

코웨이 (021240)



2Q17 Preview: 실적으로 보여주는 사업 안정성

소비재/화장품 김영욱
nick.kim@ktb.co.kr

HOLD

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD		유지
목표주가	110,000	98,000	상향
Earnings			상향

Stock Information

현재가 (6/30)	104,000원
예상 주가상승률	5.8%
시가총액	77,811억원
비중(KOSPI내)	0.50%
발행주식수	74,818천주
52주 최저가/최고가	81,300 - 111,000원
3개월 일평균거래대금	243억원
외국인 지분율	59.8%
주요주주지분율(%)	
코웨이홀딩스 (외 9인)	26.9
Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd	7.2
Lazard Asset Management LLC (외 42인)	6.9

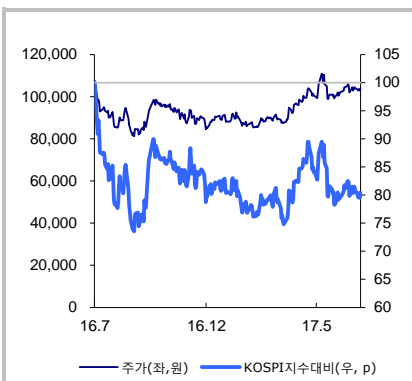
Valuation wide

	2016	2017E	2018E
PER(배)	27.9	22.2	20.1
PBR(배)	6.7	9.3	8.0
EV/EBITDA(배)	12.2	10.8	9.9
배당수익률(%)	3.6	3.3	3.6

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	2.0	17.8	(0.5)	17.8
KOSPI대비 상대수익률(%)	(0.1)	(0.2)	(21.9)	(0.2)

Price Trend



▶ Issue

2Q17 Preview. 얼음 정수기 니켈 검출 사태 이후 실적 뿐만 아니라 브랜드 가치 훼손 우려에 홍역을 겪었으나, 전체적인 사업은 정상화 국면으로 회귀

▶ Pitch

사업부 전반에 걸친 정상화 국면. 증추사업인 환경가전 매출 성장세 견조하며, 수익성 관리 지표 또한 개선 중. 실적 추정치 조정에 따라 목표주가를 기준 98,000원에서 110,000원으로 상향하나, 투자의견은 HOLD 유지. 목표주가 110,000원은 EVA Valuation을 통해 산출하였으며, 2017년 추정치 기준 implied PER, EV/EBITDA는 각각 22.2, 10.8배

▶ Rationale

- **2Q17 실적전망:** IFRS 연결기준 매출액 6,508억원(YoY +24.4%), 영업이익 1,129억원(YoY +853.9%), 순이익 811억원(YoY +2,824.8%) 추정
- **환경가전:** 매출액 5,151억원(YoY +15.5%) 전망. 2Q17부터는 얼음정수기 니켈 검출 사태에 따른 고객 보상 프로모션 효과 미미해지면서 추가적인 실적 측면에서의 부담 해소. 올해도 어김없이 미세먼지가 심해지면서 청정기 판매 활발하게 나타나고 있으며, 매트리스의 경우에도 여전히 15% 수준에 가까운 성장세 유지 중인 것으로 추정
- **수익성 관리 지표:** 해약률은 작년 니켈 사태 직후 1.53% 기록하였으며, 1Q17 1.20%에서 2Q17기준 소폭 하락할 전망. 렌탈자산폐기손실율의 경우에도 1Q17 112억원으로 렌탈매출액 대비 3.0%를 기록하였으나, 2Q17기준 3% 초과하지 않으면서 개선세 나타낼 전망
- **해외 법인:** 2Q17 말레이시아 법인 매출액과 영업이익은 각각 481억원(YoY +39.8%), 43억원(YoY +186.7%)로 추정. 제품 런칭 꾸준히 진행중이며, 정수기와 더불어 청정기 판매 탄력 받으면서 현지화 매출 기준으로는 60%수준에 달하는 고성장세 시현 중. 미국법인의 경우 아직 관리계정 증가세는 10%에 불과하나, 아마존 플랫폼 입점을 통한 매출 성장 기대해볼 수 있을 듯

