

2021 제5차 KIS Podcast

크레딧 관점에서 바라본 성공적인 M&A란? (I) - 과거 대규모 M&A 사례

평가정책본부 정혁진 연구위원 / 최형욱 실장



Contents

M&A의 신용도상 영향 점검요소

- 인수자 관점에서 M&A 점검요소

대형 M&A 사례의 시사점

- 과거 대규모 M&A 사례 분석
- 과거 대규모 M&A 사례의 신용도상 시사점

01

M&A의 신용도상 영향 점검요소

인수자 관점에서 M&A 점검요소

M&A의 신용도상 영향 점검 틀

- 사업위험의 변화/재무위험의 변화/계열위험의 변화로 접근

M&A 점검 틀



자료: 당사 Special Report, "기업인수 시 재무적투자자(FI)와의 약정 어떻게 볼 것인가?" 가공

인수자 관점에서 M&A 점검요소

사업 및 재무 위험의 변화

- 인수자 측면에서는 영업시너지 발현 수준에 따른 사업위험 변화와 인수금액 지출에 따른 재무위험 변화 수준이 중요

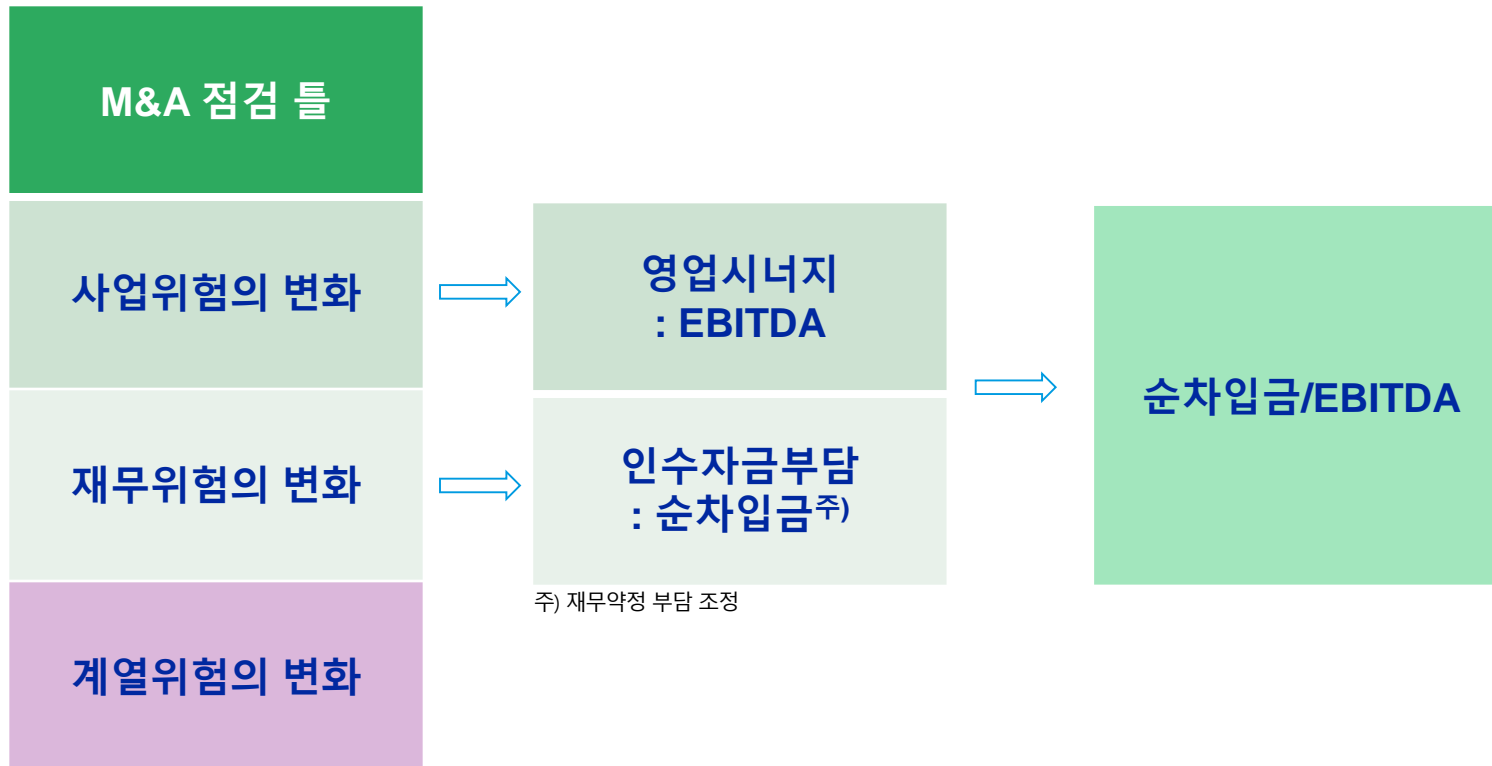
M&A의 긍정적·부정적 요소

구분	긍정적 요소	부정적 요소
영업	<ul style="list-style-type: none">시장점유율 확대사업위험 분산 (포트폴리오 다각화)수익구조 개선 (규모의 경제, 중복비용 제거)신기술, 유통망 확보 (시장 진입 시간 단축)	<ul style="list-style-type: none">사업위험 확대 (경영경험 부족 등)인수 후 통합비용기존사업 약화
재무	<ul style="list-style-type: none">피인수(합병)법인의 재무융통성 활용	<ul style="list-style-type: none">인수금액 부담재무약정 등 인수금융 구조에 따른 잠재적 재무위험

인수자 관점에서 M&A 점검요소

M&A의 신용도상 영향 판단 지표

- M&A가 신용도에 미친 영향은 '순차입금/EBITDA' 지표를 활용하여 대략적으로 파악 가능



02

대형 M&A 사례의 시사점

과거 대규모 M&A 사례 분석

13개 대형 M&A 사례

- 일반 기업이 인수자인 13개 대형 M&A 사례 선정
- 분석기간을 충분히 확보할 수 없는 최근 M&A는 제외

일자 ^{주)}	M&A건	인수주체	피인수회사	인수금액	재무약정
1998.11	현대차(기아차)	현대자동차	기아자동차	1.2조원	
2000.12	두산(한국중공업)	두산	한국중공업	0.3조원	
2004.10	크라운(해태제과)	크라운제과	해태제과	0.4조원	FI투자(1,000억원, 풋옵션), 기타유상증자(350억원), LBO(2,150억원)
