EARNINGS REVIEW

27 Jan. 2026

이지수 제약 · 바이오 | jislee@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

녹십자 (006280)

알리글로가 증명한 회복

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	210,000	210,000	유지
Earnings			

Stock Information	
현재가 (1/26)	163,100원
예상 주가상승률	28.8%
시가총액	19,061억원
비중(KOSPI내)	0.05%
발행주식수	11,687천주
52주 최저가 / 최고가	112,800 - 170,500원
3개월 일평균거래대금	106억원
외국인 지분율	22.1%
주요주주지분율(%)	
녹십자홀딩스 (외 12인)	51.4
국민연금공단 (외 1인)	7.7
자사주 (외 1인)	2.3

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	n/a	n/a	39.0
PBR(배)	2.2	2.5	2.4
EV/EBITDA(배)	25.7	18.4	14.8
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	6.4	6.8	17.1	2.6
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(13.5)	(48.1)	(78.0)	(14.9)

Issue

4Q25 Review. 고마진 알리글로 매출 성장과 R&D 비용 절감으로 시장 기대치 상회

Pitch

2026년에는 고마진 알리글로 처방 확대, 자회사 적자폭 축소로 수익성 개선 이어질 전망. 연내 ABO 홀딩스 텍사스 혈액원 Laredo FDA 허가 획득, 알리글로 소아 임상3상 결과 발표 예상. 만성질환 치료제 비중이 낮은 편으로 정부 시행 예정인 약가 인하 영향 제한적. 투자의견 BUY 및 적정주가 21만원 유지

Rationale

- 4Q25 연결 매출액 4,978억원(+12.9% YoY, -18.3% QoQ), 영업이익 46억원(흑전 YoY, -84.3% QoQ; OPM 0.9%) 기록
- 알리글로는 연결 기준 5,000만달러(약 720억원), 별도 기준 409억원 기록. 고마진 알리글로 판매 확대와 R&D 비용 절감 효과로 영업이익 시장 기대치 상회하였으나, 세전이익 측면에서는 과거 지씨셀 합병시 발생한 영업권 손상차손(약 850억원)이 비현금성 일회성 비용으로 반영되며 영업외손실이 큰 폭으로 확대됨. 다만, 이는 일회성 요인으로 향후 추가적인 손상 가능성은 제한적일 전망
- 4Q 알리글로의 선제적 재고 축적에 따른 기저 효과로 1Q26 출하량 조절 불가피하나, 2Q부터 실제 처방 수요가 견인하는 분기별 실적 랠리 진입 전망. 연결 기준 1.5억달러 돌파 기대. 별도 기준(미국 법인 공급분) 연간 매출액은 2,070억원(+56.6% YoY)으로 전망. 전 사업부 고른 성장이 예상되어 2026년 연결 매출액 2조 1,632억원(+8.6% YoY), 영업이익 954억원(+38.0% YoY; OPM 4.4%)으로 추정
- ABO홀딩스는 기존 6개 혈액원의 FDA 허가에 이어 1H26 텍사스 Laredo 센터의 추가 승인 기대. 자회사 적자폭 축소를 통한 수익성 개선 이어질 전망
- 제품 포트폴리오 특성상 만성질환 치료제 비중이 낮아, 정부의 제네릭 약가 인하 정책에 따른 실적 영향은 상대적으로 제한적

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	497.8	490.9	1.4	483.7	2.9	440.9	12.9	609.5	(18.3)
영업이익	4.6	1.7	177.0	1.1	318.3	(10.1)	흑전	29.2	(84.3)
지배주주순이익	(87.1)	4.4	적전	(2.6)	적전	(27.3)	적지	15.9	적전
OPM	0.9%	-0.4%	0.6%p	0.2%	0.7%p	-2.3%	3.2%p	4.8%	-3.9%p
NIM	-17.5%	0.1%	-18.4%p	-0.5%	-17.0%p	-6.2%	-11.3%p	2.6%	-20.1%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 녹십자 실적 Revision (십억원, %)

