

엔씨소프트 (036570.KS)

뿌리 깊은 불신. 이제는 결과로 보여줘야

TL에 대한 일부 평가가 부정적이나, 엔씨소프트 나름대로의 여러 변화를 꾀한 작품. 실제 게임을 플레이해보면 과거와 달라진 부분을 확인할 수 있을 것. 아직 출시되지 않은 게임을 두고 크게 하락한 주가는 과도

Analyst 안재민
02)768-7647, jaemin.ahn@nhqv.com
RA 김도희
02)2229-6883, dohee.kim@nhqv.com

TL에 대한 우려는 과도. 아직은 테스트 시기

엔씨소프트에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 530,000원 유지. TL의 CBT의 후기에 대한 좋지 않은 평가가 나타나면서 게임 성공에 우려가 있는 것은 사실이지만, 아직 정식 버전과 정확한 비즈니스 모델이 아닌 만큼 추측성 반응에 일희일비할 필요는 없고 지난 이틀간 주가는 과도하게 하락하였다고 판단

현재 제기되고 있는 TL에 대한 가장 큰 우려는 과도한 아이템 뽑기 가능성인데, 실제 테스트 버전에는 뽑기 형태가 없고, 아미토이나 변신 서비스가 실제 정식 론칭에서는 과금을 유도하는 형태로 도입 될까봐 이를 미리 우려해 부정적 반응을 내놓고 있는 상황

이외에도 전투의 타격감, 퀘스트 실행의 불편함, 초반 전투의 지루함 등은 이번 CBT를 통해서 충분히 개선할 수 있는 내용이라는 점에서 문제되지 않을 것

엔씨소프트의 변화 노력이 담긴 게임

당사 애널리스트는 TL의 베타테스터로서 플레이를 해보았고, 기존 리니지시리즈와 비교해보면 엔씨소프트는 나름 차별화 요소를 많이 반영해 놓음

뱀으면 풀의 움직임이 보이는 수준의 양호한 그래픽, MMOPRGI지만 오픈월드 RPG와 유사한 seamless함, 다양한 캐릭터의 커스터마이징, 오토플레이가 아닌 수동 중심의 조작(콘솔 플레이어를 위한 전략) 등을 감안할 때 엔씨소프트의 변화 노력이 많이 담긴 게임

일부 유저와 스트리머들의 불편한 리뷰도 있지만, 어디까지나 개인 취향에 불과하고, 엔씨소프트가 스트리머 마케팅을 진행하지 않다는 점과, 동사의 게임에 대한 높은 기대감이 반영되어 있음을 감안할 때 실제 유저들의 평가나 발생할 매출은 다를 수 있을 것

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가 530,000원 (유지)
현재가 (23/05/26) 333,500원

업종	게임
KOSPI / KOSDAQ	2,558.81 / 843.23
시가총액(보통주)	7,321.7십억원
발행주식수(보통주)	22.0백만주
52주 최고가('22/11/17)	479,500원
최저가('22/10/13)	322,500원
평균거래대금(60일)	41.8십억원
배당수익률(2023E)	1.70%
외국인지분율	43.5%

주요주주	
김택진 외 7인	12.0%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1인	9.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-23.9	-26.4	-26.6
상대수익률 (%p)	-28.0	-29.9	-25.1

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	2,572	2,029	2,762	3,483
증감률	11.4	-21.1	36.1	26.1
영업이익	559.0	341.7	613.4	846.1
증감률	49.0	-38.9	79.5	37.9
영업이익률	21.7	16.8	22.2	24.3
(지배지분)순이익	435.7	402.0	607.9	800.2
EPS	19,847	18,313	27,688	36,451
증감률	9.8	-7.7	51.2	31.6
PER	22.6	18.2	12.0	9.1
PBR	3.1	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	13.3	13.6	8.1	5.6
ROE	13.7	12.0	16.4	18.8
부채비율	38.7	31.8	29.2	26.5
순차입금	-966.8	-1,078	-1,324	-1,735

