

매일유업과 매일홀딩스의 가치는?

매일유업 97,000원, 매일홀딩스 27,000원 적절

| 종목 | 투자의견 | 목표주가 |
|-------|--------|---------|
| 매일유업 | 매수(신규) | 97,000원 |
| 매일홀딩스 | NR | - |

매일유업 지주사 체제로 재상장

지주사 체제로 전환된 매일유업(A005990)이 6월 5일에 매일홀딩스(A005990, 지주회사)와 매일유업(A267980, 유가공사사업회사)으로 각각 변경상장, 재상장된다. 상장 기준가는 매일홀딩스가 50,600원, 매일유업은 57,100원이며 시초가는 기준가에서 -50%~+200% 범위에서 주문을 받아 결정된다. 분할 비율은 매일홀딩스 대 매일유업이 0.47 대 0.53이었고, 매일유업은 유가공사사업체로 신설되며, 이를 제외한 의류(제로투세븐), 커피제조/매장 운영(엠즈씨드) 등 종속기업들은 모두 존속회사인 매일홀딩스에 남는다. 앞으로 매일홀딩스는 자회사 관리 외 신규 투자사업을 담당할 것으로 보인다.

매일유업 목표주가 97,000원

유가공사사업만을 전담하게 될 매일유업의 목표주가를 97,000원으로 제시한다. 목표주가는 분할 이후 2017년 예상 EPS에 음식료 평균 PER 16.5배를 15% 할인한 14.0배를 적용해 산출했다. 주가 배수를 할인해 적용한 이유는 동사가 분할로 부채가 많아져 재무구조가 다소 열악해졌음을 반영한 것이다. 이자비용 증가로 동사의 영업외수지는 <표 6>과 같이 분할 전 연결 실적대비 약간 악화된다.

고마진 제품의 빠른 성장, 재료비 하락으로 유가공부문 실적 개선 지속

유가공사사업의 실적은 예상대로 계속 호전될 전망이다. 1분기 영업이익률이 전년동기대비 0.2%포인트 하락했지만, 광고비 선집행의 영향이 커 2분기 이후 안정화되고, 또 원재료인 원유가격이 올해 8월 이후로도 1년간 동결되기로 결정됨에 따라 실적 위험 요인이 제거됐다는 판단이다. 유가공사사업체(분할 이전에는 별도법인 실적, 분할 이후에는 재상장 매일유업의 실적)의 2017년 연간 영업이익은 유기농브랜드와 커피음료의 고성장에 원유 및 치즈 원료 구매단가 하락 효과로 734억원(2016년 연결 영업이익대비 39.7% 증가)을 기록할 것으로 예상된다. 2018년에도 고마진인 유기농제품과 중국 분유 수출이 실적 개선을 견인할 것으로 예상된다. 2018년 영업이익은 전년대비 22.8% 증가할 것이다.

매일홀딩스 목표주가 27,000원

순수지주회사인 매일홀딩스의 적정주가는 27,000원선으로 평가된다. 분할 시 순자산가액에 지주사 평균 PBR인 0.7배를 적용한 가격은 주당 22,748원이지만, 분할과 동시에 보유하게 된 사업회사 매일유업의 지분 7.6%를 목표주가(97,000원)로 재평가할 경우 적정주가가 26,633원으로 상승한다. 매일홀딩스는 앞으로 상장 자회사인 매일유업의 지분을 최소 20% 보유해야하기 때문에 공개매수, 대주주의 지분 스왑 등이 예상된다. 기본적으로 매일홀딩스 주주입장에서는 매일유업을 저가에 매입하려고 하는 것이 좋다. 하지만 매일유업 지분을 매일홀딩스로 바꾸려는 경우에는 매일유업이 매일홀딩스대비 상대적으로 비싸지는 것이 필요하다. 사실 많은 사례에서 분할 직후 사업회사의 실적이 매우 견조했음을 확인할 수 있다. 따라서 당분간 사업회사의 주가가 상대적으로 강세를 보일 것이다. 장기적으로 매일홀딩스는 배당 증가, 중국 분유 생산/판매 JV 사업 확대 등이 펀더멘탈 개선 요인이 될 전망이다. 참고로 분할 후 양사간 합한 목표 시가총액은 분할 직전 시가총액 대비 24.7% 많고, 분할 직전 목표 시가총액에 비해서는 8.6% 많을 것으로 예상된다. 8.6%

의 차이는 거래정지기간의 음식료업종이 강세였던 이유가 크다.

