EARNINGS REVIEW

22 Jan. 2026

이지수 제약 · 바이오 | jislee@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

삼성바이오로직스 (207940)

한 분기 쉬고, 한 단계 올라선다

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	2,300,000	2,300,000	유지
Earnings			

Stock Information	
현재가(1/21)	1,873,000원
예상 주가상승률	22.8%
시가총액	867,030억원
비중(KOSPI내)	2.15%
발행주식수	46,291천주
52주 최저가/최고가	1,458,498 - 1,965,000원
3개월 일평균거래대금	947억원
외국인 지분율	12.8%
주요주주지분율(%)	
삼성물산 (외 6인)	74.3
국민연금공단 (외 1인)	6.7
삼성바이오로직스우리사주 (외 1인)	0.1

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	64.3	83.2	43.2
PBR(배)	7.3	8.2	7.7
EV/EBITDA(배)	41.6	35.2	29.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	8.1	22.5	27.1	10.5
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(14.0)	(30.4)	(67.9)	(6.0)

Issue

4Q25 Review. 일부 매출 이연, 분할 및 미국 공장 인수 관련 일회성 비용 발생으로 시장 기대치 소폭 하회

Pitch

4Q에 이연된 매출은 1Q26 반영 예상. 2026년에는 1~4공장 풀가동에 이어 5공장 가동 매출 발생 예상. GSK 미국 공장 실적은 2Q26부터 반영 예정. 미국 생물보안법에 따른 탈중국 수혜와 연내 6공장 착공 등 중장기 성장 모멘텀 유효. 투자의견 BUY 및 적정주가 230만원 유지

Rationale

- 4Q25 매출액 1조 2,857억원 (+35.3%YoY, +2.2% QoQ), 영업이익 5,283억원(+67.9% YoY, -16.6% QoQ; OPM 41.1%) 기록
- 1~4공장 풀가동 및 원/달러 환율 상승 효과에도 불구하고, 4Q에 인식될 것으로 예상되었던 일부 생산 물량의 매출 인식이 1Q26으로 이연되었으며, 분할 관련 비용, 미국 공장 인수 관련 컨설팅 비용 등 일회성 비용이 반영되며 시장 기대치 소폭 하회
- CMO 수주 계약이 지속되며 누적 수주 금액은 212억달러로 확대. CDO 및 CMO 제품 수 역시 지속적인 증가세 시현. CDO의 경우, 2026년부터 벡터 합성 및 MCB(마스터 세포 은행) 서비스 제공이 예정돼 추가적인 고객 유치 가능할 전망
- 2026년에는 5공장 가동 매출 본격화로 연간 매출액 5조 3,212억원(+16.8% YoY), 영업이익 2조 5,348억원(+22.5% YoY; OPM 47.6%)으로 추정. GSK 미국 공장 인수는 1Q26내 완료돼 2Q26부터 실적에 반영될 예정이며, 관련 실적 기여는 추후 반영할 계획
- 미국 공장 가동에 따른 단기 비용 부담은 불가피하나, 전체 생산 Capa(78.4만 리터) 대비 GSK 공장(6만 리터) 비중이 7% 수준에 불과해 전사 마진 영향은 제한적일 전망. 단기 실적 희석 우려보다는, 생물보안법 발효를 앞두고 미국 내 생산 거점을 선제적으로 확보했다는 점에서 중장기 수주 경쟁력 강화 측면에서의 전략적 의미가 더 크다고 판단

4Q25 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.12(P)	2025.12(E)	vs Chg	2025.12(E)	vs Con	2024.12(A)	YoY	2025.09(A)	QoQ
매출액	1,285.7	1,258.4	2.2	1,244.2	3.3	950.4	35.3	1,257.5	2.2
영업이익	528.3	557.6	(5.3)	539.1	(2.0)	314.7	67.9	633.3	(16.6)
순이익	453.1	451.1	0.4	508.0	(10.8)	271.3	67.0	496.5	(8.7)
OPM	41.1%	44.3%	-3.2%p	43.3%	-2.2%p	33.1%	8.0%p	50.4%	-9.3%p
NIM	35.2%	35.8%	-0.6%p	40.8%	-5.6%p	28.5%	6.7%p	39.5%	-4.2%p

