

화승엔터프라이즈(241590)

매수(유지)

목표주가: 23,000원(유지)

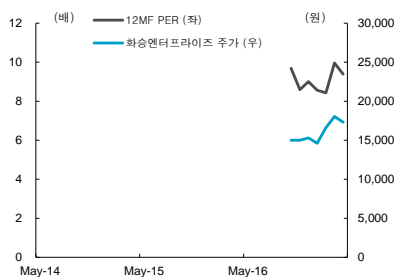
Stock Data

KOSPI(4/26)	2,208
주가(4/26)	17,300
시가총액(십억원)	466
발행주식수(백만)	27
52주 최고/최저가(원)	19,300/13,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,798
유동주식비율/외국인지분율(%)	29.1/6.0
주요주주(%)	화승인더스트리 외 6인 70.9
	국민연금 7.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.4)	12.7	0.0
상대주가(%p)	(12.2)	3.1	0.0

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

1Q17 Preview: 비수기에도 고성장 기조 확인

가장 빠르게 성장하는 신발 OEM, 고성장 확인될 것

1분기 매출액은 전년대비 30% 증가한 1,650억원, 영업이익은 51% 증가한 84억원으로 예상된다. 영업이익률은 5.1%로 전년대비 0.7%p 개선될 전망이다. 1분기는 고객사의 디자인 변경과 생산일수 부족, 베트남 구정 연휴로 인해 비수기다. 그러나 고성장 기조는 확인될 전망이다. 동사의 1분기 생산 캐파는 전년 대비 40% 이상 증가, 달러 매출액은 약 34% 증가한 것으로 추정되고 원/달러 환율이 전년대비 4% 하락했다. 공격적인 캐파 증설과 신규 품목 확대, 원/달러 환율 하락으로 인해 매출총이익률은 전년과 유사할 것으로 예상되나 매출 호조에 따른 영업 레버리지 효과로 영업이익률은 소폭 상승할 것이다.

경쟁사 비교를 통한 성장성 점검: 생산 능력, ASP, 부자재 사업에서 성장 기회 크다

상장된 주요 신발 OEM사는 글로벌 1위이자 나이키와 아디다스의 1위 벤더인 Yue Yuen, 나이키 2위 벤더인 Feng Tay, 그리고 아디다스 2위 벤더인 화승인더스트리다. 이중 고객사 성장과 고객사 내 MS 확대에 힘입어 화승이 독보적인 실적을 시현하고 있고, 화승엔터프라이즈는 화승인더스트리 생산량의 80%를 차지하는 베트남 공장을 보유하고 있다. 현재 화승엔터의 시가총액은 Yue Yuen의 6%, Feng Tay의 16% 수준인데 우리는 동사가 1) 캐파 증설과 2) ASP 상승 및 부자재 사업 확대에 힘입어 경쟁사들을 빠른 속도로 추격할 것으로 예상된다. 화승엔터의 금년 캐파는 이미 Yue Yuen 대비 약 15%, Feng Tay 대비 50%에 달할 전망이다. 경쟁사들의 증설이 미미하다면 캐파 기준 화승엔터는 2020년 Yue Yuen의 약 25%, Feng Tay의 70% 규모 수준으로 도약할 것이다. 금년 동사의 ASP는 13달러 수준으로 경쟁사보다 약 25% 낮으나 고단가 제품 본격 생산에 힘입어 ASP 상승도 본격화될 것이다. 이에 더해 부자재 사업은 기회 요인이다.

1. 생산 능력: 2020년까지 연평균 15% 증가 예상

화승엔터는 고객사 주문 호조에 힘입어 2017년에도 평균 약 20%의 캐파 증설이 예정되어 있다. 과거 3년간 28% 증가에 이어 2016~2020년 연평균 15% 증가해 2020년 7,200만 쥘 캐파를 확보할 계획이다. 경쟁사인 Yue Yuen의 생산량은 5년째 3억 쥘에서, Feng Tay 또한 1억 개에서 정체되고 있다. 우리는 향후 캐파 전망이 충분히 타당하다고 판단, 아디다스 그룹 내 신발 부문 성장률은 최근 20%에 육박하고 있다. 뿐만 아니라 동사는 아디다스 매출의 10%를 차지하는 네오라벨에서 이제 아디다스의 핵심 카테고리인 러닝화와 고단가 제품 생산이 본격화되고 있다.

