

현대제철 (004020)

철강



이현수

02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	47,000원 (M)
현재주가 (12/29)	30,600원
상승여력	54%

시가총액	40,834억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	127억원
60일 평균 거래량	404,559주
52주 고	46,150원
52주 저	28,100원
외인지분율	21.86%
주요주주	가외 8인 35.97%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.8)	5.7	(25.7)
상대	(0.8)	2.6	(0.6)
절대(달려환산)	(4.5)	20.0	(30.4)

한번에 찾아 온 수급 이슈

4Q22(E): 영업이익 580억원 추정 (yoy -92%, qoq -84%)

1) 별도: 4Q 영업이익은 450억원으로 전망. 계절적 성수기라는 말이 무색할 정도로 생산 및 판매에서 모두 어려움을 겪은 것으로 관측. ①당진제철소 부분 파업에 따른 열연 및 냉연 등 판재류 생산 차질, ②철근 및 H형강 공장 대보수, ③화물연대 파업에 따른 제품 출하 차질 등이 주된 요인으로 파악. 당초 4Q 제품 판매량 전망치는 465만톤이었으나 상기에 언급한 이유에 따라 400만톤 수준으로 수정. 또한 판재류와 봉형강류 모두 주요 원재료 투입단가가 전분기비 하락했으나 제품 판매단가 하락 폭이 더 크게 나타나며 스프레드는 악화된 것으로 추정. 이와 함께 전력비 등 고정비 부담이 커진 부분 역시 원가에 부담을 준 것으로 예상. 2) 연결: 해외법인 중에서는 강관 판매법인이 위치한 미주 지역의 영업이익은 견조할 것으로 전망되나 중국을 위시로 한 아시아 지역의 수익성은 낮은 수준을 나타낼 것으로 판단.

1H23, 정상궤도 올라오는 생산 그러나 판가 및 원가에 대한 우려 존재

9월 하순 이후 약 2개월 동안 진행됐던 당진제철소 부분 파업은 11월 하순 유보되어 12월 이후 생산은 정상화됐으며 공장 대보수 및 화물연대 파업 영향도 4Q22까지만 영향을 미쳐 1Q23부터는 전체적인 생산이 정상궤도에 올라올 것으로 판단. 하지만 2022년 상반기와 하반기에 인상했던 차강판 가격은 2023년 상반기 중 동결 혹은 인하 가능성이 높은 것으로 추정. 2022년 하반기 주요 원재료 가격이 상반기 대비 하락하며 차강판 가격 인하 요인이 발생했기 때문. 또한, 당사는 국내 최대 전기로 생산능력을 보유한 기업으로 전력비 등 에너지 비용이 추가적으로 상승할 경우 원가 부담은 가중될 것으로 예상. 당사는 2023년 전력비 인상 가능성에 대한 부분은 아직까지 반영하지 않았으며 추후 실제 인상 여부에 따라 반영할 예정.

낮은 Valuation, 방어적 역할 가능

당사는 국내 동종업계 내에서도 상대적으로 낮은 PBR 0.2x에 머무르고 있어. 이는 추가 측면에서 방어적 역할은 가능할 것으로 예상. 하지만 판재류 중 판매 비중이 높은 차강판 가격에 대한 우려가 존재하고 국내 부동산 시장에 대한 부정적 시각이 봉형강류에도 영향을 미치고 있는 바 낮은 Valuation이 당장의 주가 상승을 위한 모멘텀이 되기에는 어려운 상황. 다만 전년 대비 중국 철강 시황 회복에 대한 기대감은 유효하기에 투자 의견 BUY를 유지.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	60,156	-6.6	-14.1	67,179	-10.5
영업이익	583	-92.5	-84.4	3,242	-82.0
세전계속사업이익	25	-99.6	-99.2	2,198	-98.9
지배순이익	18	-99.4	-99.3	1,598	-98.9
영업이익률 (%)	1.0	-11.0 %pt	-4.3 %pt	4.8	-3.8 %pt
지배순이익률 (%)	0.0	-5.1 %pt	-3.9 %pt	2.4	-2.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	180,234	228,499	273,762	271,325
영업이익	730	24,475	19,507	18,685
지배순이익	-4,300	14,614	13,001	12,329
PER	-8.1	4.3	3.1	3.3
PBR	0.2	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	9.1	4.2	3.7	3.9
ROE	-2.6	8.5	7.1	6.4

