

## 더없이 좋은 안정적 독점, 시장도 이미 알고 있다

# Hold

### Valuation

Target Price: 121,720

Price: 113,000

Margin of Safety:

7.72%

MktCap.(억원): 3887

ROE: 11.8

Op.Margin: 3.7%

PER: 11.86

PBR: 1.34

Dividend Yield: 1.2%

Major Sh.Holder:

함태호 17.21%

Foreign Shr.: 23.4%

### 기업분석 1팀

김성진, 부은영, 심민규,  
우승민, 이정욱

1. 오뚜기는 좋은 기업이다.

몇십년 짜 주요 제품에서 흔들리지 않는 독점을 유지할 수 있는 기업은 드물다. 오뚜기는 그런 몇 안 되는 기업 중 하나로 독점 기업들 중에서도 앞으로도 수요가 꾸준할 것이라는 점에서, 이익의 안정성을 보장받을 수 있다는 점에서 강력한 독점 기업이다.

2. 좋은 기업 = 좋은 주식?

아무리 좋은 기업이라도 고평가되어 있다면 투자자의 입장에서는 나쁜 주식이다. 오뚜기는 분명히 좋은 기업이지만 좋은 주식인가라는 질문에는 긍정적인 대답을 하기 힘들 것 같다.

### 1. 그 이름도 친숙한 오뚜기

오뚜기는 1969년 설립되어 국민적인 사랑을 받으며 우리나라 경제와 함께 성장해온 대표적인 토종 식품 기업이다. 오뚜기 케첩, 마요네즈, 3분 카레, 진라면 등은 거의 모든 가정 식탁을 지배하고 있다고 해도 과언이 아니다.

제도적인 보호나 기술적인 장벽 없이 소비자의 선택이 자유로운 식품 산업에서 70%이상의 점유율을 보이면서 이렇듯 오랫동안 독점을 유지해 올 수 있었던 데에는 시장을 사수하려는 오뚜기의 정신이 있었다.

오뚜기가 70년대에 케첩과 마요네즈를 출시한 후 식단이 서구화되어 감에 따라 시장이 성장하기 시작하자 외국 기업들이 브랜드를 내세워 국내에 진출하기 시작했다. 그리하여 코카콜라와 펩시의 Cola war에 버금가는 마요네즈 전쟁과 케첩 전쟁을 치르게 된다.

## Round 1 : 마요네즈 전쟁 – 오뚜기 vs. Knorr



vs.



1981년 베스트푸드마요네즈로 유명한 세계최대 마요네즈 생산업체인 CPC International 이 조미료로 전성기를 구가하고 있었던 미원과 50%씩 합작해 한국크노르라는 회사를 차려 국내 마요네즈 시장을 공략했다. 미원의 유통망을 등에 업고 리본표가 소비자에게 어필하는데 성공해 오뚜기의 점유율은 55%까지 하락했다.

위기의식을 느낀 오뚜기는 고소한 맛의 골드 마요네즈로 제품라인업을 한 후 유통매장 내 진열대의 골든 스페이스를 차지하기 위해 공격적으로 영업을 감행했고, 이 과정에서 크노르 측의 직원과 난투극 끝에 살인까지 일어났다고 하니 그 당시의 경쟁이 얼마나 살벌했는지 알 수 있다. 대대적인 광고, 가정 방문홍보, 원가절감 노력 등 오뚜기의 필사적인 공세를 못 이기고 1996년 합작관계가 청산되면서 한국시장에서 철수한 이후로 오뚜기 마요네즈는 세대가 바뀌어도 변함없는 국민적인 제품으로 자리잡았다.

## Round 2: 케첩 전쟁 – 오뚜기 vs. Heinz



vs.

