 실적 우려가 생겼으나, 2024년 상반기 평균 유가(WTI)가 110달러 이상으로 상승하지 않는 이상 순익 BEP를 달성할 전망이다. 80달러 내외의 유가 가정 하에서는 8조원 이상 영업이익, 3조원 이상 순이익이 가능하다. 컨센서스 상향에 따른 점진적 주가 상승을 예상한다.

그림14 해상풍력 기자재 업체 매출 추이 vs 시장 발주 규모



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림15 서진시스템 ESS 분기 매출액 추이 및 전망



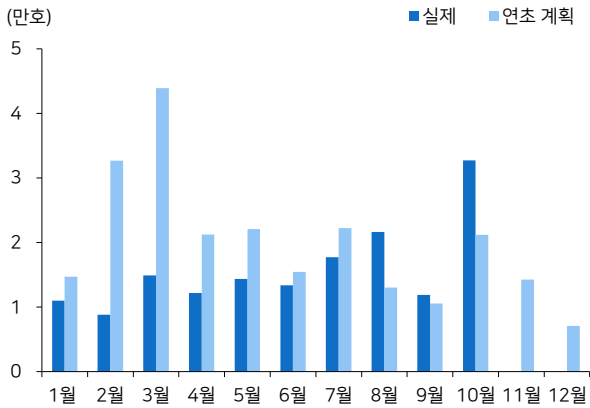
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

Part 3 건설 **문어놓을 수록 깊어지는 바닥**

2023년 분양은 역대급 부진, 대부분 건설사들 내년 증익 전망

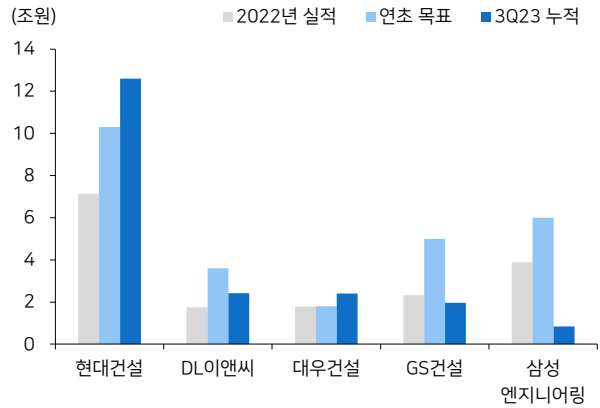
올해 10월까지 전국 월평균 분양 물량은 1.6만호로 작년 월평균 3.1만호에 크게 못미쳤다. 높은 분양가와 금리 상승에 수요가 위축되어 미분양 우려 확대, 이에 따라 분양 일정을 미뤘다. 4Q23부터 분양 물량 회복이 관찰되고 있으며, 2024년 분양 물량은 이연 물량 효과로 개선될 것이다. 이익 측면에서도 개선이 예상된다. 1) 하락한 분양 물량으로 인한 매출 하락은 2025년부터 반영, 2) 주택 원가율의 일부 회복, 3) 2023 해외 수주 호조로 인한 플랜트 매출액 상승이 기대된다.

그림16 2023년 월별 분양계획 vs 실제



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

그림17 건설사별 해외 수주 가이드نس 달성률

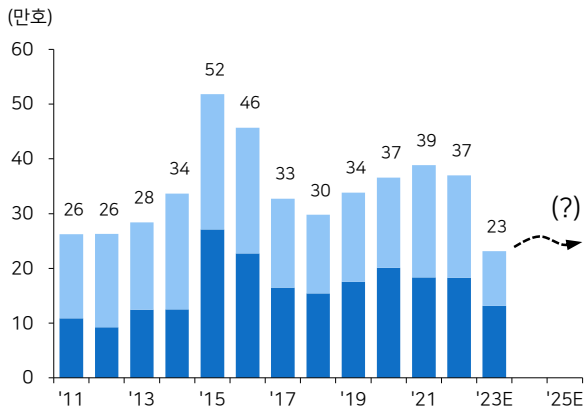


주: 현대건설 연결 기준, DL이앤씨 플랜트 기준, 삼성엔지니어링 화공 기준. 삼성엔지니어링 제시 수주 목표인 12조원 중 6조원을 화공 수주로 가정
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