나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com

이선호 3276-6175
sunho.lee@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	391	14	12	NM	NM	19	NM	5.3	NM	22.3	-
2016A	640	44	35	1,560	NM	62	9.8	7.3	NM	27.2	0.2
2017F	800	58	46	1,713	9.8	80	10.1	6.1	1.9	21.4	0.9
2018F	918	68	54	2,019	17.8	93	8.6	4.9	1.6	20.4	1.0
2019F	1,052	77	63	2,329	15.4	105	7.4	4.1	1.3	19.3	1.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

2. ASP와 부자재 사업: ASP 상승 여력 높고 부자재 사업 본격화될 것

ASP 상승이 예상된다. 아디다스 내 핵심 카테고리 진출은 작년부터 시작되었으며 증설은 대부분 고단가 제품용이다. 향후 2~3% ASP 상승은 충분히 달성 가능하다. 2016년 기준 Yue Yuen의 평균 ASP는 16.9달러/족 이었고, Feng Tay는 18달러로 추정된다. 동사의 주력 제품인 '아디다스 네오라벨'의 경우 평균 ASP가 10달러 내외에 불과해 동사의 2015년 평균 ASP는 12달러 미만이었으나 고단가 제품 생산이 시작된 2016년 12.6달러로 5% 상승한 것으로 추정된다. 러닝화의 경우 14~18달러, 초 고단가 제품의 경우 40달러에 달한다. 우리는 2020년 동사의 ASP를 13.7달러로 추정, 동사의 목표는 우리 가정보다 높은 16달러다. 고단가 제품 생산 속도와 단가 추이가 향후 관전 포인트이다.

부자재 사업에 대한 기회도 상존한다. 동사의 부자재 사업 비중은 5~6% 수준이다. 갑피, 미드솔 등을 생산하고 있으며 금년부터 고단가 부스트 생산이 시작, 핵심 부자재 생산을 시작으로 부자재 사업이 확대될 것이다. Yue Yuen의 부자재 사업이 신발 사업에서 차지하는 비중은 약 10%다. Feng Tay는 전무한데, 나이키의 경우 핵심 부자재 생산을 자체적으로 진행하는 한편 아디다스 그룹은 생산 업체에 위임하는 것으로 파악, 이는 아디다스 생산을 주력으로 하는 동사에 기회 요인이다.

독보적인 실적 모멘텀, 장기 레이스가 본격화되는 시점

투자자의견 '매수'와 목표주가 23,000원(2017F PER 13.5배)을 유지한다. 현주가는 2017년 PER 10배에 불과, Feng Tay와 Yue Yuen 대비 35%, 13% 할인되어 있다. 운동화 산업은 글로벌 웰빙 트렌드 확산에 힘입어 수요가 꾸준할 뿐 아니라 나이키와 아디다스 양강이 글로벌 시장의 약 60%를 차지, ASP가 꾸준히 상승하는 고마진 산업이다. 이에 고객사인 아디다스는 빠른 제품 회전 주기로 신제품 공급을 확대, 미주, 유럽, 중국 등 주요 시장에서 MS가 상승하고 있다. 운동화 생산업은 대규모 설비 투자, 고도로 숙련된 인력을 필요로 해 진입 장벽이 높다. 이에 동사는 인건비 경쟁력이 높은 베트남 생산 거점을 확보했을 뿐 아니라 경쟁사보다 높은 자동화 비율과 생산성, 고객사와의 R&D 공유에 힘입어 획기적으로 납품 기간을 단축하면서 고객사 내 점유율이 가파르게 상승하고 있다. 2016년 고 성장에 이어 금년 매출 25%, 영업이익 32% 증가가 예상된다. 캐파 증설은 진행형이고 고부가 제품 확대에 따른 ASP 상승, 부자재 사업에서 성장 기회가 크다.

