

팬오션 (028670.KS)

모멘텀 부재와 아쉬운 배당 성향

현재 양호한 벌크선 운임에 따른 3분기 양호한 실적이 예상되나, 중장기 추가적인 운임 상승 동력 부재. 역사적 저점 수준의 밸류에이션에도 중국 경기 반등 또는 배당 성향 확대가 필요한 시점. 목표주가 12% 하향

Analyst 정연승
02) 768-7882, ys.jung@nhqv.com
RA 곽재혁
02) 2229-6879, jh.gwak@nhqv.com

운임 상승 동력이 부재한 벌크선

투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 기존 6,000원에서 5,300원으로 12% 하향 조정. 중장기 벌크선 운임 전망치 조정에 따른 적용 ROE를 기준 7.8%에서 7.5%로 4% 하향 조정. 글로벌 벌크선사(24년 평균 배당수익률 8.5%) 대비 팬오션의 낮은 배당수익률을 고려하여 밸류에이션 할인율을 상향 조정

9월 18일 기준, BDI 지수는 1,890p로 전년대비 19.3% 높은 수준이나, 중국 경기 부진, 충분한 철광석 항구 재고(9월 13일 기준, 1.49억톤, +31.5% y-y)로 인해 추가 상승 동력 부재. 중국 철강 기업들은 철강 가격 하락에도 불구하고, 철광석 가격 약세를 활용하여, 철강 생산량을 유지하고 있으나, 지속 가능한 전략으로 보이지 않음. 3분기 팬오션 벌크선 운용 선대 규모를 230척 정도로 2분기 대비 소폭 증가 예상하나, 단기 용선 중심의 전략으로 선대 확장 중임. 장기 용선 확대를 통한 이익 레버리지를 기대할 수 있는 시황이 아님

3분기 시장 컨센서스 소폭 하회 예상. 4분기 운임 하락 영향 불가피

24년 3분기, 매출액 1조2,233억원(+10.0% y-y), 영업이익 1,261억원(+58.7% y-y, 영업이익률 10.3%) 기록하여 시장 컨센서스 4% 하회할 전망. 운임 상승 영향으로 벌크, 탱커, 컨테이너 모두 양호한 실적 예상하나, 환율 하락으로 실적 추정치 소폭 조정. 4분기는 컨테이너, 탱커 운임 하락 영향이 불가피함

주가는 PBR 0.38배로 역사적 저점. 하지만 이익모멘텀 둔화로 인해 밸류에이션 반등이 쉽지 않음. 비교 기업 대비 배당 성향도 낮아, 현재 양호한 벌크선 운임을 투자가 누리기에는 한계. 사업 다각화를 위한 LNG선 인도(9척 예정)가 24년 3분기부터 시작되며 이익 체력은 높아지나, 이익의 핵심은 벌크선이라고 판단

팬오션 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E					4Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	1,112	1,028	976	1,233	1,223	10.0	-0.8	1,288	1,271	1,072
영업이익	79	69	98	135	126	58.7	-6.7	138	131	106
영업이익률	7.1	6.7	10.1	11.0	10.3			10.7	10.3	9.9
세전이익	25	18	61	111	100	303.2	-9.7	114	102	97
(지배)순이익	25	15	60	110	99	303.0	-9.9	113	101	94

자료: 팬오션, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	5,300원 (하향)
현재가 (24/09/19)	3,530원
업종	운수창고업
KOSPI / KOSDAQ	2580.8 / 739.51
시가총액(보통주)	1,887.0십억원
발행주식수(보통주)	534.6백만주
52주 최고가('23/09/21)	5,120원
최저가('24/09/09)	3,360원
평균거래대금(60일)	8,511백만원
배당수익률(2024E)	3.68%
외국인지분율	12.4%
주요주주	
하림지주 외 13 인	54.9%
국민연금공단	7.6%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-13.2 -18.8 -24.2
상대수익률 (%p)	-5.9 -16.4 -24.8
	2023 2024E 2025F 2026F
매출액	4,361 4,504 4,946 5,282
증감률	-32.1 3.3 9.8 6.8
영업이익	386 465 492 591
증감률	-51.1 20.6 5.7 20.1
영업이익률	8.8 10.3 9.9 11.2
(지배지분)순이익	245 363 416 543
EPS	458 679 779 1,015
증감률	-63.8 48.2 14.7 30.3
PER	8.1 5.2 4.5 3.5
PBR	0.4 0.4 0.4 0.3
EV/EBITDA	3.8 3.3 3.2 2.7
ROE	5.3 7.5 8.0 9.8
부채비율	66.6 63.4 60.8 54.1
순차입금	1,343 1,544 1,634 1,404