2005.06	하이트(진로소주)	하이트맥주	진로소주	2.4조원	FI투자(1조1,600억원, 풋옵션/콜옵션)
2006.06	금호(대우건설)	금호산업	대우건설	6.4조원	FI투자(3조5,309억원, 풋옵션/콜옵션)
2007.08	웅진(극동건설)	웅진	극동건설	0.7조원	
2007.12	유진(하이마트)	유진	하이마트	2조원	LBO(1조1,000억원)
2007.08	두산인프라코어(밥캣)	두산인프라코어	밥캣	51억불	전환사채(3,000억원), LBO(1조1,000억원)
2008.07	LS전선(SPSX)	LS전선	SPSX	9.1억불	FI투자(1.7억불, RCPS), LBO(4억불)
2008.01	동원산업(스타키스트)	동원산업	스타키스트	3.8억불	FI투자(1억불, 풋옵션), LBO(1.3억불)
2011.06	CJ(대한통운)	CJ제일제당/CJ GLS	대한통운	1.8조원	
2011.11	SK텔레콤(하이닉스)	SK텔레콤	하이닉스	3.4조원	
2014.11	한화화학(삼성화학)	한화/한화케미칼 /한화에너지	삼성테크윈 /삼성종합화학	1.9조원	

주) MOU 체결, 낙찰자 선정 등

자료: 당사 평가자료 가공

과거 대규모 M&A 사례 분석

과거 M&A 사례의 신용도상 영향 판단기준

- M&A가 신용도에 미친 영향을 '순차입금/EBITDA'로 측정
 - 영업시너지는 EBITDA에, 인수자금 부담은 순차입금에 반영
 - M&A 완료 시점(D) 전후 5년이 분석대상(D-5~D+5)

M&A 영향 판단 기준

'순차입금/EBITDA' 추이	신용도상 영향	해당 회사
개선 ^{주1)}	긍정적	현대차(기아차) SK텔레콤(하이닉스), 한화화학(삼성화학), 동원산업 (스타키스트), 두산(한국중공업)
부분적 개선 ^{주2)}	Gray Zone	크라운(해태제과), CJ(대한통운), 유진기업(하이마트)
저하	부정적	두산인프라코어(밥캣), 하이트(진로소주), LS전선(SPSX), 금호(대우건설), 웅진(극동건설)

주1) 지표 수준이 유지되는 가운데 변동성이 완화된 경우 포함

주2) 중단기적으로 상승 후 부분적으로 개선된 경우

과거 대규모 M&A 사례 분석

긍정적 Case('순차입금/EBITDA' 개선) 영업시너지

- 시황개선이 강하게 뒷받침되면서 시장점유율 확대, 사업위험 분산, 규모의 경제 실현 등 긍정적 영업시너지 효과 발현
- 현대차(기아차): 내수 점유율 확대, R&D와 구매에 있어 규모의 경제 달성
- SK텔레콤(하이닉스): 그룹 사업포트폴리오 재편과 성장동력 확보
- 한화화학(삼성화학): 수직계열화 구축, 원재료 구매 등에 있어 규모의 경제 실현

