

[신용분석]
이경록
 02-3774-1808
 kyoungrok.lee@miraesasset.com
안주영
 02-3774-1995
 juyeong.ahn@miraesasset.com

Credit Investment Maps

우량회사채 흥행 몰이

회사채 수요예측 및 신용등급

기관들의 연초자금 집행 타이밍에 맞추어 업체들이 발행을 서두르면서 수요예측 시장은 활발한 분위기. 연합자산관리를 비롯해 LG상사, AJ네트웍스, 현대제철 모두 강세 발행에 성공. 1월에는 우량등급(AA급), 2월에는 비우량등급(A급) 발행이 주를 이루고 올해에도 캐리전략이 유효함에 따라 구정 전까지는 활발한 회사채 시장을 예상. 작년과 마찬가지로 업체들의 증액발행이 두드러지는 모습이며 풍부한 리테일 수요로 BBB급 수요예측도 선전하고 있음. 한편 신평사들의 정기평정이 마무리되면서 금주 변동된 신용등급 및 전망은 부재

섹터별 발행현황

특수채와 회사채 발행은 아직까지는 잠잠한 편. 캐피탈채가 순상환을 보였지만 카드채는 순발행 5,900억원을 기록. 우리카드와 롯데카드를 제외하고 나머지 전업카드사들은 모두 1,000억원을 상환하는 순발행을 기록

신용스프레드 및 투자전략

금주 크레딧 스프레드는 전반적으로 강보합을 보였음. 연초 단기자금 투자수요가 풍부해 1년 이하 단기물의 강세가 눈에 띄었고 우량물 위주로 진행되었던 회사채 수요예측에서 강세낙찰이 진행되면서 크레딧 우량등급의 스프레드도 강세를 보였음

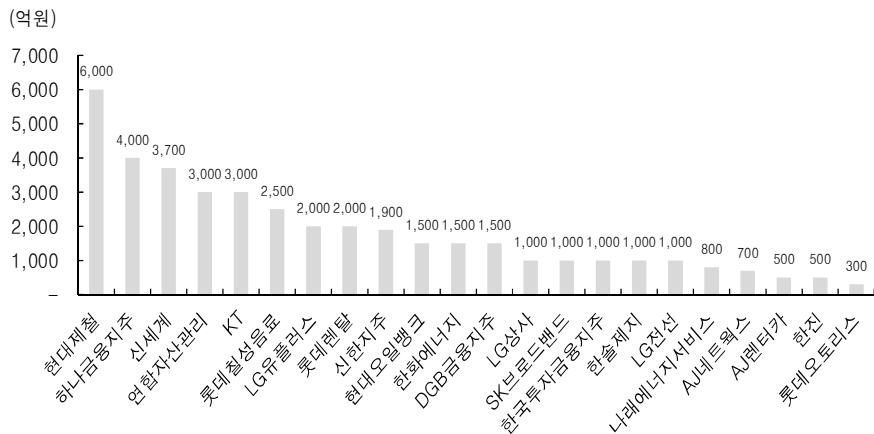
한편 국고금리는 유럽(ECB)과 일본은행(BOJ)의 통화정책 방향에 대한 불안심리로 글로벌 금리가 상승한 영향을 받아 동반 상승했는데 최근의 금리 상승에도 불구하고 우리는 금리 상승률이 적다고 판단하며 이에 따라 크레딧 채권의 금리매력이 더욱 부각될 것으로 판단

금년도 상반기 내내 크레딧 스프레드가 강세분위기를 나타낼 것으로 보고 있으며 연초 투자 확대를 권고. 연간 크레딧채권 발행이 풍부치 않은 상황에서 대기중인 회사채 수요예측 물량과 여전채를 충분히 활용할 필요

미래에셋대우 크레딧 포트폴리오

2016.4.8 이후 미래에셋대우 포트폴리오 5.64% > 회사채AA-3Y 2.89% > 국고5Y 0.56%

Key Chart: 1월 수요예측 예정 업체 및 발행 예정 금액



주: DGB금융지주 발행은 신용 NC5 예상, 주2: 발행금액은 변경될 가능성 있음
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

회사채 수요예측/신용등급

기관들의 연초자금 집행 타이밍에 맞추어 업체들이 발행을 서두르면서 활발한 수요예측 시장이 전개되고 있다. 금주 결과를 공시한 연합자산관리, LG상사, AJ네트웍스, 현대제철 모두 강세 발행에 성공했다. 2월에는 A등급 업체들이 대거 예정되어 있는 것으로 파악되는데 올해에도 국고금리 변동성을 예측하기 힘든 만큼 캐리전략이 유효함에 따라 구정 전까지는 뜨거운 수요예측 시장이 지속될 것으로 예상된다.

지난해와 마찬가지로 업체들의 증액여부도 이어지고 있다. 지난 주 롯데칠성음료는 3년물 발행을 2,000억원으로 증액했고 연합자산관리는 전 트랜치에서 증액을 결정, 총 1,000억원을 추가로 발행기로 했다. 업체들의 증액결정은 금리상승 기조가 예상됨에 따라 최대한 선조달을 하고 있는 것으로 파악된다.

