

엔씨소프트 036570

조롱을 환호로 바꾼다면

3Q25 Review: 컨센서스 부합

3Q25 실적은 매출액 3,600억원(QoQ-6%), 영업적자 75억원(적지)으로 컨센서스 부합했다. 리니지M은 8주년에도 불구하고 1,053억원(YoY-33.7%) 시현하며 성수기 효과 누리지 못했다. 올해부터 트래픽에 조금 더 집중하고 있으며 우상향 추이를 보이고 있다. 이로써 향후에도 꾸준히 천억원 수준의 매출 발생 예상된다. 순이익은 강남사옥 매각으로 3,473억원 시현했다.

아이온2: 11/19 출시, 초기성과 집중보다는 장기적 현금흐름에 주목

아이온2 11/19 국내/대만 출시 후 '26 하반기 글로벌 출시될 전망이다. 소위 리니지라이크를 이유로 쏟아진 그 동안의 조롱을 환호로 뒤 바꿀 수 있는 마지막 기회다. 피어그룹은 로스트아크,마비노기M으로 판단한다. 마비노기M 월 ARPU 1~3만원 수준 MAU 60~100만명 수준으로 반년만에 국내매출 3천억원 달성했다. 아이온2는 뽑기요소가 없어 마비노기M 대비 낮은 ARPU를 보일 것으로 예상된다. 그러나 게임머니 거래소(현금-게임머니 환전소)를 지원해 거래소에서 일부 매출도 발생 가능하다. 또한 MAU는 대만 동시출시, 내년 하반기 글로벌 출시를 통해 마비노기M 배이상의 확보가 가능할 것으로 예상된다. TL 글로벌 출시 1년 추정 총매출 2,500억원으로 글로벌에서 연간 2~3천억원 이상의 MMORPG 수요는 충분히 있다고 판단된다. 우리는 3Q 글로벌 출시를 예상하며, 아이온2 '26년 매출액으로 4,206억원 추정을 유지한다.

비용감소와 탑라인 성장 동시에 일어날 '26년

목표주가를 300,000원으로 상향한다. 아이온2를 통해 기업이 성장사이에 진입할 것으로 예상된다. 1)인력감축을 통해 인건비가 분기 2천억대에서 천억 후반대로 합리적인 수준까지 하락했고, 2)자체결제 도입(아이온2포함)으로 연간 2%p 수준의 마진 개선이 예상되며 3)이 상황에서 내년 아이온2 글로벌 포함한 신작 9종으로 탑라인 성장이 예상된다. 리니지라이크 신작이 없어 카니발 우려도 크지 않다. 비용 통제와 미반영 신작을 반영, '26년 예상 영업이익을 3,523억원으로 상향조정 한다. 이에 신작 CYCLE을 고려, 게임주 최상단 PER 22배를 적용해 목표주가를 30만원으로 상향한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,578	1,573	1,972
영업이익	559	137	-109	59	352
영업이익률(%)	21.7	7.7	-6.9	3.8	17.9
세전이익	609	206	121	521	336
지배주주지분순이익	436	212	94	394	251
EPS(원)	19,847	9,663	4,291	20,739	13,218
증감률(%)	9.8	-51.3	-55.6	383.2	-36.3
ROE(%)	13.7	6.6	3.0	12.2	7.1
PER(배)	22.6	24.9	42.7	11.1	17.4
PBR(배)	3.1	1.6	1.3	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	13.7	17.6	-77,100.0	21.5	7.3

자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

최승호 인터넷·게임

02-709-2658

csh@ds-sec.co.kr

2025.11.12

매수(유지)

목표주가(상향)	300,000원
현재주가(11/11)	229,500원
상승여력	30.7%

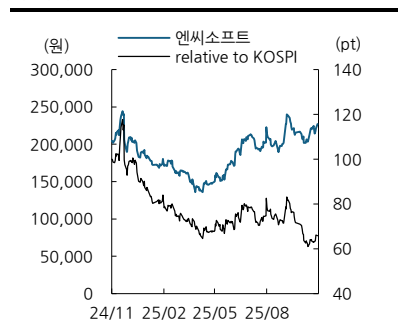
Stock Data

KOSPI	4,106.4pt
시가총액(보통주)	4,944십억원
발행주식수	21,544천주
액면가	500원
자본금	11십억원
60일 평균거래량	101천주
60일 평균거래대금	21,679백만원
외국인 지분율	31.3%
52주 최고가	248,000원
52주 최저가	134,600원
주요주주	
김택진(외 16인)	12.4%
자사주(외 1인)	10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	5.8	-8.0
3M	13.3	-14.7
6M	55.0	-4.4