<표 1> 매일유업 & 매일홀딩스 기준가

(단위: 원)

| | 평가가격 | 최고호가 | 최저호가 |
|----------------|--------|---------|--------|
| 매일홀딩스(A005990) | 50,600 | 101,200 | 25,300 |
| 매일유업(A267980) | 57,100 | 114,200 | 28,550 |

자료: 매일유업, 한국투자증권

<표 2> 매일유업과 Peer그룹 PER 비교

(단위: 십억원, 원, 배)

| | | 2016 | 2017F | 2018F |
|----------|---------------|--------|--------|--------|
| 매일유업 | 순이익 | | 54.1 | 66.9 |
| | diluted EPS | | 6,893 | 8,526 |
| | PER(A) | 12.6 | 8.3 | 6.7 |
| 한국 음식료 | PER(B) | 17.2 | 16.5 | 14.9 |
| 세계 유가공 | PER(C) | 19.8 | 19.8 | 17.9 |
| | PER(B 와 C 평균) | 18.5 | 18.1 | 16.4 |
| PER 프리미엄 | (A/B-1) | -26.3% | -49.8% | -54.9% |
| | (A/C-1) | -36.1% | -58.1% | -62.5% |

주: 2017F 손익계산서는 분할 후 사업회사의 연간 실적을 적용, 실제로는 5월 1일 분할 이후 7개월의 실적만 반영될 것(추후 수정 예정), 2016년 PER은 분할 전 매일유업 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 3> 매일유업 Valuation

(단위: 배, %, 원)

| | 2017F | 2018F |
|------------|--------|---------|
| 한국 음식료 PER | 16.5 | 14.9 |
| 할인율 | 15% | 15% |
| 목표 PER | 14.0 | 12.6 |
| 목표주가 | 96,669 | 107,625 |

주: 2017F 손익계산서는 분할 후 사업회사의 연간 실적을 적용, 실제로는 5월 1일 분할 이후 7개월의 실적만 반영될 것(추후 수정 예정)

자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 4> 매일홀딩스 Valuation

(단위: 십억원, 천주, 원)

| 구분 | 가정 | 순자산 | 목표 시가총액 | 주식수 | 목표주가 |
|------------|----------------------|-------|---------|-------|--------|
| Scenario 1 | PBR 0.7 배 적용 | 213.0 | 149.1 | 6,556 | 22,748 |
| Scenario 2 | 매일유업 지분(7%)에 목표주가 적용 | 249.4 | 174.6 | 6,556 | 26,633 |

주: 순자산은 분할 일(5월 1일)자 기준

자료: 한국투자증권

<표 5> 분할 전후 시가총액 비교

(단위: 원, 천주, 십억원)

| | | 거래정지 전일 증가 | 분할 전 목표 가격 (A) | 분할 후 목표 가격 (B) | 분할 후 목표 가격 (C) | 분할 후 시총 시가 대비 (C/A-1) | 목표가 대비 (C/B-1) |
|--------------------|------|---------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------------|-------------------|
| 매일유업 (A005990) | 주가 | | 54,000 | 62,000 | | | |
| | 주식수 | | 13,855 | 13,855 | | | |
| | 시가총액 | | 748.2 | 859.0 | | | |
| 매일홀딩스 (A005990) | 주가 | | | | 26,633 | | |
| | 주식수 | | | | 6,556 | | |
| | 시가총액 | | | | 174.6 | | |
| 매일유업 (A267980) | 주가 | | | | 96,669 | | |
| | 주식수 | | | | 7,844 | | |
| | 시가총액 | | | | 758.2 | | |
| 계 | | | 748.2 | 859.0 | 932.8 | 24.7% | 8.6% |

주: 주식수는 Warrant가 2017년 12월에 모두 보통주로 전환된다고 가정, 주식수에서 자사주는 차감

자료: 한국투자증권

<표 6> 분할 후 실적 전망

(단위: 십억원, %)

| | 분할 전 매일유업&종속 기업 (A005990) | | 분할 후 매일유업 (A267980) | | 변화율 | | 비고 |
|------|---------------------------------|---------|---------------------------|---------|--------|--------|--------------------|
| | 2017F | 2018F | 2017F | 2018F | 2017F | 2018F | |
| 매출액 | 1,740.9 | 1,851.3 | 1,411.5 | 1,500.5 | -18.9% | -19.0% | 제로투세븐 등 종속법인 분리 영향 |
| 영업이익 | 72.1 | 92.9 | 73.4 | 90.2 | 1.8% | -2.9% | 차입금 증가로 인한 이자비용 증가 |
| 순이익 | 56.5 | 74.4 | 54.1 | 66.9 | -4.3% | -10.1% | |