Note: K-IFRS 별도 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 삼성바이오로직스 실적 Revision

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전				변경 후				차이			
	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09
매출액	1,258.4	1,156.3	1,222.1	1,398.0	1,285.7	1,245.3	1,240.5	1,352.5	2.2	7.7	1.5	(3.2)
영업이익	557.6	538.3	551.9	648.3	528.3	585.6	572.6	645.1	(5.3)	8.8	3.8	(0.5)
영업이익률	44.3	46.6	45.2	46.4	41.1	47.0	46.2	47.7	(3.2)	0.5	1.0	1.3
EBITDA	658.0	641.9	659.0	759.6	628.8	689.8	680.3	756.7	(4.4)	7.4	3.2	(0.4)
EBITDA이익률	52.3	55.5	53.9	54.3	48.9	55.4	54.8	55.9	(3.4)	(0.1)	0.9	1.6
순이익	451.1	416.4	428.9	519.6	453.1	456.3	449.1	522.5	0.4	9.6	4.7	0.6

Note: K-IFRS 별도
Source: 삼성바이오로직스, 다올투자증권

Fig. 2: 삼성바이오로직스 실적 추정

(십억원, %)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2024	2025E	2026E
삼성바이오로직스 별도	669.5	810.2	1,067.1	950.4	999.5	1,014.2	1,257.5	1,285.7	3,497.2	4,557.0	5,321.2
YoY	13.3	27.2	20.9	14.8	49.3	25.2	17.8	35.3	19.0	30.3	16.8
1공장	112.6	118.0	133.2	135.9	137.5	127.2	141.0	133.8	499.8	539.5	567.5
2공장	200.4	226.1	257.1	282.1	268.0	243.6	277.6	277.6	965.7	1,066.9	1,164.4
3공장	219.2	263.4	302.2	330.9	280.5	283.7	320.0	325.6	1,115.7	1,209.8	1,197.4
4공장	103.9	117.7	204.9	165.1	217.5	273.0	416.3	402.7	591.6	1,309.5	1,727.0
CDO 등 기타	31.4	85.0	169.7	36.2	95.9	86.7	102.6	146.0	322.4	431.2	459.0
매출총이익	300.4	405.4	521.7	485.5	542.2	566.3	736.5	672.2	1,713.0	2,517.2	3,048.7
YoY	2.4	28.8	14.9	13.3	80.5	39.7	41.2	38.5	27.1	47.0	15.0
GPM	44.9	50.0	48.9	51.1	54.2	55.8	58.6	52.3	49.0	55.2	57.3
영업이익	232.7	329.2	444.8	314.7	430.0	476.9	633.3	528.3	1,321.4	2,068.4	2,534.8
YoY	(0.7)	29.6	16.5	(5.8)	84.8	44.8	42.4	67.8	9.7	56.5	22.5
OPM	34.8	40.6	41.7	33.1	43.0	47.0	50.4	41.1	37.8	45.4	47.6
당기순이익	183.6	272.6	323.5	271.3	319.6	333.6	496.5	453.1	1,051.0	1,602.7	2,009.3
YoY	0.7	40.9	14.3	(5.5)	74.0	22.4	53.5	67.0	11.1	52.5	25.4
NPM	27.4	33.6	30.3	28.5	32.0	32.9	39.5	35.2	30.1	35.2	37.8

Source: 다올투자증권

Fig. 3: 삼성바이오로직스의 SOTP (Sum-of-the-parts) 밸류에이션

구분	(십억원)	비고
삼성바이오로직스 영업가치 (A)	105,847	2028E 현가화 EBITDA 3.3조원에 Target EV/EBITDA 32배 적용
순차입금 (B)	(753)	2025년 말 기준
주주가치 (C=A-B)	106,600	
발행주식 수 (I, 천주)	46,291	
적정주가 (H/I, 원)	2,302,822	
적정주가(원)	2,300,000	