금주에는 우량 등급 가운데 홀로 비우량 등급이었던 AJ네트웍스의 수요예측이 눈길을 끈다. 투자방망이를 짧게 가져가야 하는 상황에서 1.5년, 2년 만기로 진행한 점과 비우량등급인 만큼 높은 캐리이익 제공이 투자자들의 이목을 끈 것으로 보인다. 또한 리테일 채권판매 수요가 높았던 점도 오버부킹으로 이어진 한 가지 요인으로 본다.

연초 유통시장 상황도 점검해보았다. 전주(1/12~1/18) 유통시장에서 삼성증권과 하나금융지주의 거래량이 각각 3,000억원, 2,800억원으로 가장 높았다. 강세거래 종목으로는 SK건설 -64bp, 현대로템 -10bp, 대신에프엔아이-8bp 등이 있었고 한국남부발전은 +8bp로 약세 거래되었다.

표 1. 회사채 수요예측 현황 (억원, bp)

발행기관	신용등급	발행금액/ 예정금액	만기	수요예측 금리밴드			결정금리	미매각	수요예측일	발행일	발행목적
				기준금리	하단	상단					
수요예측 완료기업											
LG상사	AA-	700	3Y	개별민평3년	-15	15	-7	-	1/12	1/23	차환 700
LG상사	AA-	300	5Y	개별민평5년	-20	20	-11	-	1/12	1/23	차환 300
AJ네트웍스	BBB+	350	1.5Y	개별민평1.5년	-15	15	-10	-	1/15	1/22	운영 250, 차환 100
AJ네트웍스	BBB+	350	2Y	개별민평2년	-20	20	0	-	1/15	1/22	운영 150, 차환 200
현대제철	AA0	1,700	3Y	개별민평3년	-30	10	-3	-	1/15	1/23	차환 1,700
현대제철	AA0	3,300	5Y	개별민평5년	-25	15	-5	-	1/15	1/23	운영 900, 차환 2,400
현대제철	AA0	1,000	7Y	개별민평7년	-25	15	-8	-	1/15	1/23	차환 1,000
신세계	AA0	2,100	3Y	개별민평3년	-20	10	-2	-	1/16	1/23	차환 2,100
신세계	AA0	1,600	5Y	개별민평5년	-15	15	-3	-	1/16	1/23	차환 1,600
수요예측 예정기업											
현대오일뱅크	AA-	1,500	5Y	개별민평5년	-15	15			1/19	1/26	차환 1,500
LG유플러스	AA0	800	3Y	개별민평3년	-10	10			1/19	1/26	차환 800
LG유플러스	AA0	700	5Y	개별민평5년	-10	15			1/19	1/26	운영 100, 차환 600
LG유플러스	AA0	500	7Y	개별민평7년	-10	15			1/19	1/26	운영 500
대구은행	AAA	1,000			4.5%	5.0%			1/22	1/30	운영 1,000
롯데렌탈	AA-	500	2Y	개별민평2년	-10	20			1/23	1/30	운영 500
롯데렌탈	AA-	1,000	3Y	개별민평3년	-10	20			1/23	1/30	운영 1,000
롯데렌탈	AA-	500	5Y	개별민평5년	-10	20			1/23	1/30	운영 500
케이티	AAA	500	3Y	개별민평3년	-20	10			1/23	1/30	차환 500
케이티	AAA	1,000	5Y	개별민평5년	-15	15			1/23	1/30	차환 1,000
케이티	AAA	1,000	10Y	개별민평10년	-15	15			1/23	1/30	차환 1,000
케이티	AAA	500	20Y	개별민평20년	-15	15			1/23	1/30	차환 500
한화에너지	AA-								1/24		
SK브로드밴드	AA-								1/24-25		

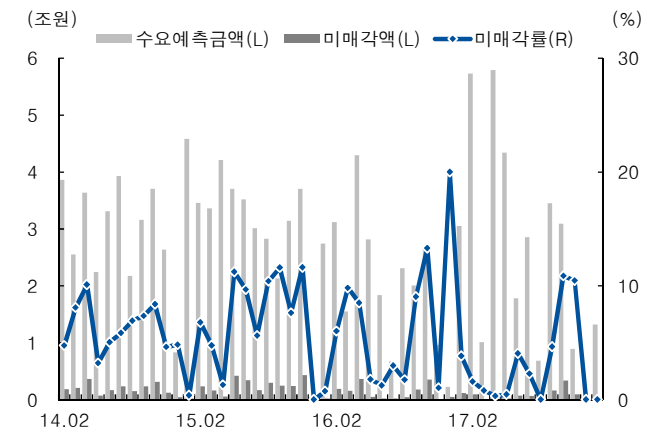
주: 수요예측일과 발행금액은 변경될 가능성이 있음 주2: 볼드체 처리는 증액된 금액 주3: 유효등급 기준 주4: 미매각=실제발행금액-유효수요금액
자료: 전자공시시스템, 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 대표주관 체결기업

회사명	신용등급	수요예측일	체결일	주관사
에이제이렌터카	A-	1/29	1/10	IBK/한투
한솔제지	A0	1/30	1/11	미래에셋대우
한진	BBB+	1/30	1/12	유안타/KB/키움