주: 분할 전 순이익은 지배주주순이익임

자료: 한국투자증권

<표 7> 분할 전후 요약 재무상태표

(단위: 백만원)

| 과목 | 분할 전 | 분할 후 | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|
| | 매일유업(A005990) | 매일홀딩스(A005990) | 매일유업(A267980) |
| I. 자 산 | | | |
| (1) 유동자산 | 522,328 | 170,549 | 351,779 |
| 1. 현금및현금성자산 | 115,763 | 69,670 | 46,093 |
| 2. 단기금융상품 | 1,656 | 1,656 | - |
| (2) 비유동자산 | 377,687 | 155,312 | 233,553 |
| 1. 매도가능금융자산 | 3,793 | 14,965 | 6 |
| 2. 관계기업 및 공동기업투자 | 7,679 | 7,679 | - |
| 자산총계 | 900,015 | 325,861 | 585,332 |
| II. 부 채 | | | |
| (1) 유동부채 | 309,666 | 62,423 | 247,243 |
| 1. 매입채무 및 기타채무 | 213,912 | 48,063 | 165,849 |
| 2. 단기차입금 | 28,244 | 8,244 | 20,000 |
| (2) 비유동부채 | 150,057 | 50,395 | 99,662 |
| 1. 매입채무 및 기타채무 | 12,386 | 146 | 12,240 |
| 2. 장기차입금 | 20,253 | 15,542 | 4,711 |
| 부채총계 | 459,723 | 112,818 | 346,905 |
| III. 자 본 | | | |
| (1) 지배기업 소유주지분 | 407,091 | 179,842 | 238,427 |
| 1. 자본금 | 6,819 | 3,227 | 3,592 |
| 2. 이익잉여금 | 365,555 | 365,555 | - |
| (2) 비지배지분 | 33,201 | 33,201 | - |
| 자본총계 | 440,292 | 213,043 | 238,427 |
| 부채와 자본총계 | 900,015 | 325,861 | 585,332 |

주: 2017년 5월 1일 연결 재무제표 기준

자료: 매일유업, 한국투자증권

<표 8> 1Q17 연결 실적

(단위: 백만원, %, % YoY)

| 구 분 | 1Q16 (A) | 1Q17 (B) | 증 감 (B-A) | 증감율(% YoY) |
|----------------|----------|----------|-----------|------------|
| I. 매출액 | 393,168 | 400,234 | 7,066 | 1.8% |
| II. 매출원가 | 262,364 | 261,705 | (659) | -0.3% |
| III. 매출총이익 | 130,804 | 138,528 | 7,724 | 5.9% |
| 판매비와관리비 | 122,012 | 131,576 | 9,564 | 7.8% |
| IX. 영업이익 | 8,792 | 6,953 | (1,839) | -20.9% |
| V. 법인세비용차감전순이익 | 8,695 | 2,619 | (6,076) | -69.9% |
| VI. 법인세비용 | 1,451 | 1,880 | 429 | 29.6% |
| VII. 당기순이익 | 7,244 | 740 | (6,504) | -89.8% |
| 지배기업지분 | 8,059 | 2,165 | (5,894) | |
| 매출액 대비 (%) | | | | |
| II. 매출원가 | 66.7 | 65.4 | | |
| III. 매출총이익 | 33.3 | 34.6 | | |
| 판매비와관리비 | 31.0 | 32.9 | | |
| IX. 영업이익 | 2.2 | 1.7 | | |
| V. 법인세비용차감전순이익 | 2.2 | 0.7 | | |
| VI. 법인세비용 | 0.4 | 0.5 | | |
| VII. 당기순이익 | 1.8 | 0.2 | | |
| 지배기업지분 | 2.0 | 0.5 | | |