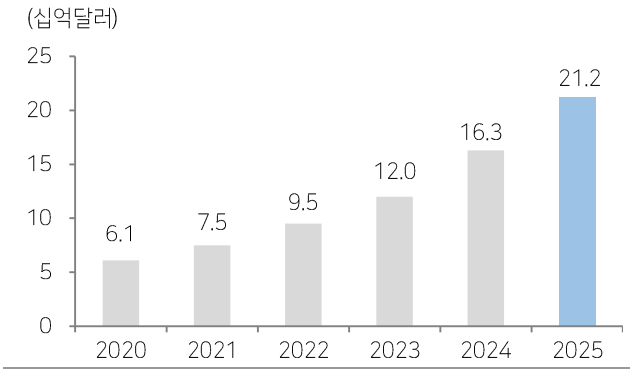
Source: 다올투자증권

Fig. 4: 삼성바이오로직스 공장 현황

	1 공장	2 공장	3 공장	4 공장	5 공장	6~8 공장
생산 제품	항체치료제	항체치료제	항체치료제	항체치료제	항체치료제	항체치료제
규모	30,000L (6 x 5,000L)	154,000L (10 x 15,000L) (4 x 1,000L)	180,000L (12 x 15,000L)	240,000L (12 x 15,000L) (6 x 10,000L)	180,000L	540,000L (공장 당 180,000L)
공사 기간	25 개월	29 개월	35 개월	36 개월	24 개월	비공개
공사비용	3,500 억원	7,000 억원	8,500 억원	2 조원	1.98 조원	
가동 시점	2013.06	2016.02	2018.10	Stage 1 (60,000L) : 2022.10 Stage 2 (180,000L) : 2023.06	2025.04	비공개

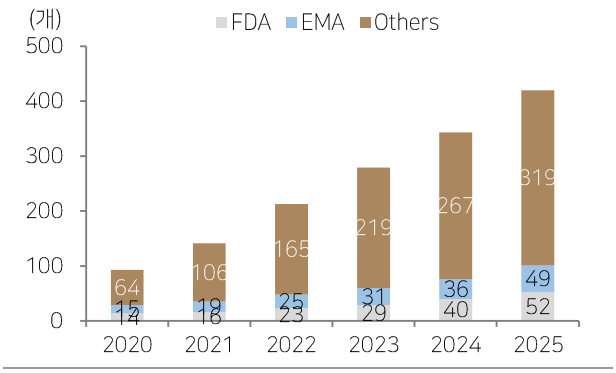
Source: 삼성바이오로직스, 다올투자증권
Note: 이 외에 Multi modal 생산시설도 준비 중