자료: 유안타증권

[표-1] 현대제철 실적 추정

(단위: 십억원)

	2021	2022E	2023E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	QoQ	YoY	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	22,850	27,376	27,132	6,980	7,381	7,000	6,016	-14.1%	-6.6%	6,730	6,766	6,742	6,894
별도	19,991	23,791	23,529	6,086	6,546	6,028	5,132	-14.9%	-10.3%	5,829	5,865	5,830	6,005
국내 기타	1,959	2,697	2,633	726	759	636	576	-9.3%	-7.2%	660	655	645	672
해외	3,371	4,513	4,580	1,037	1,088	1,301	1,088	-16.4%	17.5%	1,128	1,151	1,167	1,133
(연결조정)	2,472	3,625	3,609	869	1,012	964	780	-	-	887	905	900	917
영업이익	2,448	1,951	1,869	697	822	373	58	-84.4%	-92.5%	404	459	465	540
이익률	10.7%	7.1%	6.9%	10.0%	11.1%	5.3%	1.0%	-4.4%p	-11.0%p	6.0%	6.8%	6.9%	7.8%
별도	2,300	1,803	1,700	612	803	343	45	-87.0%	-94.0%	364	415	427	494
이익률	11.5%	7.6%	7.2%	10.1%	12.3%	5.7%	0.9%	-4.8%p	-12.0%p	6.2%	7.1%	7.3%	8.2%
국내 기타	117	48	59	38	36	-15	-12	적지	적전	13	16	13	17
이익률	6.0%	1.8%	2.3%	5.3%	4.8%	-2.3%	-2.0%	0.3%p	-6.0%p	2.0%	2.5%	2.0%	2.5%
해외	80	137	112	55	25	34	24	-28.2%	276.4%	29	28	27	27
이익률	2.4%	3.0%	2.4%	5.3%	2.3%	2.6%	2.2%	-0.4%p	1.5%p	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%
(연결조정)	49	38	2	7	42	-11	-1	-	-	2	0	2	-2
세전이익	2,149	1,733	1,668	649	758	323	3	-99.2%	-99.6%	348	410	421	490
이익률	9.4%	6.3%	6.1%	9.3%	10.3%	4.6%	0.0%	-4.6%p	-8.6%p	5.2%	6.1%	6.2%	7.1%
지배순이익	1,461	1,300	1,233	476	548	275	2	-99.3%	-99.4%	256	303	313	361
이익률	6.4%	4.7%	4.5%	6.8%	7.4%	3.9%	0.0%	-3.9%p	-5.1%p	3.8%	4.5%	4.6%	5.2%

자료: 유안타증권, 주 1) 국내 기타 및 해외의 잠정 매출액과 영업이익은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목, 주 3) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[표-2] 현대제철 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	4Q22E	2022E	2023E	4Q22E	2022E	2023E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	6,871	28,232	27,752	6,016	27,376	27,132	-12.4%	-3.0%	-2.2%
영업이익	290	2,182	1,919	58	1,951	1,869	-79.9%	-10.6%	-2.6%
OPM	4.2%	7.7%	6.9%	1.0%	7.1%	6.9%	-3.2%p	-0.6%p	0.0%p
지배순이익	173	1,471	1,265	2	1,300	1,233	-98.9%	-11.6%	-2.5%