애매한 개선보다 정상화가 필요, 정상화되는 시기에 주목

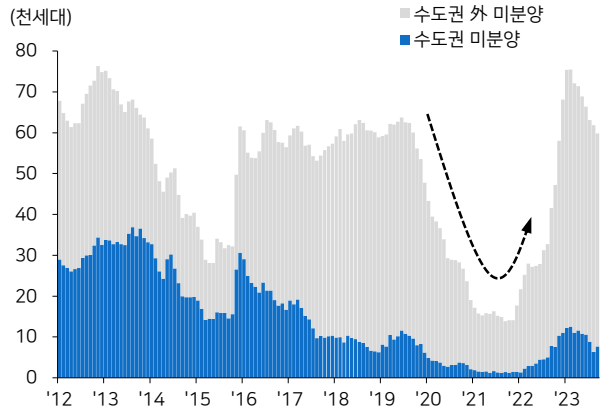
증익 방향성은 분명하나, 밸류에이션 반등을 위해서는 2022년 이전 수준 업황으로의 정상화가 필요하다. 2023년과 비슷한 업황이 이어진다면 결국에는 그 동안 문어놓았던 문제들(PF 관련 신용 리스크, 준공 후 미분양 리스크 등)이 다시 부각될 수밖에 없기 때문이다. 미분양 물량은 1월 이후 감소세로 전환하였으나 여전히 높은 수준이다. 준공 후 미분양에 따른 도급비 정산 불이행 혹은 우발채무 발생 우려를 불식시키기 위해서는 예전 수준의 정상화가 필요하다.

그림18 국내 아파트 분양 물량 추이: 침체



주: '23년 물량은 '23.11.01 기준, 자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

그림19 전국 미분양 추이

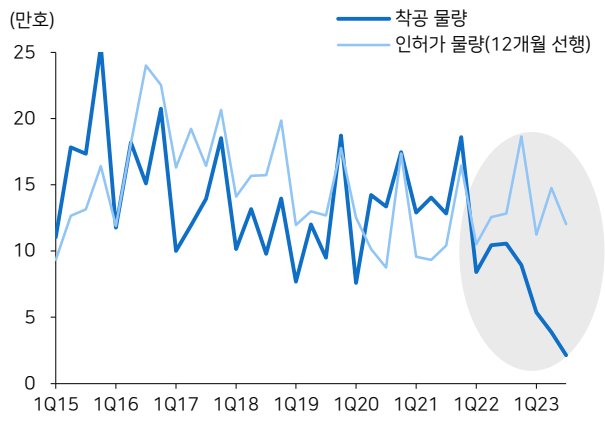


자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

인허가 물량 확대보다는
사업성 확보 통해 분양 확대 필요

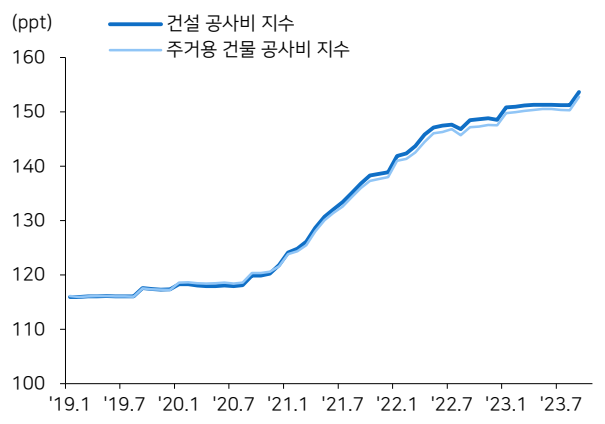
분양 선행지표인 인허가는 정부의 의지로 증가할 가능성 높으나 이미 대기 물량이 많다. 인허가를 받았더라도 사업성이 나오지 않아 착공에 들어가지 못했다. 결국 분양 시장이 회복하려면 사업성의 개선이 필요한 상황이다. 하지만 1)분양가 상승을 기대하기엔 수요 주택 매매 시장의 지표 추이가 불안하며, 2)당장 수요를 끌어올려줄 정책 모멘텀도 약하다. 결국 원가를 내려야하는데 공사비와 자금 조달 비용은 지속해서 상승, 노무비와 외주비 통제는 검단 사태 이후로 더욱 어려워졌다.