자료: 한국투자증권

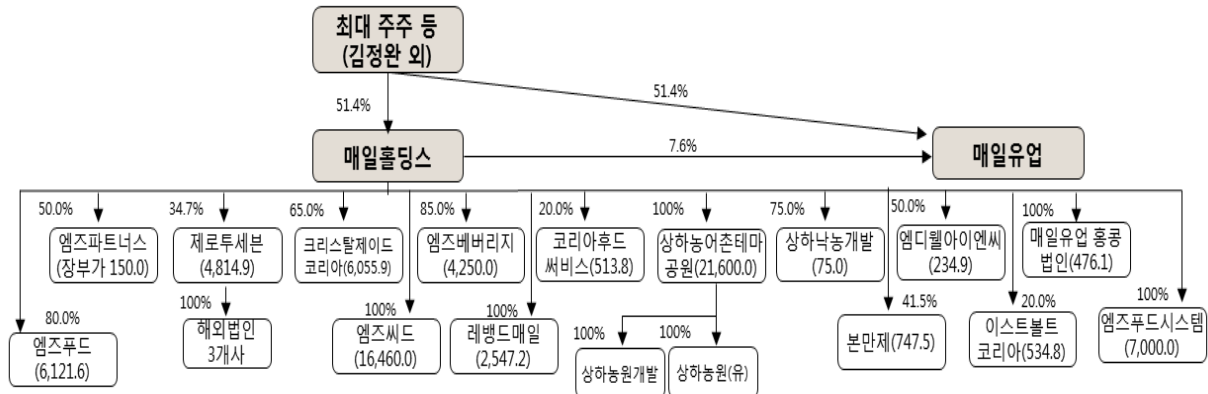
<표 9> 1Q17 별도 실적

(단위: 백만원, %, % YoY)

| 구 분 | 1Q16 (A) | 1Q17 (B) | 증 감 (B-A) | 증감율(% YoY) |
|----------------|----------|----------|-----------|------------|
| I. 매출액 | 321,442 | 327,637 | 6,195 | 1.9% |
| II. 매출원가 | 229,496 | 226,168 | (3,328) | -1.5% |
| III. 매출총이익 | 91,946 | 101,469 | 9,523 | 10.4% |
| 판매비와관리비 | 79,656 | 89,699 | 10,043 | 12.6% |
| IX. 영업이익 | 12,291 | 11,770 | (520) | -4.2% |
| V. 법인세비용차감전순이익 | 12,677 | 8,521 | (4,157) | -32.8% |
| VI. 법인세비용 | 1,879 | 2,789 | 910 | 48.4% |
| VII. 당기순이익 | 10,799 | 5,732 | (5,067) | -46.9% |
| 매출액 대비 (%) | | | | |
| II. 매출원가 | 71.4 | 69.0 | | |
| III. 매출총이익 | 28.6 | 31.0 | | |
| 판매비와관리비 | 24.8 | 27.4 | | |
| IX. 영업이익 | 3.8 | 3.6 | | |
| V. 법인세비용차감전순이익 | 3.9 | 2.6 | | |
| VI. 법인세비용 | 0.6 | 0.9 | | |
| VII. 당기순이익 | 3.4 | 1.7 | | |

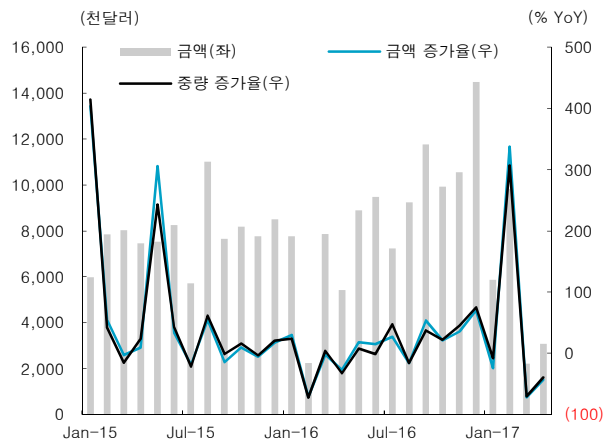
자료: 매일유업, 한국투자증권

[그림 1] 분할 후 지배구조



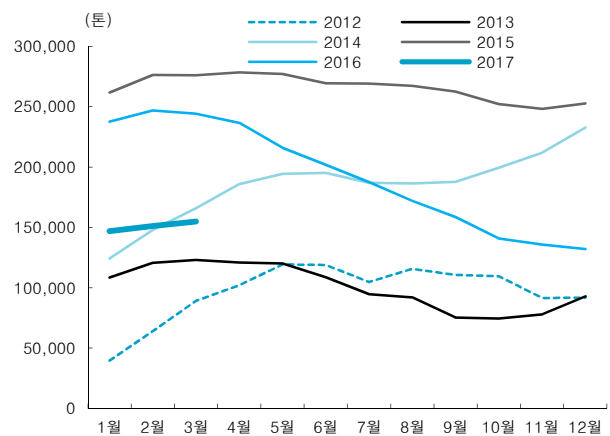
주: 괄호 안은 2017년 3월 31일, 백만원 단위, 장부가
자료: 한국투자증권