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

엔씨소프트는 1997년 3월 설립된 후 2003년 5월 상장된 모바일 및 온라인 게임 개발 업체. 2022년 매출 2조5,718억 원(+11.4% y-y) 중 게임 매출이 약 90%를 차지하며 게임 매출 비중은 모바일 약 83.2% 및 PC 16.8%로 구성. 2021년에는 'B&S2'가 기대치를 충족하지 못하였으나, '리니지W'를 성공시켰고, 2023년에는 TL을 포함한 신작 출시가 예정되어 있음

Share price drivers/Earnings Momentum

- 2022년 이후 장르 다변화된 신규 게임 출시 준비 중
- 국내 최고의 게임 개발사 중 하나로 PC, 모바일뿐만 아니라 콘솔, 클라우드 게임 시장에도 게임을 출시할 수 있을 것

Downside Risk

- 국내 시장 성과에 비해 글로벌 시장에서 흥행한 게임이 많지 않아 국내 의존도 높음
- Hardcore MMORPG에 높은 비중

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Tencent	20.8	17.5	3.3	2.8	17.1	17.4
Activision Blizzard	25.2	23.0	2.9	2.5	13.1	13.4
Electronic Arts Take-Two Interactive	29.3	31.1	4.6	4.4	15.3	20.5
Bandai Namco	N/A	N/A	2.2	2.8	-7.3	5.1
Bandai Namco	20.8	23.0	2.9	3.3	14.8	15.0

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	35.6	22.6	18.2	12.0	9.1
PBR	4.5	3.1	2.1	1.9	1.6
PSR	6.1	3.8	3.6	2.7	2.1
ROE	12.6	13.7	12.0	16.4	18.8
ROIC	15.4	18.7	17.7	26.1	33.0

자료: NH투자증권 리서치본부

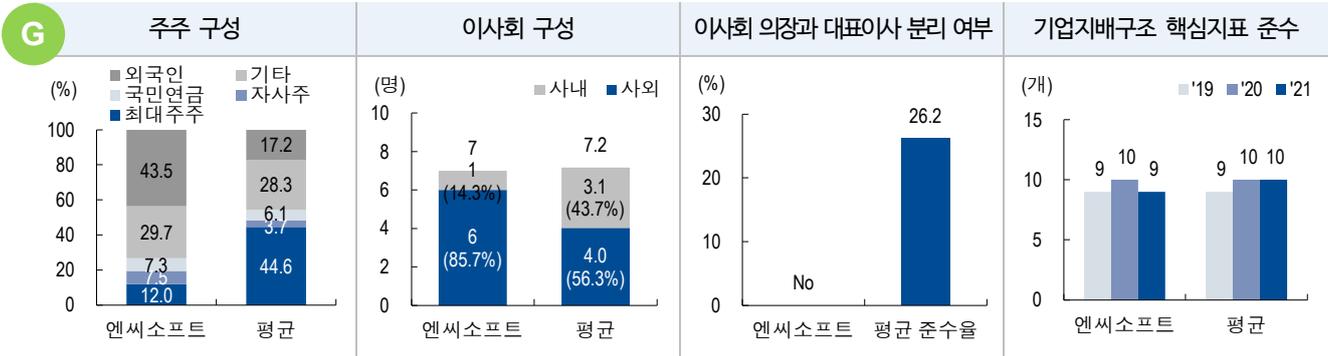
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