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	2,315	2,376	2,596	2,829	2,998	3,211	3,428
영업이익	463	339	499	541	552	585	612
EBITDA	691	572	746	804	830	879	924
순이익	343	243	356	395	406	426	451
자산총계	1,775	1,968	1,887	2,015	2,155	2,312	2,481
자본총계	1,238	1,183	1,034	1,169	1,292	1,428	1,573
순차입금	(37)	210	287	216	155	92	25
매출액증가율	7.2	2.6	9.3	8.9	6.0	7.1	6.8
영업이익률	20.0	14.3	19.2	19.1	18.4	18.2	17.9
순이익률	14.8	10.2	13.7	14.0	13.5	13.3	13.2
EPS증가율	37.4	(28.8)	47.7	10.7	2.8	5.0	5.9
ROE	30.2	20.1	32.2	35.8	33.0	31.3	30.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권



Fig. 01: 코웨이 부문별 실적 요약

(단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
연결 매출액(억원)	5,776	5,230	5,506	5,534	5,719	6,508	6,468	6,884	23,152	22,046	25,579
환경가전	4,950	5,093	4,848	4,824	4,532	4,895	5,292	5,549	19,038	19,715	20,268
렌탈	3,801	3,841	3,675	3,609	3,695	4,040	4,135	4,240	14,911	14,926	16,110
멤버십	430	425	421	400	378	367	432	440	1,943	1,676	1,616
일시불	504	541	426	487	459	488	725	869	1,923	1,958	2,541
화장품	201	173	181	187	209	204	186	193	830	742	792
수출	567	598	481	518	684	665	579	598	1,492	2,164	2,525
ODM/Dealers	362	305	202	230	406	342	229	256	822	1,099	1,233
해외법인향	205	293	279	289	278	323	350	342	670	1,066	1,292
YoY(%)											
연결 매출액	5.4	(5.8)	(5.1)	(12.3)	(1.0)	24.4	17.5	24.4	7.2	(4.8)	16.0
환경가전	11.3	9.9	(0.3)	(5.3)	(8.4)	(3.9)	9.2	15.0	10.4	3.6	2.8
렌탈	4.6	3.5	(2.4)	(5.1)	(2.8)	5.2	12.5	17.5	6.5	0.1	7.9
멤버십	(6.5)	(6.2)	(29.0)	(8.6)	(12.1)	(13.6)	2.5	10.0	6.0	(13.7)	(3.6)
일시불	42.8	15.1	(16.1)	(17.8)	(8.9)	(9.8)	70.3	78.4	48.7	1.8	29.8
화장품	(13.0)	(18.0)	(2.7)	(7.4)	4.0	17.9	3.0	3.0	3.1	(10.6)	6.8
수출	71.8	53.3	34.4	25.2	20.6	11.2	20.3	15.4	(10.9)	45.1	16.7
ODM/Dealers	46.0	62.2	27.0	1.2	12.2	12.2	13.2	11.4	(31.7)	33.7	12.2
해외법인향	150.0	45.0	40.2	54.3	35.5	10.1	25.4	18.5	42.3	59.0	21.3
연결 매출액 대비 비중(%)											
환경가전	85.7	97.4	88.0	87.2	79.2	75.2	81.8	80.6	82.2	89.4	79.2
렌탈	65.8	73.4	66.7	65.2	64.6	62.1	63.9	61.6	64.4	67.7	63.0
멤버십	7.4	8.1	7.6	7.2	6.6	5.6	6.7	6.4	8.4	7.6	6.3
일시불	8.7	10.3	7.7	8.8	8.0	7.5	11.2	12.6	8.3	8.9	9.9
화장품	3.5	3.3	3.3	3.4	3.7	3.1	2.9	2.8	3.6	3.4	3.1
수출	9.8	11.4	8.7	9.4	12.0	10.2	8.9	8.7	6.4	9.8	9.9
ODM/Dealers	6.3	5.8	3.7	4.2	7.1	5.3	3.5	3.7	3.6	5.0	4.8
해외법인향	3.5	5.6	5.1	5.2	4.9	5.0	5.4	5.0	2.9	4.8	5.1
매출원가	1,917	1,992	1,816	1,832	1,922	2,063	2,063	2,272	7,288	7,557	8,319
매출총이익	4,166	3,239	3,690	3,702	3,797	4,445	4,405	4,612	15,864	14,797	17,260
판매비	2,930	3,441	2,841	3,165	3,159	3,317	3,060	3,308	11,231	12,377	12,843
영업이익	1,236	118	1,070	964	1,209	1,129	1,346	1,304	4,632	3,388	4,988
OPM(%)	21.4	2.3	19.4	17.4	21.1	17.3	20.8	19.0	20.0	15.4	19.5
YoY(%)	23.2	(89.3)	(13.7)	(25.0)	(2.2)	853.9	25.8	35.3	27.1	(26.9)	47.2
당기순이익	952	28	677	777	754	811	1,045	955	3,431	2,433	3,565
NPM(%)	16.5	0.5	12.3	14.0	13.2	12.5	16.2	13.9	14.8	11.0	13.9
YoY(%)	22.7	(96.6)	(26.7)	(14.2)	(20.8)	2,824.8	54.4	22.9	37.4	(29.1)	46.5