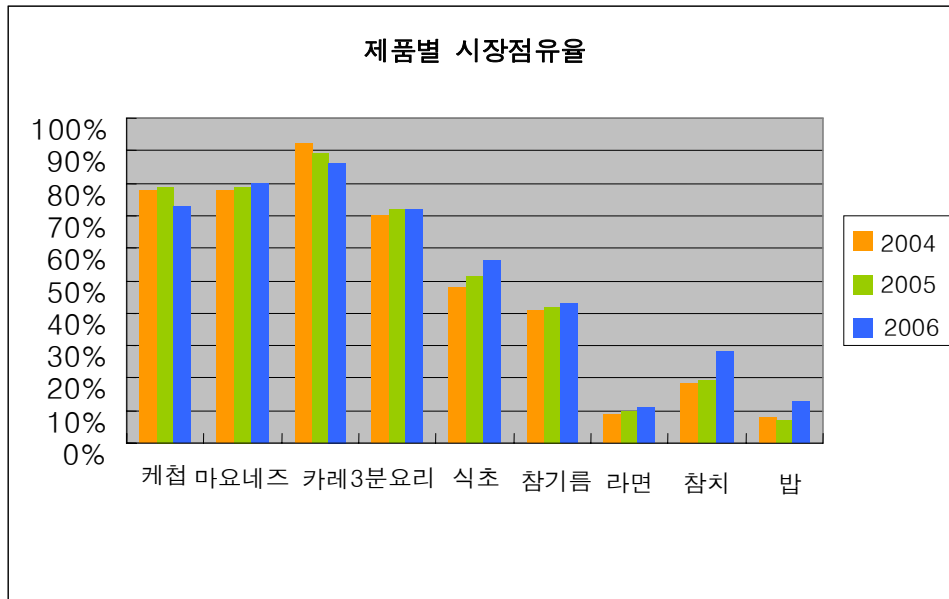


1986년 세계 최고의 케첩 브랜드를 자랑하는 Heinz가 서울식품과 합작을 통해 서울하인즈를 설립해 국내에 진출했다. 이미 외국회사와의 대전을 통해 경쟁에 익숙해진 오뚜기는 크노르를 몰아내는 데는 10년이 걸렸지만 하인즈는 5년 만에 물리쳤다.

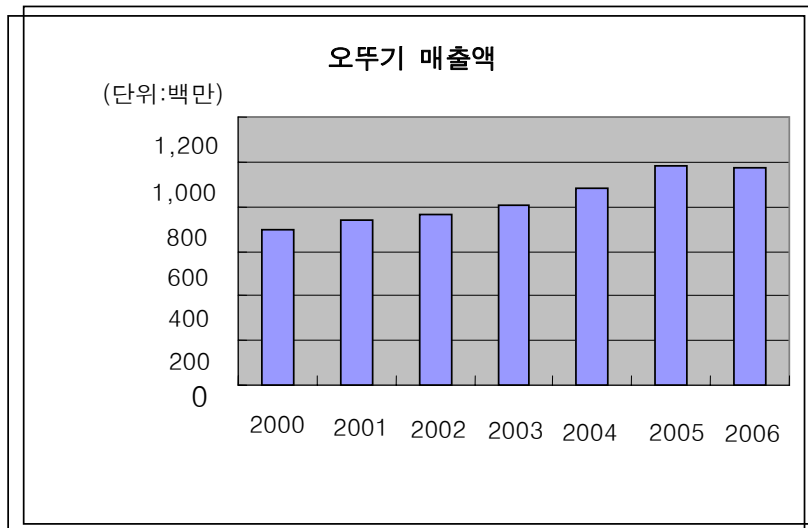
그 후로 한국하인즈는 패밀리 레스토랑을 통해 주로 업소용 케첩을 판매해왔으나 2006년 3월 CJ와의 제휴를 통해 다시 일반소비자 시장을 공략하기 시작했다. CJ측은 케첩을 통해 성장을 노린다기 보다 세계적인 식품기업의 노하우를 배운다는 데에 의의를 두고 있고 하인즈 브랜드를 쓴다는 점에서 오뚜기 제품에 익숙한 소비자의 선택이 크게 변할 것 같지는 않지만 CJ의 강력한 유통망과 할인점 교섭력을 생각해볼 때 오뚜기에서도 신경을 써야 할 것이다.

