



'유리'해진 상황을 즐겨라!

0. Intro

1. 기업분석

2. 투자포인트 1: 유리 부족, 건설 과다!

3. 투자포인트 2: 고급유리, 쏘나타까지 침투완료!

4. POTENTIAL: 배당, 묻고 더블로 가~

5. Valuation – PER Method

6. Appendix

<Earning Table>

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2020*(KAG 포함)	2021E	2022E
매출액	701,133	615,330	708,657	1,015,920	1,215,952	1,363,727
yoy(%)		-12.24%	15.17%		19.69%	12.15%
매출원가	568,368	522,223	582,610	791,848	890,959	967,146
매출총이익	132,765	93,107	126,047	224,073	324,993	396,581
GPM(%)	18.94%	15.13%	17.79%	22.06%	26.73%	29.08%
판매비와관리비	90,104	88,181	90,208	132,248	139,036	143,808
영업이익	42,661	4,926	35,839	91,824	185,957	252,773
OPM(%)	6.08%	0.80%	5.06%	9.04%	15.29%	18.54%
금융손익	1,833	5,017	5,075	7,165	7,178	7,178
금융수익	4,325	6,963	8,882	11,958	12,548	12,548
금융비용	2,492	1,947	3,808	4,794	5,370	5,370
관계기업및공동기업투자관련이익	8,551	6,906	10,024	10,024	-	-
기타손익	1,724	-10,900	83,748	91,030	6,712	6,712
기타수익	5,907	5,269	89,820	97,114	12,796	12,796
기타비용	4,183	16,169	6,073	6,084	6,084	6,084
법인세비용차감전순이익(손실)	54,768	5,948	134,686	200,043	199,847	266,663
법인세비용	14,196	1,927	2,336	20,011	52,460	69,999
당기순이익(손실)	40,573	4,022	132,350	180,033	147,387	196,664

2020*(KAG) 포함 같은 코리아오토글라스와 동사가 2020년 1월 1일 합병되었을 때를 가정한 것이다. 실제 합병일(12월 1일)

Rating

Conviction Buy

목표주가: 108,000원

현재주가: 59,600원

상승여력

81.2%

12M 주가추이

시가총액 9,518억원



Balance sheet data

Net Asset 1조 3,198억

PBR 0.72

ROE(*) 7.16%

Earning data

12M EPS (*) 5,357 원

당기순이익(2020) 1,323 억원

주요 주주

정몽익 19.49%

정몽진 8.56%

정상명 5.41%

SMIC 1팀

팀장 42기 최준우

팀원 42기 심희준

43기 박성준

43기 신희원

43기 이재민

0. Intro

기업 선정 과정에서 지속가능한 shortage가 발생하는 산업에 집중했다. 일시적인 shortage는 곧 회복될 수 있다는 기대감 때문에 주가에 미치는 영향력이 적다. 그러나 지속 가능한 shortage는 주가를 견인하는 강력한 요인이 될 수 있다. **현재 유리 산업 내에 지속가능한 shortage가 나타나고 있기 때문에 이 시장에 주목했고, 이런 우호적인 시장 속에서 가장 큰 수혜를 받을 기업은 동사라고 판단했다.**

국내 판유리 시장에는 유례없는 shortage가 나타나고 있다. 유리 산업은 반덤핑 관세가 부과된 중국 대신 말레이시아에서 주로 판유리를 수입해왔는데, 현재 **수입 물량이 빠르게 감소하고 있다.** 중국 건설 경기 활성화로 중국 내 판유리 가격이 오르면서 말레이시아산 판유리의 중국 수출 비중이 증가한 동시에 컨테이너 운임까지 상승했기 때문이다. 설상가상으로 **국내 생산량마저 줄어들고 있다.** 국내 판유리 제조업체는 동사와 한글라스 뿐인데, 한글라스의 판유리 생산라인 3기는 올해 9월부터 3년동안 순차적으로 정기보수를 실시할 예정이다.

부족한 공급과 대조적으로 판유리 수요는 계속 증가하는 추세다. 국내 건설 경기가 회복되면서 아파트 분양 물량이 많아졌기 때문이다. 수급의 불균형이 커지면 단가는 상승한다. 그리고 이렇게 올라간 단가의 가장 큰 수혜는 시장점유율 1위 기업인 동사가 받게 될 것이라고 예상한다.

유리 산업의 또다른 전방산업인 자동차 시장 역시 동사에게 유리한 방향으로 나아가고 있다. COVID-19 영향에서 벗어나 **자동차 생산량이 증가하고 있다는 사실** 역시 동사에게 긍정적인 신호지만, 더 큰 호재는 따로 있다. **친환경과 고급화가 자동차 시장의 트렌드로 부상하고 있다는 점이다.** 고급화 방향으로 나아가며, 기존에는 접합유리를 사용하지 않던 차종에도 새롭게 단가가 높은 접합유리를 도입되기 시작하였고, 친환경 방향으로 나아가며 접합유리를 많이 사용하는 전기차의 생산 또한 늘고 있다.

정리하자면, **건설용 유리에서 발생한 수급불균형과 자동차용 유리의 고급화 트렌드라는 두 가지 요인으로 인해 동사의 실적이 큰 폭으로 성장할 전망이다.**

1. 기업분석

1.1. 기업 개요

판유리 생산 가공 업체

동사는 2020년 1월 주식회사 KCC로부터 분할·신설되어 유가증권시장에 재상장된 기업으로 판유리를 제조·가공하여 건축용과 자동차용 유리를 생산하는 기업이다. 또한 동사는 2020년 12월 1일을 합병기일로 코리아오토글라스를 흡수합병했다.

유리 산업은 모든 유리의 기본 재료가 되는 판유리를 제조하는 부문과 판유리 가공을 통해 여러 종류의 유리를 제조하는 부문으로 나뉜다. 판유리 제조업은 유리 용융로, 성형기 등 자동화 설비를 위해 초기 시설 투자가 대규모로 이루어지고 연구 개발 투자가 많이 소요되는 산업이다. 따라서 규모의 경제가 존재해 신규 기업의 진입 가능성이 적다. 현재 국내 판유리 제조가 가능한 기업은 동사와 한글라스 뿐이다. 반면 유리 가공업은 비교적 중소기업체도 많이 진출했다.

또한 재가동 비용이 커서 노(Furnace)에 점화하면 연속 가동을 해야만 한다. 판유리 제조업체들은 대부분 가동률을 100% 가까이 유지하고 있기 때문에 생산량 변동이 적어 판유리 공급은 단가 변동에 매우 비탄력적이다. 판유리 수입 대상국가는 주로 말레이시아다. 과거에는 중국 판유리도 다량 수입됐지만 반덤핑 관세 때문에 현재는 가공과정을 거친 코팅 유리 등만 수입하고 있다.

동사 Value Chain

동사는 벙커C유를 이용해 가열한 용융로에 규사와 소다회 등의 원재료를 투입하여 판유리를 제조한다. 이렇게 제작된 판유리는 그대로 이용되는 경우도 있지만 보통 가공과정을 거쳐 로이유리, 강화유리, 접합유리 등으로 탈바꿈되어 활용된다. 이렇게 제조된 유리는 건설과 자동차 산업에 주로 공급된다. 이중 건축용 유리는 일반적으로 대리점을 거쳐 판매되지만, 개발단계부터 고객사와 협력이 필요한 자동차용 유리는 고객 기업과 직접 거래한다.

1.2. 제품 소개

1) 건축용 유리 - 판유리, 로이유리

판유리

금속 용융주석(Molten-Tin) 위로 액상의 유리물을 흘려서 **플로트(Float) 공법으로 제조**되는 판유리는 다른 모든 유리를 제작하는 과정에 필요한 기본적인 재료이다. 대부분의 유리는 판유리에 특정한 공정을 더하여 제조된다. 타종 유리의 원재료로 활용되는 경우도 있지만, 평활도가 뛰어나며 불순물이 없어 채광성이 우수하기 때문에 건축 용도로 판유리가 직접 사용되기도 한다.