영업시너지

인수	피인수	긍정적 요소					부정적 요소		
		사업 관련성	시장 점유율	사업위험 분산 (전략사업 육성)	수익구조 개선	신기술· 유통망 확보	사업위험 확대 (경영경험 부족 등)	인수 후 통합비용 (PMI)	기존사업 약화
현대자동차	기아자동차	동종	◎		◎				
SK텔레콤	하이닉스	이종		◎					
한화/한화케미칼/ 한화에너지	삼성테크윈 /삼성종합화학	동종			◎				

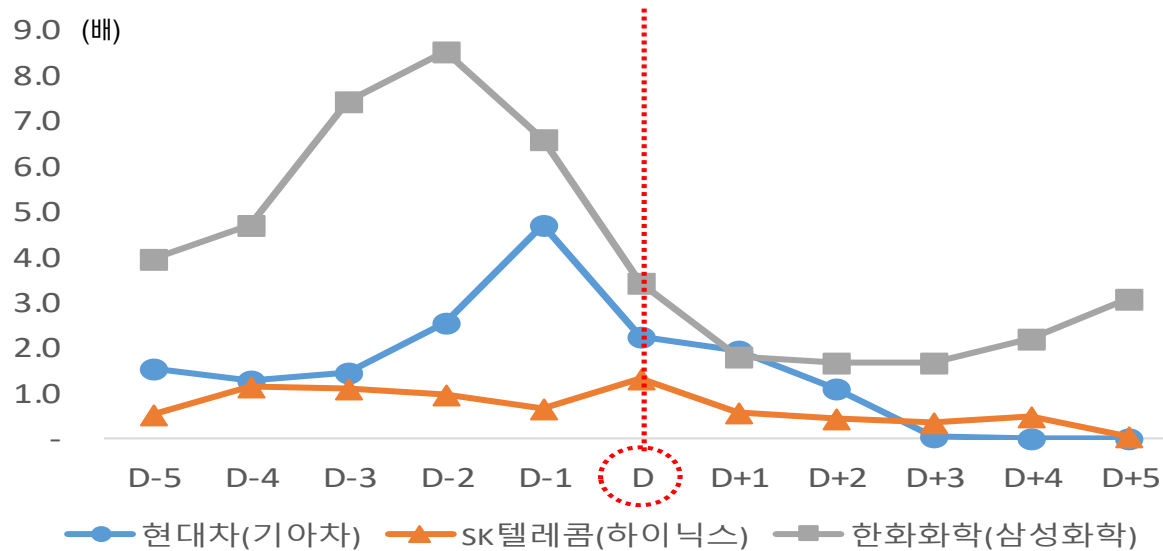
주) 긍정적 또는 부정적 영향의 수준(◎: 영향이 강함, ○: 영향이 있음)

과거 대규모 M&A 사례 분석

긍정적 Case('순차입금/EBITDA' 개선) 재무지표 추이

- 인수시점(D)의 '순차입금/EBITDA'는 3배 내외
- 인수 이후(D+1~D+5)의 '순차입금/EBITDA'는 인수 이전(D-5~D-1) 대비 개선된 모습
 - 현대자동차는 인수 당해 유상증자(2.3조원)로 인수부담(1.2조원) 해소

M&A 전·후의 순차입금/EBITDA 추이



주1) D는 인수확정 연도

자료: 당사 가공

주2) D-5~D-1: 인수회사 기준, D~D+5: (인수회사+피인수회사) 기준

과거 대규모 M&A 사례 분석

긍정적 Case('순차입금/EBITDA' 안정화) 영업시너지

- 사업위험 분산, 사업구조 재편 등 영업시너지 강하게 실현
 - 동원산업(스타키스트): 참치어가 추이가 동원산업(원양어선)과 스타키스트(참치캔) 실적에 상반되게 작용
 - 두산(한국중공업): 사업구조 재편 이후 내수시장에서 독점에 가까운 한국중공업의 시장지위에 힘입어 영업실적 안정화

영업시너지

인수	피인수	긍정적 요소					부정적 요소		
		사업 관련성	시장 점유율	사업위험 분산 (전략사업 육성)	수익구조 개선	신기술· 유통망 확보	사업위험 확대 (경영경험 부족 등)	인수 후 통합비용 (PMI)	기존사업 악화
동원산업	스타키스트	동종		◎					
두산	한국중공업	이종		◎					