	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	490.9	445.6	526.4	644.2	497.8	448.0	530.3	643.1	1.4	0.5	0.7	(0.2)
영업이익	1.7	12.4	32.6	41.3	4.6	13.1	30.6	37.9	177.0	5.8	(6.2)	(8.3)
영업이익률	0.3	2.8	6.2	6.4	0.9	2.9	5.8	5.9	0.6	0.1	(0.4)	(0.5)
EBITDA	25.5	37.3	57.6	66.6	28.5	38.0	55.6	63.2	11.5	2.0	(3.5)	(5.1)
EBITDA이익률	5.2	8.4	10.9	10.3	5.7	8.5	10.5	9.8	0.5	0.1	(0.5)	(0.5)
지배주주순이익	4.4	9.0	26.0	34.0	(87.1)	6.2	19.2	20.0	적전	(31.4)	(26.2)	(41.3)

Source: 다올투자증권

Fig. 2: 녹십자 실적 추정 (십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2023	2024	2025P	2026E
매출액	356.8	417.4	464.9	440.9	383.8	500.3	609.5	497.8	1,626.6	1,679.9	1,991.3	2,163.2
YoY	2.1	(3.6)	5.8	8.9	7.6	19.9	31.1	12.9	(4.9)	3.3	18.5	8.6
국내	217.5	234.6	268.0	242.3	219.2	251.3	355.3	252.2	957.9	962.4	1,078.0	1,124.8
혈액제제	74.0	74.5	80.8	80.3	83.8	80.0	89.8	82.9	310.6	309.6	336.5	355.9
백신	20.0	40.8	63.9	35.3	30.6	56.3	74.7	42.1	162.7	160.0	203.7	218.9
ETC	97.6	88.2	91.9	99.2	78.8	86.8	159.2	101.2	365.5	376.9	426.0	436.3
CHC 등	25.9	31.1	31.4	27.5	26.0	28.2	31.6	26.1	119.1	115.9	111.9	113.7
해외	37.9	76.1	103.5	96.2	76.4	140.4	74.4	90.9	252.1	313.7	382.1	469.1
혈액제제	15.4	16.2	55.8	81.4	43.3	72.0	43.8	64.6	113.9	168.8	223.7	299.0
백신	11.6	45.7	30.5	8.2	18.8	46.6	17.2	14.3	103.2	96.0	96.9	100.9
ETC	9.1	13.7	16.1	4.1	13.1	19.2	11.0	10.5	30.3	43.0	53.8	61.1
CHC 등	1.8	0.5	1.1	2.5	1.2	2.6	2.4	1.6	4.5	5.9	7.8	8.1
연결대상매출	101.6	106.7	93.3	102.3	88.1	108.4	179.8	154.7	416.8	403.9	531.0	569.2
매출총이익	86.4	128.5	145.5	121.5	112.7	155.2	145.9	140.3	484.6	481.9	554.1	608.7
YoY	(13.1)	(8.7)	3.3	17.4	30.5	20.8	0.3	15.4	1.1	4.9	20.0	8.2
GPM	24.2	30.8	31.3	27.6	29.4	31.0	23.9	28.2	29.8	28.7	27.8	28.1
영업이익	(15.0)	17.6	39.6	(10.1)	8.0	27.4	29.2	4.6	34.4	32.1	69.1	95.4
YoY	적지	(25.5)	20.8	적지	흑전	55.1	(26.2)	흑전	(57.6)	(6.8)	115.4	38.0
OPM	(4.2)	4.2	8.5	(2.3)	2.1	5.5	4.8	0.9	2.1	1.9	3.5	4.4
당기순이익	(30.7)	(9.1)	35.8	(38.7)	22.3	32.7	18.1	(99.2)	(19.8)	(42.6)	(26.1)	55.6
YoY	적지	적전	96.2	적지	흑전	흑전	(49.3)	적지	(128.5)	적지	흑전	흑전
NPM	(8.6)	(2.2)	7.7	(8.8)	5.8	6.5	3.0	(19.9)	(1.2)	(2.5)	(1.3)	2.6