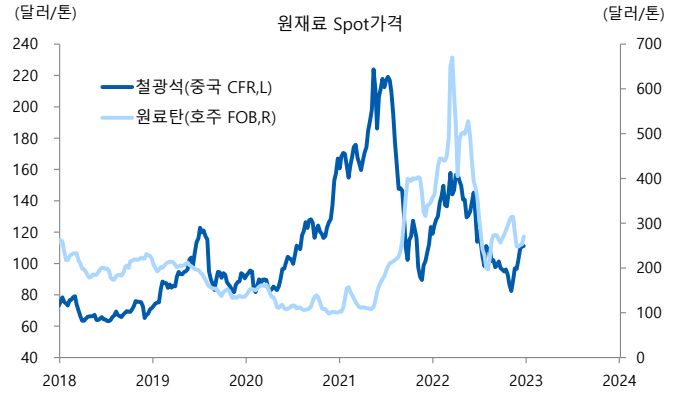
자료: 유안타증권

[그림-1] 중국 내수 철강제품 가격지수



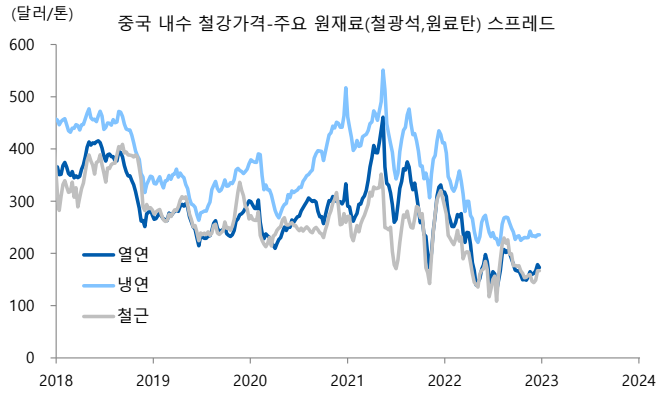
자료: Platts

[그림-2] 원재료 Spot 가격



자료: Platts

[그림-3] 중국 주요 제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



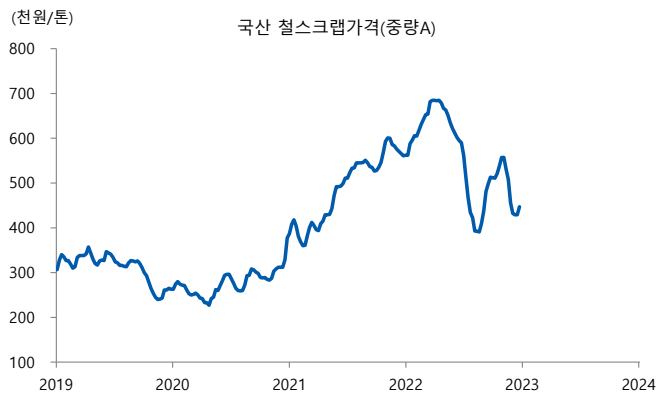
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6톤+원료탄 0.75톤 가정)

[그림-4] 국내 봉형강류 유통가격



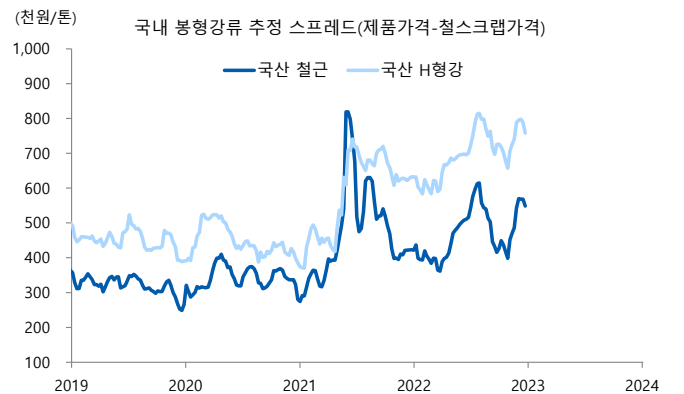
자료: 스틸데일리

[그림-5] 국내 철스크랩가격



자료: 스틸데일리

[그림-6] 국내 봉형강류 추정 스프레드



자료: 유안타증권

현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	180,234	228,499	273,762	271,325	276,036
매출원가	169,302	193,264	242,909	241,328	244,706
매출총이익	10,932	35,236	30,853	29,997	31,330
판매비	10,202	10,761	11,345	11,312	11,508
영업이익	730	24,475	19,507	18,685	19,822
EBITDA	16,522	40,392	35,654	34,802	37,162
영업외손익	-5,769	-2,984	-2,175	-2,006	-1,685
외환관련손익	-60	317	-997	-1,200	-1,200
이자손익	-2,943	-2,854	-2,940	-2,785	-2,464
관계기업관련손익	189	32	38	0	0
기타	-2,955	-478	1,723	1,978	1,978
법인세비용차감전순손익	-5,039	21,491	17,332	16,679	18,137
법인세비용	-638	6,440	4,128	4,336	4,716
계속사업순손익	-4,401	15,052	13,204	12,342	13,421
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-4,401	15,052	13,204	12,342	13,421
지배지분순이익	-4,300	14,614	13,001	12,329	13,407
포괄순이익	-4,707	16,340	10,499	10,187	11,266
지배지분포괄이익	-4,627	15,889	10,301	10,192	11,271