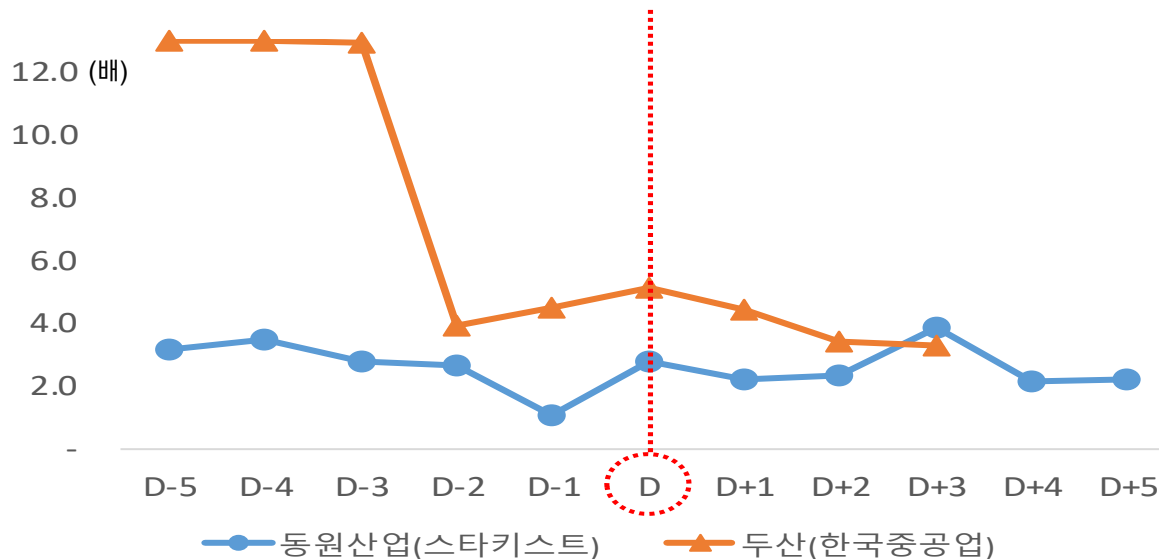
주) 긍정적 또는 부정적 영향의 수준(◎: 영향이 강함, ○: 영향이 있음)

과거 대규모 M&A 사례 분석

긍정적 Case('순차입금/EBITDA' 안정화) 재무지표 추이

- 인수시점(D)의 '순차입금/EBITDA'는 3배 내외
 - 두산은 한국중공업의 회수가 지연된 매출채권(약 4,000억원)을 회수하여 'D+2'에 인수자금 부담(3,182억원)을 해소
- 인수 이후(D+1~D+5)의 '순차입금/EBITDA'는 인수 이전(D-5~D-1) 대비 안정화된 모습
 - 동원산업 영업이익률 표준편차 축소(D-5~D-1: 3.4% → D+1~D+5: 2.3%)

M&A 전·후의 순차입금/EBITDA 추이



주1) D는 인수확정 연도

자료: 당사 가공

주2) D-5~D-1: 인수회사 기준, D~D+5: (인수회사+피인수회사) 기준

주3) 두산은 'D+4'에 대우종합기계(두산인프라코어) 인수하여 'D+3'까지만 그래프 표시

과거 대규모 M&A 사례 분석

긍정적 Case 신용등급 경로

- 긍정적 Case의 신용등급은 대체로 상향 또는 유지
 - 현대자동차 Rating Action 중 Y+1(1999년)부터 Y+2(2000년)까지는 현대그룹 부실위험 전가요인, 경영권 분쟁 등이 크게 반영

일자	현대자동차	SK텔레콤	두산
인수발표(Y)	1998.11	2011.11	2000.12
Y 직전	A	AAA/S	n.a.
Y	A/↓	AAA/S	n.a.
Y+1년	BBB+	AAA/S	n.a.
Y+2년	BBB+	AAA/S	n.a.
Y+3년	A	AAA/S	n.a.
Y+4년	AA-/S	AAA/S	n.a.
Y+5년	AA-/S	AAA/S	BBB/S

주1) 인수시점 전/후로 동원산업, 한화, 한화케미칼, 한화에너지에 대한 당사 보유 등급 없음

자료: 당사 가공

과거 대규모 M&A 사례 분석

Gray Zone Case 영업시너지

- 인수 후 통합과정(Post Merger Integration)에서 발생한 비용이 긍정적인 영업시너지 상쇄
 - 크라운제과(해태제과식품): 시장 점유율 상승 vs. 해태제과식품 직원들의 파업
 - CJ제일제당/CJ GLS(대한통운): 시장 점유율 격차 확대 vs. 택배기사 파업
 - 유진기업(하이마트): 사업 다각화 효과 vs. 경영권 분쟁

영업시너지

인수	피인수	긍정적 요소					부정적 요소		
		사업 관련성	시장 점유율	사업위험 분산 (전략사업 육성)	수익구조 개선	신기술· 유통망 확보	사업위험 확대 (경영경험 부족 등)	인수 후 통합비용 (PMI)	기존사업 약화
크라운제과	해태제과식품	동종	◎					◎	
CJ제일제당 /CJ GLS	대한통운	동종	○					○	
유진기업	하이마트	이종		◎					