Fig. 5: CMO 수주 금액



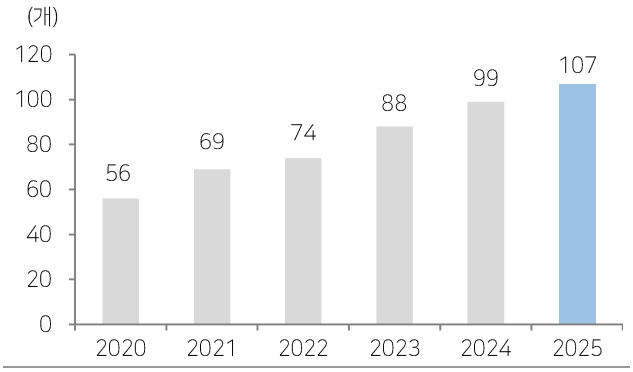
Source: 삼성바이오로직스, 다올투자증권

Fig. 6: CMO 승인 현황



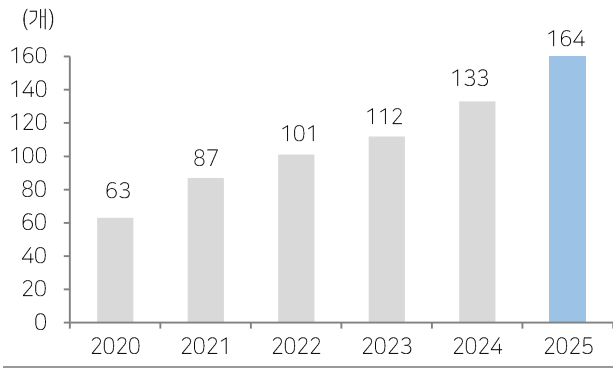
Source: 삼성바이오로직스, 다올투자증권

Fig. 7: CMO 제품 수 추이



Source: 삼성바이오로직스, 다올투자증권

Fig. 8: CDO 제품 수 추이

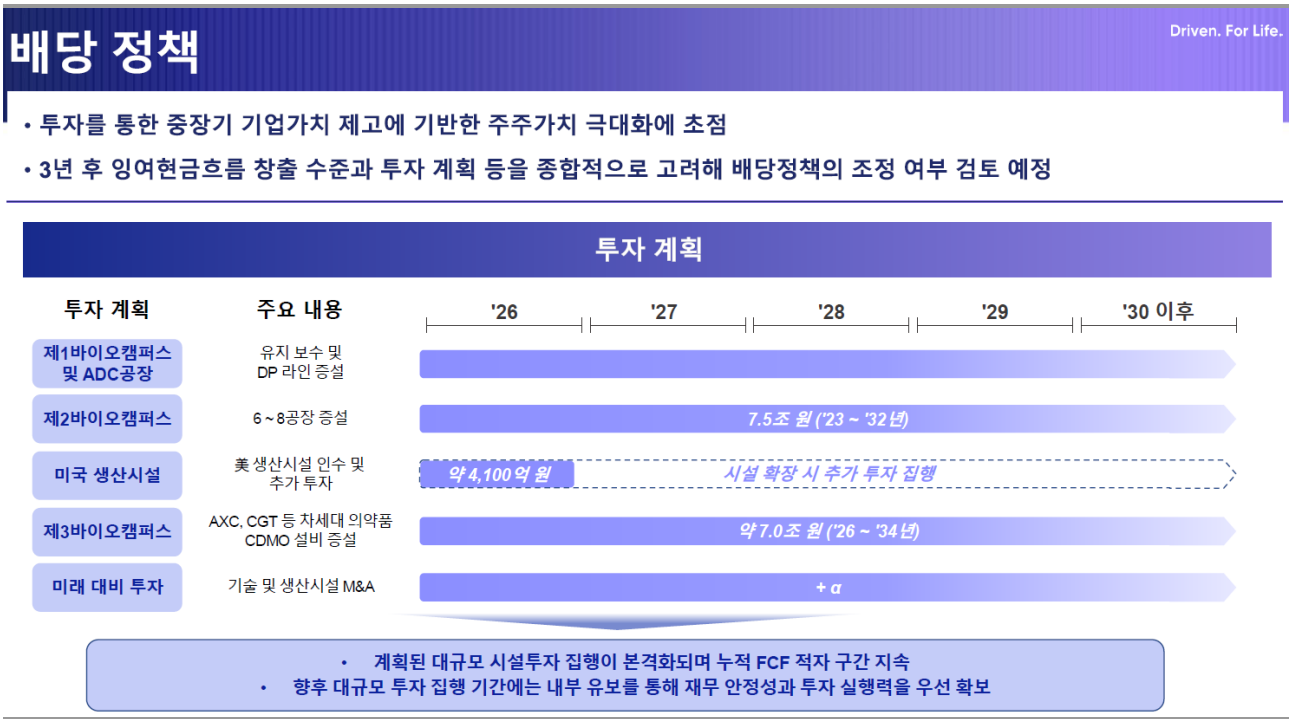


Source: 삼성바이오로직스, 다올투자증권

Fig. 9: 미국 생산시설 확보

Source: 삼성바이오로직스, 다올투자증권

Fig. 10: 배당 정책은 3년 후 검토 예정. 2025년 사업연도에는 배당 실시하지 않을 예정



Source: 삼성바이오로직스, 다올투자증권

SUSTINVEST

삼성바이오로직스

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2024 하반기	제약, 생명공학 및 생명과학
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	85.2	265/1287	19/99

연도별 성과

2022	BB
2023	A
2024	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	유한양행	삼성바이오로직스
5천억이상	HK이노엔	엑세스바이오
5천억미만	영진약품	CG인바이츠

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		91.9	23.0	15%	▲
	혁신 활동	75.0	15.3	중	▲
	생산 공정	98.5	27.9	중	▲
	공급망 관리	100.0	100.0	하	-
	생물다양성	100.0	76.0	하	▲
S(사회)		74.8	44.1	35%	▲
	인적자원 관리	72.8	45.2	상	▲
	공급망 관리	93.1	42.2	하	▲
	고객 관리	70.8	46.1	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	94.7	37.8	하	▲
G(지배구조)		65.7	57.8	50%	▲
	주주의 권리	65.6	50.3	중	▲
	정보의 투명성	70.0	60.2	하	▲
	이사회의 구성과 활동	74.7	55.8	중	▲
	이사의 보수	88.0	68.6	하	▲
	관계사 위험	72.5	76.6	하	▼
	ESG경영 인프라	94.3	34.8	하	▲