<표 1> 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2016				2017			
	2015	2016	2017F	2018F	2019F	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF
매출액	391	640	800	918	1058	127	175	133	206	165	227	168	239
증감	51.0	63.7	25.0	14.7	15.3	NM	NM	NM	NM	30.0	30.0	27.0	16.4
매출총이익	53	93	118	138	162	18	24	20	31	24	32	25	37
매출총이익률	13.7	14.6	14.7	15.0	15.3	14.3	13.7	14.9	15.3	14.5	13.9	15.1	15.3
영업이익	19	44	58	68	81	6	12	8	18	8	16	10	23
증감	21.6	128.2	31.8	17.0	19.2	NM	NM	NM	NM	51.1	31.0	36.2	24.6
영업이익률	4.9	6.8	7.2	7.4	7.6	4.4	6.9	5.8	9.0	5.1	7.0	6.2	9.6
세전이익	15	43	58	68	82	6	11	7	19	8	15	12	22
증감	34.8	186.1	34.0	17.8	20.0	NM	NM	NM	NM	42.9	34.9	67.9	17.5
순이익	12	35	46	54	66	4	9	7	15	7	12	10	18
증감	30.6	185.8	32.1	17.8	21.2	NM	NM	NM	NM	60.0	35.7	44.4	16.6
순이익률	3.1	5.5	5.8	5.9	6.2	3.2	5.2	5.1	7.3	4.0	5.4	5.8	7.3

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

<표 2> 화승엔터 매출 breakdown

(단위: 십억원, 백만 달러, 백만주, % YoY, 달러, 원)

매출유형	2015	2016	2017F	2018F	2019F
원화 매출액	391	640	800	918	1,058
수출	380	663	830	953	1,101
운동화수출	356	626	782	891	1,021
기타수출	24	37	48	62	80
달러 매출액	338	552	690	791	912
수출	336	571	715	821	949
운동화수출	315	540	674	768	879
기타수출	21	32	41	53	69
기말 생산능력	32	48	55	62	70
평균 생산능력	26	43	52	59	66
생산량	26	43	52	58	65
달러 ASP	11.9	12.6	12.9	13.2	13
원화 ASP	13,793	14,575	15,012	15,312	15,619
중간					
원화 매출액	37.5	63.2	25.0	14.7	15.3
수출	37.3	70.1	25.2	14.9	15.5
운동화수출	35.9	63.2	25.0	14.7	15.3
기타수출	62.3	50.0	30.0	30.0	30.0
달러 매출액	37.5	63.2	25.0	14.7	15.3
수출	37.3	70.1	25.2	14.9	15.5
운동화수출	35.9	71.4	24.9	13.9	14.5
기타수출	62.3	50.0	30.0	30.0	30.0
기말 생산능력	29	48	15	13	12
평균 생산능력	16	63	20	14	12
생산량	26	65	21	12	12
달러 ASP	0.8	5.5	3.0	2.0	2.0
원화 ASP	10.7	5.7	3.0	2.0	2.0

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

<표 3> OEM 글로벌 피어 밸류에이션

(단위: 백만 달러, 배, %, % YoY)

		신발 OEM			동남아스포츠의류 OEM		동남아 캐주얼의류 OEM			Agency
		Hwaseung Enterprise	Feng Tay	Yue Yuen	Youngone	Eclat	Hansae	Makalot	Shenzhou	LI & FUNG
Mkt Cap.		411	2,575	6,666	1,334	2,838	962	838	9,199	3,516
PER	2016A	NM	18.1	11.2	12.3	24.7	21.8	16.8	20.8	16.5
	2017F	10.4	15.9	12.0	10.3	20.2	17.2	17.1	18.6	14.9
	2018F	9.2	13.9	11.4	9.4	16.9	14.3	14.4	15.9	13.5
PBR	2016A	NM	5.8	1.3	1.1	6.0	2.2	3.0	4.1	1.6
	2017F	2.0	4.7	1.3	1.1	5.1	2.1	2.8	3.8	1.1
	2018F	1.6	4.2	1.3	1.0	4.7	1.9	2.7	3.3	1.1
ROE	2016A	27.2	33.1	11.6	9.1	27.2	10.7	17.3	20.9	9.2
	2017F	20.8	31.0	11.2	11.3	26.9	13.0	16.9	22.2	7.6
	2018F	19.4	31.9	11.3	11.2	29.3	14.2	19.2	23.3	8.2
OPM	2016A	6.8	11.0	7.1	9.0	18.8	5.3	8.8	24.6	2.3
	2017F	7.2	10.8	7.1	10.0	19.6	5.2	8.0	24.2	2.4
	2018F	7.3	11.2	7.7	10.5	20.2	5.8	8.6	24.4	2.6
Sales growth	2016A	59.6	2.6	0.5	23.1	(5.3)	(4.9)	(6.7)	13.0	(11.0)
	2017F	24.6	11.0	3.3	5.6	15.8	18.6	12.7	12.9	(4.2)
	2018F	9.4	10.6	2.9	3.9	13.8	7.1	8.4	14.9	1.4
NP growth	2016A	178.7	3.5	37.0	(26.5)	(13.6)	(56.7)	(30.5)	18.4	(42.6)
	2017F	27.1	15.8	2.5	40.4	23.0	44.0	4.8	16.8	(9.9)
	2018F	11.6	14.6	5.5	8.8	18.9	23.3	16.5	16.8	10.0