판유리 + 코팅 = 로이유리

코팅유리라고도 불리는 로이유리는 진공에서 플라즈마를 사용하여 나노미터 단위의 매우 얇은 두께의 금속과 세라믹 박막을 **판유리에 다중 코팅하여 제조**한다. 로이유리는 실내에서 외부로 나가는 적외선을 실내로 다시 반사시켜서 겨울철 난방열 손실을 방지하는 기능을 구현한다. 또한 태양광 중에서 적외선을 차단하여 여름철에 건물의 냉방 부하

를 감소시키는 역할을 하기도 한다

2) 자동차용 유리 - 강화유리, 접합유리

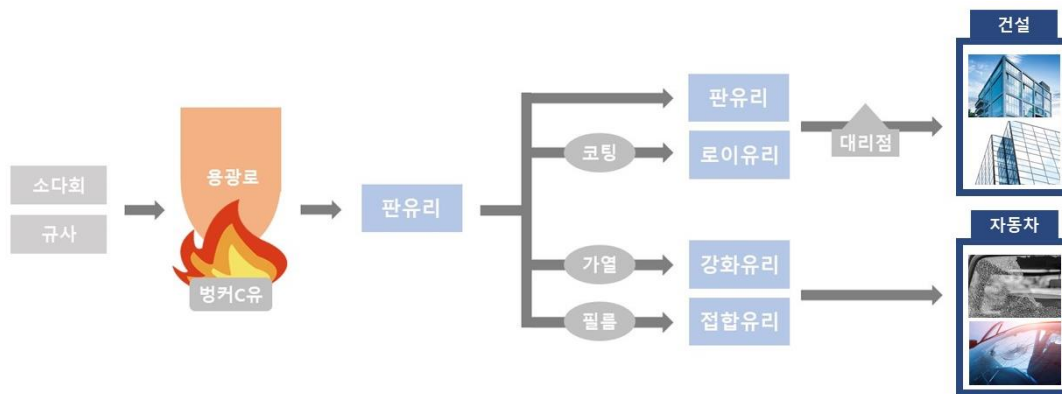
판유리+가열·급랭
= 강화유리

강화유리는 일반 판유리를 섭씨 600°C 이상의 고온에서 가열·성형한 후 급랭시켜 표면에 강한 압축 응력을 형성시킨 제품이다. 일반유리보다 3배 이상 높은 내충격 강도를 가지므로 쉽게 깨지지 않고, 파괴 시 매우 작은 조각으로 파편이 분리되기 때문에 파편에 의한 탑승자의 상해를 최소화시킨다.

판유리*2+필름 =
접합유리

접합유리는 두 장의 판유리 사이에, 인장강도가 뛰어난 PVB(Polyvinyl-Butyral) Film을 삽입한 후 고온고압으로 접착하여 제조된다. PVB Film의 인장력에 의한 충격흡수력이 높기 때문에 충돌 사고시 충격을 흡수하고 유리 파손 시 유리조각이 비산되지 않아 파편에 의한 상해를 막아 준다.

그림 1-1. 동사 Value Chain과 제품

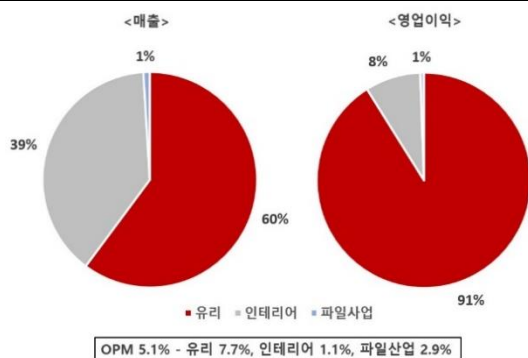


출처: SMIC 1팀

1.3. 재무분석

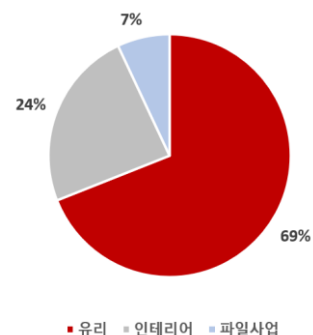
사업부문은 유리, 인테리어, 파일산업으로 나뉜다. 2020년 동사 사업보고서에 따르면 기준 각 사업부의 매출비중은 유리 60%, 인테리어 39%, 파일산업 1%이다. 그러나 영업이익의 비중은 유리 부문이 91%를 차지했다. 올해부터 코리아오토글라스 실적이 본격적으로 반영되어 유리 사업부의 매출과 영업이익 비중, 영업이익률이 더 높아질 예정이다.

그림 1-2. 2020년 사업부별 규모와 OPM



출처: 동사 회사소개 자료, SMIC 1팀

그림 1-3. 2021년 1분기 사업부별 매출 비중



출처: 동사 회사소개 자료, SMIC 1팀

2. 투자포인트 1: 유리 부족, 건설 과다!

사양 산업이라고 여겨지던 유리 산업에 유례없는 shortage가 발생했다. 3월에만 국내 판 유리 가격이 20~30% 상승했다고 한다. 우리는 shortage가 발생했다는 단편적 사실에 그치지 않고, 미래에 **shortage가 얼마나 심화될지, 그것이 언제까지 지속될 수 있는지** 분석하는 데 보고서의 초점을 맞추었다. **지속 가능한 shortage가 시장으로부터 인정받고, 주가의 상승동력이 된다고** 생각하기 때문이다.

2.1. 판유리 shortage, 심상치 않다!

2.1.1. 중국 유리가격 급등

중국 유리가격 최고가 경신

중국 유리 가격이 역사상 최고치를 경신했다. 2020년 3월 이후로 2배 상승한 것으로 파악된다. COVID-19 이후 주택 착공이 활발해지면서 유리 수요가 급증했기 때문이다. 유리 가격은 왜 이렇게 상승했고, 앞으로 계속 상승할까? 유리 산업의 특성에 그 답이 있다.

중국에서 수요 기반 shortage 발생

유리 산업은 유리 제조설비의 가동률을 항상 100%로 유지되어야 한다. 따라서 유리 가격이 이토록 상승한다는 것은 **중국에서 수요를 기반으로 한 심각한 유리 shortage가 발생하고 있다는 것을** 반증한다. 추가로 가동률은 항상 100%를 달성하고 있기에 단기에 공급을 증가시키기도 어렵다.

중국 내 shortage 장기 지식될 것

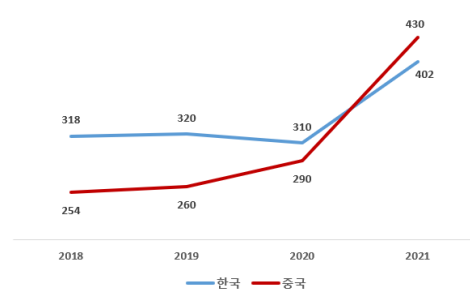
그렇다면 중국 유리업체가 공급을 늘리는 방법은 신규 설비의 증설밖에 없다. 하지만 과거 유리 제조설비의 증설 이력을 확인했을 때 **설비 착공에서 준공까지 약 2년이** 소요된다. 따라서 20년 하반기에 바로 증설에 돌입했다고 해도 22년 하반기에나 준공된다. 즉 중국 내 유리 수요가 견조하면 shortage는 장기적으로 지속될 것이다.