Source: 코웨이, KTB투자증권 전망



Fig. 02: 코웨이 자회사 실적 현황

(단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E
해외 매출액	622	552	612	866	715	728	786	1,045
말레이시아	294	344	368	424	437	481	523	575
미국	165	147	138	152	152	161	147	162
중국	51	30	17	42	21	45	22	47
태국	12	12	12	12	21	14	14	14
코웨이엔텍	100	19	77	236	84	28	81	248
YoY(%)								
해외 매출액	16.4	7.6	6.3	13.5	15.0	31.9	28.5	20.7
말레이시아	26.0	47.6	49.0	60.6	48.6	39.8	42.2	35.5
미국	23.2	8.1	(2.8)	(5.0)	(7.9)	9.8	6.3	6.8
중국	1.9	(9.1)	70.0	31.3	(58.8)	48.5	27.6	11.7
태국	(31.1)	(29.4)	(29.4)	0.0	75.0	15.4	15.2	15.1
코웨이엔텍	0.3	(79.8)	(51.9)	(20.0)	(16.0)	45.0	5.0	5.0
해외 영업이익	37	2	(3)	56	35	41	54	55
말레이시아	12	15	18	22	38	43	53	55
미국	1	1	(2)	0	1	(1)	1	(1)
중국	5	(4)	(6)	(2)	1	3	2	4
태국	(2)	(3)	(4)	(4)	(1)	(0)	(1)	(0)
코웨이엔텍	21	(7)	(9)	40	(4)	(4)	(2)	(2)

Source: 코웨이, KTB투자증권 전망

Fig. 03: 실적 추정치 변경 내역(분기, IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(%, %p)			
	2017.06	2017.09	2017.12	2018.03	2017.06	2017.09	2017.12	2018.03	2017.06	2017.09	2017.12	2018.03
매출액	688.3	651.8	691.1	692.5	650.8	646.8	688.4	689.8	(5.4)	(0.8)	(0.4)	(0.4)
영업이익	107.8	157.7	133.8	130.4	112.9	134.6	130.4	135.5	4.7	(14.6)	(2.5)	3.9
영업이익률(%)	15.7	24.2	19.4	18.8	17.3	20.8	19.0	19.6	1.7	(3.4)	(0.4)	0.8
EBITDA	169.9	220.3	197.4	194.4	175.1	197.4	194.1	200.0	3.1	(10.4)	(1.6)	2.9
EBITDA이익률(%)	24.7	33.8	28.6	28.1	26.9	30.5	28.2	29.0	2.2	(3.3)	(0.4)	0.9
순이익	76.0	104.3	106.2	98.2	81.1	104.5	95.5	101.0	6.8	0.2	(10.1)	2.9