[그림 2] 중국향 국내 분유 수출 동향



자료: 관세청, 한국투자증권

[그림 3] 국내 원유 재고



자료: 낙농진흥회, 한국투자증권

매일유업(267980) 재무상태표

(단위: 십억원)

| | 2017F | 2018F | 2019F | 2020F | 2021F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 401 | 441 | 497 | 555 | 615 |
| 현금성자산 | 99 | 105 | 111 | 118 | 134 |
| 매출채권및기타채권 | 169 | 180 | 190 | 202 | 224 |
| 재고자산 | 127 | 150 | 158 | 169 | 179 |
| 비유동자산 | 252 | 262 | 275 | 291 | 320 |
| 투자자산 | 7 | 8 | 8 | 9 | 18 |
| 유형자산 | 203 | 210 | 220 | 233 | 250 |
| 무형자산 | 8 | 9 | 9 | 10 | 11 |
| 자산총계 | 652 | 703 | 772 | 846 | 935 |
| 유동부채 | 240 | 237 | 239 | 238 | 238 |
| 매입채무및기타채무 | 155 | 165 | 174 | 186 | 197 |
| 단기차입금및단기사채 | 60 | 54 | 48 | 38 | 28 |
| 유동성장기부채 | 10 | 7 | 4 | 1 | 0 |
| 비유동부채 | 100 | 91 | 80 | 69 | 57 |
| 사채 | 80 | 70 | 59 | 46 | 33 |
| 장기차입금및금융부채 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 부채총계 | 341 | 328 | 319 | 307 | 295 |
| 자본금 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 자본잉여금 | 257 | 257 | 257 | 257 | 257 |
| 기타자본 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 51 | 115 | 192 | 279 | 380 |
| 자본총계 | 312 | 375 | 453 | 539 | 640 |

매일유업(267980) 손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2017F | 2018F | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,412 | 1,500 | 1,583 | 1,687 | 1,789 |
| 매출원가 | 973 | 1,027 | 1,072 | 1,145 | 1,204 |
| 매출총이익 | 438 | 474 | 511 | 542 | 585 |
| 판매관리비 | 365 | 384 | 402 | 423 | 447 |
| 영업이익 | 73 | 90 | 109 | 120 | 138 |
| 금융수익 | 3 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 이자수익 | 3 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 금융비용 | 4 | 4 | 3 | 3 | 2 |
| 이자비용 | 4 | 4 | 3 | 3 | 2 |
| 기타영업외손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 72 | 89 | 109 | 121 | 141 |
| 법인세비용 | 18 | 22 | 27 | 30 | 35 |
| 당기순이익 | 54 | 67 | 82 | 91 | 106 |
| 기타포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 54 | 67 | 82 | 91 | 106 |
| EBITDA | 92 | 126 | 145 | 156 | 175 |

매일유업(267980) 현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2018F | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 73 | 109 | 116 | 120 |
| 당기순이익 | 67 | 82 | 91 | 106 |
| 유형자산감가상각비 | 34 | 35 | 35 | 36 |
| 무형자산상각비 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 자산부채변동 | (30) | (9) | (13) | (24) |
| 기타 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 투자활동현금흐름 | (44) | (79) | (78) | (76) |
| 유형자산투자 | (42) | (45) | (48) | (52) |
| 유형자산매각 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산순증 | (0) | (0) | (1) | (9) |
| 무형자산순증 | (2) | (2) | (2) | (2) |
| 기타 | 0 | (32) | (27) | (12) |
| 재무활동현금흐름 | (23) | (25) | (30) | (28) |
| 자본의증가 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 차입금의순증 | (20) | (20) | (26) | (23) |
| 배당금지급 | (3) | (4) | (4) | (4) |
| 기타 | (1) | (1) | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 6 | 6 | 7 | 16 |