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	20,084	20,029	30,776	16,524	33,112
당기순이익	-4,401	15,052	13,204	12,342	13,421
감가상각비	14,931	15,310	15,574	15,641	16,917
외환손익	296	-195	209	1,200	1,200
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	5,736	-17,257	-1,221	-14,934	-649
기타현금흐름	3,522	7,119	3,009	2,275	2,222
투자활동 현금흐름	-24,378	-6,634	-11,359	-13,969	-15,969
투자자산	-10,124	336	-2,232	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-10,336	-9,045	-7,799	-14,000	-16,000
유형자산 감소	608	163	51	0	0
기타현금흐름	-4,527	1,913	-1,379	31	31
재무활동 현금흐름	4,545	-8,873	-11,849	-823	-10,823
단기차입금	-3,675	-1,117	9,131	0	0
사채 및 장기차입금	8,950	-7,088	-20,101	0	-10,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-994	-667	-1,333	-1,333	-1,333
기타현금흐름	263	-1	455	511	511
연결범위변동 등 기타	-236	115	-773	-4,541	-2,587
현금의 증감	15	4,637	6,795	-2,809	3,733
기초 현금	9,158	9,172	13,809	20,604	17,795
기말 현금	9,172	13,809	20,604	17,795	21,528
NOPLAT	730	24,475	19,507	18,685	19,822
FCF	9,748	10,984	22,977	2,524	17,112

자료: 유안타증권

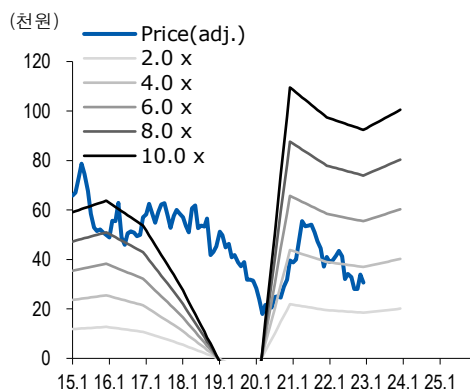
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	99,348	127,758	134,361	145,089	150,677
현금및현금성자산	9,172	13,809	20,604	17,795	21,528
매출채권 및 기타채권	25,824	32,260	27,786	31,998	32,540
재고자산	46,878	67,304	66,327	75,652	76,966
비유동자산	249,103	242,665	230,957	228,839	227,499
유형자산	198,743	192,514	184,929	183,288	182,370
관계기업등 지분관련자산	2,118	1,769	2,519	2,519	2,519
기타투자자산	17,467	18,285	17,310	17,310	17,310
자산총계	348,450	370,423	365,317	373,928	378,176
유동부채	60,727	74,668	71,319	70,871	63,027
매입채무 및 기타채무	28,402	39,143	32,813	32,365	34,521
단기차입금	5,534	5,066	13,247	13,247	13,247
유동성장기부채	23,411	25,562	20,157	20,157	10,157
비유동부채	120,793	113,150	102,168	102,168	102,168
장기차입금	52,079	46,706	41,001	41,001	41,001
사채	46,944	44,718	38,840	38,840	38,840
부채총계	181,520	187,819	173,487	173,039	165,195
지배지분	163,454	178,686	187,666	196,525	208,617
자본금	6,672	6,672	6,672	6,672	6,672
자본잉여금	39,061	39,061	39,061	39,061	39,061
이익잉여금	109,331	123,585	135,257	146,271	158,362
비지배지분	3,476	3,918	4,164	4,364	4,364
자본총계	166,930	182,604	191,830	200,889	212,981
순차입금	111,979	104,239	87,079	89,888	76,155
총차입금	137,378	130,844	122,312	122,312	112,312