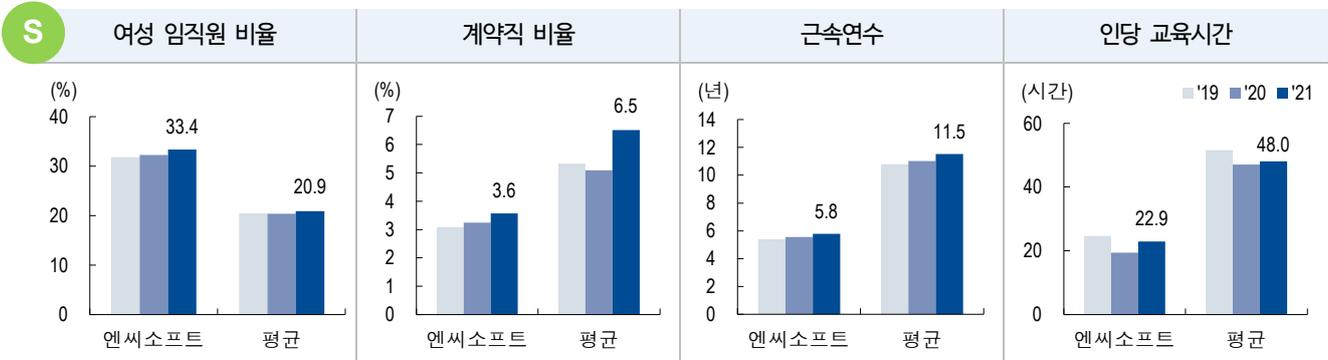
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	839	838	984	1,759	1,715	1,701	2,416	2,309	2,572
영업이익	278	237	329	585	615	479	825	375	559
영업이익률(%)	33.2	28.3	33.4	33.3	35.9	28.2	34.1	16.3	21.7
세전이익	289	240	346	610	637	496	803	491	609
순이익	228	166	271	444	421	359	587	396	436
지배지분순이익	230	165	272	441	418	358	587	397	436
EBITDA	315	272	361	615	643	531	891	469	665
CAPEX	19	18	17	29	27	51	64	287	250
Free Cash Flow	244	224	95	566	326	341	643	105	486
EPS(원)	10,487	7,542	12,416	20,104	19,061	16,320	26,756	18,078	19,847
BPS(원)	62,045	80,693	85,985	124,037	107,923	113,836	143,098	143,429	145,587
DPS(원)	3,430	2,747	3,820	7,280	6,050	5,220	8,550	5,860	6,680
순차입금	-898	-953	-835	-1,394	-267	-720	-541	-123	-967
ROE(%)	18.4	10.6	14.9	19.1	16.4	14.7	20.8	12.6	13.7
ROIC(%)	92.6	98.8	169.8	380.1	47.7	27.0	47.0	15.4	18.7
배당성향(%)	29.8	36.3	29.8	35.1	29.8	30.0	30.0	30.0	31.1
배당수익률(%)	1.9	1.3	1.5	1.6	1.3	1.0	0.9	0.9	1.5
순차입금 비율(%)	-65.3	-53.3	-44.0	-51.1	-11.2	-28.6	-17.2	-3.9	-30.2

자료: 엔씨소프트, NH투자증권 리서치본부

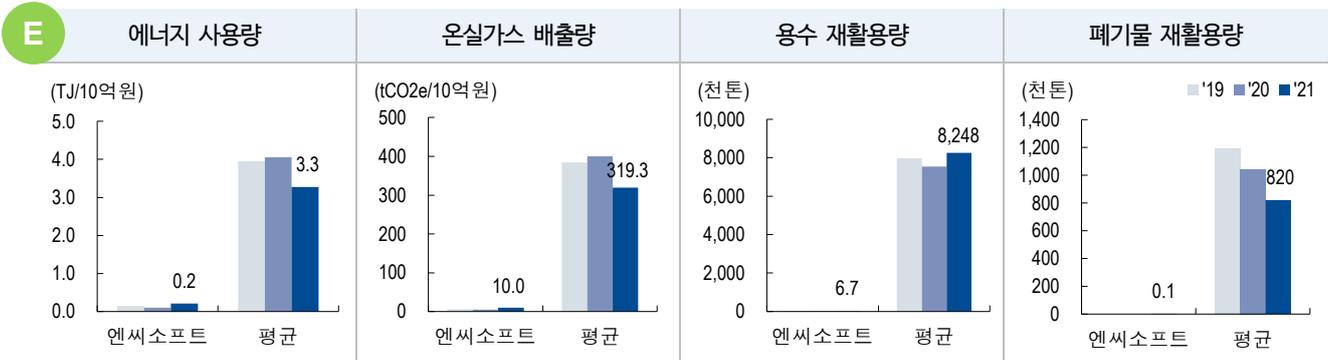
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 엔씨소프트, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 엔씨소프트, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 엔씨소프트, NH투자증권 리서치본부