그림 2-1. 중국 판유리 선물 INDEX



출처: Stockstar, SMIC 1팀

그림 2-2. 한국, 중국 판유리 가격 추이 (단위: 원/kg)



출처: Stockstar, SMIC 1팀

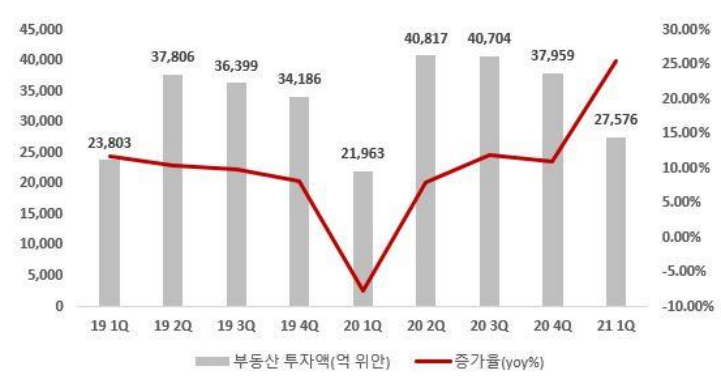
2.1.2. 중국 수요는 견조

중국 부동산시장은 회복 중

COVID-19의 영향으로 주춤했던 중국 부동산시장은 COVID-19 이후 급격한 회복세를 보이고 있다. 2020년 1분기에는 부동산투자액이 전년 동기 대비 감소하였으나, 2분기부터

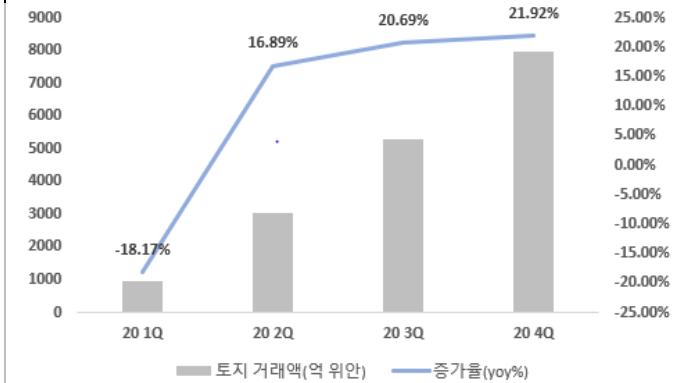
빠른 회복세를 보여 연간 7%의 증가율을 보여주었다. 2021년 1분기는 COVID-19이전인 2019년 1분기에 비해 15.8% 증가하였다. 또한 주택 신규 착공 물량의 선행 지표로 볼 수 있는 토지 거래액은 2020년 1조 7,000억 위안으로 전년 대비 15.9% 성장하며 사상 최고치를 기록했다.

그림 2-3. 중국 부동산투자액 (단위: 억 위안)



출처 중국 국가통계국, SMIC 1팀

그림 2-4. 중국 토지 거래액 (단위: 억 위안)



출처: 중국 국가통계국, SMIC 1팀

중국 정부의 적극적인 공급 대책

중국 정부도 적극적인 주택 공급 대책을 내세우고 있다. 2021년 중앙경제공작회의에서 대도시 부동산 문제 해결을 8대 중점과제 중 하나로 제시했다. 그 내용으로 보장성 임대 주택 건설 및 토지공급 확대가 포함되어 있다.

뿐만 아니라 중국 정부는 '住房补短板 提升幸福(주택보충, 행복감향상)'의 정책 기조 하 정부 주도 임대주택 공급 및 리모델링 시장 활성화 계획을 발표했다. 2021년 지방 양회에서 공급 및 리모델링 수치를 구체적으로 발표한 지역의 수치를 합하면, 469,300 채의 신규 주택 공급과 585,025 채의 리모델링이 시행된다.

그림 2-5. 판자촌 리모델링 성과



출처 : 신화뉴스, 아주경제

그림 2-6. 2021년 지방양회 정책 발표

지역	주택 건설	주택 개조
허난	-	130,000
산시	100,000	8,526
충칭	-	20,000
베이징	50,000	-
지린	-	15,799
산시	5,000	7,500
장쑤	100,000	250,000
안후이	126,300	149,200
하이난	35,000	-
닝샤	-	4,000
상하이	53,000	-
계	469,300	585,025

출처: 각 성, DB금융투자, SMIC 1팀

결론적으로 ① 중국의 코로나 이후 부동산 경기 활황 ② 정부의 공급 정책으로 인해 중국의 유리 수요는 견조할 것이다.

2.1.3. 국내 유리도 공급부족!

국내 판유리
공급부족 사태

국내 유리시장은 말레이시아산 저가 유리의 유입으로 공급과잉에 시달리고 있었다. 하지만 2020년 말부터 국내 유리업체는 심각한 판유리 공급부족 사태를 겪고 있다고 한다. 가격만 오른 것이 아니라, 물량 자체도 부족하다는 것이다. 우리는 그 이유를 ① 말레이시아산 유리의 수입량 감소 ② 동사 공장에서 발생한 설비 트러블로 정리했다. 더불어 경쟁사의 설비 보수로 인해 향후 3년간 국내산 유리 공급도 감소할 것이다. 여러모로 유례없는 공급부족 상황이다!

(1) 말레이시아산 유리의 한국향 수출 감소

중국 판유리 가격
상승으로 가격
메리트 사라짐

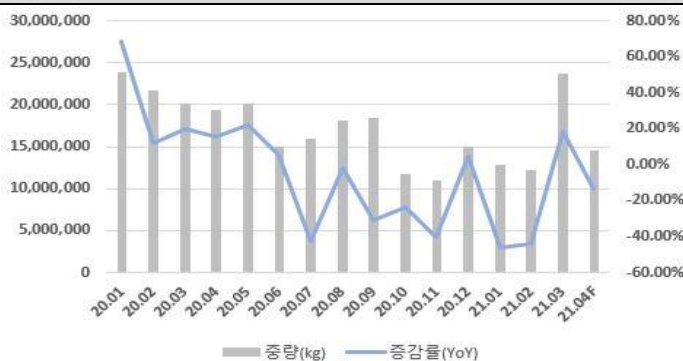
앞서 설명했듯이 중국 내 판유리 가격이 상승하였고, 심지어 국내 판유리 가격보다 높아진 상태이다. 또한 유리 수출 마진의 큰 부분을 차지하는 운송 거리 역시 중국이 더 짧다. 또한 해상 운임도 상승해 가격적인 측면에서 한국에 수출할 이유가 사라졌다.

게다가 말레이시아의 대형 판유리 제조 기업은 중국 기업 소유 하에 있다. 말레이시아 내 대형 판유리 제조 기업은 Malaysian Sheet Glass, Xinyi Glass, Kibing Glass Malaysia 세 개가 있다. 이 중 Xinyi Glass와 Kibing Glass Malaysia가 중국 기업의 판유리 생산 기지 역할을 하고 있다. 중국 내 유리 수요가 증가하여 공급이 부족한 상황에서 이들 기업의 생산량은 우선적으로 중국으로 수출될 것이다.

말레이시아산 중국
향 수출 증가는
국내 수입 감소

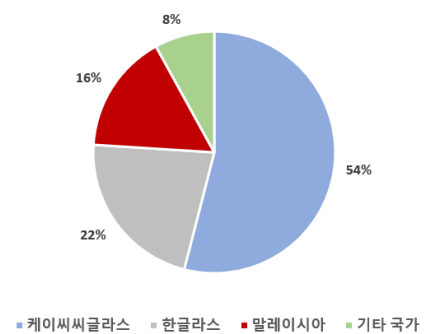
말레이시아 유리공장 또한 100% 가동 중이고, 공장 증설을 단기에 완료하기 어려운 상황인 만큼 중국 수출량이 늘어난다는 의미는 한국 수출량이 줄어든다는 의미이다. 실제로 중국 건설경기가 회복되기 시작한 2020년 6월 이후로 한국의 말레이시아산 유리 수입량은 YoY -30%를 기록하고 있다. 2020년 기준 말레이시아의 국내 시장점유율이 16%이므로 4.8%의 공급 부족이 발생하고 있는 것이다.