매일유업(267980) 주요 투자지표

| | 2017F | 2018F | 2019F | 2020F | 2021F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 6,893 | 8,526 | 10,418 | 11,587 | 13,456 |
| BPS | 37,742 | 45,836 | 55,714 | 66,697 | 79,467 |
| DPS | 350 | 450 | 550 | 550 | 550 |
| 성장성(%, YoY) | | | | | |
| 매출증가율 | NM | 6.3 | 5.5 | 6.6 | 6.0 |
| 영업이익증가율 | NM | 22.8 | 20.8 | 9.8 | 15.1 |
| 순이익증가율 | NM | 23.7 | 22.2 | 11.2 | 16.1 |
| EPS증가율 | NM | 23.7 | 22.2 | 11.2 | 16.1 |
| EBITDA증가율 | NM | 37.2 | 15.3 | 7.9 | 12.1 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 5.2 | 6.0 | 6.9 | 7.1 | 7.7 |
| 순이익률 | 3.8 | 4.5 | 5.2 | 5.4 | 5.9 |
| EBITDA Margin | 6.5 | 8.4 | 9.2 | 9.3 | 9.8 |
| ROA | 16.6 | 9.9 | 11.1 | 11.2 | 11.9 |
| ROE | 36.5 | 20.4 | 20.5 | 18.9 | 18.4 |
| 배당수익률 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 배당성향 | 5.1 | 5.3 | 5.3 | 4.7 | 4.1 |
| 안정성 | | | | | |
| 순차입금(십억원) | 57 | 32 | (26) | (87) | (139) |
| 차입금/자본총계비율(%) | 50.1 | 36.5 | 25.7 | 16.8 | 10.5 |
| Valuation(X) | | | | | |
| PER | 8.3 | 6.7 | 5.5 | 4.9 | 4.2 |
| PBR | 1.5 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 9.1 | 6.5 | 5.2 | 4.4 | 3.7 |

주: 2017F 손익계산서는 분할 후 사업회사의 연간 실적을 적용, 실제로는 5월 1일 분할 이후 7개월의 실적만 반영될 것(추후 수정 예정)

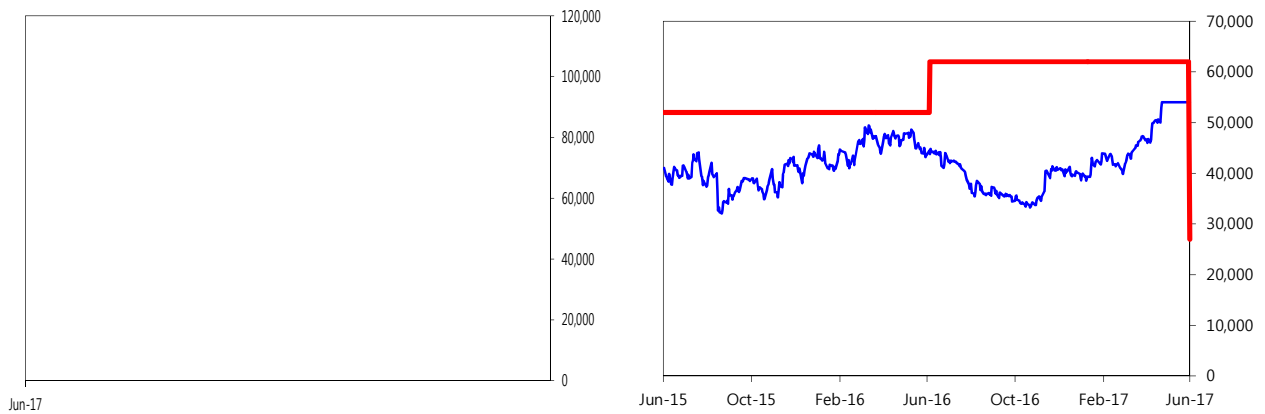
주: 주가는 매일유업 기준가 57,100원 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 | 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|--------------|------------|------|----------|---------------|------------|------|----------|
| 매일유업(267980) | 2017.06.04 | 매수 | 97,000 원 | 매일홀딩스(005990) | 2015.06.12 | 매수 | 52,000 원 |
| | | | | | 2016.06.08 | 매수 | 62,000 원 |
| | | | | | 2017.06.04 | 매수 | 27,000 원 |

매일유업(267980)

매일홀딩스(005990)



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 6월 4일 현재 대상,매일홀딩스 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 투자자의견은 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 투자자의견은 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.