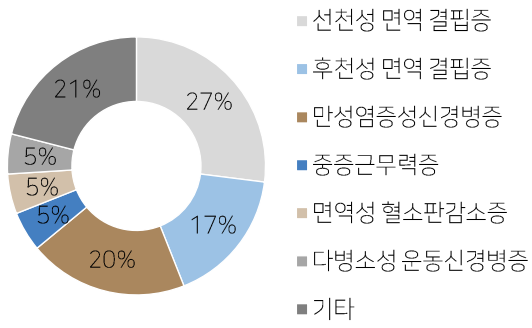
Source: 다올투자증권

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

구분	기업가치(십억원)	비고
1. 영업가치(A)	3,177	2026년 추정 EBITDA에 target EV/EBITDA 16배 (제약사 Peer 평균) 적용
2. 비영업가치(B)	193	
보유 지분가치(계열사)	121	
지씨셀(33%)	70	3개월 평균 시가총액 30% 할인
녹십자엠에스(42%)	25	3개월 평균 시가총액 30% 할인
녹십자웰빙(22%)	26	3개월 평균 시가총액 30% 할인
보유 지분가치(투자유가증권)	72	
한일홀딩스㈜(0.8%)	3	3개월 평균 시가총액 30% 할인
㈜파멥신(0.8%)	1	3개월 평균 시가총액 30% 할인
기타	68	비상장, 장부가액 30% 할인
순차입금(C)	1,001	2026년말 기준
주주가치(D=A+B-C)	2,369	
발행주식수(E, 천주)	11,413	자기주식수 제외
적정주가(D/E, 원)	207,588	
적정주가(원)	210,000	