주가차트



넥슨/넷마블과 달리
대중적인 IP 확보 실패

아이온2: 단순 매출 넘어서 엔씨의 브랜드 가치 제고 가능성에 주목

엔씨소프트는 부분유료화(Free to play) 모델을 적용해온 넥슨/넷마블/네오위즈와 달리 웹젠(MU/SUN 등)과 같이 유료 월정액으로 사업을 영위해왔다. 2000년대 당시 정액제 모델은 당시 PC 부분유료화 대비 확연히 수익성 좋은 모델이었지만, 유료게임인 만큼 전체 유저풀 확대에는 약점이 있었다. 결국 엔씨소프트의 리니지,아이온, 블소 IP는 모두가 즐겼던 게임보다는, 그 당시 월정액으로 게임을 할 수 있었던 성인유저들(미성년자 일부 포함)의 추억의 IP로 남는데 그쳤다.

시간이 흐르면서 게임산업의 주된 결제유저층으로 90년대생들이 부상했는데, 이들은 위와 같은 이유로 엔씨소프트 게임에 대한 추억이 거의 부재하다. 블소 클래식/아이온 클래식 보다 바람의나라 클래식/메이플스토리 클래식에 대한 대중의 관심도가 훨씬 높았던 것도 해당이유가 크다고 분석된다.

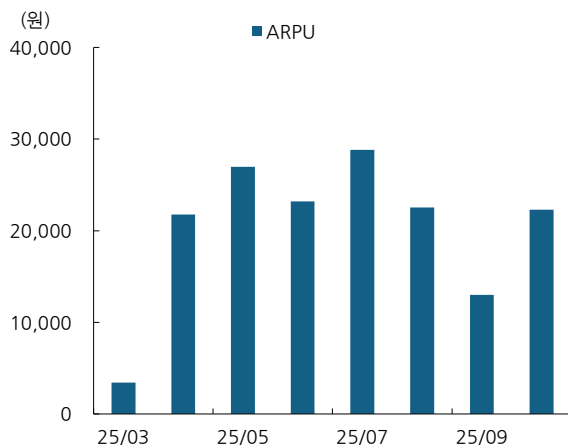
낮은 브랜드가치가
게임 기대매출에도
악영향 미치고 있음

그 결과 현재의 엔씨소프트는 경쟁사 대비 전체적인 유저 Pool이 좁을 뿐만 아니라 국내 주요게임사 중 가장 낮은 브랜드 가치를 보이고 있다. 이에 따라 출시 게임의 마케팅효과도 제한되며, 특히 IP 확장여력도 확연히 떨어지는 모습을 보이고 있다. 퀄리티 문제도 크지만, 리니지키우기인 ‘저니오브모나크’가 처참히 실패한 것과 블소 IP의 ‘호연’이 대실패를 거둔 것에는 뿌리깊은 엔씨소프트 브랜드에 대한 비호감의 이유도 있었다. ‘엔씨소프트’ 퍼블리싱이라는 것 자체가 리니지라이크에 대한 반발감과 그간 행보 때문에 +보다는 -로 기여하는 일이 많았던 셈이다.

아이온2 성공 시
브랜드 가치 제고 가능
단순 매출 숫자이상의
의미가 있음

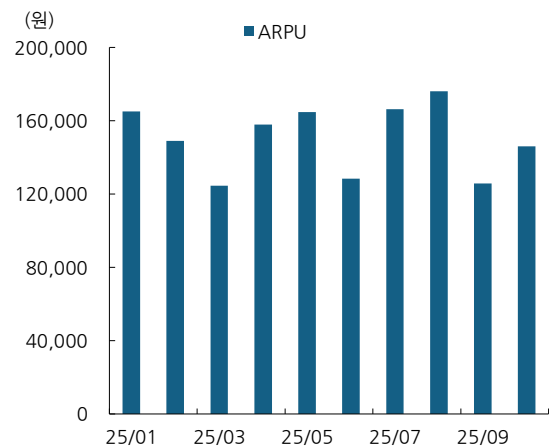
엔씨소프트는 TL,호연에 이어 세번째로 Free to play에 낮은 BM으로 젊은 유저층을 타겟하고 있다. 그동안은 낮은 퀄리티의 게임을 개발+엔씨소프트의 낮은 브랜드가치까지 엮여 연이어 고배를 마셔왔다. 이번이 진짜 마지막 기회다. 호연,TL과 달리 이번에는 좋은 퀄리티의 게임을 준비했다. 아이온2는 드디어 경쟁 게임사들의 히트게임과 비견할만한 퀄리티를 선보일 것으로 예상된다. 19년 출시된 로스트아크 대비 확연히 낮았던 퀄리티의 TL, 수집형RPG 평균에도 미치지 못했던 호연과는 명확히 다른 상황이다. 성공한다면 조롱을 환호로 바꿀 수 있다. 조롱이 환호로 뒤바뀔 때 Impact는 더 강렬 할 것이다. 성공 시 엔씨의 낮은 브랜드가치가 모바일시대 들어서서 최초로 제고되는 셈이다. 그 가치는 단순 매출 숫자를 뛰어넘을 것이다.