그림 2-7. 말레이시아산 판유리 수입량 감소



출처: 수출입무역통계, SMIC 1팀

그림 2-8. 판유리 시장점유율



출처: 수출입무역통계, 동사 사업보고서, SMIC 1팀

(2) 동사 긴급 보수? 오히려 좋아~

2021년 3월 15일 동사의 여주공장 용해로 설비에 이상이 발생했다는 사실이 공시되었다.

이 설비 손상으로 인해 4개월 간의 긴급 점검이 필요하다고 한다. 손상된 용해로는 여주 공장 3호기로 연 생산량은 310,250톤으로 추정된다. 동사 사업보고서에 따르면 2020년 연 생산능력이 961,484톤이므로 가동실적의 32%에 해당하는 설비가 중단된 것이다. 따라서 **생산 차질이 생겨 유리 산업의 긍정적 변화로 인한 혜택을 동사가 누리지 못할 것**이라는 우려가 있다.

**보유 재고자산으로
생산 차질 물량
충당 가능**

그러나 이런 우려는 기우다. 2020년 유리 매출원가가 4,103억 원이므로 여주공장 3호기의 4개월간 긴급점검을 받음으로써 생산 차질을 빚게 된 생산량은 원가 기준으로 약 441.32억 원이다. 동사는 2020년 말 기준으로 약 1,563억 원의 재고자산을 보유하고 있고, 이 중 제품에 해당하는 것이 약 740억 원이다. 따라서 **이번 설비 손상으로 인해 동사의 판매량이 감소하지 않을 것이다.**

그림 2-9. 판유리 생산라인 가동 중단 공시	그림 2-10. 생산 차질 물량 계산 (단위: 억 원)																														
<table border="1"> <tr><td>1. 제목</td><td>판유리 생산라인 일부 가동 중단</td></tr> <tr><td>2. 주요내용</td><td>판유리 생산라인의 설비 파손으로 인한 가동 중단</td></tr> <tr><td>3. 결정(확인)일자</td><td>2021-03-13</td></tr> <tr><td>4. 기타 투자판단과 관련한 중요사항</td><td></td></tr> <tr><td>1. 생산중단 공장: KCC글라스 여주공장</td><td></td></tr> <tr><td>2. 생산중단 사유: 판유리 생산설비 중 일부 생산라인의 설비 파손으로 인한 가동 중단</td><td></td></tr> <tr><td>3. 향후 대책:</td><td> ① 기존 재고 활용 및 생산계획 조정을 통한 영업활동 ② 설비 보수 중단 라인의 긴급 보수를 통한 대체 가동 </td></tr> <tr><td>4. 생산중단 영향:</td><td>기존 재고 및 생산계획 조정으로 영업활동에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상됩니다.</td></tr> <tr><td>5. 기타사항</td><td> ① 상기사항은 회사의 내부 사정 등에 의해 변동될 수 있습니다. ② 상기 결정(확인)일자는 생산중단 발생 시작일입니다. </td></tr> <tr><td>※ 관련공시</td><td>-</td></tr> </table>	1. 제목	판유리 생산라인 일부 가동 중단	2. 주요내용	판유리 생산라인의 설비 파손으로 인한 가동 중단	3. 결정(확인)일자	2021-03-13	4. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		1. 생산중단 공장: KCC글라스 여주공장		2. 생산중단 사유: 판유리 생산설비 중 일부 생산라인의 설비 파손으로 인한 가동 중단		3. 향후 대책:	① 기존 재고 활용 및 생산계획 조정을 통한 영업활동 ② 설비 보수 중단 라인의 긴급 보수를 통한 대체 가동	4. 생산중단 영향:	기존 재고 및 생산계획 조정으로 영업활동에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상됩니다.	5. 기타사항	① 상기사항은 회사의 내부 사정 등에 의해 변동될 수 있습니다. ② 상기 결정(확인)일자는 생산중단 발생 시작일입니다.	※ 관련공시	-	<table border="1"> <tr><td>전체 생산능력(톤)</td><td>961,484</td></tr> <tr><td>3호기 생산능력(톤)</td><td>310,250</td></tr> <tr><td>전체 생산실적 중 3호기 비율 (A)</td><td>32.27%</td></tr> <tr><td>2020년 유리 매출원가 (B)</td><td>4,103</td></tr> <tr><td>생산차질 물량 (A * B * 4/12)</td><td>441.32</td></tr> </table>	전체 생산능력(톤)	961,484	3호기 생산능력(톤)	310,250	전체 생산실적 중 3호기 비율 (A)	32.27%	2020년 유리 매출원가 (B)	4,103	생산차질 물량 (A * B * 4/12)	441.32
1. 제목	판유리 생산라인 일부 가동 중단																														
2. 주요내용	판유리 생산라인의 설비 파손으로 인한 가동 중단																														
3. 결정(확인)일자	2021-03-13																														
4. 기타 투자판단과 관련한 중요사항																															
1. 생산중단 공장: KCC글라스 여주공장																															
2. 생산중단 사유: 판유리 생산설비 중 일부 생산라인의 설비 파손으로 인한 가동 중단																															
3. 향후 대책:	① 기존 재고 활용 및 생산계획 조정을 통한 영업활동 ② 설비 보수 중단 라인의 긴급 보수를 통한 대체 가동																														
4. 생산중단 영향:	기존 재고 및 생산계획 조정으로 영업활동에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상됩니다.																														
5. 기타사항	① 상기사항은 회사의 내부 사정 등에 의해 변동될 수 있습니다. ② 상기 결정(확인)일자는 생산중단 발생 시작일입니다.																														
※ 관련공시	-																														
전체 생산능력(톤)	961,484																														
3호기 생산능력(톤)	310,250																														
전체 생산실적 중 3호기 비율 (A)	32.27%																														
2020년 유리 매출원가 (B)	4,103																														
생산차질 물량 (A * B * 4/12)	441.32																														

출처 : DART, SMIC 1팀

출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

**동사 긴급 점검
-> 재고확충 수요
증가**

이렇듯 동사의 판매량에는 문제가 없고, 동사도 이 사실을 고객에게 공시하였다. 그럼에도 불구하고 최근 **건설자재의 수급 부족에 따른 불안심리로 인해 재고확충 수요가 급증**하였고, 오히려 유리 가격 상승의 기폭제가 되었다. 동사에겐 오히려 좋은 상황이다.

(3) 경쟁사 한글라스, 3년 간 정기보수 예정

유리 제조 설비는 보통 20년에서 30년 정도의 수명을 갖는다. 가용연수를 채우기 전에 **1년의 정기보수**를 받는다면 설비의 수명이 다시 20~30년 늘어나게 된다.

**경쟁사 한글라스
3년간 정기보수
예정**

동사의 국내 유일한 판유리 생산 경쟁사인 한글라스는 3기의 설비 라인을 보유하고 있다. 하지만 각 설비는 각각 1982년, 1986년, 1990년에 준공되어 가동연한인 30년을 훌쩍 넘긴 채 사용되고 있다. 동사가 현재 운영중인 설비가 모두 2012년 이후에 증설된 것과 대비된다. 따라서 한글라스는 **2021년 9월부터 매년 1기 라인씩 정기보수에 들어갈 예정**

이다. 즉 한글라스의 판유리 시장 점유율이 22%를 차지하므로 3년 간 국내 공급량 중 7.5%에 해당하는 공급량이 감소하는 것이다.