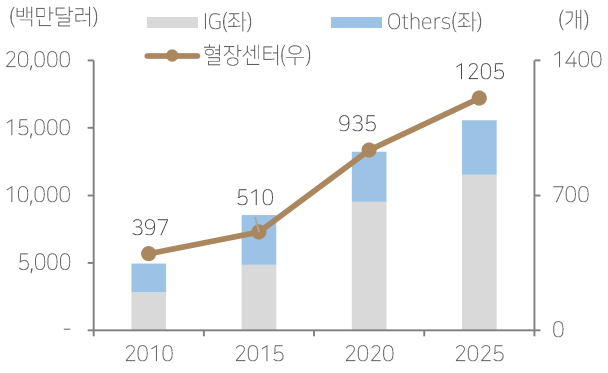
Source: 다올투자증권

Fig. 4: 미국 혈액제제 주요 적응증 및 수요 전망



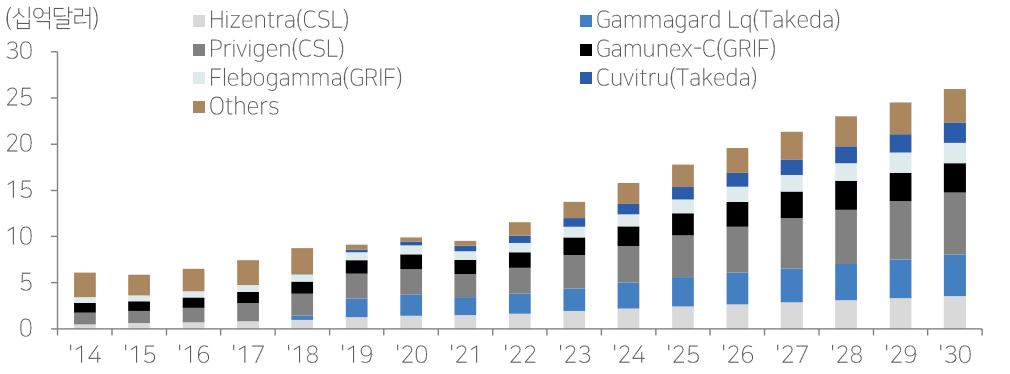
Source: 녹십자, 다올투자증권

Fig. 5: 미국 혈장 센터 수 및 혈액제제 시장 규모



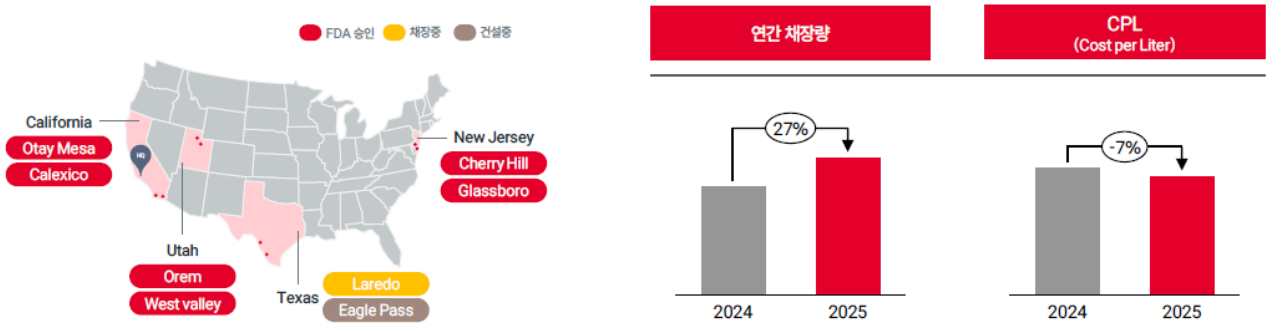
Source: MRB, 녹십자, 다올투자증권

Fig. 6: 글로벌 면역글로불린 시장 규모 및 전망



Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

Fig. 7: ABO홀딩스 인수 & 혈장 사업 효율화 진행

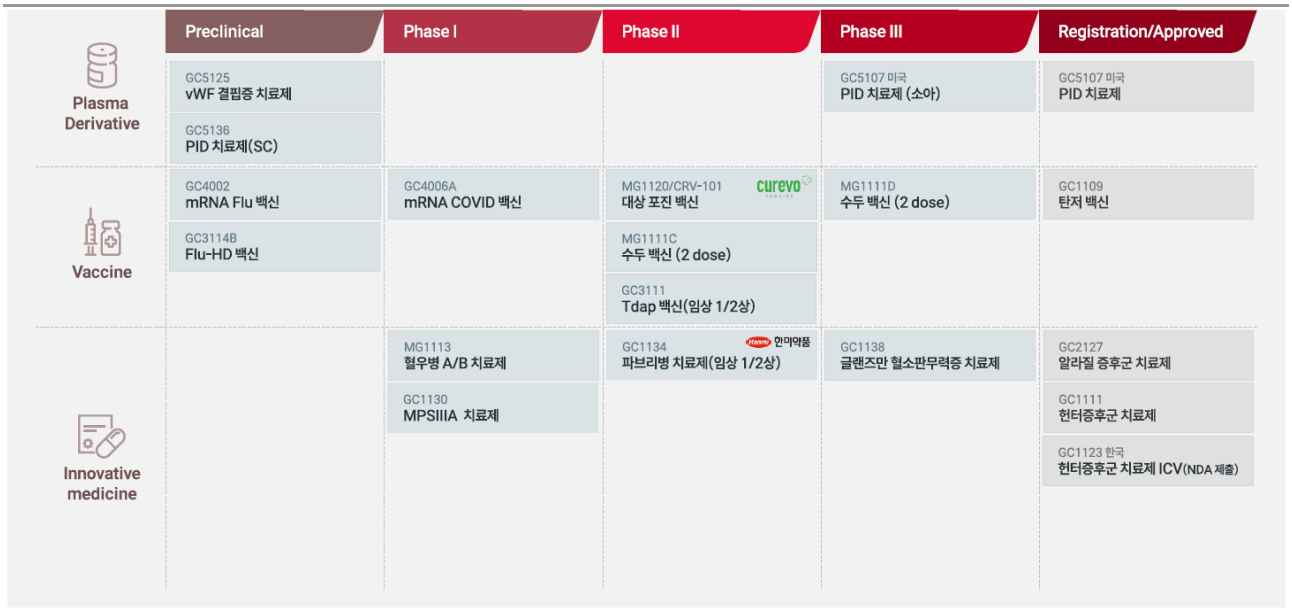


Source: 녹십자, 다올투자증권

Fig. 8: 2025년 Business Snapshot

Source: 녹십자, 다올투자증권

Fig. 9: R&D 파이프라인 현황



Source: 녹십자, 다올투자증권

SUSTINVEST

녹십자

등급	자산규모	평가시기	섹터
BB	2조이상	2025 상반기	제약, 생명공학 및 생명과학
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	82.5	329/1295	23/99

연도별 성과

2023	BB
2024	BB
2025	BB

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	유한양행	한미약품
5천억이상	HK이노엔	엑세스바이오
5천억미만	경보제약	메지온