이처럼 두 차례의 전쟁을 거뜬히 치러낸 후 마요네즈와 케첩의 점유율은 20년이 넘는 지금까지 철옹성처럼 지켜지고 있다. 현재 오뚜기는 마요네즈, 케첩, 3분 요리에서 70-80%

의 점유율을 보이며 독점적인 위치를 유지하고 있고 그 외 제품에서도 일정한 점유율을 유지하고 있고 시장점유율은 큰 변동 없이 안정적인 편이다.



오랜 기간에 걸쳐 축적된 소비자의 강력한 브랜드 충성도에 바탕을 둔 독점으로 오뚜기는 매년 꾸준히 매출액 성장을 이루었다.



2006년에 실적이 부진했던 원인은 2005년 매출 1조원 달성이라는 목표를 위해 재고를 유통업체에 떠넘기는 밀어내기 판매 전략을 취했기 때문이다. 원래 2006년 매출의 일부가 2005년의 매출로 인식되어 실적이 부풀려진 것이다. 2005년의 상황이 반복적이지 않고 특수했다는 점을 감안할 때 이러한 실적 조작이 다시 발생할 가능성은 작아 보인다.

2007년 1분기 매출액이 전년 동기 대비 12.5%, 영업이익이 57.4%나 증가해 사상최고

영업이익을 내어 어닝 서프라이즈를 기록하면서 지난해의 부진을 만회할 것으로 예상된다. 사상최고의 실적 배경은 아직 자료의 부족으로 정확하게 밝혀내지는 못했으나 2005년에 이어 매출 확대를 위해 할인율을 높인 데서 기인한 것으로 추측된다. 즉, 유통업체에 예년 보다 할인된 가격에 넘겨 소비자가격을 낮추었으나 원가는 그대로여서 매출과 이익률이 동시에 하락한 것이다.

&lt;제품별 가격추이&gt;

(단위: 원/kg,PC)

품목	2004	2005	2006
케첩(kg)	1,930	1,917	1,887
마요네즈(kg)	1,608	1,604	1,537
카레(kg)	5,301	5,225	5,069
식초(kg)	1,177	1,164	1,136
라면(PC)	268	260	240
참기름(PC)	4,050	3,638	3,239

2007년 1분기에 매출액은 12.5% 늘었는데 영업이익이 57% 늘었다는 사실은 2006년의 과도한 할인율을 정상적으로 회복해 수익성을 개선된 것으로 볼 수 있다.

## 2. 투자한다면 왜 '오뚜기'인가?

식료품 산업은 다양한 제품 및 각 제품별로 독립적인 경쟁양상을 특징으로 가지고 있다. 라면시장은 농심이, 조미료 및 장류는 대상이, 케첩, 마요네즈, 3분 요리 등은 오뚜기가 독점적인 점유율을 보유한 채 자신의 영역을 확고히 구축하고 있으며, 그 외에도 주요 제품별로 독점적 점유율을 보유한 기업들이 존재하거나, 여러 기업들이 혼재한 채 경쟁을 벌이고 있다. 따라서 식료품 산업 전체에서 독점적인 기업을 찾는다는 것은 어려우며, 개별 제품에서 독점적인 지위를 확보한 기업들은 그 점유율의 안정성 및 이익률로 미루어 독점기업으로 볼 수 있다.

밀랜드 M.레레의 <독점의 기술>이라는 책에 따르면 독점이란 **충분한 기간 동안 소유할 만한 공간**이다. 독점은 첫째로 사업 영역이나 공간이 '소유할 만한' 것이어야 한다. '소유할 만하다'는 것은 그 사업영역이나 공간을 배타적으로 지배할 수 있고 수익성도 있다는 뜻이다. 즉, 해당제품에 대해 많은 소비자들이 자신의 필요를 채우기 위해 기꺼이 돈을 쓸 준비가 되어 있어야 한다.