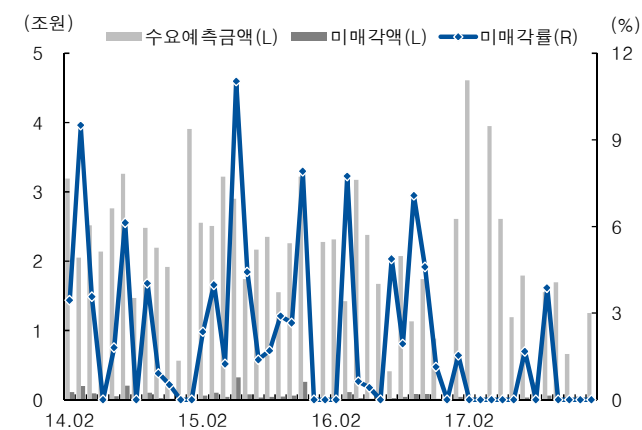
주: 대표주관계약 체결 기업의 수요예측일과 신용등급은 변경될 가능성이 있음 주2: 유효등급 기준
자료: 금융투자협회, 키스넷, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 회사채 미매각률 추이 (전 등급)



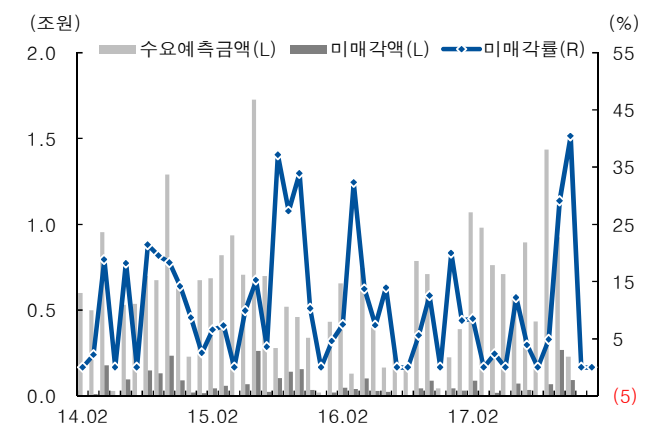
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 회사채 미매각률 추이 (AA등급 이상)



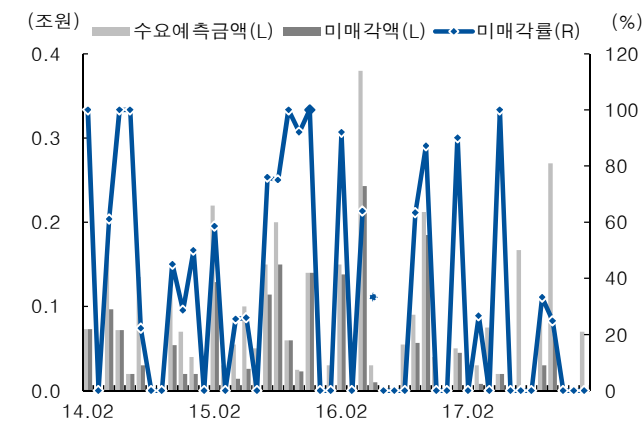
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 회사채 미매각률 추이 (A등급)



자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 회사채 미매각률 추이 (BBB등급 이하)



자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 주간 신용등급 및 등급전망 변동 현황

등급/전망 변경	기업명	공시일	직전등급	현재등급	신평사	내용
----------	-----	-----	------	------	-----	----

주: BBB급 이상만 취급 주2: 후순위채 신용등급은 배제
자료: 한국신용평가, 나이스신용평가, 한국기업평가, 미래에셋대우 리서치센터

신용스프레드 및 투자전략

금주 크레딧 스프레드는 전반적으로 강보합을 보였는데 연초 단기자금 투자수요가 풍부해 1년이하 단기물의 강세가 눈에 띄었다. 우량물 위주로 진행되었던 회사채 수요예측에서 강세낙찰이 진행되면서 크레딧 우량등급의 스프레드도 강세를 보였다.

한편 국고금리는 유럽(ECB)과 일본은행(BOJ)의 통화정책 방향에 대한 불안심리로 글로벌 금리가 상승한 영향을 받아 동반 상승했다. 최근의 금리 상승에도 불구하고 우리는 금리 상승률이 적다고 판단하며 이에 따라 크레딧 채권의 금리매력이 더욱 부각될 것으로 보고 있다.

1월 금통위에서 한국은행이 추가 기준금리 인상과 관련해 올해 실질 GDP 성장률은 0.1%p 상향 조정한 반면 물가 전망치는 0.1%p 하향 조정하면서 기준금리 조기 인상 우려가 다소 완화되었다. 그런데 ECB 및 BOJ 통화정책 변화에 대한 경계심리가 아직 남아있고 3월 미 FRB의 금리 인상 가능성도 높기 때문에 당분간 국고금리는 박스권에 갇힐 것으로 예상된다.

금년도 상반기 내내 크레딧 스프레드가 강세분위기를 나타낼 것으로 보고 있으며 연초 투자확대를 권고한다. 연간 크레딧채권 발행이 풍부치 않은 상황에서 대기중인 회사채 수요예측 물량과 여전 채를 충분히 활용할 필요가 있다.