주: 2017/4/26 종가기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 4> 글로벌 3사 비교

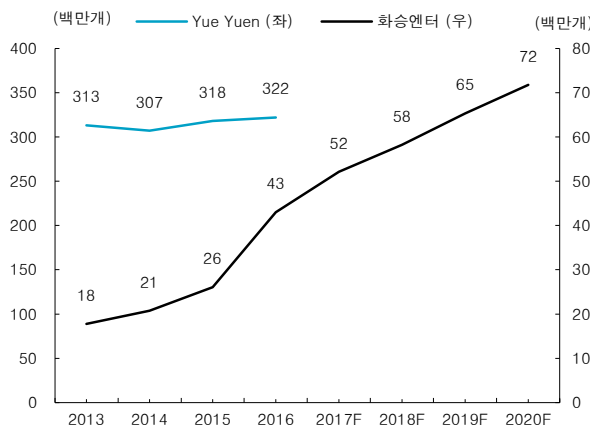
(단위: 십억원, % YoY, %)

	Yue Yuen	Feng Tay	화승엔터프라이즈
기업 개요	1988 년 설립	1971 년 설립	1988 년 설립
복종	스포츠 및 캐주얼 신발 ODM/OEM	스포츠 신발 OEM/ODM	스포츠 신발 ODM/OEM
2016 년 매출액	85 억 달러	18 억 달러	5.5 억 달러
영업이익 (이익률)	6.0 억 달러 (7.1%)	2.0 억 달러 (11.0%)	3,777 만 달러 (6.8%)
2017 년 매출액	88 억 달러	20 억 달러	6.9 억 달러
영업이익 (이익률)	6.2 억 달러 (7.1%)	2.2 억 달러 (10.8%)	4,919 만 달러 (7.2%)
바이어	Nike Adidas New Balance Puma Converse 등	Nike (82%) Converse (2-3%) Bauer (2-3%) Salomon (1-2%) 등	Adidas (70%) Reebok (30%)
지역별 매출	중국 (36%), 미국 (34%), 유럽 (20%), 기타 (10%)	NA	NA, 아디다스 지역별 매출 비중과 유사 아디다스 유럽 (30%), 북미 (21%), 중국 (16%)
지역별 생산 비중	베트남 (44%) 인도네시아 (34%) 중국 (20%)	베트남 (52%) 중국 (13%) 인도네시아 (12%) 인도 (23%)	베트남 100%
생산 품목	스포츠 신발 (49%), 캐주얼 신발 (15%), Retail (29%), 기타 (7%)	스포츠신발 (85%) 캐주얼신발 (11%) 골프공 (2%) 기타	스포츠 신발 94% 원부자재 6%

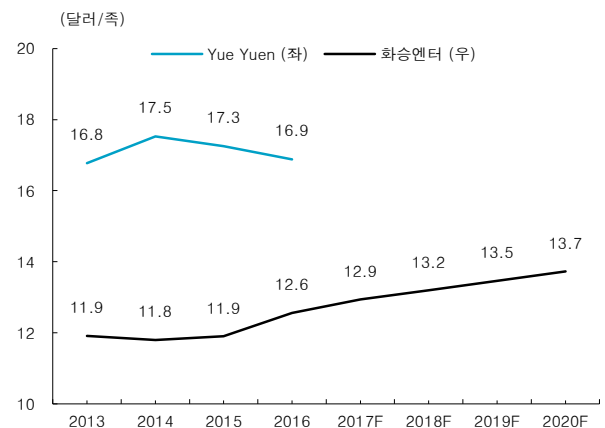
자료: 각사, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] Yue Yuen vs 화승엔터 생산량 추이