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

팬오션은 1966년 설립된 글로벌 Top-Tier 벌크선사. 벌크선 인도 감소와 중국 정부의 경기부양을 위한 재정정책 및 이에 따른 원자재 수요 개선이 결합되면서 중장기 벌크선 수급 개선 기대. 보유한 유동성을 기반으로 LNG선 발주 및 글로벌 에너지 기업과 장기용선계약 체결. 벌크선을 통한 이익창출과 LNG선을 통한 에너지 수송 사업 영역 확장 목표

Share price drivers/Earnings Momentum

- 중국 내 철강 가격 상승 및 수요 증가. 이에 따른 철광석 수요 증가
- 글로벌 경기 부양책 실시에 따른 원자재 수요 회복
- 벌크선 신조선 인도량 감소, 선박 해체 증가, 환경규제로 인한 벌크선 가동 제한으로 공급 제약 효과 발생
- 원자재 공급처 다변화 및 지정학적 이슈에 따른 수송 거리 확대

Downside Risk

- 글로벌 경기둔화에 따른 원자재 수요 감소
- 중국 철강 가격 하락에 따른 철광석 수요 둔화
- 중장기 석탄 수요 감소에 따른 벌크선 수요 감소
- 환경 규제 대응 미흡에 따른 보유 선박 활용성 저하

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
대한해운	2.4	3.2	0.3	0.3	12.9	8.7
Pacific Basin	10.8	7.3	0.7	0.7	6.9	9.6
Star Bulk Carrier	5.6	4.9	0.9	1.0	17.0	19.3
Golden Ocean	8.8	7.0	1.2	1.2	13.9	17.0
Genco Shipping	9.1	9.5	0.8	0.8	9.0	8.5

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	4.5	8.1	5.2	4.5	3.5
PBR	0.7	0.4	0.4	0.4	0.3
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	16.7	5.3	7.5	8.0	9.8
ROIC	14.5	6.9	8.2	8.0	9.1

자료: NH투자증권 리서치본부

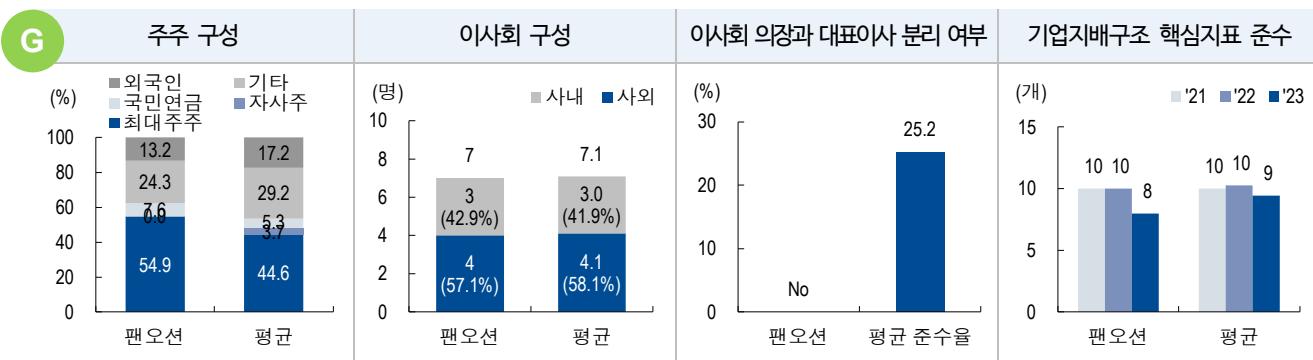
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	1,819	1,874	2,336	2,668	2,468	2,497	4,616	6,420	4,361
영업이익	229	168	195	204	210	225	573	790	386
영업이익률(%)	12.6	9.0	8.3	7.6	8.5	9.0	12.4	12.3	8.8
세전이익	48	99	143	149	148	92	550	688	248
순이익	46	97	141	149	148	91	549	677	245
지배지분순이익	46	98	143	152	152	93	549	677	245
EBITDA	392	337	363	372	413	453	933	1,456	876
CAPEX	55	99	106	165	217	290	334	345	313
Free Cash Flow	251	152	155	103	188	181	434	1,066	437
EPS(원)	125	184	268	285	284	173	1,028	1,267	458
BPS(원)	4,533	4,754	4,469	4,946	5,400	5,250	6,728	8,404	8,817
DPS(원)	0	0	0	0	0	50	100	150	85
순차입금	67	204	163	908	984	1,210	1,511	1,374	1,343
ROE(%)	2.4	4.0	5.8	6.1	5.5	3.3	17.2	16.7	5.3
ROIC(%)	6.2	4.4	5.4	6.0	5.9	5.9	12.8	14.5	6.9
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	28.9	9.7	11.8	18.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.8	2.6	2.3
순차입금 비율(%)	2.7	7.9	6.8	34.1	33.9	43.1	42.0	30.6	28.5