**한글라스의 정기
보수로 국내 유리
부족해질 것**

동사의 긴급점검과 달리 한글라스의 장기보수는 재고자산으로 공급량을 충당할 수 있는 수준이 아니다. 한글라스의 재고자산은 겨우 대략 한 설비의 10개월의 공급량에 해당한다. 그마저도 1년이 지난 후에는 충당할 수 없다. 결국 국내산 유리의 공급이 부족해질 것이다.

2.1.4. 공급부족 사태의 요약

정리하자면, 해외에서는 중국의 판유리 수요 증가로 인한 중국 내 유리 가격 상승이 발생했다. 그래서 말레이시아산 판유리 수입이 감소했다. 동사 설비의 트러블로 판유리 수요자의 불안심리가 부채질되었고 올해 9월부터 국내 판유리 생산 기업이 순차적으로 정기보수에 들어갈 계획이다.

**국내 수요가 증가
한다면 동사는
지속 가능한
shortage 혜택
수혜**

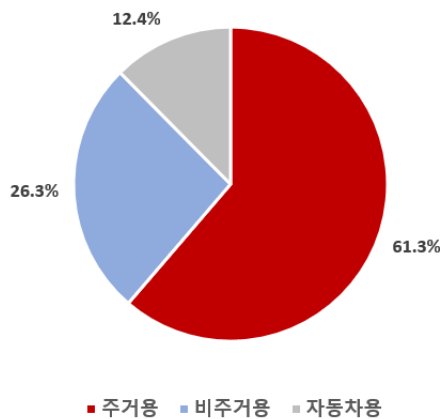
이런 모든 상황이 겹쳐 국내 판유리 공급 부족 현상이 발생하였고, 공급 부족은 단기간에 끝나지 않을 것으로 보인다. 결국 동사는 국내 수요만 증가한다면 지속 가능한 shortage를 누릴 수 있을 것이다.

2.2. 국내 유리 수요의 Key Driver는 아파트

**유리 수요의 Key
Driver는 아파트
건설량**

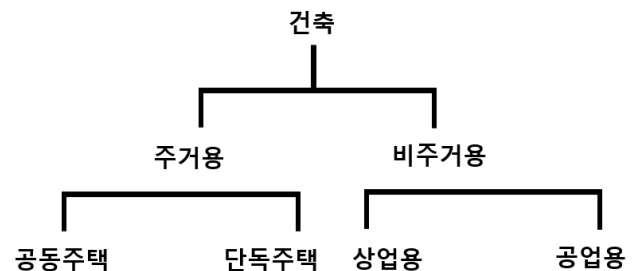
국내 판유리 시장의 76%를 점유하는 동사와 경쟁사의 수요처 중 주거용은 61.3%를 차지한다. 주거용은 공동 주택과 단독 주택으로 나뉜다. 이 중 비중이 가장 크며 사이클이 뚜렷한 것이 아파트이다. 즉 2021~22년 유리 수요의 Key Driver는 아파트 건설량이다.

그림 2-11. 판유리 2사의 수요처별 출하량 비율



출처: 현대차증권, 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-12. 건축 계통도



출처: SMIC 1팀

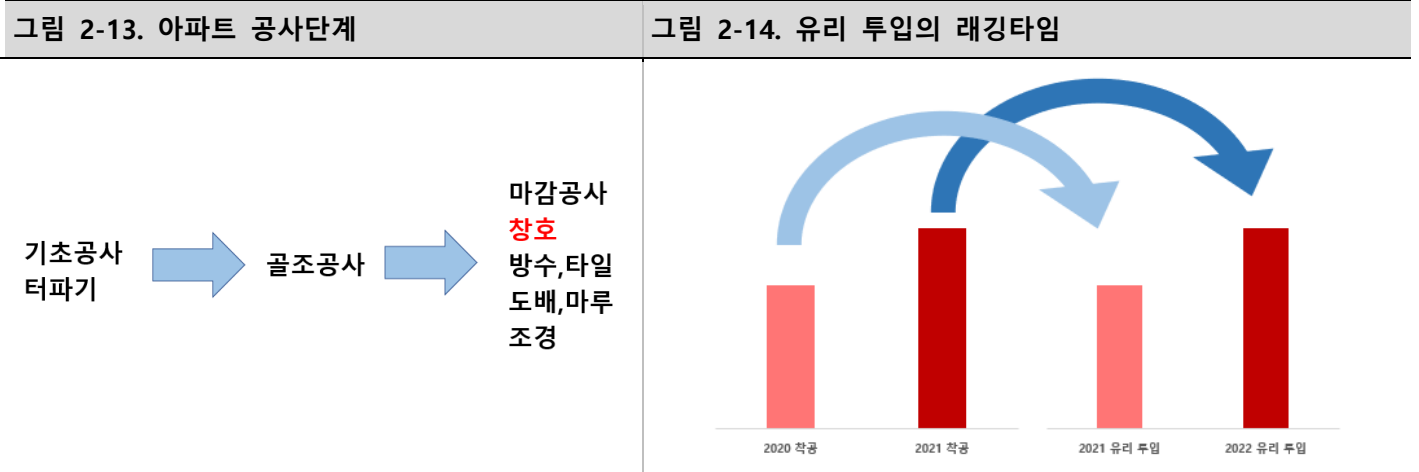
**착공 1년 후부터
유리가 투입**

그렇다면 아파트 시공단계 중 언제 유리가 투입될까? 유리의 투입시기는 터파기&기초공사 - 골조공사 바로 다음이다. 하지만 문제는 아파트의 층수, 짓는 시기, 인력의 숙련도

등에 따라 단계별 공사 기간이 천차만별이라는 것이다. 하는 수 없이 동사 IR담당자에게 문의하였고, **대략 착공 1년 후부터 유리가 투입된다**는 답변을 받았다.

**2020~21년 분양물
량이 2021~22년
유리 수요를 견인**

우리는 **2021~22년의 shortage에 초점을 맞추고 있다**. 따라서 우리가 알고 싶은 것은 **2021~22년의 건설향 유리 수요**이다. 이를 위해서는 착공부터 유리의 투입까지 시차가 1년임을 고려해 **2020-21년 착공 물량을 구하는 것이 핵심**이다. 대부분 선분양을 선택하는 국내 분양시장 특성상, 건설사들은 분양 후 바로 착공에 들어가게 된다. 따라서 우리는 **2020-21년 분양 물량을 2021-22 건설향 유리 수요를 판단하는 선행지표로 제시한다**.



출처: The Siencetimes, SMIC 1팀

출처: SMIC 1팀

2.3. 2020-2021년 분양 물량.

2020-2021년 분양 물량을 파악하기 위해 우리는 ① **건설사들의 20년 분양 실적 및 21년 분양 계획**을 조사했고 ② **2021년 분양 계획이 100% 실제 분양으로 이어질 가능성이 높음**을 보일 것이다.

2.3.1. 2020-21년 분양 실적&계획

**21년 분양계획은
41만 6천호**

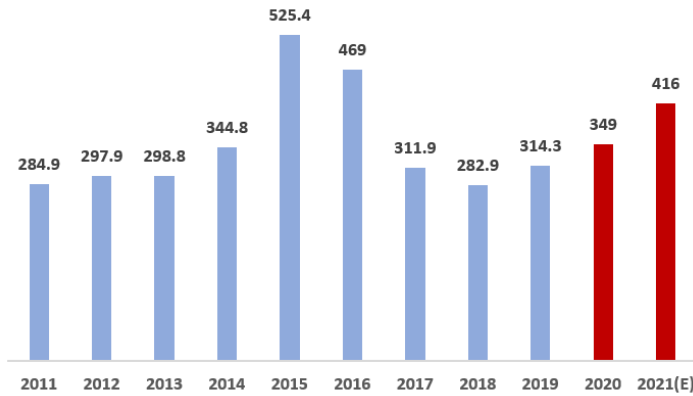
20년 분양실적은 연간 34만 9천호이다. 건설사들이 계획한 21년 민간아파트 분양계획은 연간 39만호이다. LH의 공공아파트 분양계획은 2만 6천호이다. 따라서 **21년 총 분양계획은 41만 6천호**라고 할 수 있다.