컨트로버시 이슈 (1개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

[2024상] 사회, Level2, 고용노동부, 직장 내 괴롭힘 등 노동관계법 위반사항 적발

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2021	0.0%	18.5%	9.3%
2022	0.0%	21.0%	-8.0%
2023	0.0%	17.5%	-7.4%

삼성바이오로직스 재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	4,070.4	3,992.3	4,702.1	4,514.3	4,639.9
현금성자산	1,917.8	1,223.7	1,724.7	1,435.7	1,412.6
매출채권	390.2	785.8	793.7	808.8	811.0
재고자산	1,678.6	1,883.0	2,082.9	2,167.9	2,313.4
비유동자산	7,760.8	9,324.9	9,921.8	10,899.8	11,722.2
투자자산	4,164.2	4,212.2	3,774.9	3,793.7	3,813.4
유형자산	3,542.9	5,047.6	6,083.3	7,039.2	7,840.1
무형자산	53.8	65.2	63.6	66.8	68.8
자산총계	11,831.3	13,317.2	14,623.9	15,414.1	16,362.1
유동부채	2,954.3	2,679.4	2,671.5	2,672.7	2,689.4
매입채무	1,036.7	1,135.0	1,122.4	1,109.3	1,111.7
유동성이자부채	950.9	137.1	127.8	127.8	127.8
비유동부채	638.3	1,356.9	1,322.9	1,341.5	1,361.0
비유동이자부채	280.2	929.7	844.3	844.3	844.3
부채총계	3,592.6	4,036.3	3,994.4	4,014.2	4,050.4
자본금	177.9	177.9	177.9	177.9	177.9
자본잉여금	5,672.4	5,672.4	5,672.4	5,672.4	5,672.4
이익잉여금	2,398.9	3,449.9	4,800.0	5,570.4	6,482.2
자본조정	(10.6)	(19.3)	(20.9)	(20.9)	(20.9)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,238.6	9,280.9	10,629.5	11,399.8	12,311.7
투하자본	4,234.4	5,795.7	6,566.5	7,625.8	8,560.8
순차입금	(686.7)	(157.0)	(752.6)	(463.6)	(440.5)
ROA	7.9	8.4	11.5	13.4	14.9
ROE	12.2	12.0	16.1	18.2	19.9
ROIC	26.8	19.7	25.5	27.5	28.3

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,938.8	3,497.1	4,557.0	5,321.2	6,169.3
증가율 (Y-Y,%)	20.6	19.0	30.3	16.8	15.9
영업이익	1,204.2	1,321.4	2,068.4	2,534.8	2,978.5
증가율 (Y-Y,%)	24.4	9.7	56.5	22.5	17.5
EBITDA	1,459.1	1,620.5	2,443.1	2,974.3	3,473.2
영업외손익	20.0	81.0	34.7	74.6	86.9
순이자수익	34.5	20.0	15.0	13.8	14.3
외화관련손익	(8.3)	41.8	13.9	53.8	65.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	1,224.2	1,402.4	2,103.1	2,609.4	3,065.5
당기순이익	945.9	1,051.0	1,602.7	2,009.3	2,360.4
증가율 (Y-Y,%)	37.7	11.1	52.5	25.4	17.5
NOPLAT	930.5	990.3	1,576.3	1,951.8	2,293.5
(+) Dep	254.9	299.0	374.7	439.4	494.7
(-) 운전자본투자	525.5	77.0	207.4	100.0	131.9
(-) Capex	976.2	1,297.1	1,171.0	1,381.6	1,281.4
OpFCF	(316.3)	(84.8)	572.5	909.7	1,374.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	36.1	30.7	23.2	21.9	20.8
영업이익증가율(3Yr)	60.3	35.0	28.8	28.2	31.1
EBITDA증가율(3Yr)	49.6	32.5	28.6	26.8	28.9
순이익증가율(3Yr)	55.6	35.4	32.6	28.5	31.0
매출총이익률(%)	50.7	49.0	55.2	57.3	58.3
영업이익률(%)	41.0	37.8	45.4	47.6	48.3
EBITDA마진(%)	49.6	46.3	53.6	55.9	56.3
순이익률 (%)	32.2	30.1	35.2	37.8	38.3