그림20 착공 - 인허가 스프레드 확대: 착공 대기 물량 증가



자료: 한국부동산원, 메리츠증권 리서치센터

그림21 노무비 증가로 건설 공사비 지수의 지속적 상승



자료: KICT, 메리츠증권 리서치센터

PF 구조조정 전까지는 해외 수주
모멘텀이 유효, 후에는 우발 채무
노출도가 선별 기준

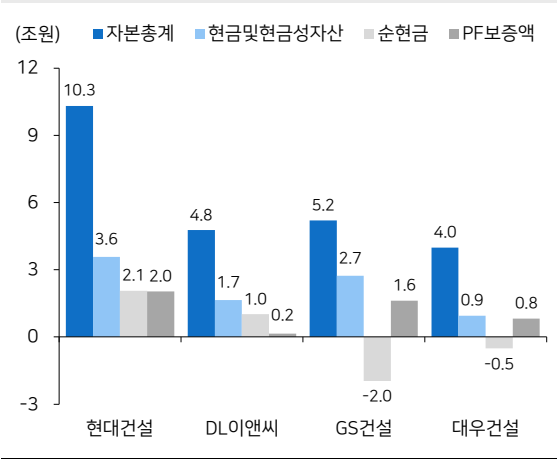
사업성 개선을 위해서는 PF 구조조정 통한 토지비 하락과 크레딧 스프레드 하락을 기대해야한다. PF 구조조정을 통해 1)주택 공급 원가 중 약 30%를 차지하는 토지비의 하락과 2)신용 스프레드 하락을 통해 자본 조달 비용의 하락을 기대할 수 있다. 다만 정부는 PF 구조조정보다는 지급보증 강화에 초점을 맞춰 총선 이전까지 리스크 관리 의지를 뚜렷이 하고 있다. 결국 총선 전까지 해외 수주 모멘텀에 기반한 트레이딩 전략 필요, 총선 이후를 생각한다면 PF 우발 채무에 대한 노출도가 선별 기준이 될 것이다.

표3 건설사별 해외 수주 파이프라인

회사	프로젝트	수행 시기	예상 규모	비고
삼성엔지니어링	사우디 Fadhili 가스 개보수	4Q23	40억달러	JGC와 경쟁 입찰. 패키지 1,2,4 합산 40억달러
	사우디 San6 블루암모니아	1H24	15억달러	경쟁입찰
	카타르 에틸렌 스토리지	1H24	5억달러	경쟁입찰
	말레이시아 SAF	1H24	10억달러	경쟁입찰
	카자흐스탄 가스 프로젝트	2H24	15억달러	경쟁입찰
	말레이시아 H2비즈니스	2H24		FEED to EPC
	사우디 알루자인 PDH/PP	2H24		FEED to EPC
	텍사스 LNG 액화 플랜트	2024	20억달러 이상	FEED to EPC. 경쟁사 없음
	인도네시아 TPP1	2024	10~20억달러	FEED to EPC. 2개 컨소시엄 경쟁 중
	기타 수의계약	2024	20억달러	
현대건설	사우디 자푸라2가스전	4Q23	20억달러	연내 수주 공시 예상
	사우디 사파니아 CPF 프로젝트	1Q24	35억달러(2개 패키지)	
	사우디 Fadhili 가스전	1Q24	15~20억달러	연중 입찰 예정
	UAE 루아이스 LNG	1Q24	45억달러	
DL이앤씨	리비아 SOC	4Q23		미정
	이라크 알포 추가	4Q23		미정
	투르크메니스탄 암모니아, 요소 플랜트	4Q23		미정
GS건설	2차전지 플랜트	4Q23	2,000억원	
	파키스탄 수력 발전소	1Q24	6,000억원	단독입찰
	오만 담수화 바르카	2H23	9,200억원	
	UAE 컨디션 프로젝트	2H23	9,000억원	우선협상대상자
	호주 레일루프	2H23	5억달러 이상	
사우디 가스 플랜트	2H23	5,000억~1조원	프로젝트 불명. 입찰 경쟁	

주: 파란 음영 표시는 수주가 완료되었거나 원료가 유력
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 대형 건설사들의 PF 지급보증액 노출도



주: 2Q23 기준, 자체 PFV에 대한 보증은 제외. 자체 PFV 지급보증 -현대건설 1.7조원, GS건설 1.25조원, 대우건설 3,488억원
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.