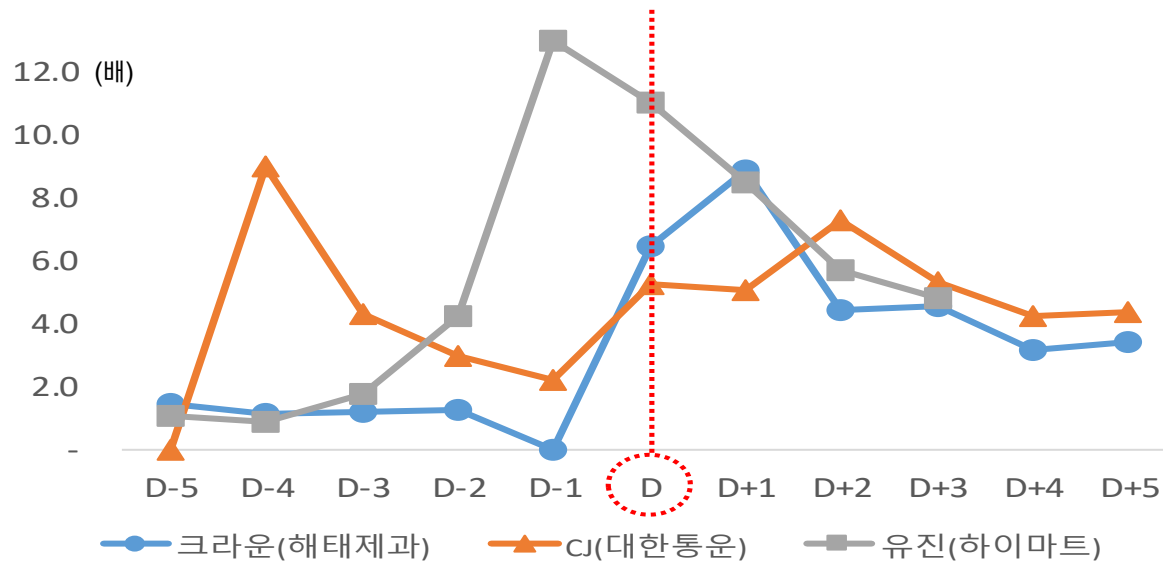
주) 긍정적 또는 부정적 영향의 수준(◎: 영향이 강함, ○: 영향이 있음)

과거 대규모 M&A 사례 분석

Gray Zone Case 재무지표 추이

- 인수시점(D)의 '순차입금/EBITDA': 크라운제과, CJ제일제당은 5~7배, 유진기업은 11배
- 인수 이후(D+1~D+5)의 '순차입금/EBITDA'는 인수 시점(D) 대비 개선되었지만, 인수 이전(D-5~D-1)에 비해서는 높은 수준

M&A 전·후의 순차입금/EBITDA 추이



주1) D는 인수확정 연도

주2) D-5~D-1: 인수회사 기준, D~D+5: (인수회사+피인수회사) 기준

주3) 유진기업은 'D+4'에 하이마트를 매각하여 'D+3'까지만 그래프 표시

자료: 당사 가공

과거 대규모 M&A 사례 분석

Gray Zone Case 신용등급 경로

- Gray Zone Case는 재무안정성 저하 또는 영업시너지 훼손 요인으로 인해 M&A 초기에 등급 하향 또는 유지
 - 크라운제과: 파업 등의 영향으로 '부정적' 등급전망 부여 이후 영업실적 회복되면서 '안정적'으로 등급전망 복귀
 - 유진기업: 하이마트 인수부담에 따른 유동성 부족으로 M&A 초기에 신용등급 전망 부정적

일자	크라운제과	CJ제일제당	유진기업
인수발표(Y)	2004.10	2011.06	2007.12
Y 직전	n.a.	AA/S	BBB-/S
Y	n.a.	AA/S	BBB-/↓
Y+1년	BBB/S	AA/S	BBB-/N
Y+2년	BBB/N	AA/S	n.a.
Y+3년	BBB/S	AA/S	n.a.
Y+4년	BBB/S	AA/S	n.a.
Y+5년	BBB/S	AA/S	n.a.

자료: 당사 가공

과거 대규모 M&A 사례 분석

부정적 Case 영업시너지

- 인수 후 통합과정(Post Merger Integration)에서 발생한 비용, 사업위험 확대, 기존사업 약화 등이 영업시너지 훼손
 - 기존사업 약화: 두산인프라코어(밥캣), 하이트(진로소주)
 - PMI 비용: LS전선(SPSX)
 - 사업위험 확대: 금호(대우건설), 웅진(극동건설)

영업시너지

인수	피인수	긍정적 요소					부정적 요소		
		사업 관련성	시장 점유율	사업위험 분산 (전략사업 육성)	수익구조 개선	신기술· 유통망 확보	사업위험 확대 (경영경험 부족 등)	인수 후 통합비용 (PMI)	기존사업 약화
두산인프라코어	밥캣	동종		○					◎
LS전선	SPSX	동종						◎	
하이트	진로소주	동종		○				○	◎
금호	대우건설	동종					◎		○
웅진	극동건설	이종					◎		