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		62.8	23.3	15%	▲
	혁신 활동	40.0	15.3	중	▲
	생산 공정	70.9	28.0	상	▲
	공급망 관리	100.0	평가제외	평가제외	-
	생물다양성	24.0	평가제외	평가제외	-
S(사회)		80.3	44.3	35%	▲
	인적자원 관리	82.9	45.3	상	▲
	공급망 관리	88.8	42.1	하	▲
	고객 관리	53.0	46.1	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	100.0	37.8	하	▲
G(지배구조)		62.2	58.2	50%	▲
	주주의 권리	56.3	49.5	중	▼
	정보의 투명성	68.4	60.8	하	▲
	이사회의 구성과 활동	71.7	56.0	중	▲
	이사의 보수	49.9	72.9	하	▲
	관계사 위험	60.0	76.8	하	▼
	ESG경영 인프라	68.6	35.7	하	▼

컨트로버시 이슈 (없음)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

해당사항 없음

*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)
2022	30.5%	24.4%	-39.8%
2023	-	17.5%	-1.9%
2024	-	19.8%	44.3%

녹십자 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,039.1	1,201.8	1,349.7	1,422.9	1,464.7
현금성자산	52.1	32.9	48.8	100.1	105.2
매출채권	451.3	399.2	490.1	498.1	513.3
재고자산	516.2	746.6	784.8	796.3	816.8
비유동자산	1,604.2	1,542.0	1,706.8	1,740.7	1,776.7
투자자산	438.3	429.7	430.0	422.5	439.6
유형자산	828.0	805.0	830.9	838.8	844.4
무형자산	337.9	307.4	446.0	479.4	492.7
자산총계	2,643.3	2,743.9	3,056.5	3,163.6	3,241.4
유동부채	868.9	769.5	1,166.2	1,188.2	1,204.0
매입채무	271.2	301.6	397.5	416.1	431.2
유동성이자부채	549.7	404.1	699.8	699.8	699.8
비유동부채	234.5	493.4	492.1	495.7	499.5
비유동이자부채	191.4	435.9	401.3	401.3	401.3
부채총계	1,103.5	1,262.9	1,658.3	1,683.9	1,703.5
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	393.6	396.2	396.2	396.2	396.2
이익잉여금	873.0	815.3	800.3	871.9	930.0
자본조정	(24.8)	(17.3)	(46.9)	(37.0)	(36.9)
자기주식	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)
자본총계	1,539.9	1,481.0	1,398.3	1,479.7	1,537.9
투하자본	2,022.2	2,062.8	2,242.1	2,288.9	2,334.1
순차입금	689.0	807.1	1,052.2	1,001.0	995.8
ROA	(0.8)	(1.6)	(0.9)	1.8	2.7
ROE	(1.5)	(3.3)	(2.1)	4.5	6.5
ROIC	1.3	1.1	2.3	3.4	4.5

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,626.6	1,679.9	1,991.3	2,163.2	2,279.3
증가율 (Y-Y,%)	(4.9)	3.3	18.5	8.6	5.4
영업이익	34.4	32.1	69.1	95.4	128.7
증가율 (Y-Y,%)	(57.6)	(6.8)	115.4	38.0	34.9
EBITDA	110.3	113.1	160.5	196.1	231.3
영업외손익	(61.6)	(73.2)	(100.1)	(25.9)	(21.2)
순이자수익	(25.1)	(36.8)	(46.1)	(46.6)	(43.8)
외화관련손익	1.0	7.2	(4.8)	0.4	0.5
지분법손익	(38.4)	(26.2)	63.0	(9.3)	(7.0)
세전계속사업손익	(27.1)	(41.1)	(31.0)	69.5	107.5
당기순이익	(19.8)	(42.6)	(26.1)	55.6	86.0
지배기업당기순이익	(26.6)	(26.3)	(3.5)	48.9	75.6
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	적지	흑전	54.7
NOPLAT	25.0	23.3	50.1	76.3	103.0
(+) Dep	75.9	81.0	91.3	100.7	102.6
(-) 운전자본투자	116.7	135.8	30.8	0.1	20.7
(-) Capex	79.1	32.0	65.7	83.5	81.9
OpFCF	(94.9)	(63.5)	44.9	93.5	102.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.6	3.0	5.2	10.0	10.7
영업이익증가율(3Yr)	(11.8)	(24.2)	(5.2)	40.5	58.8
EBITDA증가율(3Yr)	3.7	(4.4)	3.1	21.1	26.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	2.1	1.9	3.5	4.4	5.6
EBITDA마진(%)	6.8	6.7	8.1	9.1	10.1
순이익률 (%)	(1.2)	(2.5)	(1.3)	2.6	3.8