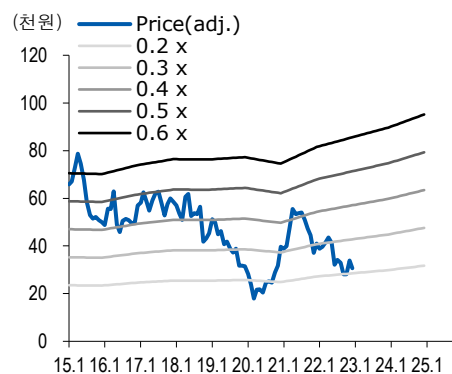
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-3,222	10,951	9,742	9,239	10,047
BPS	124,257	135,836	142,663	149,397	158,589
EBITDAPS	12,381	30,269	26,718	26,080	27,848
SPS	135,062	171,230	205,148	203,322	206,852
DPS	500	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	-8.1	4.3	3.1	3.3	3.0
PBR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	9.1	4.2	3.7	3.9	3.3
PSR	0.2	0.3	0.1	0.2	0.1

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	-12.1	26.8	19.8	-0.9	1.7
영업이익 증가율 (%)	-78.0	3,251.3	-20.3	-4.2	6.1
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	-11.0	-5.2	8.7
매출총이익률 (%)	6.1	15.4	11.3	11.1	11.4
영업이익률 (%)	0.4	10.7	7.1	6.9	7.2
지배순이익률 (%)	-2.4	6.4	4.7	4.5	4.9
EBITDA 마진 (%)	9.2	17.7	13.0	12.8	13.5
ROIC	0.2	6.6	5.7	5.2	5.4
ROA	-1.2	4.1	3.5	3.3	3.6
ROE	-2.6	8.5	7.1	6.4	6.6
부채비율 (%)	108.7	102.9	90.4	86.1	77.6
순차입금/자기자본 (%)	68.5	58.3	46.4	45.7	36.5
영업이익/금융비용 (배)	0.2	8.1	5.9	6.0	6.9

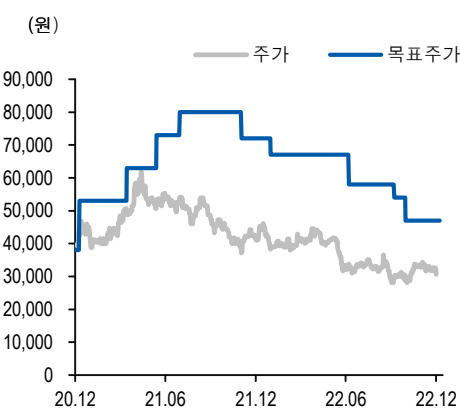
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-01-02	BUY	47,000	1년		
2022-10-28	BUY	47,000	1년		
2022-10-05	BUY	54,000	1년	-43.90	-42.22
2022-07-05	BUY	58,000	1년	-43.60	-36.90
2022-01-28	BUY	67,000	1년	-40.60	-33.51
2021-11-30	BUY	72,000	1년	-41.12	-35.90
2021-07-28	BUY	80,000	1년	-41.29	-32.50
2021-06-11	BUY	73,000	1년	-27.62	-24.11
2021-04-12	BUY	63,000	1년	-14.48	-1.75
2021-01-06	BUY	53,000	1년	-17.72	-4.53

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	94.5
Hold(중립)	4.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-12-27

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	33위 (73개 기업 중)
Total ESG 점수	+1점
E (Environment)	-3점
S (Social)	-1점
G (Governance)	-1점
Qualitative	+6점

ESG 평가 기업	현대제철
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	004020 KS
Industry	철강/금속
Analyst	이현수
Analyst Contact	hyunsoo.yi@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
현대제철	-3	-1	-1	-5
POSCO 홀딩스	-3	-1	1	-3
동국제강	-3	-1	-1	-5
세아베스틸지주	-2	1	1	0
고려아연	2	-1	1	2
풍산	-1	-2	1	-2
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 현대제철 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