ESG Event	
E	2021.3 - 비영리 국제 환경단체와 해양보호구역지도(MPA) 서비스하며 해양보호 인식 확산 노력
	2021.8 - 친환경 건축물 NC글로벌 연구개발 혁신센터 '26년 완공 예정
S	2020.8 - 엔씨문화재단을 통해 청소년 창의공간인 '프로젝토리' 오픈
	2021.4 - 리니지 운영 과정에서 유저 보상 관련 마찰로 인해 리니지 불매운동 발생
G	2021.3 - 넷마블과의 주주 간 계약 의무가 해지됨. 2021년 7월 기준 넷마블은 해당 계약을 통해 확보한 동사 지분 8.9% 보유
	2021.3 - KOSPI 상장 게임사 중 최초 이사회 내 ESG경영위원회 설립 및 ESG경영원칙 수립

자료: 엔씨소프트, NH투자증권 리서치본부

그림1. 라이트 유저에게는 충분히 접근 가능한 MMORPG가 될 수 있을 것



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 아직 나오지 않은 뽑기에 대한 우려를 지적한 유튜버



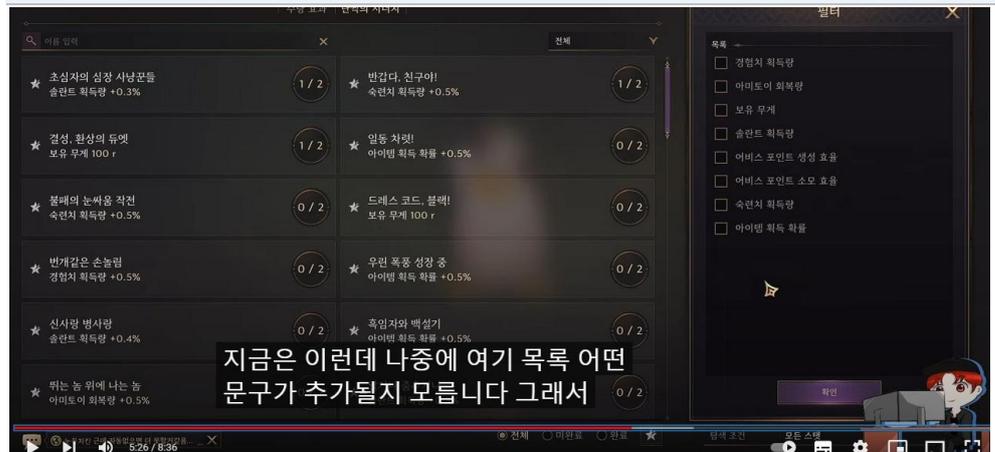
자료: 유튜브 센터로드TV, NH투자증권 리서치본부

그림3. 뽑기로 인해 국내와 대만에서는 성공 가능성을 본 유튜버



자료: 유튜브 센터로드TV, NH투자증권 리서치본부

그림4. 아직 나오지 않은 BM에 대한 우려



자료: 유튜브 윤콩콩TV, NH투자증권 리서치본부

그림5. 뽑기에 대한 우려



자료: 유튜브 코인왕 알트, NH투자증권 리서치본부

그림6. 나를 괜찮다는 평가도 분명 있음



자료: 유튜브 코인왕 알트, NH투자증권 리서치본부

표1. 엔씨소프트 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	2,572	2,029	2,762	3,483
영업이익	559.0	341.7	613.4	846.1
영업이익률	21.7	16.8	22.2	24.3
EBITDA	664.9	457.5	742.6	989.7
(지배지분)순이익	435.7	402.0	607.9	800.2
EPS	19,847	18,313	27,688	36,451
PER	22.6	18.2	12.0	9.1
PBR	3.1	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	13.3	13.6	8.1	5.6
ROE	13.7	12.0	16.4	18.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 엔씨소프트 분기별 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23F	4Q23F	2022	2023E	2024E
매출액	790.3	629.3	604.2	547.9	478.8	450.0	454.5	646.2	2,571.8	2,029.4	2,762.0