[그림 2] Yue Yuen vs 화승엔터 ASP 추이



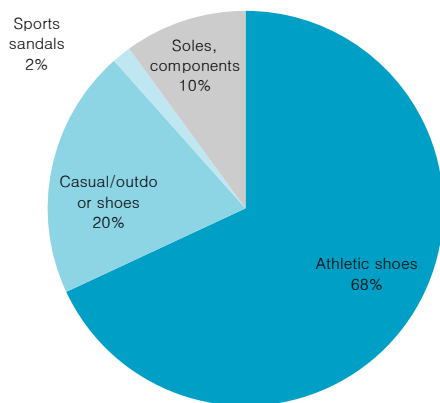
자료: Yue Yuen, 화승엔터프라이즈, 한국투자증권



자료: Yue Yuen, 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

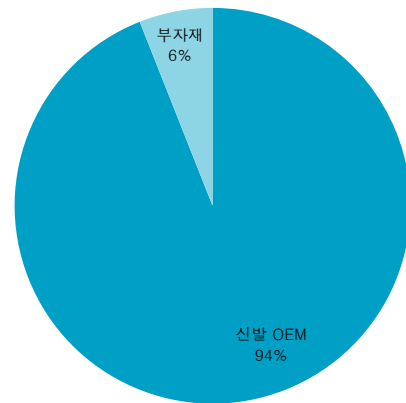
[그림 3] Yue Yuen 신발 사업부 매출 breakdown

[그림 4] 화승엔터 부문별 매출 breakdown



주: 2016년 기준

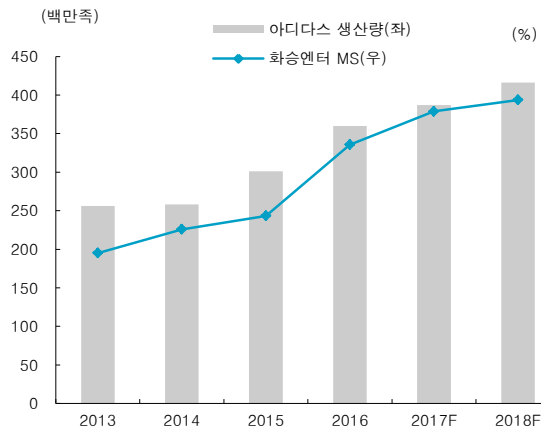
자료: Yue Yuen, 한국투자증권



주: 2016년 기준

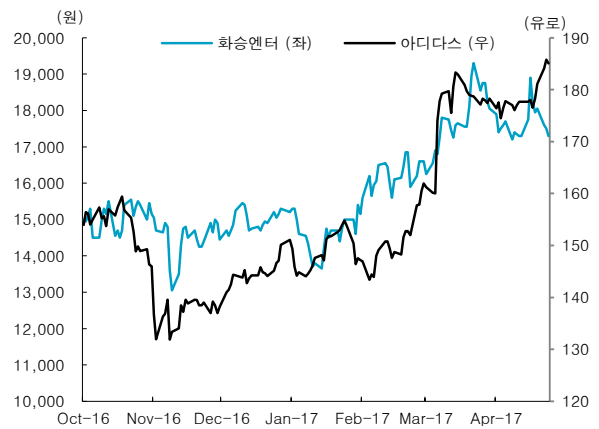
자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

[그림 5] 아디다스 생산량 vs 화승엔터 점유율



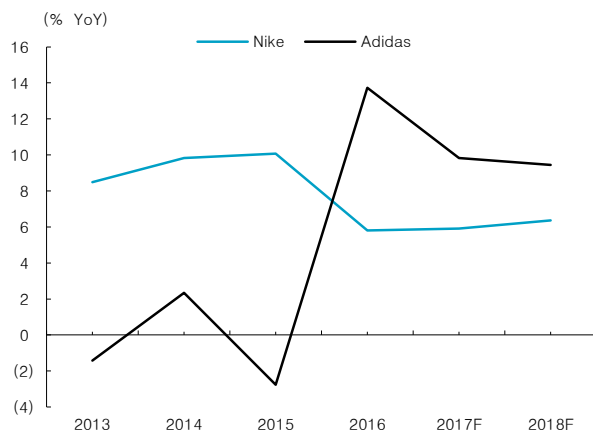
자료: 아디다스, 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