Source: KTB투자증권

Fig. 04: 실적 추정치 변경 내역(연간, IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%, %P)		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	2,675.2	2,886.8	3,067.9	2,596.2	2,828.5	2,998.2	(3.0)	(2.0)	(2.3)
영업이익	511.1	554.2	570.8	498.8	541.2	551.9	(2.4)	(2.3)	(3.3)
영업이익률(%)	19.1	19.2	18.6	19.2	19.1	18.4	0.1	(0.1)	(0.2)
EBITDA	760.3	814.6	843.2	745.6	804.4	829.8	(1.9)	(1.3)	(1.6)
EBITDA이익률(%)	28.4	28.2	27.5	28.7	28.4	27.7	0.3	0.2	0.2
순이익	370.7	402.6	414.3	356.5	394.7	405.6	(3.8)	(2.0)	(2.1)

Source: KTB투자증권



Fig. 05: 코웨이 Valuation

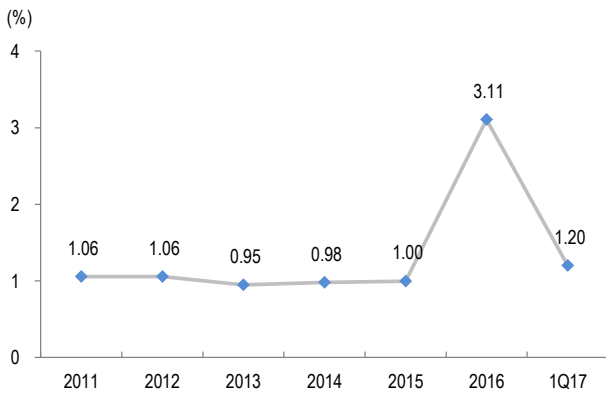
(단위: 억원, %, 원)

DCF Valuation	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
EBIT	3,388	4,988	5,412	5,519	5,847	6,119
NOPLAT	2,546	3,763	4,103	4,184	4,432	4,638
Depr. & amort	2,331	2,468	2,631	2,779	2,942	3,122
Capex	3,412	2,932	3,010	3,186	3,407	3,633
Free Cash Flow		3,156	3,565	3,666	3,818	3,964
Discount Factor		1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
PV of FCF		3,156	3,293	3,126	3,004	2,878
Sum of PV	15,457					
NPV of EVA	13,235					
NPV of CV	27,471					
Enterprise Value	80,202					
Equity Value	78,126					
Fair Price - EVA	102,285					