게임	733.8	571.1	534.4	485.4	422.2	411.9	415.8	608.7	2,324.7	1,858.5	2,617.8
PC/콘솔	93.1	95.9	97.1	104.4	91.4	91.9	89.2	198.4	390.4	470.8	654.8
리니지1	26.2	25.7	25.5	29.3	24.5	25.4	24.3	25.5	106.7	99.6	94.1
리니지2	23.5	22.6	23.4	24.6	21.5	23.5	23.1	22.8	94.1	90.9	88.2
아이온	16.1	14.2	17.5	20.5	17.6	15.7	15.9	17.6	68.3	66.8	62.1
B&S	7.0	6.1	5.9	7.2	7.3	6.1	6.0	6.4	26.3	25.8	23.5
길드워2	20.3	27.2	24.8	22.7	20.4	21.2	20.0	19.0	95.0	80.6	67.7
TL	-	-	-	-	-	-	-	107.1	-	107.1	319.3
Mobile	640.7	475.2	437.3	381.0	330.8	320.0	326.6	410.3	1,934.3	1,387.7	1,963.0
리니지M	115.9	141.2	146.5	112.8	130.1	123.6	121.2	118.7	516.5	493.7	451.7
리니지2M	127.4	96.2	85.6	82.3	73.1	72.0	70.0	68.0	391.5	283.1	254.0
B&S2	24.2	14.2	8.1	9.1	5.0	4.5	4.1	3.7	55.6	17.3	11.3
리니지W	373.2	223.6	197.1	176.9	122.6	116.4	117.3	109.1	970.8	465.3	350.2
로열티	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	38.1	38.7	37.6	157.0	156.6	144.2
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	397.1	400.5	404.1	486.0	2,012.8	1,687.8	2,148.6
인건비	218.5	206.6	189.7	232.6	223.6	222.4	222.2	239.2	847.4	907.5	940.9
마케팅비용	41.8	59.9	38.9	48.1	4.9	27.1	33.5	41.9	188.6	107.4	178.3
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	81.6	49.4	50.4	160.2	559.0	341.7	613.4
영업이익률	30.9	19.5	23.9	8.7	17.0	11.0	11.1	24.8	21.7	16.8	22.2
세전이익	233.2	163.1	250.4	-22.6	141.3	82.6	103.3	189.2	624.0	516.4	786.6
순이익	168.9	118.6	181.8	-17.0	113.7	63.1	78.8	145.9	452.3	401.5	606.8