표 4. 주간 크레딧 스프레드 변동 (1월 18일)

(%, bp)

구분		크레딧 스프레드				전주대비 스프레드 변화				장단기 스프레드		전주대비 변동	
		1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	5Y	7Y	7Y-5Y	5Y-3Y	7Y-5Y	5Y-3Y
국고	국고채	1.803	2.167	2.425	2.557	0.00	0.01	0.01	0.02	13	26	1	0
특수채	AAA	14	18	20	11	0	-1	0	0	4	27	1	0
	AA+	18	23	30	24	0	-1	0	0	7	33	1	1
은행채	산금채	7	17	20	13	0	0	0	0	6	29	1	0
	중금채	7	18	21	15	0	0	0	0	7	29	1	0
	은행AAA	11	22	23	19	-1	0	0	0	10	27	1	0
	은행AA+	19	29	28	23	-1	0	0	0	8	25	1	0
여전채	AA+	22	35	46	44	0	0	0	0	11	37	1	0
	AA0	24	47	65	63	-1	0	0	0	11	44	1	0
	AA-	25	64	83	81	-1	-1	0	0	11	45	1	1
	A+	56	134	142	145	-2	0	0	0	16	33	0	0
회사채	AAA	23	25	25	28	0	0	0	0	16	26	1	0
	AA+	25	31	37	44	0	0	0	0	21	32	1	0
	AA0	28	35	44	60	0	0	0	0	29	35	1	-1
	AA-	33	40	55	81	0	0	0	0	39	41	1	-1
	A+	62	94	116	135	0	0	0	0	32	48	1	0
	A0	79	120	156	177	0	0	0	0	34	62	1	0
	A-	105	158	210	225	0	0	0	0	29	77	1	0
	BBB+	250	420	424	421	0	0	0	0	11	30	1	0