Key assumptions
 Risk Free = 3.0%
 Beta = 0.9
 Risk Premium = 7.0%
 g = 1.0%

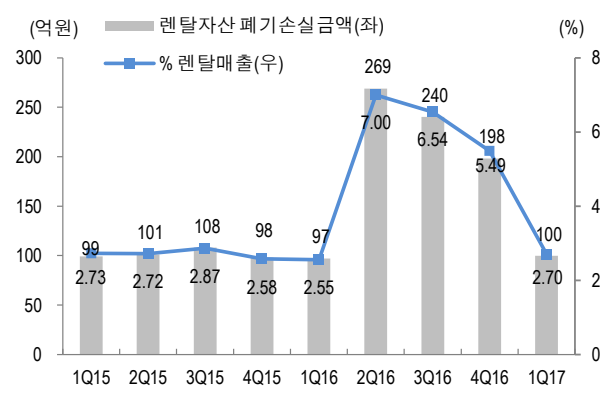
Source: KTB투자증권

Fig. 06: 해약률 추이



Source: 코웨이, KTB투자증권

Fig. 07: 렌탈자산 폐기손실 추이



Source: 코웨이, KTB투자증권



재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	653.3	733.1	734.3	812.9	900.2
현금성자산	125.5	141.8	107.7	149.1	210.0
매출채권	283.4	323.0	347.0	375.7	395.5
재고자산	69.8	70.2	79.4	85.9	90.4
비유동자산	1,122.1	1,234.6	1,152.4	1,201.8	1,254.5
투자자산	225.6	277.2	283.5	295.0	307.0
유형자산	699.5	669.4	688.7	727.9	769.9
무형자산	168.8	183.0	180.2	178.9	177.6
자산총계	1,775.4	1,967.7	1,886.7	2,014.7	2,154.6
유동부채	472.9	735.4	799.2	790.5	805.8
매입채무	223.7	217.1	236.2	255.7	269.2
유동성이자부채	80.1	340.1	382.9	352.9	352.9
비유동부채	64.3	49.0	53.5	55.1	56.8
비유동이자부채	8.0	11.8	12.2	12.2	12.2
부채총계	537.2	784.4	852.7	845.6	862.6
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	127.5	127.2	127.1	127.1	127.1
이익잉여금	1,177.0	1,179.7	995.6	1,130.7	1,253.6
자본조정	(107.8)	(164.8)	(129.8)	(129.8)	(129.8)
자기주식	(124.2)	(183.7)	(149.1)	(149.1)	(149.1)
자본총계	1,238.2	1,183.3	1,034.0	1,169.0	1,292.0
투하자본	1,170.2	1,286.0	1,318.8	1,382.3	1,444.3
순차입금	(37.5)	210.1	287.3	215.9	155.0
ROA	20.2	13.0	18.5	20.2	19.5
ROE	30.2	20.1	32.2	35.8	33.0
ROIC	31.5	20.7	28.9	30.4	29.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업현금	545.0	469.3	529.7	643.6	674.1
당기순이익	343.1	243.3	356.5	394.7	405.6
자산상각비	227.7	233.1	246.8	263.1	277.9
운전자본증감	(163.2)	(120.6)	(241.4)	(15.9)	(11.1)
매출채권감소(증가)	(57.9)	(61.6)	27.9	(28.6)	(19.8)
재고자산감소(증가)	(5.0)	(4.1)	(13.6)	(6.5)	(4.5)
매입채무증감(감소)	5.8	(3.7)	(23.1)	19.5	13.5
투자현금	(371.2)	(470.9)	(279.0)	(314.1)	(332.3)
단기투자자산감소	(41.7)	(145.3)	19.9	(1.6)	(1.7)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(329.3)	(328.2)	(286.6)	(294.2)	(311.8)
유무형자산감소	3.4	2.2	(3.6)	(6.8)	(6.8)
재무현금	(203.8)	(48.3)	(247.4)	(289.7)	(282.6)
차입금증가	(67.8)	255.5	25.8	(30.0)	0.0
자본증가	(148.3)	(208.0)	(234.7)	(259.7)	(282.6)
배당금지급	148.3	208.0	234.7	259.7	282.6
현금 증감	(31.1)	(50.0)	1.1	39.8	59.2
총현금흐름(Gross CF)	791.5	709.8	790.3	659.5	685.2
(-) 운전자본증가(감소)	53.4	61.1	14.2	15.9	11.1
(-) 설비투자	329.3	328.2	286.6	294.2	311.8
(+) 자산매각	3.4	2.2	(3.6)	(6.8)	(6.8)
Free Cash Flow	412.3	322.8	485.8	342.6	355.5
(-) 기타투자	(0.0)	0.0	0.1	0.1	0.1
잉여현금	412.3	322.8	485.7	342.5	355.4