자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부

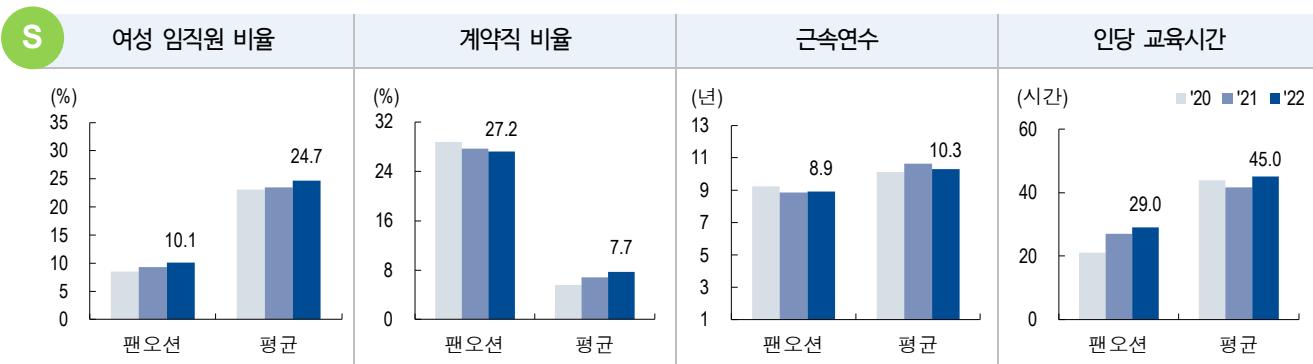
ESG Index & Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

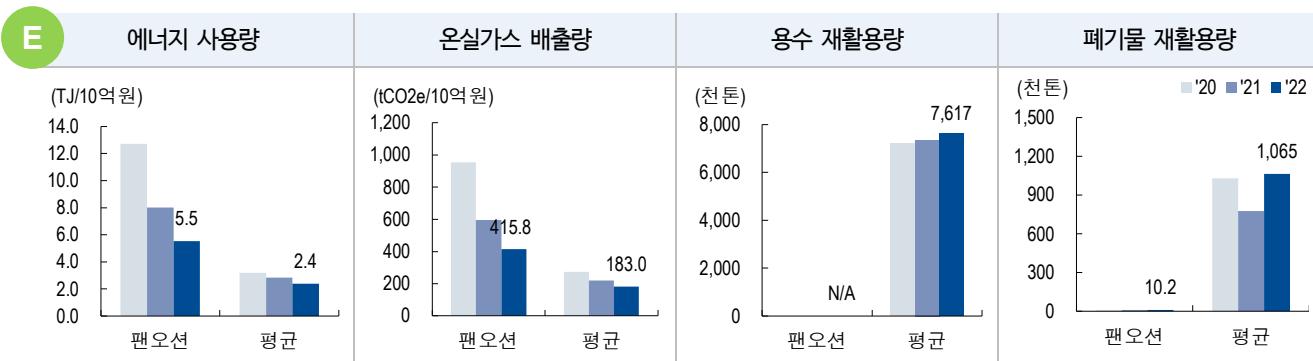
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 팬오션, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상