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	(5.5)	(53.5)	(21.5)	188.4	151.4
당기순이익	(19.8)	(42.6)	(26.1)	55.6	86.0
자산상각비	75.9	81.0	91.3	100.7	102.6
운전자본증감	(100.3)	(144.1)	(22.4)	(0.1)	(20.7)
매출채권감소(증가)	(45.2)	54.7	(101.0)	(8.0)	(15.2)
재고자산감소(증가)	(69.2)	(229.6)	(8.1)	(11.5)	(20.5)
매입채무증가(감소)	101.8	26.4	80.2	18.5	15.1
투자현금	(150.2)	(67.9)	(197.3)	(130.9)	(129.2)
단기투자자산감소	(7.9)	(18.2)	12.9	13.0	16.4
장기투자증권감소	(17.2)	(5.8)	(46.6)	7.2	(14.8)
설비투자	(79.1)	(32.0)	(65.7)	(83.5)	(81.9)
유무형자산감소	(44.6)	(8.8)	(37.2)	(58.5)	(39.6)
재무현금	100.5	93.8	236.8	(7.7)	(17.4)
차입금증가	124.0	113.5	228.6	0.0	0.0
자본증가	(24.8)	(19.5)	8.9	(7.7)	(17.4)
배당금지급	24.8	19.5	17.1	17.5	17.5
현금 증감	(55.7)	(27.1)	19.3	49.8	4.8
총현금흐름(Gross CF)	135.9	129.5	39.6	188.5	172.1
(-) 운전자본증가(감소)	116.7	135.8	30.8	0.1	20.7
(-) 설비투자	79.1	32.0	65.7	83.5	81.9
(+) 자산매각	(44.6)	(8.8)	(37.2)	(58.5)	(39.6)
Free Cash Flow	(114.7)	(82.4)	(180.1)	57.5	22.2
(-) 기타투자	17.2	5.8	46.6	(7.2)	14.8
잉여현금	(131.9)	(88.3)	(226.8)	64.7	7.5

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(2,279)	(2,249)	(299)	4,180	6,467
BPS	82,347	80,884	65,214	69,321	73,160
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	39.0	25.2
PBR	1.5	2.2	2.5	2.4	2.2
EV/ EBITDA	19.5	25.7	18.4	14.8	12.5
배당수익율	1.2	0.8	0.9	0.9	0.9
PCR	10.8	16.2	48.2	10.1	11.1
PSR	0.9	1.2	1.0	0.9	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	71.7	85.3	118.6	113.8	110.8
Net debt/Equity	44.7	54.5	75.2	67.6	64.8
Net debt/EBITDA	624.4	713.4	655.6	510.3	430.6
유동비율	119.6	156.2	115.7	119.8	121.6
이자보상배율	1.4	0.9	1.5	2.0	2.9
이자비용/매출액	1.8	2.4	2.5	2.3	2.1
자산구조					
투하자본(%)	80.5	81.7	82.4	81.4	81.1
현금+투자자산(%)	19.5	18.3	17.6	18.6	18.9
자본구조					
차입금(%)	32.5	36.2	44.1	42.7	41.7
자기자본(%)	67.5	63.8	55.9	57.3	58.3

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 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

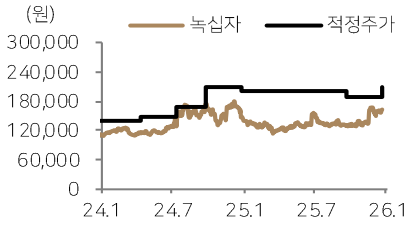
주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

투자등급 비율

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

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

녹십자 (006280)



일자	2024.05.09	2024.08.06	2024.10.21	2025.01.20	2025.10.17	2026.01.16
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	150,000원	170,000원	210,000원	200,000원	190,000원	210,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.05.09	150,000원	119,903원	144,400원	-20.06	-3.73
2024.08.06	170,000원	157,143원	173,800원	-7.56	2.24
2024.10.21	210,000원	157,190원	179,500원	-25.15	-14.52
2025.01.20	200,000원	131,135원	156,100원	-34.43	-21.95
2025.10.17	190,000원	143,340원	170,500원	-24.56	-10.26
2026.01.16	210,000원	157,067원	161,500원	-25.21	-23.1

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 1월 26일)
** 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.