둘째, 독점이 의미가 있으려면 소유할 만한 공간을 '충분히 오랫동안' 지배할 수 있어야 한다. 이는 경쟁자가 진입하기 전까지 투자 비용을 회수하고도 충분한 기간 동안 수익성을

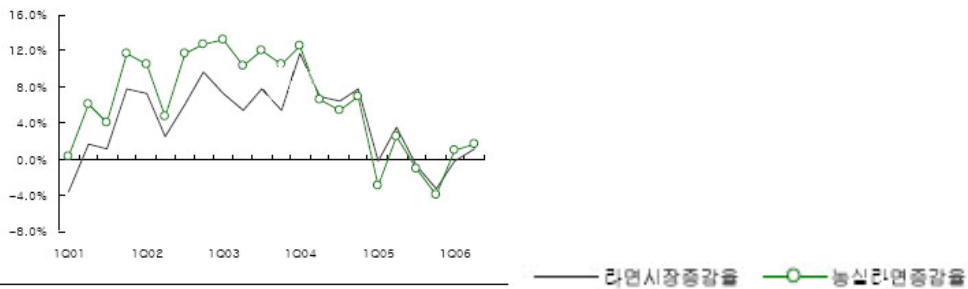
보장받을 수 있어야 한다는 뜻이다.

위의 두 가지 조건에 따라서 오뚜기가 기존의 다른 독점적인 식품 기업에 비해 어떻게 상대적인 우위를 가지고 있는지 살펴보자.

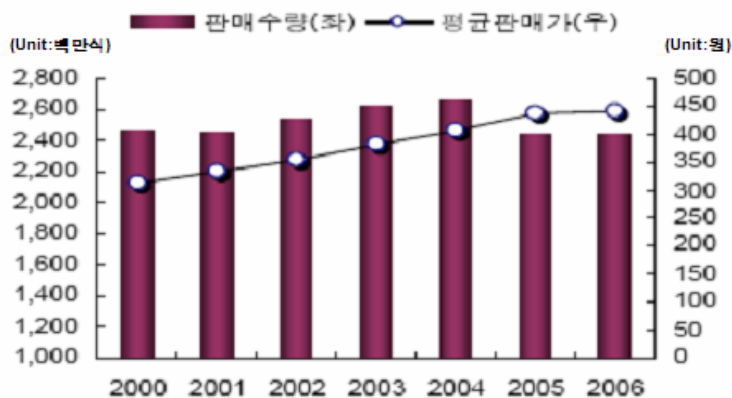
**1) 소유할 만한 공간에 대한 재고- 소비자들이 제품을 원하는가**

라면시장의 경우 최근 주요 트렌드로 떠오른 웰빙에 의해 타격을 입고 있으며, 이같은 소비자의 식습관 변화가 농심의 실적에 반영되고 있다. 2004년을 기준으로 점유율은 변하지 않은 채(2004:73.5%, 2005:73.%) , 라면 판매수량이 감소하고 있어 시장이 성숙기를 넘어서 침체로 이어지는 것이 아니냐는 우려가 나타나고 있다.

라면 시장의 추세와 농심 라면



라면 판매수량 및 평균 판매가 추이

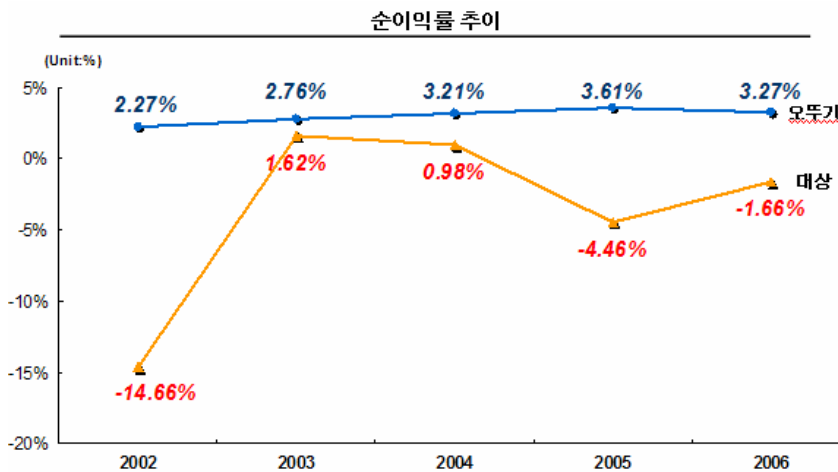
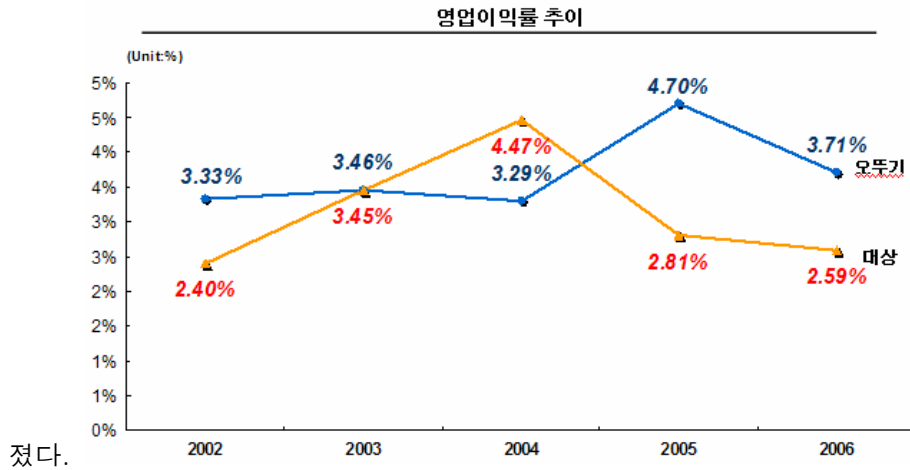