자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상

자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2018.1	- 노르웨이 연금기금 환경오염 유발 및 인권침해 의혹 등 윤리기준 위반을 이유로 팬오션을 관찰 대상에 포함
	2021.5	- 세계 최초 풍력보조추진 선박 운항 도입. Vale社의 장기운송계약을 수행할 초대형광탄선에 로터세일 설비부착
	2023.3	- 노르웨이 국부펀드는 팬오션에 대해서 선박 해체 관련 환경, 인권 침해 해소 확인을 위해 관찰 기간 4년 연장
S	2020.2	- 한국해양대학교 학생이 해외 승선 실습 중 고열로 인해 5일 만에 사망. 이에 동사의 부실 대응 논란
	2013.6	- 팬오션(과거 STX계열) 법정관리 절차 돌입. 2015년 7월 하림그룹으로 편입되면서 법정관리 종결
G	2019.12	- 에코캐피탈이 팬오션에 공정거래법을 위반한 의결권 행사함에 따라 공정위는 하림에 시정명령을 내림
	2020.11	- 한국기업지배구조원(KCGS)이 2020년 상장기업 ESG 평가에서 팬오션의 지배구조 등급을 A로 상향

자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부

표1. 팬오션 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	4,361	4,504	4,946	5,282
	- 수정 전	-	4,569	5,130	5,546
	- 변동률	-	-1.4	-3.6	-4.8
영업이익	- 수정 후	386	465	492	591
	- 수정 전	-	480	541	639
	- 변동률	-	-3.1	-9.0	-7.6
영업이익률(수정 후)		8.8	10.3	9.9	11.2
EBITDA		876	1,047	1,112	1,227
(지배지분)순이익		245	363	416	543
EPS	- 수정 후	458	679	779	1,015
	- 수정 전	-	708	873	1,112
	- 변동률	-	-4.0	-10.7	-8.7
PER		8.1	5.2	4.5	3.5
PBR		0.4	0.38	0.4	0.3
EV/EBITDA		3.8	3.3	3.2	2.7
ROE		5.3	7.5	8.0	9.8

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 팬오션 목표주가 산정 (단위: %, 배, 원)

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025F	2026F	비고
ROE(%)	3.3	17.2	16.7	5.3	7.5	8.0	9.8	
자속가능 ROE(%)	10.2	16.9	11.0	6.4	7.7	8.9	9.9	향후 2 개년 평균 무위험이자율 3.5%,
자기자본비용(COE, %)	9.9	9.5	9.5	10.9	10.9	10.9	10.9	리스크프리미엄 7.0% 베타 1.06 적용
적정 PBR(배)	0.87	1.52	0.99	0.50	0.57	0.69	0.77	글로벌 Peer 대비 낮은 배당 성향을 감안하여, 20% 할인율 적용
BPS(원)					9,406	9,985	10,760	
BPS X 적정PBR(원)					5,327	6,913	8,316	
목표주가(원)					5,300			