주: 국고채는 수익률(%)을 기재

자료: 본드웹, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 월간 특수채 AAA 스프레드 변화

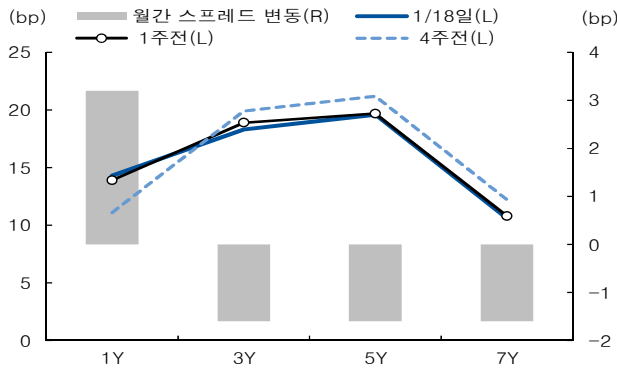


그림 6. 월간 은행채 AAA 스프레드 변화

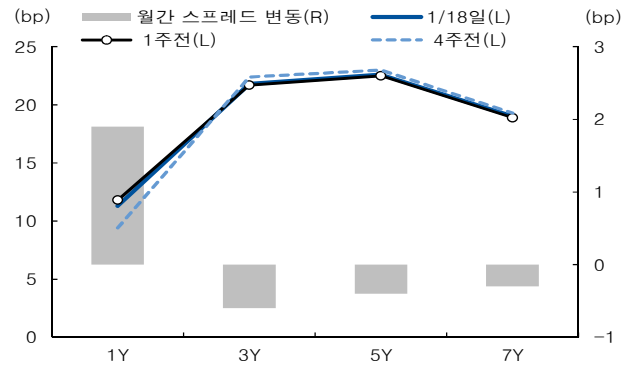


그림 7. 월간 여전채 AA- 스프레드 변화

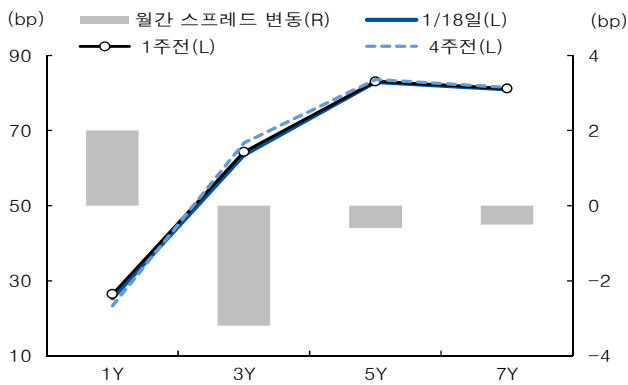


그림 8. 월간 회사채 AA- 스프레드 변화

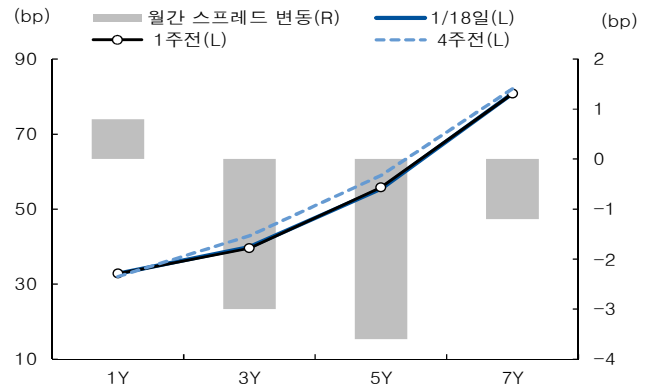


그림 9. 특수채, 금융채 스프레드 추이

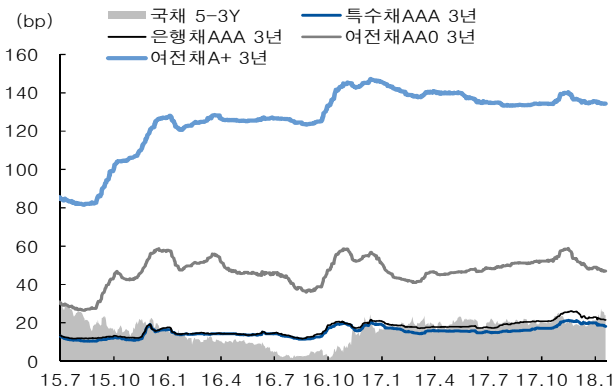


그림 10. 회사채 스프레드 추이

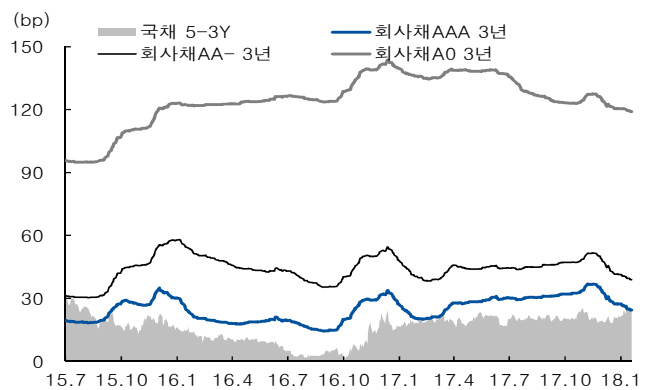
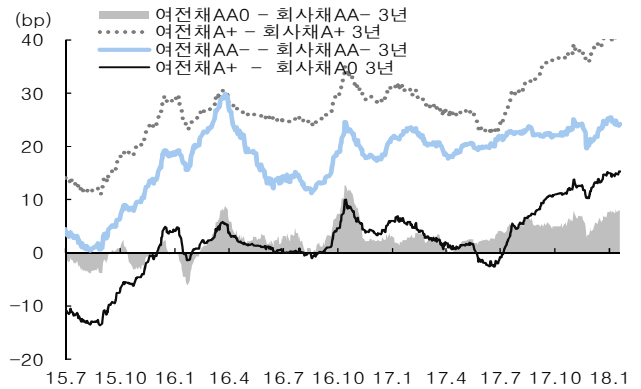


그림 11. 은행채, 특수채, 회사채, 국채 간 스프레드 추이



그림 12. 여전채, 회사채간 스프레드 추이



자료: 본드웹, 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

자료: 본드웹, 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

보유기간별 수익률

표 5. 금리 및 신용스프레드 변화에 따른 보유 수익률 (3개월 보유 시)

(%)

국채금리 변화 ↓	신용SP 변화 →	-0.20%	-0.15%	-0.10%	-0.05%	0.00%	0.05%	0.10%	0.15%	0.20%
-0.10%	국채 5Y	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
	국채 3Y	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92
	여전채AA- 3Y	1.76	1.63	1.49	1.36	1.23	1.10	0.97	0.84	0.70
	회사채AA- 3Y	1.60	1.47	1.33	1.20	1.07	0.94	0.80	0.67	0.54
	여전채AA- 1Y	0.79	0.75	0.71	0.68	0.64	0.60	0.56	0.53	0.49
	회사채AA- 1Y	0.84	0.80	0.77	0.73	0.69	0.66	0.62	0.58	0.54
0.00%	국채 5Y	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
	국채 3Y	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66
	여전채AA- 3Y	1.49	1.36	1.23	1.10	0.97	0.84	0.70	0.57	0.44
	회사채AA- 3Y	1.33	1.20	1.07	0.94	0.80	0.67	0.54	0.41	0.27
	여전채AA- 1Y	0.71	0.68	0.64	0.60	0.56	0.53	0.49	0.45	0.42
	회사채AA- 1Y	0.77	0.73	0.69	0.66	0.62	0.58	0.54	0.51	0.47
0.10%	국채 5Y	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	국채 3Y	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39
	여전채AA- 3Y	1.23	1.10	0.97	0.84	0.70	0.57	0.44	0.31	0.18
	회사채AA- 3Y	1.07	0.94	0.80	0.67	0.54	0.41	0.27	0.14	0.01
	여전채AA- 1Y	0.64	0.60	0.56	0.53	0.49	0.45	0.42	0.38	0.34
	회사채AA- 1Y	0.69	0.66	0.62	0.58	0.54	0.51	0.47	0.43	0.40

표 6. 금리 및 신용스프레드 변화에 따른 보유 수익률 (6개월 보유 시)

(%)