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,315.2	2,376.3	2,596.2	2,828.5	2,998.2
증가율 (Y-Y,%)	7.2	2.6	9.3	8.9	6.0
영업이익	463.3	338.8	498.8	541.2	551.9
증가율 (Y-Y,%)	27.1	(26.9)	47.2	8.5	2.0
EBITDA	691.0	571.9	745.6	804.4	829.8
영업외손익	(8.9)	(15.0)	(26.3)	(20.5)	(16.9)
순이자수익	(2.9)	(4.9)	(7.3)	(6.9)	(6.5)
외화관련손익	(2.9)	(2.0)	(11.0)	(5.5)	(2.2)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	454.5	323.8	472.5	520.7	535.1
당기순이익	343.1	243.3	356.5	394.7	405.6
지배기업당기순이익	343.1	243.6	357.2	395.6	406.5
증가율 (Y-Y,%)	37.4	(29.1)	46.5	10.7	2.8
NOPLAT	349.8	254.6	376.3	410.3	418.4
(+) Dep	227.7	233.1	246.8	263.1	277.9
(-) 운전자본투자	53.4	61.1	14.2	15.9	11.1
(-) Capex	329.3	328.2	286.6	294.2	311.8
OpFCF	194.8	98.5	322.2	363.3	373.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.1	3.9	6.3	6.9	8.1
영업이익증가율(3Yr)	27.0	(0.0)	11.0	5.3	17.7
EBITDA증가율(3Yr)	19.0	2.1	8.9	5.2	13.2
순이익증가율(3Yr)	53.9	(0.2)	12.6	4.8	18.6
영업이익률(%)	20.0	14.3	19.2	19.1	18.4
EBITDA마진(%)	29.8	24.1	28.7	28.4	27.7
순이익률(%)	14.8	10.2	13.7	14.0	13.5

주요투자지표

(단위:원,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Per share Data					
EPS	4,449	3,166	4,677	5,180	5,322
BPS	13,855	13,090	11,173	12,958	14,585
DPS	2,800	3,200	3,400	3,700	3,800
Multiples(x, %)					
PER	18.9	27.9	22.2	20.1	19.5
PBR	6.1	6.7	9.3	8.0	7.1
EV/ EBITDA	9.3	12.2	10.8	9.9	9.6
배당수익률	3.3	3.6	3.3	3.6	3.7
PCR	8.2	9.6	10.1	12.0	11.6
PSR	2.8	2.9	3.1	2.8	2.6
재무건전성 (%)					
부채비율	43.4	66.3	82.5	72.3	66.8
Net debt/Equity	n/a	17.8	27.8	18.5	12.0
Net debt/EBITDA	n/a	36.7	38.5	26.8	18.7
유동비율	138.2	99.7	91.9	102.8	111.7
이자보상배율	158.9	69.3	68.2	77.9	84.4
이자비용/매출액	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	76.9	75.4	77.1	75.7	73.6
현금+투자자산(%)	23.1	24.6	22.9	24.3	26.4
자본구조					
차입금(%)	6.6	22.9	27.6	23.8	22.0
자기자본(%)	93.4	77.1	72.4	76.2	78.0



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	79%	HOLD :	20%	SELL :	1%
--------------	-----	---------------	-----	---------------	----

▶ 투자등급 관련사항

이래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

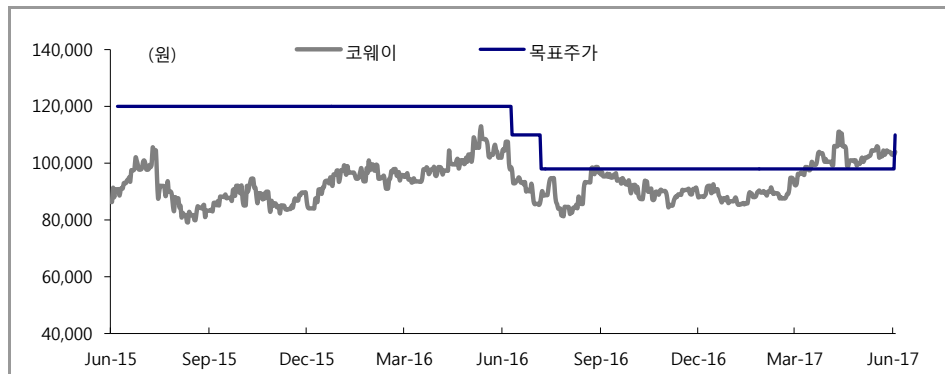
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

코웨이(021240)



일자	2015.07.13	2016.07.07	2016.08.03	2017.07.03
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD
목표주가	120,000원	110,000원	98,000원	110,000원
일자				
투자의견				
목표주가				

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당시의 저작 물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.