자료: 엔씨소프트, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 엔씨소프트 예상 모바일 게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시시기
아이온레기온즈오브워	MMORPG	엔씨소프트	2019년 1월 25일
리니지 M (일본)	MMORPG	엔씨소프트	2019년 5월 29일
리니지 2M	MMORPG	엔씨소프트	2019년 11월 27일
Fuser	음악	Harmonix	2020년 11월 10일
리니지 2M (대만/일본)	MMORPG	엔씨소프트	2021년 3월 24일
프로야구 H3	스포츠	엔트리브	2021년 4월 6일
트릭스터 M	MMORPG	엔트리브	2021년 5월 20일
블레이드&소울 2	MMORPG	엔씨소프트	2021년 8월 26일
리니지 W	MMORPG	엔씨소프트	2021년 11월 4일
TL	MMORPG	엔씨소프트	2023년 3분기
퍼즈업	퍼즐	엔씨소프트	2023년 하반기
배틀크러쉬	대전 액션	엔씨소프트	2023년 하반기
프로젝트 G	전쟁 시뮬레이션	엔씨소프트	2023년 하반기
블레이드&소울 S	수집형RPG	엔씨소프트	2023년 하반기
블레이드&소울 2	MMORPG	엔씨소프트	2023년 하반기(대만/일본)
아이온 2	MMORPG	엔씨소프트	2024년
리니지 W	MMORPG	엔씨소프트	2024년(글로벌)
프로젝트 M	인터랙티브 무비	엔씨소프트	2024년
프로젝트 LLL	슈터	엔씨소프트	2024년

주: RPG(역할수행게임), MMORPG(다중접속역할수행게임)

자료: 엔씨소프트, 언론보도 재인용, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	2,572	2,029	2,762	3,483
증감률 (%)	11.4	-21.1	36.1	26.1
매출원가	5.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,567	2,029	2,762	3,483
Gross 마진 (%)	99.8	100.0	100.0	100.0
판매비와 일반관리비	2,008	1,688	2,149	2,637
영업이익	559.0	341.7	613.4	846.1
증감률 (%)	49.0	-38.9	79.5	37.9
OP 마진 (%)	21.7	16.8	22.2	24.3
EBITDA	664.9	457.5	742.6	989.7
영업외손익	50.1	175.4	174.7	192.5
금융수익(비용)	-31.8	151.2	146.5	163.9
기타영업외손익	90.0	9.6	14.2	14.7
종속, 관계기업관련손익	-8.1	14.6	14.0	13.9
세전계속사업이익	609.1	517.1	788.0	1,039
법인세비용	173.1	117.1	184.3	244.0
계속사업이익	436.0	400.0	603.7	794.4
당기순이익	436.0	400.0	603.7	794.4
증감률 (%)	10.2	-8.3	50.9	31.6
Net 마진 (%)	17.0	19.7	21.9	22.8
지배주주지분 순이익	435.7	402.0	607.9	800.2
비지배주주지분 순이익	0.3	-2.0	-4.2	-5.8
기타포괄이익	-269.4	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	166.6	400.0	603.7	794.4

Valuations/profitability/stability				
	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(배)	22.6	18.2	12.0	9.1
PBR(배)	3.1	2.1	1.9	1.6
PCR(배)	12.4	13.3	8.9	6.8
PSR(배)	3.8	3.6	2.7	2.1
EV/EBITDA(배)	13.3	13.6	8.1	5.6
EV/EBIT(배)	15.9	18.3	9.8	6.6
EPS(배)	19,847	18,313	27,688	36,451
BPS(배)	145,587	158,646	179,692	208,114
SPS(배)	117,144	92,441	125,809	158,633
자기자본이익률(ROE, %)	13.7	12.0	16.4	18.8
총자산이익률(ROA, %)	9.7	8.9	12.5	14.6
투자자본이익률(ROIC, %)	18.7	17.7	26.1	33.0
배당수익률(%)	1.5	1.7	2.2	2.6
배당성장률(%)	31.1	28.7	24.0	22.0
총현금배당금(십억원)	135.7	115.3	145.8	176.3
보통주 주당배당금(원)	6,680	5,680	7,180	8,680
순부채(현금)/자기자본(%)	-30.2	-30.9	-33.6	-38.1
총부채/자기자본(%)	38.7	31.8	29.2	26.5
이자발생부채	409.4	413.5	417.6	421.8
유동비율(%)	522.2	676.1	733.2	805.9
총발행주식수(백만주)	22	22	22	22
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	448,000	333,500	333,500	333,500
시가총액(십억원)	9,835	7,322	7,322	7,322