국채금리 변화 ↓	신용SP 변화 →	-0.20%	-0.15%	-0.10%	-0.05%	0.00%	0.05%	0.10%	0.15%	0.20%
-0.10%	국채 5Y	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82
	국채 3Y	1.54	1.54	1.54	1.54	1.54	1.54	1.54	1.54	1.54
	여전채AA- 3Y	2.61	2.49	2.37	2.25	2.13	2.01	1.89	1.77	1.65
	회사채AA- 3Y	2.30	2.18	2.06	1.94	1.82	1.70	1.58	1.46	1.34
	여전채AA- 1Y	1.28	1.25	1.23	1.20	1.18	1.15	1.13	1.10	1.08
	회사채AA- 1Y	1.31	1.28	1.26	1.23	1.21	1.18	1.16	1.13	1.11
0.00%	국채 5Y	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39
	국채 3Y	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29
	여전채AA- 3Y	2.37	2.25	2.13	2.01	1.89	1.77	1.65	1.53	1.41
	회사채AA- 3Y	2.06	1.94	1.82	1.70	1.58	1.46	1.34	1.22	1.10
	여전채AA- 1Y	1.23	1.20	1.18	1.15	1.13	1.10	1.08	1.05	1.03
	회사채AA- 1Y	1.26	1.23	1.21	1.18	1.16	1.13	1.11	1.09	1.06
0.10%	국채 5Y	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97
	국채 3Y	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05
	여전채AA- 3Y	2.13	2.01	1.89	1.77	1.65	1.53	1.41	1.29	1.17
	회사채AA- 3Y	1.82	1.70	1.58	1.46	1.34	1.22	1.10	0.98	0.86
	여전채AA- 1Y	1.18	1.15	1.13	1.10	1.08	1.05	1.03	1.00	0.98
	회사채AA- 1Y	1.21	1.18	1.16	1.13	1.11	1.09	1.06	1.04	1.01

표 7. 금리 및 신용스프레드 변화에 따른 보유 수익률 (1년 보유 시)

(%)

국채금리 변화 ↓	신용SP 변화 →	-0.20%	-0.15%	-0.10%	-0.05%	0.00%	0.05%	0.10%	0.15%	0.20%
-0.10%	국채 5Y	3.13	3.13	3.13	3.13	3.13	3.13	3.13	3.13	3.13
	국채 3Y	2.53	2.53	2.53	2.53	2.53	2.53	2.53	2.53	2.53
	여전채AA- 3Y	4.12	4.02	3.92	3.83	3.73	3.63	3.53	3.44	3.34
	회사채AA- 3Y	3.55	3.45	3.35	3.26	3.16	3.06	2.96	2.87	2.77
0.00%	국채 5Y	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75
	국채 3Y	2.34	2.34	2.34	2.34	2.34	2.34	2.34	2.34	2.34
	여전채AA- 3Y	3.92	3.83	3.73	3.63	3.53	3.44	3.34	3.24	3.15
	회사채AA- 3Y	3.35	3.26	3.16	3.06	2.96	2.87	2.77	2.67	2.58
0.10%	국채 5Y	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37
	국채 3Y	2.14	2.14	2.14	2.14	2.14	2.14	2.14	2.14	2.14
	여전채AA- 3Y	3.73	3.63	3.53	3.44	3.34	3.24	3.15	3.05	2.95
	회사채AA- 3Y	3.16	3.06	2.96	2.87	2.77	2.67	2.58	2.48	2.38

주: 채권수익률산식 = 보유기간 이자율 - 수정듀레이션*(금리변화폭 - 롤링효과에 따른 금리하락폭), 금리변화에 따른 수익률곡선 Parallel Shift 가정

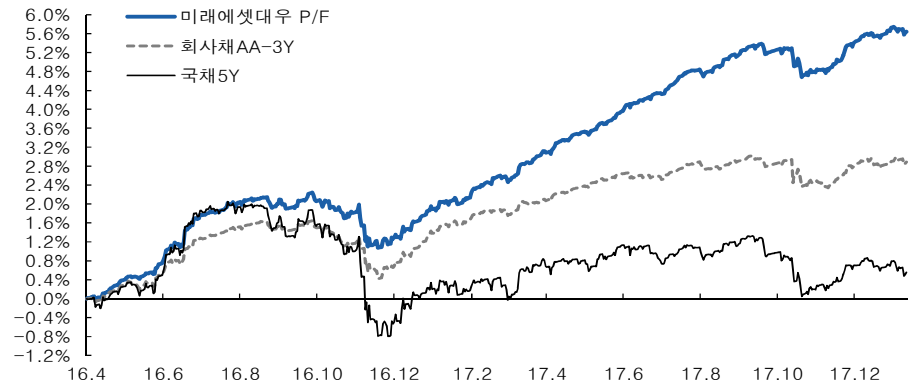
자료: 미래에셋대우 리서치센터

미래에셋대우 크레딧 포트폴리오

2016년 4월 8일부터 가상의 크레딧 포트폴리오(P/F)를 구성하고 벤치마크(국채5Y, 회사채AA-3Y)와의 수익을 비교하고 있다. 글로벌 매파적 분위기 확산으로 장단기 금리가 모두 상승하면서 포트폴리오 수익은 전주대비 보험수준에 머물렀다.

자산별 누적수익률은 P/F 5.64% > 회사채AA-3Y 2.89% > 국고5Y 0.56%이다.