[그림 6] 아디다스 주가 vs 화승엔터 주가



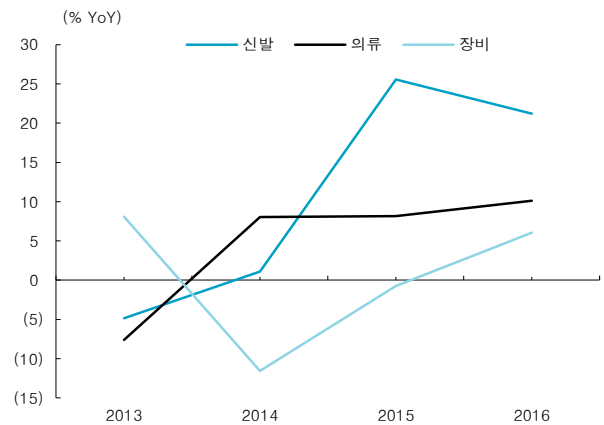
자료: Bloomberg

[그림 7] 나이키 vs 아디다스 매출 증가율: 아디다스 가파른 성장



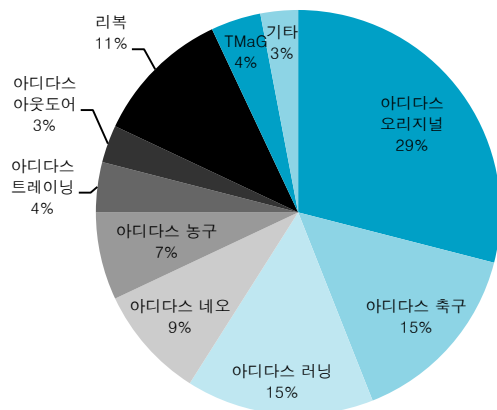
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] 아디다스 부문별 매출 증감: 신발 빠르게 성장



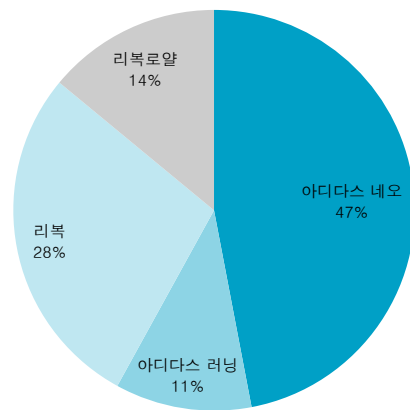
자료: 아디다스, 한국투자증권

[그림 9] 아디다스 품목별 매출 비중: 네오 라벨은 전체의 10%에 불과



자료: 업계 자료, 한국투자증권

[그림 10] 화승엔터 품목별 매출 비중



주: 2015년 기준

자료: 화승엔터프라이즈, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

화승엔터프라이즈는 화승인더스트리의 베트남 운동화 생산법인 화승비나의 지분 100%를 보유한 지주회사이다. 화승비나는 2002년 설립 이후 리복 운동화 OEM에 이어 2008년 아디다스 신발 ODM을 시작하며 성장해왔다. 신발 ODM 사업이 매출의 94%(아디다스 약 70%, 리복 30%)이며, 반제품 사업이 나머지 6%를 차지한다. 2016년 기준 월평균 400만족의 생산 캐파를 보유하고 있으며, 베트남 내 단일공장 기준 최대 생산기지다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	140	265	322	383	450
현금성자산	5	78	96	124	153
매출채권및기타채권	40	76	94	108	124
재고자산	61	74	93	107	122
비유동자산	120	171	193	210	227
투자자산	0	1	1	2	2
유형자산	117	162	182	197	211
무형자산	1	2	3	3	4
자산총계	261	437	516	594	677
유동부채	186	227	258	281	301
매입채무및기타채무	66	104	130	149	171
단기차입금및단기사채	115	112	104	99	89
유동성장기부채	3	10	17	24	31
비유동부채	11	17	18	19	20
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	13	13	13	13
부채총계	197	244	276	300	321
지배주주지분	63	192	239	293	356
자본금	10	13	13	13	13
자본잉여금	52	140	140	140	140
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	(0)	35	77	127	185
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	63	193	239	294	356