또한 2021년 4월 현재 유리 shortage가 지속되고 있는데, **2020년 하반기에 늘어난 분양 물량들에 유리가 투입될 올해 6월가량부터는 유리 shortage가 심화될** 것이다.

**경쟁사의 정기보수
->국산 유리 공급
부족**

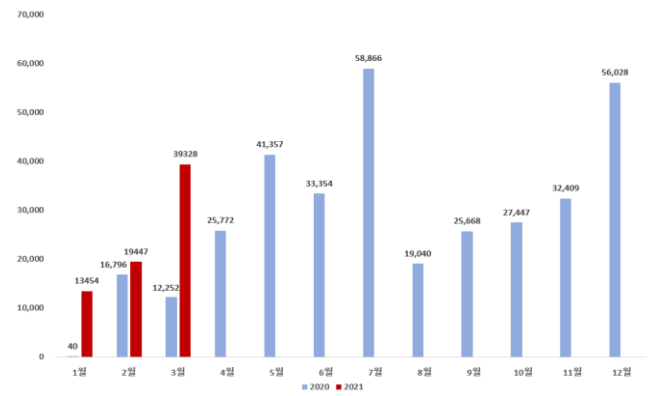
게다가 국내 건설현장은 신뢰성의 문제로 국산 유리를 선호한다. 때문에 통상 국산 유리의 프리미엄이 수입산 대비 20%정도 유지된다. 하지만 2021년 9월부터 한글라스의 공장이 정기보수에 들어갈 예정이다. 이에 따라 **국산 유리의 공급은 더욱 부족해질** 것이며, 수입 유리 대비 **국산 유리가 누리는 가격 프리미엄도 상승할** 것이라고 생각한다.

그림 2-15. 연간 분양실적(21년은 분양계획) (단위: 천호)



출처: 국토교통부, 부동산114, SMIC 1팀

그림 2-16. 20,21년 월별 분양실적 (단위: 천호)



출처: 국토교통부, SMIC 1팀

2.3.2. 2021년 분양 계획은 실제 분양으로 이어질까?

21년 분양 계획은 실제 분양으로 이어질 것

21년 분양 계획은 실제 분양으로 이어질 것이다. 그 근거를 ① 지역을 막론하고 국내 미분양 지표가 역대 최소라는 점 ② 공시지가 상승으로 분양가가 높아졌다는 점 ③ 실제 분양/분양 계획 비율 추이를 통해 제시할 것이다.

(1) 미분양 주택은 역대 최소

미분양 주택은 2011년 이후 최소

현재 전국 미분양 주택은 2011년 이후 최소치로, 과거 주택 분양 호황기이던 13~15년보다 낮은 수치이다. 미분양이 낮다는 것은 조합이나 시행사 입장에서 사업에 대한 리스크가 적다는 것을 의미한다.

(2) 공시지가 상승으로 분양가도 상승

정부는 분양가 현실화를 목적으로 투기과열지구에 분양가 상한제를 적용하고 있다. 하지만, 분양가 상한제로 인해 수익성이 나지 않는 단지들이 분양을 포기해 공급이 위축되는 지적이 많았다.

공시지가 상승 → 분양가 상승

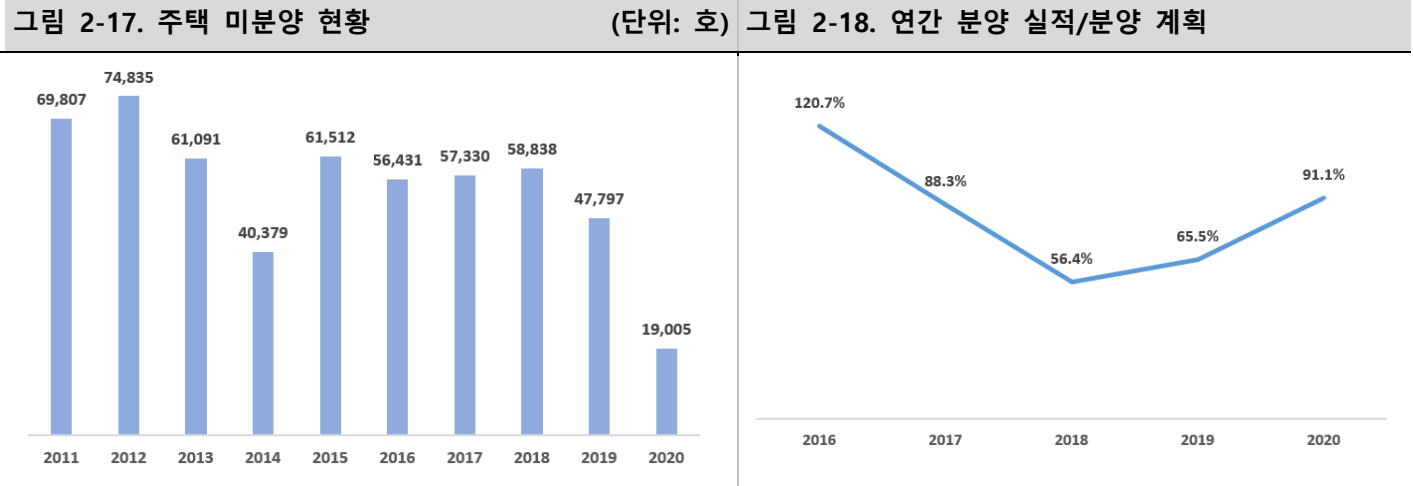
하지만 공시지가가 상승해 분양가도 상승하는 움직임이 감지되고 있다. 민간택지 분양가 상한제 하에서 분양가는 택지비+기본형 건축비+가산비를 통해 산정한다. 정부는 보유세를 늘리기 위해 공시지가 현실화를 추진해 공시지가를 끌어올렸다. 하지만 오히려 **상승한 공시지가가 토지 감정평가에 반영되며 택지비가 높아진 결과**가 나온 것이다.

일례로, 레미안 원베일리는 공시지가 상승이 반영되어 분양가 상한제 심사 결과 평당 5660만원에 분양가가 승인되었다. 이는 한국 역사상 가장 비싼 분양가이다.

(3) 분양 실적/분양 계획 비율은 상승 중

21년 분양 계획은
100% 실현

분양 실적/분양 계획 비율은 2018년을 저점으로 2년 연속 상승했다. 앞의 두 가지 상황이 지속되고 있는 점, 주택 가격이 계속 상승하고 있는 점을 고려해 2021년 연간 분양 계획이 실제 분양으로 100% 반영된다고 가정하였다.



출처: 국토교통부, SMIC 1팀

출처: 국토교통부, 부동산 114, SMIC 1팀

2.3.3. 정치권의 추가적인 공급대책은 반영하지 않았다.

8.4. 부동산대책으로 추가된 13.2만호 반영X

정부는 2020년 8. 4. 부동산대책을 통해 기 공급 예정이었던 물량에 더해 **13.2만호를 추가로 공급하기로 했다**. 신규택지발굴로 3.3만호, 공공참여형 고밀 재건축으로 5만호 등을 공급하는 것을 골자로 한다. 하지만 신규택지발굴과 공공참여형 고밀 재건축 모두 분양 시점까지 시간이 걸리는 개발 방식일 뿐만 아니라 아직까지 뚜렷하게 진행되고 있는 지역이 전무한 상황이다.

2.4. 부동산대책도 장기적 대책

마찬가지로 2021년 2. 4. 부동산대책 또한 **2025년까지 부지 확보를 목표로 하는 장기적인 대책**이다. 2021년 분양에 영향을 미치지 않는다.