그림 13. P/F 및 벤치마크 수익률 추이

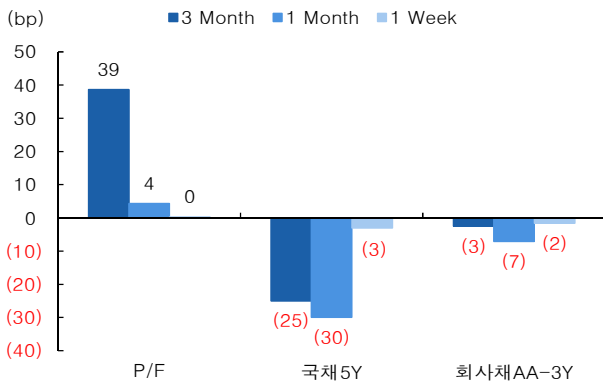


주1: 매매수수료 및 이자소득세는 반영하지 않음. 주2: 국채5Y는 [15-9]국고2000-2103

주3: 회사채AA-3Y는 보간법으로 금리 반영하여 단기계산 후 수익 추산

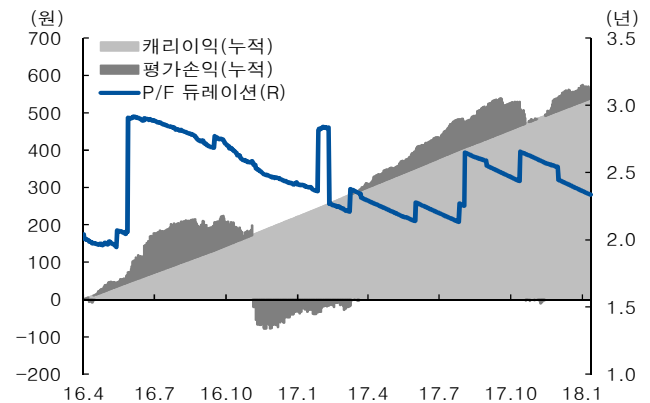
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 3M / 1M / 1W 누적 수익률



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 포트폴리오 손익 및 듀레이션 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 8. P/F 구성종목 상세내역

편입일	편입비중	종목명	신용등급	매입금리	이표금리	만기일	잔존만기	비고
2016-09-22	9.1%	SK인천석유화학14-2	A+	2.492%	2.466%	2021-09-05	3.9년	
2017-02-02	9.1%	한화케미칼246-2	A+	3.198%	3.090%	2021-02-24	3.3년	
2017-03-16	9.1%	한솔케미칼35	A0	2.836%	2.776%	2020-01-17	2.2년	
2017-03-30	9.1%	현대비엔지스틸201	A-	2.442%	2.067%	2019-02-26	1.3년	
2017-03-30	9.1%	SK머티리얼즈16	A+	2.287%	2.192%	2019-10-28	2.0년	
2017-08-03	9.1%	아주캐피탈305-2	A0	3.422%	3.049%	2020-09-04	2.9년	
2017-08-10	9.1%	DGB캐피탈34-3	A0	3.078%	3.042%	2021-07-23	3.7년	
2017-08-10	9.1%	메리츠캐피탈64-3	A0	3.468%	2.912%	2021-08-26	3.8년	
2017-08-10	9.1%	실트론42-2	A-	2.865%	2.995%	2020-02-22	2.3년	
2017-09-06	9.1%	태영건설57	A-	4.201%	4.559%	2019-01-31	1.3년	
2017-12-08	9.1%	여천NCC69-2	A+	2.503%	2.374%	2020-04-15	2.5년	