라면과 더불어 스낵 산업 역시 2006년 매출이 전년대비 4.8% 감소해 농심의 주력 제품 시장이 위태로운 상황이다. 위기의식을 느낀 농심은 튀기지 않은 건면을 출시했으나 가격이 높고 기존의 라면과 맛이 확연히 다르기 때문에 라면의 완전한 대체재로 보기 힘들다. 그 외에도 건강식품과 음료를 신 성장 동력으로 삼겠다고 발표했으나 음료는 이미 경쟁이 치열한 산업이고 건강식품은 기존사업과 반대 방향이라 시너지를 기대하기가 힘들 것으로 보인다.

물론 한 순간에 라면의 수요가 급감한다거나 농심의 인기도가 하락할 가능성은 작지만 독점을 누려왔던 제품의 수요가 감소할 징조가 나타난다는 점에서 투자 할만큼 매력적이지는 못하다.

2) 충분한 기간 동안 이익을 누릴 수 있는가

미원 제품으로 조미료의 절대적 독점을 누렸던 대상은 96년 청정원이라는 브랜드를 통해 고추장, 된장, 쌈장 등 장류 시장에 진출했다. 그 후로 각 장류 제품이 45%내외의 점유율을 가지고 해찬들과 시장을 양분하며 안정적인 기반을 가지고 있었으나 CJ가 2005년 말 제휴 관계에 있던 해찬들을 완전히 인수하면서 경쟁이 격화되자 바로 이익률 하락으로 이어



위의 그래프에서 보듯이 대상은 영업이익률 및 순이익률에 있어서 매우 큰 기복을 나타낸다. 그 동안 안정적으로 확보하고 있던 영역이 위협을 받기 시작한 것으로 해석할 수 있다.

오뚜기는 주력 제품인 케첩과 마요네즈의 경우 요리의 매우 기본적인 소스이기 때문에 수요가 감소할 위험이 작고, 오뚜기의 아성에 도전할 수 있는 강력한 신규 진입자가 나타날 가능성도 작다. 3분 요리의 경우에도 청정원 등의 브랜드가 출시된 지 오랜 시간이 경과되었지만 점유율이나 매출에 아무런 해가 되지 않았다는 사실로 미루어 볼 때 소비자들이 오뚜기의 제품을 원하고 미래에도 현재의 높은 충성도가 유지될 것으로 보인다.

### 3. 오뚜기 위험 검토 - 식품 산업 리스크를 통해

이처럼 오뚜기의 안정적인 독점적 성격은 오뚜기를 Risk로부터 보호해 주고 있어 오뚜기만의 리스크를 딱히 찾기가 어렵기 때문에 식품 산업에 내재된 위험을 통해 오뚜기가 노출될 수 있는 위험에 어떤 것들이 있는지 추측해볼 수 있을 것이다.