그림1 마비노기M 월간 ARPU 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 리니지M 월간 ARPU 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

여론을 의식해서인지는 모르겠지만 아이온2는 확연히 낮은 BM으로 출시되었다. 아이온2의 BM은 다음과 같다.

표1 아이온2 BM 정리

구분	상품명	가격	상품내용
멤버십	월간멤버십	19,700원	개인거래, 서버거래소 이용 가능 등
	월간멤버십2	29,800원	인던 등 추가입장
	배틀패스1	1000큐나	게임 진행도에 따라 게임 아이템 추가 지급
	배틀패스2	1500큐나	게임 진행도에 따라 게임 아이템 추가 지급
치장용	코스튬 옷	49,000원	부가능력없는 순수 치장용
	코스튬갑화	300큐나~	안경,머리띠 등 장신구
	날개	29,000원	부가능력없는 순수 치장용
	무기	19,000원	부가능력없는 순수 치장용
기타	스타터팩	33,000원	
	변경권 등	200~1000큐나	인벤확장, 이름변경, 캐릭슬롯 등
	커스터마이징	유저등록가격	타 유저가 만든 커스터마이징 유료재화로 구입가능
	거래소BM		유저 간 게임머니 - 유료재화 거래 중개

자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터

뽑기가 아니라 멤버십BM
이기에, 초기 매출세 약할
수도 있음

액티브 게임 유저라면 멤버십1+멤버십2(결합상품 4.5만원)을 필수적으로 구매해야 할 것으로 생각된다. 최근 PC/모바일 MMORPG 게임 중 가장 낮은 수준의 BM이다. 대부분의 유저가 플레이를 즐기다가 만족한다면 멤버십 결제로 나아갈 가능성이 높다. 반면 일부 핵심유저들은 게임 내 거래소를 통해서 게임머니를 구매하고 빠르게 아이템을 맞추면서 상위레이드/PVP를 참여할 것이다. 다만 그마저도 게임머니가 생산되는데 시간이 걸려 초기에 폭발적인 매출이 발생하기 어려운 구조다. 소위 리니지라이크 RPG와 다르게 초기매출이 폭발적으로 발생하기 보다는, 장기적으로 꾸준하게 게임매출이 유지되는 수준을 예상한다. BM이 완벽하게 갖춰져 나오는 모바일 RPG와 BM이 서서히 강화되는 PC MMO의 근본적인 차이를 감안할 필요가 있다.

아이온2: PCMMORPG 특성 상 유저만 모아도 성공

아이온2 평가매트릭스:
유저수,리텐션율,평가에
더 주목

로스트아크가 시즌2업데이트를 통해 '19년 매출액 796억원(스마게RPG기준)에서 21년 4,898억원(YoY+486%)으로 급등시킨 점을 감안하면, PC기반 MMORPG는 반등의 기회가 많다. 따라서 초기 매출성가에 너무 집착할 필요는 없을 것으로 판단한다. 유저를 확보하고 수익화하는 것이 그 동안 메이플-던파-로아 모든 PC MMORPG의 순리였다. 출시부터 모든 BM을 갖춰 나오는 모바일 게임과는 설계가 다름을 유념할 필요가 있다. 우리는 아이온2의 핵심 평가 매트릭스로 실제 유저평가, 리텐션율, 접속자를 제시한다.

초기 매출성과 기대만큼 나
오지 않더라도, 게임 평가
만 기대이상이라면 매수.
장기적 호흡 가능함

게임 출시 후 초기 매출순위 우수하지 못하다면 주가 급락 가능성 있지만, 평가만 좋다면 매수기회로 작용할 것으로 판단한다. PC MMORPG 특성 상, 평가만 좋다면 장기적으로 매출기여할 가능성이 높기 때문이다. 여기에 하반기 출시될 글로벌은 덤이다.