주: 유효등급 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

섹터별 발행 현황

그림 16. 특수채 및 ABS 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

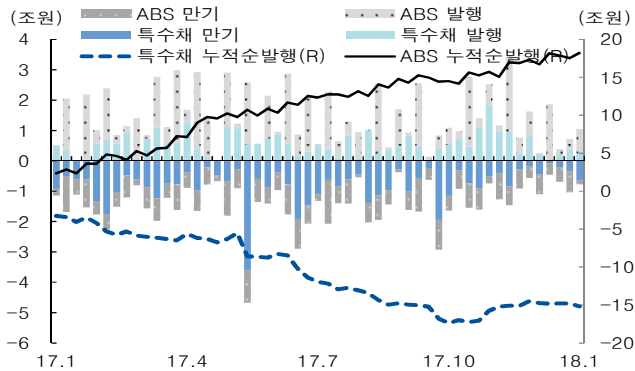


그림 17. 특수채 및 ABS 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

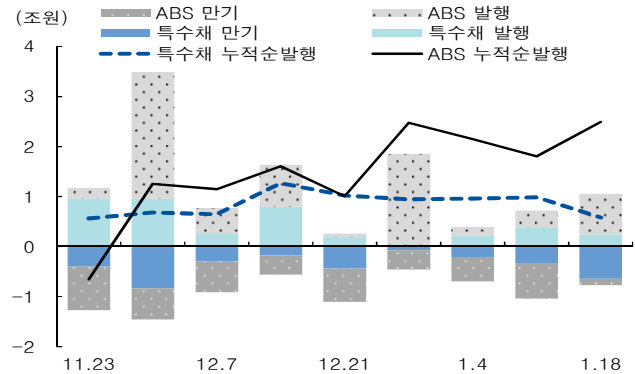


그림 18. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

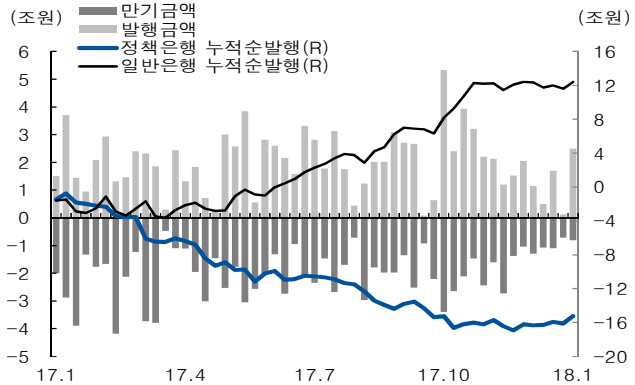


그림 19. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

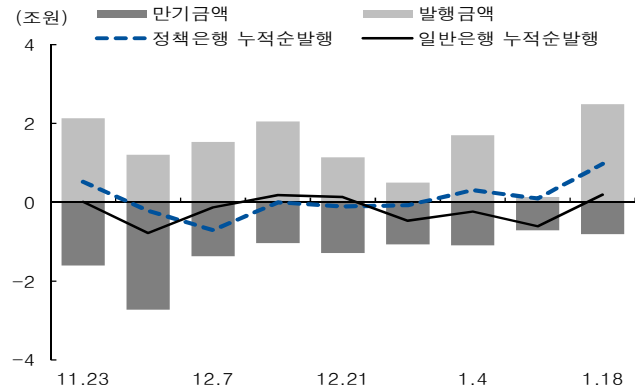


그림 20. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

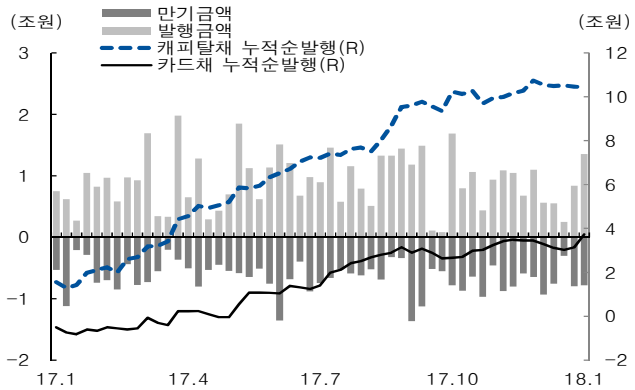


그림 21. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

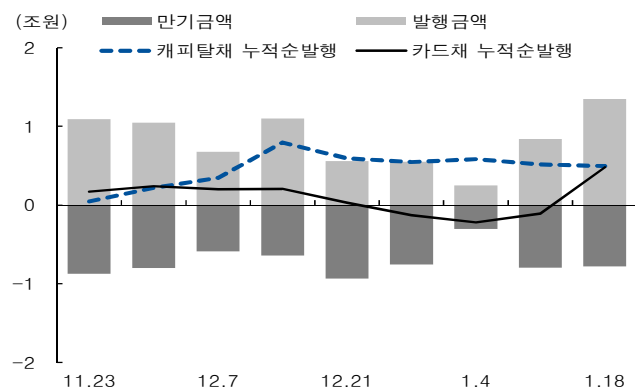


그림 22. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

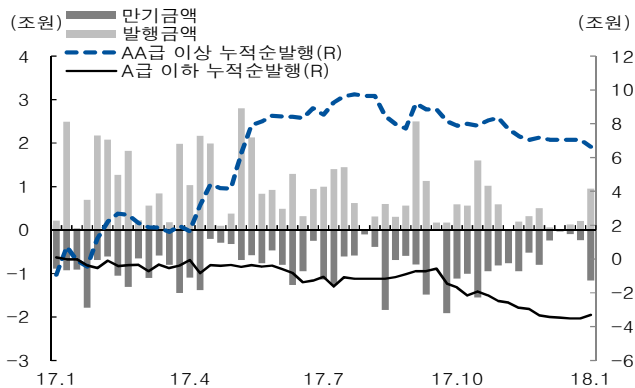
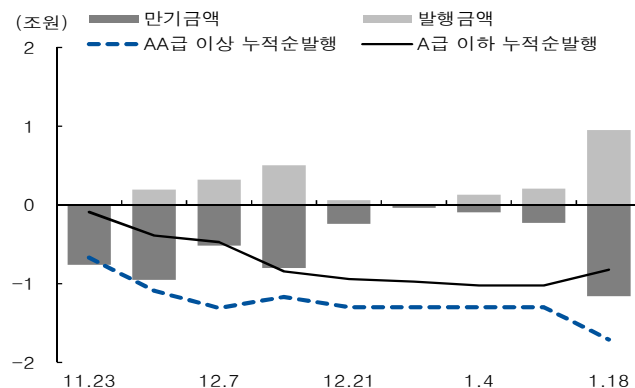


그림 23. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)



주1: MBS Call 상환 분 미반영. 주2: 정책은행은 산업, 기업, 수출입은행. 주3: 누적순발행은 그래프 시작일을 기점. 자료: KIS-NET, 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.