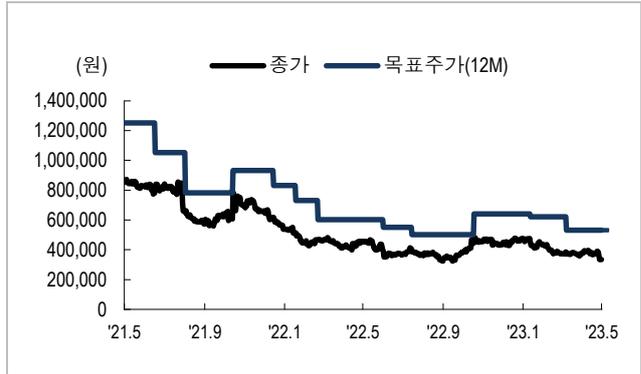
Statement of financial position				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	285.6	515.7	696.0	974.5
매출채권	175.5	168.1	180.2	194.3
유동자산	2,691	2,751	3,092	3,613
유형자산	930.2	1,067	1,140	1,219
투자자산	537.9	481.2	568.1	642.2
비유동자산	1,747	1,840	2,001	2,155
자산총계	4,438	4,590	5,093	5,768
단기성부채	35.3	27.8	28.9	29.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
유동부채	515.3	406.8	421.8	448.4
장기성부채	593.3	597.4	601.6	605.7
장기충당부채	25.2	19.9	15.7	12.4
비유동부채	723.7	700.4	730.2	760.5
부채총계	1,239	1,107	1,152	1,209
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4
이익잉여금	3,409	3,696	4,158	4,782
비지배주주지분	2.3	0.3	-3.9	-9.7
자본총계	3,199	3,483	3,941	4,559

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	736.0	463.1	651.0	853.5
당기순이익	436.0	400.0	603.7	794.4
+ 유/무형자산상각비	105.9	115.8	129.2	143.6
+ 종속, 관계기업관련손익	8.1	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	2.2	-0.1	-0.1	-0.1
Gross Cash Flow	795.3	552.2	825.4	1,070
- 운전자본의증가(감소)	49.5	-52.7	-81.8	-84.5
투자활동 현금흐름	-392.2	-94.0	-360.5	-434.1
+ 유형자산 감소	0.3	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-249.7	-250.0	-200.0	-220.0
+ 투자자산의매각(취득)	663.2	56.7	-86.9	-74.1
Free Cash Flow	486.3	213.1	451.0	633.5
Net Cash Flow	343.8	369.1	290.5	419.3
재무활동 현금흐름	-303.7	-139.0	-110.2	-140.9
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	-303.7	-139.0	-110.2	-140.9
현금의증가	29.6	230.1	180.3	278.5
기말현금 및 현금성자산	285.6	515.7	696.0	974.5
기말 순부채(순현금)	-966.8	-1,078	-1,324	-1,735

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.04.05	Buy	530,000원(12개월)	-	-
2023.02.09	Buy	620,000원(12개월)	-34.8%	-27.0%
2022.11.15	Buy	640,000원(12개월)	-29.0%	-25.1%
2022.08.12	Buy	500,000원(12개월)	-26.3%	-7.0%
2022.06.29	Buy	550,000원(12개월)	-32.4%	-25.1%
2022.03.21	Buy	600,000원(12개월)	-26.9%	-20.0%
2022.02.15	Buy	730,000원(12개월)	-37.4%	-31.4%
2022.01.12	Buy	830,000원(12개월)	-33.2%	-27.1%
2021.11.11	Buy	930,000원(12개월)	-26.5%	-18.3%
2021.08.30	Buy	780,000원(12개월)	-22.1%	-15.4%

엔씨소프트 (036570.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 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 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 5월 26일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
81.2%	18.8%	0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '엔씨소프트'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 '엔씨소프트' (을)를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 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 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.