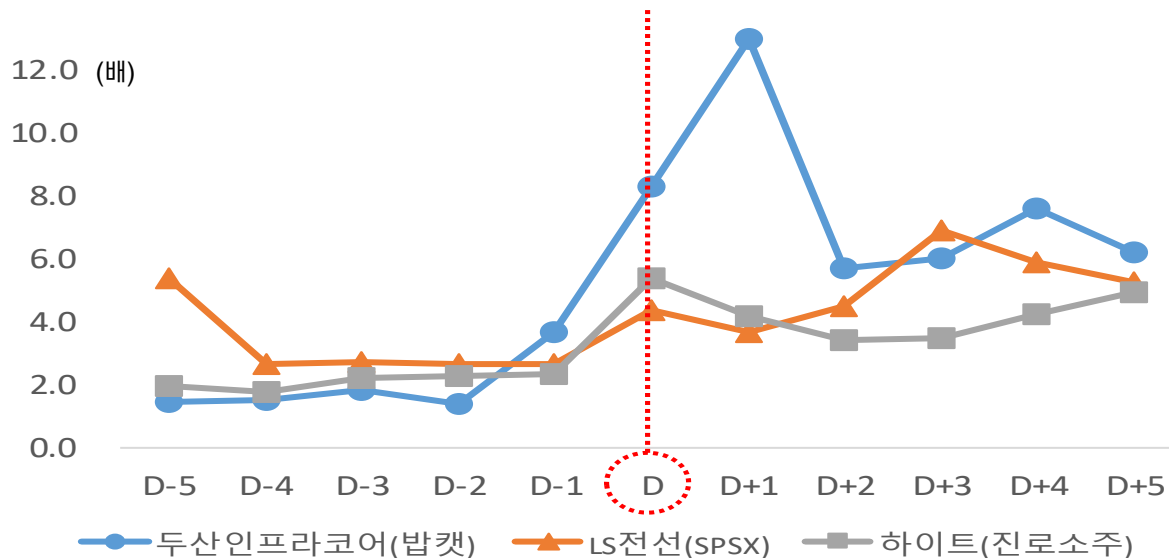
주) 긍정적 또는 부정적 영향의 수준(◎: 영향이 강함, ○: 영향이 있음)

과거 대규모 M&A 사례 분석

부정적 Case 재무지표 추이

- 인수시점(D)의 '순차입금/EBITDA': 웅진, LS전선은 3배 내외, 하이트맥주, 금호산업은 6배 내외, 두산인프라코어는 8배 초과
 - 웅진의 경우 극동건설의 공격적인 PF확대, LS전선은 전기동가격 상승에 따른 운전자금 소요로 재무부담 확대
- 인수 이후(D+1~D+5)의 '순차입금/EBITDA'는 인수 시점(D)과 그 이전(D-5~D-1) 대비 대체로 상승

M&A 전·후의 순차입금/EBITDA 추이(일반)