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(0)	33	60	70	79
당기순이익	12	35	46	54	63
유형자산감가상각비	0	18	22	24	26
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	0	(21)	(10)	(10)	(12)
기타	(12)	1	1	1	1
투자활동현금흐름	5	(55)	(37)	(39)	(42)
유형자산투자	0	(56)	(42)	(39)	(41)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	2	4	4	4
무형자산순증	0	(0)	(1)	(1)	(1)
기타	5	(1)	2	(3)	(4)
재무활동현금흐름	0	94	(5)	(2)	(8)
자본의증가	0	90	0	0	0
차입금의순증	0	4	(1)	2	(3)
배당금지급	0	0	(1)	(4)	(4)
기타	0	0	(3)	0	(1)
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가	5	73	18	28	29

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

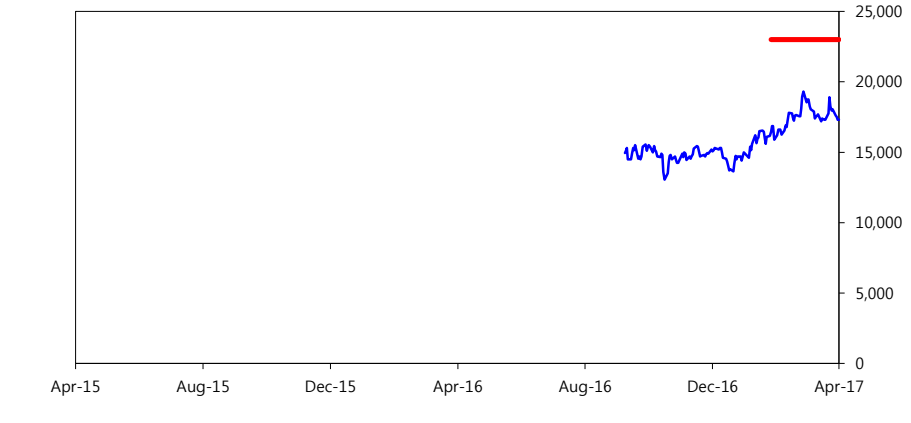
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	391	640	800	918	1,052
매출원가	338	547	683	780	895
매출총이익	53	93	118	138	158
판매관리비	39	50	60	70	80
영업이익	14	44	58	68	77
금융수익	0	4	5	5	6
이자수익	0	1	2	2	3
금융비용	4	5	6	6	6
이자비용	0	4	4	4	4
기타영업외손익	0	0	1	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	15	43	58	68	78
법인세비용	3	8	12	14	16
연결당기순이익	12	35	46	54	63
지배주주지분순이익	12	35	46	54	63
기타포괄이익	0	5	5	5	5
총포괄이익	12	39	51	59	67
지배주주지분포괄이익	(0)	39	51	59	67
EBITDA	19	62	80	93	105

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	0	1,560	1,713	2,019	2,329
BPS	0	0	8,872	10,894	13,211
DPS	0	35	150	165	182
성장성(% , YoY)					
매출증가율	51.0	63.7	25.0	14.7	14.7
영업이익증가율	21.6	128.2	31.8	17.0	14.6
순이익증가율	30.6	183.6	33.1	17.8	15.4
EPS증가율	NM	NM	9.8	17.8	15.4
EBITDA증가율	21.6	223.3	29.5	15.2	12.8
수익성(%)					
영업이익률	4.9	6.8	7.2	7.4	7.4
순이익률	3.1	5.4	5.8	5.9	6.0
EBITDA Margin	4.9	9.7	10.0	10.1	9.9
ROA	5.0	10.0	9.7	9.8	9.9
ROE	22.3	27.2	21.4	20.4	19.3
배당수익률	-	0.2	0.9	1.0	1.1
배당성향	0.0	2.7	8.8	8.2	7.8
안정성					
순차입금(십억원)	101	37	22	(7)	(41)
차입금/자본총계비율(%)	200.5	69.8	55.8	46.1	37.2
Valuation(X)					
PER	NM	9.8	10.1	8.6	7.4
PBR	NM	NM	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	5.3	7.3	6.1	4.9	4.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
화승엔터프라이즈(241590)	2016.12.28	NR	-
	2017.02.21	매수	23,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 27일 현재 화승엔터프라이즈 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.
- 당사는 화승엔터프라이즈 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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 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.