오세훈 시장의 대책도 2021년 분양에는 영향X

오세훈 시장의 부동산 대책은 용적률 및 35층 규제 완화와 재개발 및 재건축 규제 완화를 통해 **계획단계에 머물러 있는 대형 단지들을 5년 내에 공급**하겠다는 것이다. 또한 시행단계에 있는 단지들을 빠르게 인가한다고 해도 2021년 분양으로 이어지기는 어렵다.

이렇듯 2021년은 현재 분양이 예정된 지역 외에는 정부나 서울시의 의지에 따라 추가적인 분양이 이루어지기 어렵다. **우리의 초점은 2021-2022년 유리 shortage**이므로 이들 대책으로 인한 미래의 아파트 공급물량은 전부 추정에서 제외하였다.

2.4. 매출 추정

P의 추정 논리는 다음과 같다.

- ① 2020년 사업보고서상 동사의 건설용 판유리 + 코팅유리의 ASP는 484원/kg이다

② 2020년 판유리 단가를 x로 두고, 삼성증권의 코팅유리 단가 추정치를 이용했다. 코팅유리 Q는 (코팅유리 시장*동사 시장점유율), 판유리의 Q는 (전체 Q - 코팅유리Q - 차량용 판유리Q) 로 구했다. 계산 결과 **2020년 동사 건설용 판유리의 ASP는 310원/kg**이다.

④ 2018년 건설용 판유리 + 코팅유리의 ASP는 496원/kg이었고, 건설용 판유리의 ASP는 318 원/kg이다. 2018년 중국의 건설용 판유리 단가가 국내보다 20% 싼다는 기사를 참고해 2018년 중국의 건설용 판유리 단가를 254원/kg으로 추정했다.

⑥ 중국의 건설용 판유리 선물 인덱스가 **2018년 1400, 2020년 1600, 2021년 현재 2370**까지 상승했다. 보수적으로 중국의 유리가격이 현재 가격에서 유지될 것이라고 보면, **중국의 건설용 판유리 ASP는 2021~22년 430원/kg**이다.

⑧ **국내 ASP가 2021년 평균 411원/kg이며 2021년 4분기까지 473원/kg으로 상승한다고 추정했다.** 과거 20% 정도의 국산 유리 프리미엄이 항상 있었던 점, 말레이시아가 유리를 수출할 때 한국이 중국보다 멀리 있어 해상운임비가 더 든다는 점을 고려하였다. 코팅유리 ASP는 2020년 마진을 더해주었다.

⑨ 2022년 판유리 ASP는 473원/kg을 사용했다. 2022년 국내 유리수요가 더 늘어난다는 것을 감안하면 보수적인 추정이다.

Q의 추정 논리는 다음과 같다.

① 전체 판유리 생산량은 2020년 기록한 888,501t으로 가정했다. 유리는 항상 100%가 동되어야 하기 때문에 미세한 수율 차이를 제외한 **유리 생산량은 변동하지 않는다.**

② 코팅유리향 판유리 생산량은 코팅유리 시장이 성장함에 따라 CAGR 9.8% 증가한다.

③ 차량용 판유리 생산량은 차량용 안전유리의 Q 증가에 연동시켰다. 차량용 안전유리의 Q는 후술할 투자포인트 2에서 추정하였다.

④ 전체 생산량에서 ②, ③을 뺀 값이 건설용 판유리 생산량이다.

그림 2-19. 동사 건설용 유리 매출 추정 (단위: 백만 원)

유리 종류		2020	2021(E)	2022(E)
건설용 판유리	ASP(단위: 원/kg)	310	411	473
	YoY%		32.7%	15.0%
	Q(단위: t)	640,776	635,243	610,022
	YoY%		-0.9%	-4.0%
	매출	198,641	261,299	288,541
코팅유리	ASP(단위: 원/kg)	760	861	923
	YoY%		13.3%	7.2%
	Q(단위: t)	113,829	124,984	137,233
	YoY%		9.8%	9.8%
	매출	86,510	107,654	126,666
전체 매출		285,151	368,953	415,206

출처: SMIC 1팀

3. 투자포인트 2: 고급유리, 쏘나타까지 침투완료!

코리아오토글라스
와 합병

동사는 2020년 12월에 국내 1위 자동차용 안전유리 업체 코리아오토글라스를 흡수합병한다. 이에 따라, 동사는 고부가가치 자동차용 유리를 납품하는 사업을 보유하게 된다. 코리아오토글라스는 국내 최대 자동차 유리 생산업체로 2020년 기준 국내 자동차 유리 점유율의 약 70%를 차지하고 있다.

자동차 생산 호조
+
제품 고급화

자동차의 앞, 측면, 후면에 들어가는 유리는 옵션이 아닌 100% 필수이다. 따라서, 동사의 자동차용 안전유리 규모는 국내 자동차 시장, 특히 현대기아차의 생산대수와 직접적으로 연동된다. 이러한 상황에서, 동사의 자동차 실적의 유일한 호조는 COVID-19로부터 회복하는 자동차 시장의 턴어라운드뿐만이 아니다. 동사는 **향후 제품 고도화, 고급화에 따른 제품 믹스의 개선의 영향을 특특히 볼 전망이다.** 이에 투자포인트 2에서는 실제 제품 고급화가 어느 정도 진행되고 적용될지, 적용된다면 동사의 수혜는 어느 정도가 될 것인지에 대해 논하고자 한다.

3.1. 자동차 고급화 속 주목받는 접합유리

접합유리의 기능성
수요 증가

동사의 수혜에 대해 논하기 위해서는, 자동차용 유리 종류인 접합 유리와 강화 유리 제품과 성능에 대한 이해가 선행되어야 한다. 이를 통해, 자동차용 안전유리의 고급화 트렌드, 그리고 **접합유리의 채택율이 높아지는 배경**을 알아보고, 접합유리 증대의 필요성을 논하고자 하다. 최종적으로, 국내 차종별 접합유리의 도입 시기와 비중을 분석함으로써, 접합유리 도입 트렌드를 살펴보겠다.

3.1.1. 고부가제품, 자동차유리

자동차유리는
안전성, 투과율,
차음 기능 등 중요

일상생활에서 흔히 보는 차체 유리는 단순히 외관에만 영향을 미치는 것이 아니다. 유리는 차체의 차음, 안전성, 프라이버시와 직결되며, 내비게이션 정보까지 투영시켜 주는 주요 부품이다. 따라서, **자동차용 유리는 일반 판유리와 달리, 차체에 주요기능들을 수행하기 때문에, 고도의 기술력을 요한다.** 자동차 유리는, 차음, 경량화, 안전성, 자외선 차단(투과율) 정도를 기준으로 성능이 평가된다. 즉, 자동차용 유리는 풍절음(風) 및 엔진 소리를 차음하고, 무게가 가벼우며, 투과율이 낮고, 비산이 쉽게 되지 않을수록 고기능성 유리로 취급된다.

판유리<강화유리

자동차에 들어가는 유리는 크게 **강화유리, 접합유리의 2가지** 종류로 나뉜다. 강화 유리는 일반 판유리를 600~700도 정도로 가열한 후 양면을 급랭시켜 만든 안전유리로, **일반적으로 차체의 앞, 옆, 그리고 선루프에 활용된다.** 강화유리는 **쾌적성과 프라이버시 면, 그리고 안전성 면에서 상당히 우수한 제품이다.** 화학공법의 결과 내충격 강도는 일반 판유리의 3~4배 가까이 늘어나며, 힘 강도도 약 6배 정도로 내열성을 지니게 된다. 또한, 파괴 시 작은 파편으로 분쇄되어 운전자를 보호한다.