표2 엔씨소프트 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025	2026F
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	360.0	470.3	1,578.1	1,573.0	1,971.8
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	219.0	197.2	294.6	936.7	917.0	1,173.4
리니지 M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	121.1	105.3	125.5	492.8	464.7	450.6
리니지 2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	48.0	47.2	30.1	182.6	163.1	100.4
리니지 W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	47.6	43.4	35.5	244.3	179.6	117.2
아이온 2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	97.5	0.0	97.5	420.6
PC	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	91.7	87.7	87.5	351.8	350.3	392.3
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	46.8	55.1	182.0	189.1	256.1
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	367.5	423.9	1,687.3	1,513.8	1,619.5
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	199.4	179.1	906.4	756.5	725.5
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	16.0	53.1	128.2	105.8	131.1
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	15.1	-7.5	46.4	-109.2	59.2	352.3
OPM	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	9.9%	-6.9%	3.8%	17.9%
지배순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	-35.4	346.7	44.7	94.2	297.5	251.0
NPM	14.4%	19.2%	-6.6%	-1.8%	10.5%	-9.3%	96.3%	9.5%	6.0%	18.9%	12.7%

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 엔씨소프트 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	251	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	13,218	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	22	아이온2를 통한 유저저변 확대 고려, 게임주 최상단 수준 PER 적용
목표주가	(원)	300,000	적정주가 295,752원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	229,500	11/11 종가 기준
Upside	(%)	30.7	11/11 종가 기준

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 엔씨소프트 출시예정 게임

게임	출시일	소개내용
신더시티	3Q26	회사 첫 번째 오픈월드 슈팅으로 AAA 퀄리티의 시네마틱 택티컬 슈터 완성 21세기 서울에서 펼쳐지는 또 다른 현실 세계를 구현 오픈월드와 MMO, 슈팅이 결합된 도전적 시도
타임테이커스	2Q26	타임 서바이벌 히어로 슈터 히어로슈터+배틀로얄(서바이벌)의 특징을 가지고 있으며, 시간을 키워드로 차별성 부여 팀 단위 대전을 기반으로 한 경쟁형 슈터 게임 PC/콘솔 모두 출시 예정이며, 글로벌 서비스 목표 연내 글로벌 CBT 진행목표
본파이어	미정	차세대슈터 현대/SF 배경 기반의 FPS 시장에 있는 경쟁작들과 확연히 다른 점을 보유
아이온 2	한국/대만 11/19, 글로벌 2H26	언리얼엔진 5 기반 MMORPG, 모바일 및 퍼플을 통한 PC 서비스 준비 중 올해 4분기 한국과 대만에 선출시 후, 글로벌 출시 조속한 시일 내에 마케팅을 통해 유저대상 공개 예정
브레이커스 언락더월드	1Q26	NC 최초의 글로벌 타겟 액션중심 서브컬처 RPG 본격 헌팅액션+서브컬처 애니메이션 게임으로 기존 서브컬처와 차별화 AAA급 전투를 모바일에서 경험하고, 한편의 애니메이션을 보며 플레이하는 감각의 서브컬처 업계 유명애니메이션 제작사 협업을 통해 고품질 캐릭터 아트/애니 제작 카도카와와의 IP 협업을 통한 확장성 확보로 폭넓은 글로벌 유저층 타겟
IP SPINOFF 4종	2025~	12월 스피노프 4종, 1Q26 1종, 2H26 2종
아이온모바일중국	2026	중국 성취게임즈와 공동개발, 기존 아이온 PC를 모바일로 포팅. 로열티 수수료 수취방식
리니지 W 동남아, 북미러시아	2026	동남아 상반기, 북미러시아 하반기
리니지 2M 중국	2Q26	
리니지 M 중국	2026	