#### 1) 식습관의 변화

일반적으로 식료품은 생필품으로 인식되어 경기 및 가격에 대해 비탄력적이다. 그러나 소비자 선호 및 소비자의 식습관의 변화는 식품 산업의 매출에 큰 영향을 미칠 수 있다.

웰빙 열풍은 식품 시장 내에서도 많은 제품에 영향을 미치고 있다. 음료 시장에서는 탄산음료의 수요가 감소하고 녹차의 인기가 늘어나고 있고, 라면 시장에서는 종래의 튀긴 라면 대신 생면의 수요가 증가하고 있다.

이 같은 트렌드의 변화에 오뚜기가 얼마나 민감할까? 케첩과 마요네즈는 많은 요리에 기본 소스로 사용되기 때문에 요리의 종류가 변하더라도 케첩과 마요네즈의 사용도가 줄어 들지는 않을 것이다. 그렇다면 3분요리가 라면과 다른 점은 무엇인가? 3분 요리는 간편하게 먹을 수 있다는 점에서 라면과 비슷하지만 밥과 함께 먹는 보완재이고 2005년에 카레가 인체에 이롭다는 방송이 보도되면서 매출이 일시적으로 증가한 적이 있다는 사실에 비추어 볼 때 앞으로도 오뚜기는 이러한 트렌드에 덜 민감할 것으로 예상된다.

#### 2) 대체재의 등장 및 경쟁사의 진입

식품 사업, 특히 음료 산업에서 기존의 시장 점유율 1위 상품이 신규 상품의 공격적 마케팅으로 시장점유율 1위 자리를 넘겨주는 경우가 종종 있었다. 대표적인 예로 '박카스'가 '비타 500'에 40년 이상 지켜오던 1위 자리를 빼앗긴 것이나, 17차가 최근 옥수수 수염차에 고전을 면치 못하고 있다.

신선식품이라는 분야를 개척해 오랫동안 독점을 누려온 풀무원이 최근 CJ와 대상의 시장 진입에 압력을 받고 있기도 하다.

케첩과 마요네즈는 사실상 대체재로부터 완벽한 보호를 받고 있다고 보아도 무방하고, 성

장기 시장에 신규 경쟁자가 생겨나는 단계를 지난 제품이기 때문에 오뚜기는 이 같은 걱정에서 벗어나 안정적으로 사업을 영위할 수 있다.

**3) 식품 안전사고**

음식물 산업은 소비자의 건강 및 기업 윤리적인 문제를 고려해야만 하기 때문에 식품 안전사고는 음식물 산업 내의 기업에 있어 가장 조심해야 할 것 중에 하나이다. 식품 안전사고의 예로, 쓰레기 만두 파동이나 유통기한 조작과 같은 사건을 예로 들 수 있겠다.

유통기한 조작과 같은 문제는 제조사의 과실이라기 보다는 대부분이 중간 유통 사업자나 최종 판매처에 의해 발생한다. 원자재의 안정성 여부는 아직까지 정부차원에서 특별한 규제가 만들어지고 있지 못하고 있을 뿐더러 공급업자에 의해 랜덤하게 발생하므로 음식 산업 내에서 아직 예측 불가능한 리스크로 남아있다.

위생 및 안전 문제는 한 번 사건이 발생하면 파장이 너무나도 크지만 예측이 불가능하고 식품기업이라면 피해갈 수 없는 리스크라 할 수 있다. 다만 오뚜기는 40년 가까이 이러한 사고를 한 번도 낸 적이 없다는 점은 내부적으로 위생에 대한 관리 체계가 잡혀있다고 볼 수 있을 것이다.

**4) FTA가 식품 산업에 미치는 영향**

한미 FTA로 인해 외국 식료품의 관세가 철폐되면서 가격 경쟁력을 가지게 되어 외국 기업의 국내 진입은 식품 산업에 부정적인 영향을 미칠 것으로, 식재료 가격의 하락은 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

긍정적인 요인	부정적인 요인
식품 원재료의 확보로 인한 매출원가의 하락	외국계 경쟁 기업의 등장

외국의 잠재 경쟁사가 국내에 진출할 경우 독자적으로 하기보다 국내 회사와의 제휴나 합작이라는 형식을 선택할 것이다. 후자 쪽이 국내에 유통 채널이 전혀 없고 국내 소비자의 브랜드 인지도가 낮은 외국 기업이 현실적으로 선택해야 하는 길이기도 하다. 케첩이나 마요네즈는 이미 세계 최고의 회사들을 물리친 경험이 있고, 식초나 참기름, 라면, 밥 등은 외국 기업이 좁은 한국 시장에서만 만들어 팔 유인도 없을뿐더러 경쟁 우위를 가지기도 힘든 제품들이다.