주1) D는 인수확정 연도

주2) D-5~D-1: 인수회사 기준, D~D+5: (인수회사+피인수회사) 기준

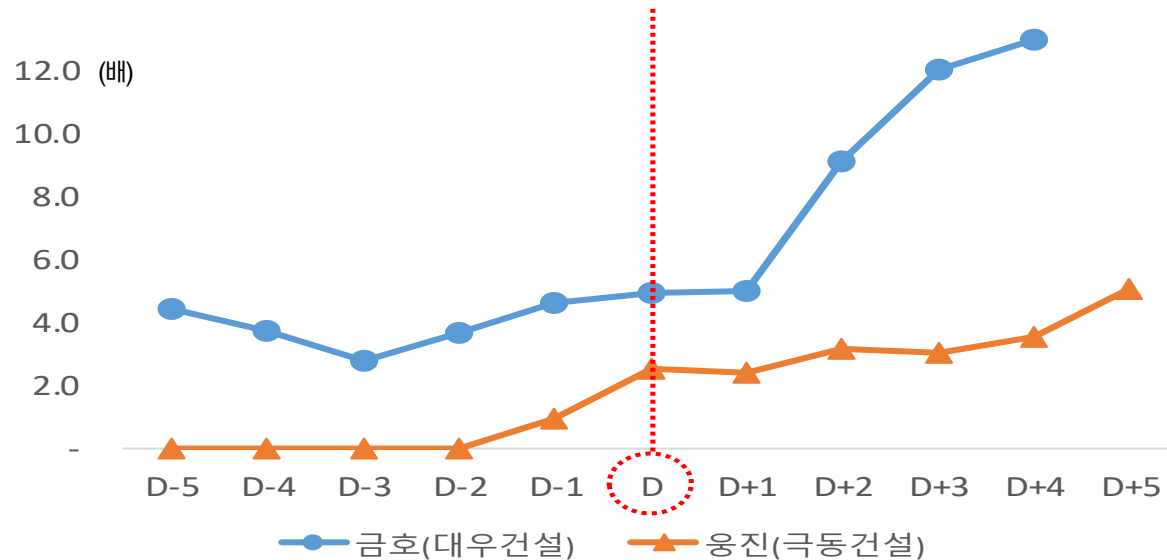
자료: 당사 가공

과거 대규모 M&A 사례 분석

부정적 Case(Credit Event) 재무지표 추이

- Credit Event 발생 건
 - '순차입금/EBITDA' 상승추세 명확

M&A 전·후의 순차입금/EBITDA 추이(신용사건)



주1) D는 인수확정 연도

자료: 당사 가공

주2) D-5~D-1: 인수회사 기준, D~D+5: (인수회사+피인수회사) 기준

주3) Credit Event 발생시점까지만 그래프 표시

과거 대규모 M&A 사례 분석

부정적 Case 신용등급 경로

- 부정적 Case는 재무안정성 저하 또는 영업시너지 훼손 요인이 M&A 초기시점에 또는 중장기적으로 반영
- 등급(전망) 하향 시점: 금호산업(Y+4), 두산인프라코어(Y+6), LS(Y+8), 하이트진로/하이트진로홀딩스(Y+10)

일자	두산인프라코어	LS전선	하이트맥주	금호산업
인수발표(Y)	2007.08	2008.07	2005.06	2006.06
Y 직전	n.a.	A+/P	A/S	BBB/S
Y	n.a.	A+/↓	A/S	BBB/↓
Y+1년	n.a.	지주사 전환	A/S	BBB-/S
Y+2년	A/S		A/S	BBB/S
Y+3년	A/S		A+/S	BBB/↓
Y+4년	A/S		A+/S	CCC
Y+5년	A/S		지주사 전환	n.a.