자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터

[엔씨소프트 036570]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	1,789	2,132	2,320	매출액	2,572	1,780	1,578	1,573	1,972
현금 및 현금성자산	286	365	1,260	1,349	1,462	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	219	172	167	170	211	매출총이익	2,572	1,780	1,578	1,573	1,972
재고자산	1	1	1	2	2	판매비 및 관리비	2,013	1,643	1,687	1,514	1,620
기타	2,185	1,799	360	611	645	영업이익	559	137	-109	59	352
비유동자산	1,747	2,057	2,165	2,179	2,223	(EBITDA)	665	249	0	165	463
관계기업투자등	531	665	864	897	934	금융손익	166	102	155	53	60
유형자산	930	1,001	998	992	989	이자비용	9	15	10	9	9
무형자산	43	96	104	103	101	관계기업등 투자손익	-8	3	5	-30	-70
자산총계	4,438	4,394	3,954	4,311	4,543	기타영업외손익	-108	-36	70	439	-6
유동부채	515	614	322	438	477	세전계속사업이익	609	206	121	521	336
매입채무 및 기타채무	292	215	196	229	261	계속사업법인세비용	173	-8	27	127	84
단기금융부채	35	280	46	48	48	계속사업이익	436	214	94	394	252
기타유동부채	188	119	80	161	168	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	724	526	568	449	423	당기순이익	436	214	94	394	252
장기금융부채	593	369	336	292	261	지배주주	436	212	94	394	251
기타비유동부채	130	158	232	157	162	총포괄이익	145	204	77	394	280
부채총계	1,239	1,141	890	887	900	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	3,196	3,250	3,058	3,416	3,636	영업이익률 (%)	21.7	7.7	-6.9	3.8	17.9
자본금	11	11	11	11	11	EBITDA마진률 (%)	25.9	14.0	0.0	10.5	23.5
자본잉여금	433	433	433	433	433	당기순이익률 (%)	17.0	12.0	6.0	25.1	12.8
이익잉여금	3,409	3,473	3,474	3,705	3,897	ROA (%)	9.7	4.8	2.3	9.5	5.7
비지배주주지분(연결)	2	3	5	8	8	ROE (%)	13.7	6.6	3.0	12.2	7.1
자본총계	3,199	3,253	3,064	3,424	3,643	ROIC (%)	20.1	5.5	-6.0	4.0	23.3

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736	140	107	513	444	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	436	214	94	394	252	P/E	22.6	24.9	42.7	11.1	17.4
비현금수익비용가감	359	72	-7	81	214	P/B	3.1	1.6	1.3	1.4	1.4
유형자산감가상각비	104	110	106	102	108	P/S	3.8	3.0	2.5	3.1	2.5
무형자산상각비	2	2	3	3	3	EV/EBITDA	13.7	17.6	-77,100.0	21.5	7.3
기타현금수익비용	253	-40	-116	-35	108	P/CF	12.4	18.5	46.1	10.4	10.6
영업활동 자산부채변동	50	-96	-43	16	-21	배당수익률 (%)	1.5	1.3	0.8	1.4	1.4
매출채권 감소(증가)	101	42	20	8	-41	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	5	1	0	-1	0	매출액	11.4	-30.8	-11.3	-0.3	25.4
매입채무 증가(감소)	0	0	0	35	32	영업이익	49.0	-75.4	적전	흑전	495.0
기타자산, 부채변동	-57	-139	-63	-26	-11	세전이익	24.0	-66.1	-41.4	331.2	-35.6
투자활동 현금	-392	113	1,294	-334	-241	당기순이익	10.2	-50.9	-56.0	318.7	-36.1
유형자산처분(취득)	-249	-117	-83	-82	-105	EPS	9.8	-51.3	-55.6	383.2	-36.3
무형자산 감소(증가)	-3	-41	41	24	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-136	266	1,318	-267	-122	부채비율	38.7	35.1	29.1	25.9	24.7
기타투자활동	-3	5	18	-8	-12	유동비율	522.2	380.4	555.1	486.6	486.9
재무활동 현금	-304	-177	-523	-79	-90	순차입금/자기자본(x)	-23.4	-27.2	-34.6	-41.0	-43.0
차입금의 증가(감소)	-185	-43	-285	-53	-31	영업이익/금융비용(x)	59.0	9.4	-10.6	6.6	38.3
자본의 증가(감소)	-119	-136	-239	-29	-59	총차입금 (십억원)	629	649	382	340	309
배당금의 지급	119	136	64	28	59	순차입금 (십억원)	-748	-885	-1,059	-1,405	-1,566
기타재무활동	0	1	2	3	0	주당지표(원)					
현금의 증가	30	80	895	89	113	EPS	19,847	9,663	4,291	20,739	13,218
기초현금	256	286	365	1,260	1,349	BPS	145,587	148,023	139,312	158,550	168,748
기말현금	286	365	1,260	1,349	1,462	SPS	117,144	81,071	71,883	73,014	91,524
NOPLAT	400	100	-85	45	264	CFPS	36,227	13,017	3,975	22,051	21,593
FCF	453	303	1,338	157	204	DPS	6,680	3,130	1,460	3,130	3,200

자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

엔씨소프트 (036570) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2025-04-28	담당자변경				400,000	
2025-04-28	매수	170,000	7.2	31.2		
2025-06-02	매수	170,000	14.8	31.2		
2025-08-13	매수	260,000	-18.5	-7.7		
2025-11-12	매수	300,000				

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 추가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.09.30

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.