+6	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	DJSI World 4년 연속, DJSI Asia Pacific 13년 연속, DJSI Korea 4년 연속 편입, 서스틴베스트: 2021 하반기 ESG 전체 등급 A
+2	동반성장위원회: 2020년도 동반성장지수 우수, 한국경영인증원: 2021년도 국내 100대 ESG 경영 우수기업
+2	미국 커뮤니케이션연맹(LACP): 2021 비전 어워드 수상, 한국기업지배구조원: 2021년 ESG 등급 A
0	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	2021년 코크스 건설냉각설비(CDQ) 투자를 위한 녹색 채권을 발행하며 온실가스 감축을 위한 투자 실시 2021년에 이어 2022년 1월에도 사업장 내 사망사고가 발생하는 등 지속적인 근로자 안전 강화 노력 필요

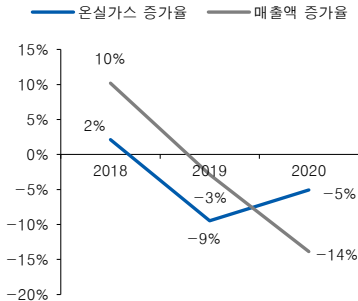
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용: +1	무사용: 0	전년대비 증가: +2	2년 연속 증가: +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다: -1	낮다: +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직: -1	별도: +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-



Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

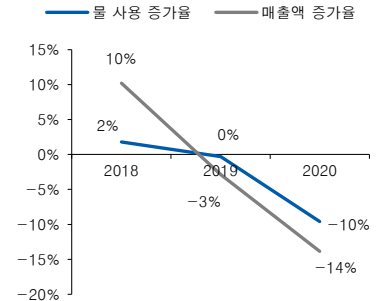


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 > 매출액 증가율 = -1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

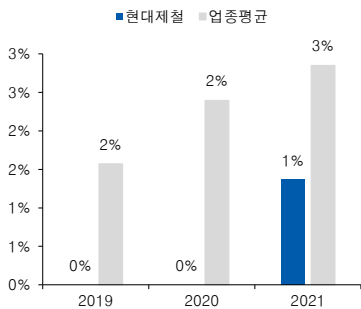


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 2년 연속 물 사용 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

Social

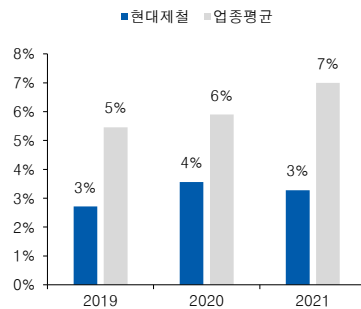


여성임원비율 vs. 업종 평균



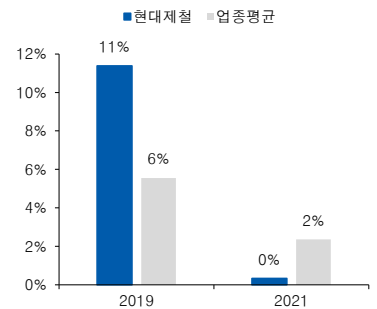
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

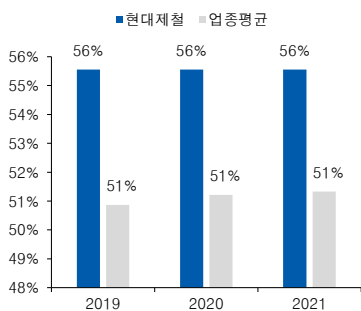


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

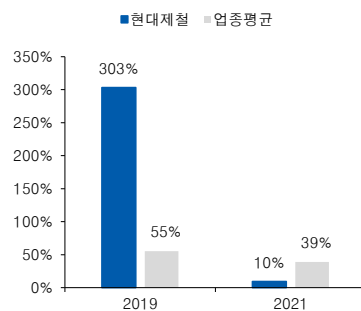


사외이사 비율 vs. 업종 평균



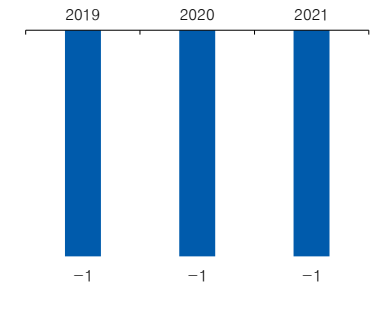
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당액 및 당기순이익 추이



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 없을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 국가온실가스 종합관리시스템, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.