원재료 가격의 하락은 오히려 설탕, 토마토페이스트 등의 원재료 수입가격이 떨어진다면 직접적으로 수혜를 입을 수 있다. 그러나 원재료 가격의 하락 효과에 따른 원가 절감 효과 역시 아직 구체적으로 예측하기는 힘들다.



## 4. Valuation

### 1) RIM

1. ROCE : 2007년도 예상치 13.08% 사용. 한계 ROCE는 12.47%였으나 2006년 실적이 특별히 부진했고 2007년에는 이를 회복할 것으로 보이며, 과거 5개년 ROCE평균에도 더 가깝다.
2. 배당성향 : 지난 3년간 평균치 12%
3. 할인율 : CAPM 모형을 이용해 도출한 자기자본비용 11.02%
4. 결과: 적정주가는 121,720원으로 5월 4일 증가 113,000원을 기준으로 7.72%의 안전마진이 나온다.

(단위 : 천원)	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2012E
당기순이익	31,767,228	39,018,879	43,774,499	49,109,735	55,095,230	61,810,237	69,343,668	77,795,275
배당금(배당성향 12% 가정)		4,682,265	5,252,940	5,893,168	6,611,428	7,417,228	8,321,240	9,335,433
<b>자기자본의 장부가치(A)</b>	281,724,755	316,061,368	354,582,928	397,799,495	446,283,297	500,676,306	561,698,734	630,153,575
ROCE (과거 5개년 평균)	13.85%	13.85%	13.85%	13.85%	13.85%	13.85%	13.85%	13.85%
할인율 (자기자본수익률 11.02%로 가정)	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%
Residual Earnings(Residual Income)		8,944,537	10,034,697	11,257,726	12,629,817	14,169,139	15,896,074	17,833,488
PV of RE(RI)		8,056,690	8,141,451	8,227,104	8,313,658	8,401,123	9,425,052	
<b>Total PV of RE(B)</b>	50,565,079							
Continuing Value	161,828,382							
PV of CV	86,426,585							
<b>자기자본의 가치(=A+B)</b>	418,716,419							
주당 자기자본 가치(3,440,000주)	₩121,720							
현재주가	₩113,000							
안전마진	7.72%							

### 2) DCF

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12
매출액성장률	6.41%	6.41%	6.41%	6.41%	6.41%	6.41%	6.41%
예상매출액	970,174,138	1,032,362,300	1,098,536,724	1,168,952,928	1,243,882,810	1,323,615,698	1,408,459,465
예상EBIT	35,948,515	41,294,492	43,941,469	46,758,117	49,755,312	52,944,628	56,338,379
EBIT(1-27.5%)	26,062,673	29,938,507	31,857,565	33,899,635	36,072,601	38,384,855	40,845,324
(+)유·무형자산 상각비	20,104,470	20,761,349	22,092,151	23,508,258	25,015,137	26,618,608	28,324,860
총현금흐름	46,167,143	50,699,855	53,949,716	57,407,893	61,087,739	65,003,463	69,170,185
(-)운전자본의 증가	(123,884)	(1,290,762)	(1,373,500)	(1,461,541)	(1,555,226)	(1,654,916)	(1,760,996)
(-)설비투자	15,445,801	31,535,312	33,556,726	35,707,712	37,996,576	40,432,157	43,023,858
총투자액	15,321,917	30,244,550	32,183,226	34,246,171	36,441,350	38,777,241	41,262,862
예상 FCFE	30,845,226	20,455,305	21,766,490	23,161,722	24,646,389	26,226,222	27,907,323
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		19,481,243	19,742,848	20,007,967	20,276,645	20,548,931	
WACC	11.01%						
영구성장률	5%						
Terminal Value	464,348,137						
현재가치의 합	100,057,634	V Firm	488,384,496				
PV of TV	346,503,729	V Debt	59,627,974				
현금 + 시장성유가증권	28,279,872	V Equity	428,756,522				
비영업용자산	13,543,261						
발행주식수	3,440,000						
적정주가	₩124,639						
현재주가	₩113,000						
안전마진	10%						
				자기자본비용		11.02%	
				1년치 일별베타		0.86073	
				5년치 일별베타			
				한국시장프리미엄		7.00%	
				3년만기국채수익률		4.99%	
				WACC		11.01%	
				차입금가치(이자발생부채)		59,627,974	
				주주지분가치(시가총액)		388,720,000,000	
				한계조달금리(감사보고서)		5.40%	