자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부 전망

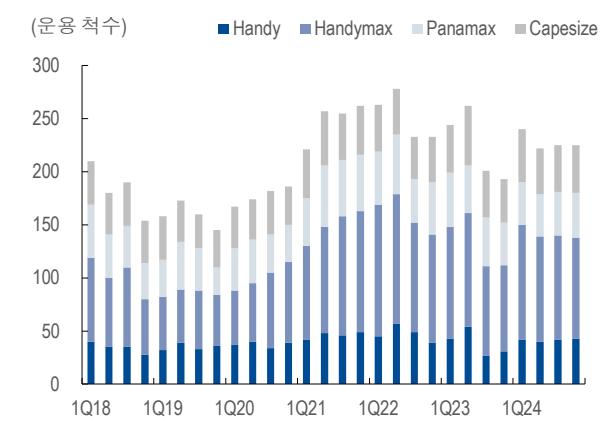
표3. 팬오션 분기별 실적 추이

(단위: P, %, 척, 십억원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F	2023	2024E	2025F
BDI Index	1,010.7	1,313.9	1,193.8	2,033.1	1,824.0	1,848.2	1,860.0	1,835.0	1,387.9	1,841.8	1,989.1
y-y(%)	-50.5%	-48.1%	-27.9%	33.5%	80.5%	40.7%	55.8%	-9.7%	-28.4%	32.7%	8.0%
운용 선대	244	262	201	193	240	222	225	225	193	225	235
사선(Open)	42	43	42	40	38	36	37	36	40	36	40
CVC 계약 선대	39	38	38	38	38	40	41	42	38	42	42
용선	163	181	121	115	164	146	147	147	115	147	153
벌크선											
매출액	687.9	773.8	684.9	635.9	626.0	811.6	739.9	645.0	2,782.5	2,822.5	3,104.1
영업이익	65.2	77.1	55.0	44.3	53.3	85.4	70.3	56.1	241.6	265.1	304.2
영업이익률(%)	9.5%	10.0%	8.0%	7.0%	8.5%	10.5%	9.5%	8.7%	8.7%	9.4%	9.8%
컨테이너선											
매출액	98.0	96.6	84.3	86.9	80.3	94.4	105.4	95.6	365.8	375.7	319.3
영업이익	12.5	7.0	-6.3	-4.1	-0.5	7.5	10.5	3.8	9.1	21.4	-9.6
영업이익률(%)	12.8%	7.2%	-7.5%	-4.7%	-0.6%	7.9%	10.0%	4.0%	2.5%	5.7%	-3.0%
탱커선											
매출액	82.5	86.9	85.7	87.6	98.3	91.6	96.0	93.7	342.7	379.6	398.6
영업이익	30.0	31.6	24.9	25.0	38.2	38.3	34.6	32.8	111.5	143.9	123.6
영업이익률(%)	36.4%	36.4%	29.1%	28.5%	38.9%	41.8%	36.0%	35.0%	32.5%	37.9%	31.0%
LNG선											
매출액	21.7	17.9	20.0	23.2	19.3	19.3	49.5	57.0	82.9	145.0	327.7
영업이익	6.0	5.6	6.1	5.8	7.5	6.3	11.9	13.7	23.5	39.3	79.2
영업이익률(%)	27.7%	31.3%	30.5%	25.0%	38.9%	32.6%	24.0%	24.0%	28.4%	27.1%	24.2%
팬오션 전체											
매출액	996.4	1,224.7	1,111.6	1,028.2	975.5	1,233.4	1,223.3	1,072.2	4,361.0	4,504.5	4,945.6
영업이익	112.6	125.0	79.5	68.7	98.2	135.2	126.1	105.8	385.9	465.3	491.9
영업이익률(%)	11.3%	10.2%	7.1%	6.7%	10.1%	11.0%	10.3%	9.9%	8.8%	10.3%	9.9%

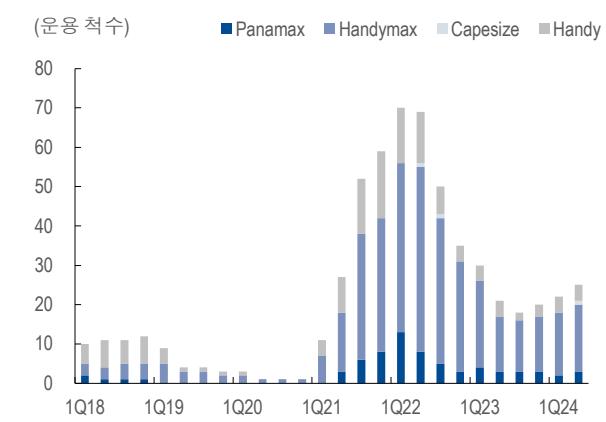
자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 팬오션 벌크선 운용 선대



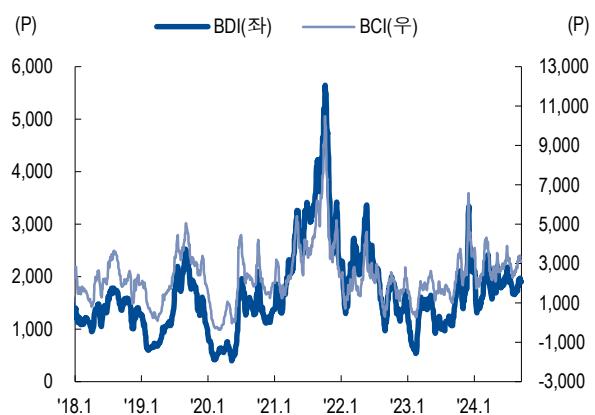
자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 벌크선 장기 용선 계약 규모



자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. Baltic Dry Index 및 대형선 Index 추이