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	1,418.2	1,382.8	1,784.9	1,785.9	2,420.9
당기순이익	945.9	1,051.0	1,602.7	2,009.3	2,360.4
자산상각비	254.9	299.0	374.7	439.4	494.7
운전자본증감	117.6	(65.2)	15.6	(100.0)	(131.9)
매출채권감소(증가)	94.9	(366.9)	(3.3)	(15.1)	(2.2)
재고자산감소(증가)	(447.7)	(260.6)	(194.7)	(85.0)	(145.4)
매입채무증가(감소)	187.9	210.4	227.4	(13.1)	2.4
투자현금	(1,461.1)	(1,181.1)	(1,283.0)	(1,459.6)	(1,361.0)
단기투자자산감소	617.4	755.2	(110.3)	(42.1)	(43.8)
장기투자증권감소	(1,079.9)	(612.7)	17.8	0.0	0.0
설비투자	(976.2)	(1,297.1)	(1,171.0)	(1,381.6)	(1,281.4)
유무형자산감소	(22.4)	(26.5)	(14.9)	(17.0)	(16.1)
재무현금	(491.9)	(154.2)	(103.1)	0.0	0.0
차입금증가	(491.9)	(154.2)	(103.1)	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(527.2)	68.8	388.1	(331.1)	(66.9)
총현금흐름(Gross CF)	1,513.8	1,692.0	2,131.7	1,885.9	2,552.8
(-) 운전자본증가(감소)	525.5	77.0	207.4	100.0	131.9
(-) 설비투자	976.2	1,297.1	1,171.0	1,381.6	1,281.4
(+) 자산매각	(22.4)	(26.5)	(14.9)	(17.0)	(16.1)
Free Cash Flow	170.3	445.8	864.4	326.3	1,059.9
(-) 기타투자	1,079.9	612.7	(17.8)	0.0	0.0
잉여현금	(909.6)	(166.9)	882.2	326.3	1,059.9

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	13,290	14,766	22,518	43,405	50,990
BPS	114,998	129,482	228,249	244,821	264,478
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	57.2	64.3	83.2	43.2	36.7
PBR	6.6	7.3	8.2	7.7	7.1
EV/ EBITDA	36.6	41.6	35.2	29.0	24.8
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	35.7	39.9	62.5	46.0	34.0
PSR	18.4	19.3	29.3	16.3	14.1
재무건전성 (%)					
부채비율	43.6	43.5	37.6	35.2	32.9
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	137.8	149.0	176.0	168.9	172.5
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.9	1.0	0.6	0.6	0.5
자산구조					
투하자본(%)	41.0	51.6	54.4	59.3	62.1
현금+투자자산(%)	59.0	48.4	45.6	40.7	37.9
자본구조					
차입금(%)	13.0	10.3	8.4	7.9	7.3
자기자본(%)	87.0	89.7	91.6	92.1	92.7

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 88.7%	HOLD : 11.3%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

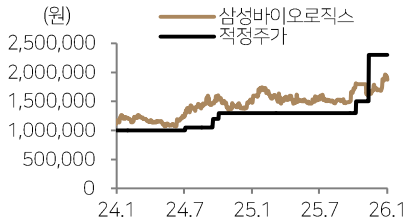
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

삼성바이오로직스 (207940)



일자	2024.07.25	2024.10.08	2024.10.24	2025.10.29	2025.12.02
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	1,050,000원	1,200,000원	1,300,000원	1,500,000원	2,300,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.07.25	1,050,000원	1,423,270원	1,599,786원	-7.9	3.52
2024.10.08	1,200,000원	1,537,705원	1,605,673원	-12.93	-9.08
2024.10.24	1,300,000원	1,523,863원	1,744,017원	-20.35	-8.85
2025.10.29	1,500,000원	1,763,124원	1,796,999원	-20.13	-18.6
2025.12.02	2,300,000원	1,759,061원	1,965,000원	-23.52	-14.57

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 1월 21일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.