1. 매출액 성장률 : 과거 10년간 매출액 성장률의 기하평균인 6.41% 사용
2. 무위험이자율 : 3년만기 국채수익률 4.99% 사용
3. 위험프리미엄 : 한국시장의 역사적 위험프리미엄 7% 사용
4. WACC : IBD와 자본금 시가를 기준으로 1년치 일별베타를 사용한 11.01% 사용
5. 결과 : 적정주가 124,639원으로 5월 4일 종가 113,000원 기준으로 10%의 안전마진이 나온다.

### 3) PM

<b>1. 세후 배당수익</b>					
If	ROE =	13.85%	<b>기초 Underlying I</b>	₩9,235.00	
	보통주 배당성향 =	12.00%		<b>배당 재투자 이율</b>	4.83%
	유보율 =	88.00%		<b>배당소득세율 =</b>	<b>15.40%</b>
	성장율 =	12.19%			
Then		EPS	DPS	세후 DPS -> 기말 FV	
	2006	₩9,235.00	₩1,108.20	₩937.54	₩1,080.05
	2007	₩10,360.56	₩1,243.27	₩1,051.80	₩1,155.86
	2008	₩11,623.31	₩1,394.80	₩1,180.00	₩1,236.99
	2009	₩13,039.96	₩1,564.79	₩1,323.82	₩1,323.82
				세후 배당수익 = ₩4,796.72	
<b>2. 매매차익</b>					
If	적용 PER =	9			
	매수 가격 =	₩113,000.00			
	3년 후 EPS =	₩13,039.96			
Then	기말 예상주가 =	₩117,359.60			
	매매차익 = ₩4,359.60				
<b>3. 세후 투자수익 (=1 + 2)</b>					
If	세후 배당수익 =	₩4,796.72	매매차익 =	₩4,359.60	
Then	세후 투자수익 = ₩9,156.33				
<b>4. 예상 수익률</b>					
If	투자금 =	₩113,000.00	5년 후 예상이익 =	₩9,156.33	
Then	예상 연수익률 = 2.63%				

1. 성장율 : 예상 ROE 13.95%와 평균 배당성향 12% 가정
2. 배당금 재투자수익률 : 정기예금 평균금리 4.83%를 가정
3. Target PER : 2005년 평균 PER 10.44, 2006년 평균 PER 11.23보다 보수적인 9로 가정 (FN guide 예상 9.43)
4. 목표 EPS : 3년후 예상 EPS
5. 결과 : 세후 배당수익과 매매차익을 더한 결과 예상 연수익률은 2.63%

### 5. 결론

오뚜기는 10년이 지나도, 20년이 지나도 망하지 않고 꾸준히 자기 자리를 지킬 수 있는 좋은 기업이다. 대한민국 국민 모두에게 친숙하고, 어려울 것이 없는 기업인 만큼 시장에 거의 모든 정보가 다 나와있고 지난 2년간 5배가 오른 주가에 이미 다 반영되어 있다고 판단된다. 현재의 주가는 이미 오뚜기의 내재가치를 잘 반영하고 있으므로 1팀의 결론은 Hold이며, 앞으로 어떠한 이유에서 오뚜기가 일시적으로 시장의 외면을 받아 주가가 하락한다면 그 때 투자하기를 권하는 바이다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.