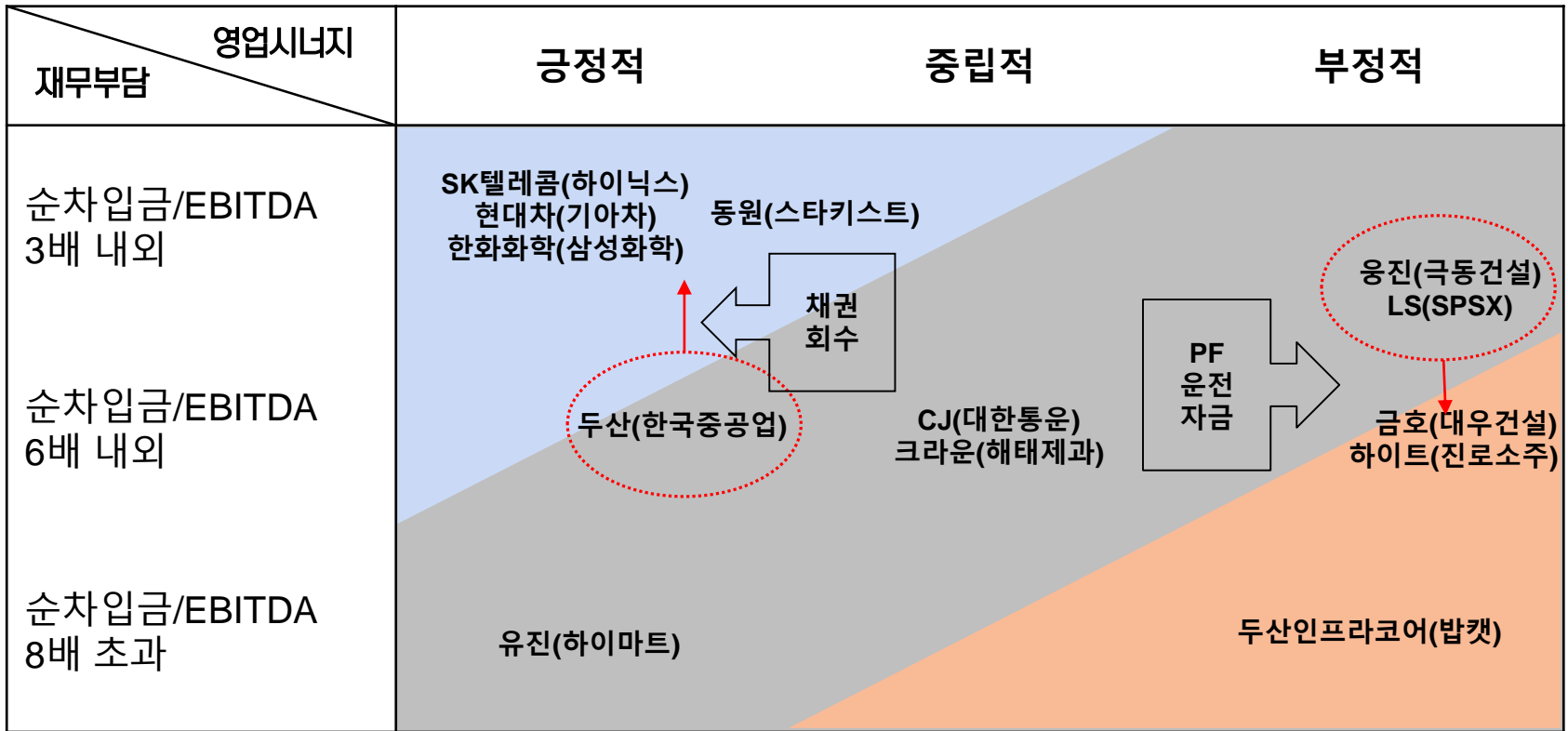
주1) 융진에 대한 당사 보유 등급 없음

자료: 당사 가공

과거 대규모 M&A 사례의 신용도상 시사점

신용도상 유형별 M&A의 특징

- 긍정적 Case: '순차입금/EBITDA' 지표 3배 내외/시너지 긍정적, 지표 6배 내외/시너지 보다 긍정적
- Gray Zone Case: 지표 3배 내외/시너지 부정적, 지표 6배 내외/시너지 중립적, 지표 6배 내외 또는 그 이상/시너지 긍정적
- 부정적 Case: 지표 6배 내외 또는 그 이상/시너지 부정적, 지표 8배 초과/시너지 중립적, 부정적



과거 대규모 M&A 사례의 신용도상 시사점

등급별 재무지표와 비교 – 총차입금/EBITDA

- 대형 M&A 사례는 M&A로 인해 재무커버리지 지표가 AA, A급에서 BBB로 저하되면 신용도 회복이 쉽지 않음을 시사
 - 인수·합병 주체의 신용도는 대부분 AA, A급에 분포
 - 인수·합병 주체가 M&A 이후에도 자기 등급 수준에서 재무커버리지 지표를 유지하면 신용도에 긍정적일 수 있으나 M&A 이후 재무커버리지 지표가 BBB급으로 저하되면 신용도에 불리

등급별 재무지표

총차입금/EBITDA ^{주)}	AA	A	BBB
3사분위	1.3배	2.0배	3.3배
Median	2.7배	3.4배	5.9배
1사분위	4.8배	5.5배	9.3배

주) 내림차순으로 나열

자료: 당사 Rating Performance Report, “등급별 재무지표, 2019” 가공

과거 대규모 M&A 사례의 신용도상 시사점

등급별 재무지표와 비교 - 잉여현금

- 대형 M&A 사례는 M&A로 인해 재무커버리지 지표가 AA, A급에서 BBB급으로 저하되면 신용도 회복이 쉽지 않음을 시사
- 등급별 재무지표가 BBB급으로 저하되면 M&A로 증가한 재무부담을 감축할 수 있는 잉여현금도 큰 폭으로 축소

등급별 재무지표와 잉여현금

Median	AA	A	BBB
EBITDA/CAPEX	2.1배	2.6배	2.9배
EBITDA/이자비용	13.0배	9.1배	4.0배
영업활동조달현금/CAPEX	1.4배	1.8배	1.8배
잉여현금(EBITDA 100 가정)	AA	A	BBB
영업활동조달현금(A)	66.7	69.2	62.1
이자비용(B)	7.7	11.0	25.0
CAPEX(C)	47.6	38.5	34.5
잉여현금(A-B-C)	11.4	19.8	2.6

자료: 당사 Rating Performance Report, "등급별 재무지표, 2019" 가공

한국신용평가 평가정책본부

정혁진 연구위원

02.787.2218

hyuk-jin.chung@kisrating.com

최형욱 실장

02.787.2322

choihw@kisrating.com



Disclaimer

한국신용평가주식회사(당사)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관 신용공여채무 및 이에 준하는 증권시장의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료(간행물)는 발행사/기관 신용공여채무 및 이에 준하는 증권시장의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(traditional)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성 등 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스채권평가주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야 하며 특정 투자자를 위하여 투자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려 중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인 투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자 의사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의문이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사/기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명 보증 또는 단언을 할 수 없으며, '있는 그대로' 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정 목적에 적합한지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 확인하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서 당사 및 그의 이사, 임직원 대리인, 대표자, 라이선스 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련되어 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실) 당사/부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함에 대하여 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지 받았다고 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서 당사 및 그의 이사, 임직원 대리인, 대표자, 라이선스 및 공급자는 자신들의 과실, 단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함 또는 자신들의 통제 범위 내 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련되어 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든 복제 또는 재생산, 배포, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.