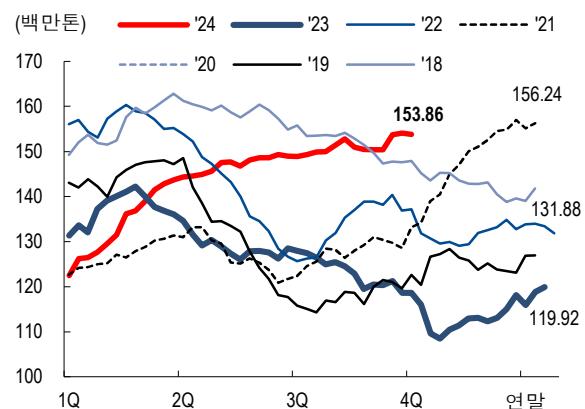
자료: Baltic Exchange, NH투자증권 리서치본부

그림4. 철광석 및 열연 가격 추이



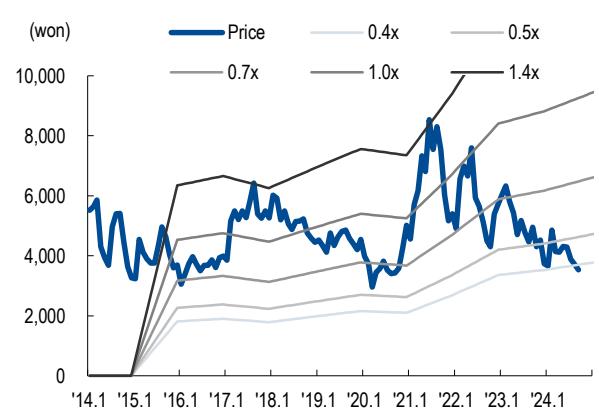
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림5. 중국 철광석 항구 재고 추이



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

그림6. 팬오션 PBR Valuation Band



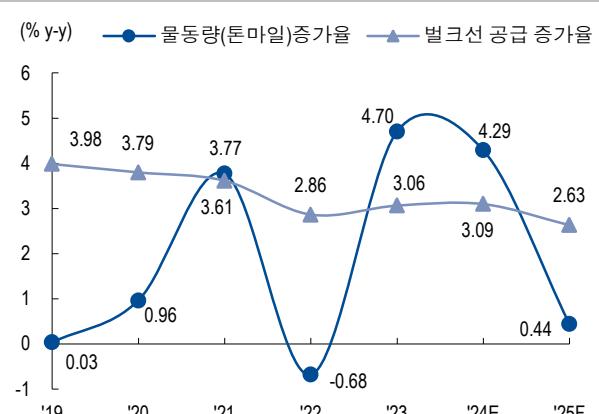
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림7. 벌크 중고선가 vs 신조선가 추이



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

그림8. 글로벌 벌크선 물동량 vs 공급 증가율



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

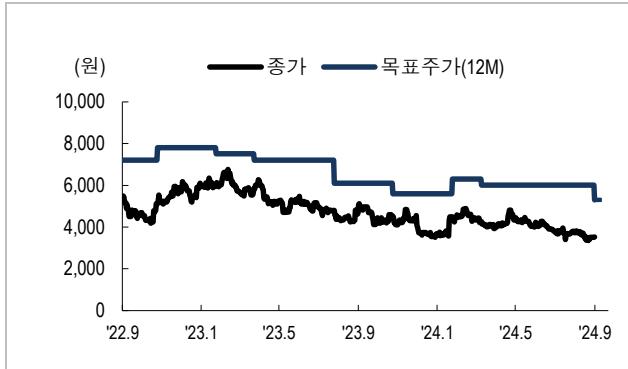
Statement of comprehensive income				Valuations/profitability/stability					
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F		2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
매출액	4,361	4,504	4,946	5,282	PER(X)	8.1	5.2	4.5	3.5
증감률 (%)	-32.1	3.3	9.8	6.8	PBR(X)	0.4	0.4	0.4	0.3
매출원가	3,861	3,919	4,315	4,543	PCR(X)	2.3	1.8	1.7	1.5
매출총이익	500	586	630	739	PSR(X)	0.5	0.4	0.4	0.4
Gross 마진 (%)	11.5	13.0	12.7	14.0	EV/EBITDA(X)	3.8	3.3	3.2	2.7
판매비와 일반관리비	114	120	138	148	EV/EBIT(X)	8.7	7.4	7.2	5.6
영업이익	386	465	492	591	EPS(W)	458	679	779	1,015
증감률 (%)	-51.1	20.6	5.7	20.1	BPS(W)	8,817	9,406	9,985	10,760
OP 마진 (%)	8.8	10.3	9.9	11.2	SPS(W)	8,158	8,426	9,251	9,880
EBITDA	876	1,047	1,112	1,227	자기자본이익률(ROE, %)	5.3	7.5	8.0	9.8
영업외손익	-137	-97	-67	-34	총자산이익률(ROA, %)	3.2	4.5	5.0	6.2
금융수익(비용)	-74	-75	-66	-34	투하자본이익률 (ROIC, %)	6.9	8.2	8.0	9.1
기타영업외손익	-60	-22	-1	0	배당수익률(%)	2.3	3.7	5.7	6.80
종속, 관계기업관련손익	-3	0	0	0	배당성향(%)	18.5	19.1	25.7	23.6
세전계속사업이익	248	368	425	557	총현금배당금(십억원)	45.4	69.5	106.9	128.3
법인세비용	3	5	8	14	보통주 주당배당금(W)	85.0	130.0	200.0	240.0
계속사업이익	245	363	416	543	순부채(현금)/자기자본(%)	28.5	30.7	30.6	24.4
당기순이익	245	363	416	543	총부채/자기자본(%)	66.6	63.4	60.8	54.1
증감률 (%)	-63.8	48.2	14.7	30.3	이자발생부채	2,440	2,455	2,478	2,317
Net 마진 (%)	5.6	8.1	8.4	10.3	유동비율(%)	135.8	129.6	134.9	150.5
지배주주지분 순이익	245	363	416	543	총발행주식수(mn)	534.6	534.6	534.6	534.6
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	액면가(W)	1,000	1,000	1,000	1,000
기타포괄이익	56	21	0	0	주가(W)	3,735	3,530	3,530	3,530
총포괄이익	301	384	416	543	시가총액(십억원)	1,997	1,887	1,887	1,887

Statement of financial position				Cash flow statement					
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F	(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12E	2026/12F
현금및현금성자산	953	777	722	804	영업활동 현금흐름	751	1,027	948	1,103
매출채권	225	225	247	264	당기순이익	245	363	416	543
유동자산	1,757	1,461	1,449	1,569	+ 유/무형자산상각비	490	581	620	637
유형자산	5,841	6,510	6,891	7,055	+ 종속, 관계기업관련손익	6	0	0	0
투자자산	204	204	204	204	+ 외화환산손실(이익)	-6	0	1	0
비유동자산	6,097	6,753	7,133	7,296	Gross Cash Flow	878	1,025	1,102	1,222
자산총계	7,854	8,214	8,582	8,866	- 운전자본의증가(감소)	23	131	-45	-31
단기성부채	610	412	324	262	투자활동 현금흐름	-84	-872	-956	-754
매입채무	216	225	247	264	+ 유형자산 감소	2	-10	0	0
유동부채	1,294	1,127	1,074	1,043	- 유형자산 증가(CAPEX)	-313	-950	-1,000	-800
장기성부채	1,831	2,043	2,154	2,055	+ 투자자산의매각(취득)	19	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	Free Cash Flow	437	77	-52	303
비유동부채	1,847	2,059	2,170	2,071	Net Cash Flow	666	155	-7	349
부채총계	3,141	3,186	3,244	3,114	재무활동현금흐름	-470	-31	-47	-268
자본금	535	535	535	535	자기자본 증가	0	0	0	0
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	부채증감	-470	-31	-47	-268
이익잉여금	1,638	1,932	2,241	2,656	현금의증가	208	-176	-54	81
비지배주주지분	0	0	0	0	기말현금 및 현금성자산	953	777	722	804
자본총계	4,713	5,028	5,338	5,752	기말 순부채(순현금)	1,343	1,544	1,634	1,404

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.09.20	Buy	5,300원(12개월)	-	-
2024.03.29	Buy	6,000원(12개월)	-33.4%	-19.8%
2024.02.13	Buy	6,300원(12개월)	-28.8%	-22.4%
2023.11.13	Buy	5,600원(12개월)	-28.5%	-13.5%
2023.08.14	Buy	6,100원(12개월)	-26.7%	-16.1%
2023.04.12	Buy	7,200원(12개월)	-30.3%	-24.0%
2023.02.13	Buy	7,500원(12개월)	-20.3%	-9.9%
2022.11.14	Buy	7,800원(12개월)	-27.2%	-18.7%
2022.10.06	Buy	7,200원(12개월)	-36.7%	-28.9%
2022.08.02	Buy	9,000원(12개월)	-41.2%	-34.4%

팬오션 (028670.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy: 15% 초과
- Hold: -15% ~ 15%
- Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 6월 30일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.9%	14.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '팬오션'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 등 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 등 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 등 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 등 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.