강화<접합유리
: 안전성, 보호기능

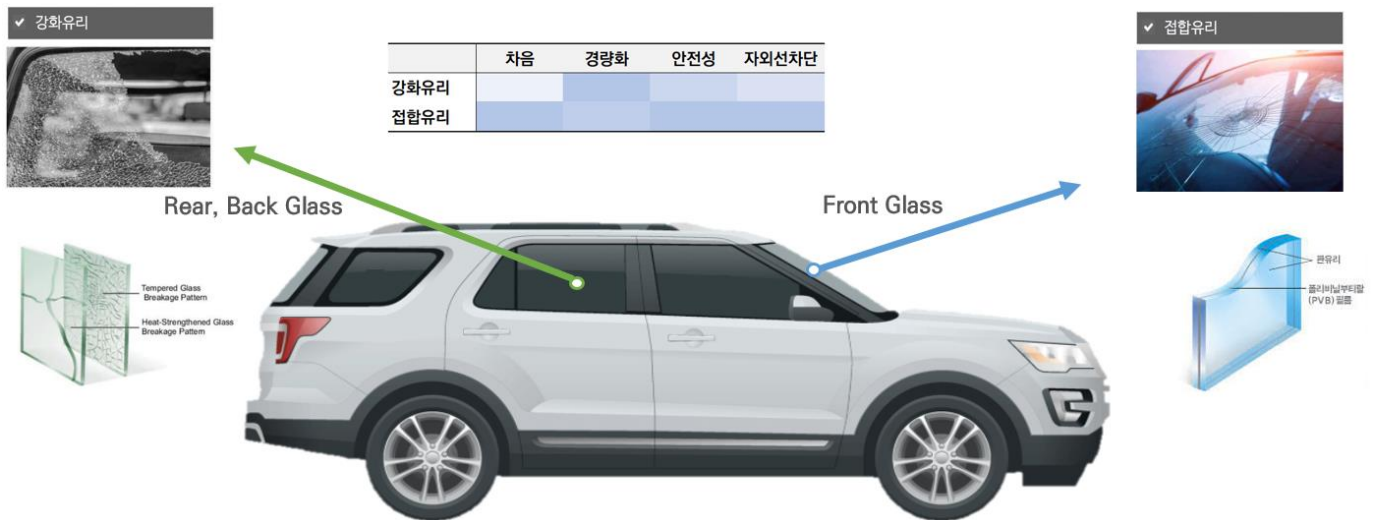
접합유리는 강화유리보다도 성능이 뛰어나다. 접합유리는 판유리 2장 사이에 비닐플라스틱의 특수 필름(PVB)을 삽입하여 고온 고압으로 결합해 만든다. 외부 충격에 강한 강화유리조차 깨지면 쏟아지는 반면, 접합유리는 파손되면 거미줄 모양으로 금이 가는 수준에 그치기 때문에 **파편까지 막아주는 궁극적인 안전유리**이다. 이와 같은 접합유리의 특성 때문에, 접합유리는 운전자의 안전과 직결되는 자동차 앞유리에 의무적으로 탑재된다.

차음 성능 압권,
각종 고급 유리

또한, 판 유리 사이에 삽입되는 PVB 필름이 **차음 성능을 개선하기 때문에 정숙성을 크게 향상시켜 준다**. 자동차 소음의 50%를 차지하는 풍절음, 그리고 엔진 소음을 강화유리 대비 30% 정도 감소시켜, **고급 차종일수록 측면 유리, 후면 유리에도 접합유리를 많이 적용한다**. 더불어, 필름, 유리 성형을 조금만 달리 하면 앞유리에 영상을 투영시킬 수 있는 HUD 유리 등의 고기능성 유리까지 제조할 수 있다.

따라서, 접합유리는 강화유리보다도 더욱 고도화된 차음, 안전성 기능을 갖추고 있어, 자동차 성능 향상에 크게 기여하는 고부가가치 제품이다.

그림 3-1. 차체에 들어가는 강화/접합 유리



출처: SMIC 1팀

3.1.2. 여태까지는 강화유리로 충분했다

왜 옆, 뒤는 강화?

접합유리가 안전성, 차음 측면에서 강화유리보다 우수한 사양을 지니고 있는 것은 이미 공공연한 사실이다. 그럼에도 불구하고, 앞유리를 제외한 측면, 후면, 그리고 썬 루프에 강화유리를 채택한 이유는 무엇일까?

더 비싼 접합유리

우선, **가격이 가장 큰 원인이다**. 접합유리는 강화유리보다 우수한 품질로, 약 4~5배 이상에 달하는 높은 ASP를 자랑한다. 측면, 후면까지 적용 시 차 한 대당 투입되는 유리 단가가 약 3배 이상 상승하게 되어버린다. 물론, 발열, 디스플레이 등 추가적인 기능이 탑재되면 접합유리 자체의 단가는 더 높아진다. 따라서, 접합유리는 일반적으로 운전자의

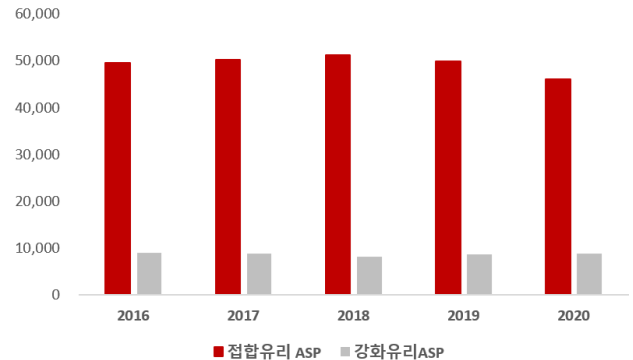
안전에 가장 치명적인 앞 유리에만 채택되어 왔다. 접합유리가 기능이 더 우수함에도 중저가형 모델에서는 원가를 절감하기 위해 강화유리를 사용해 왔던 것이다.

그림 3-2. 자동차 앞 유리 비산 형태



출처: 동사 소개 자료, SMIC 1팀

그림 3-3. 강화/접합유리 ASP 동향 (단위: 원)



출처: 동사 사업 보고서, SMIC 1팀

접합유리가 필수적이지는 않았던 측면, 후면

더불어, 국내에서는 1987년에 제정된 도로교통안전법에 준거하여 **모든 자동차가 의무적으로 앞 유리에 접합유리를 사용해야** 한다. 잘게 부서진 파편이라도 직접 맞으면 상해를 입을 수 있고, 갑작스럽게 앞 유리가 깨지더라도 운전자가 조금이나마 자동차를 조작할 수 있도록 하기 위함이다. 반면, **측면, 후면에는 접합유리가 필수적이라고 여겨지지 않았다.** 측면, 후면의 접합유리 적용은 의무적이지 않았으며, 커튼 에어백 옵션 설치 시, 유리창에서 1차로 날아오는 유리 파편들을 막아 주기 때문이다.

접합 유리 사용 비중이 증가?! 왜?

앞서 설명하였듯, 접합유리의 안전, 차음 성능이 더 우수하다. 하지만, 앞 유리를 제외한 접합유리의 적용이 의무적이지 않고, 결정적으로 단가가 더 비싼 탓에, 일부 고급 자동차만이 측면·후면에 접합 유리를 적용해 왔다. 그럼에도 **최근 접합유리 채택율은 빠르게 올라가고 있는 추세이다.** 이번 절에서는 접합유리 사용 비중이 증가하는 배경을 논하고, **향후 접합유리의 확대 적용이 필연적인 수순임을 밝히고자** 한다.

3.1.3. 안전 유리 시장이 변하고 있다!

3.1.3.1. 자동차는 고급화 ing

고급차 생산 ↑ → 접합 유리 ↑

고급 차종일수록 접합 유리를 더 많이 투입한다. 고급차일수록 비용적으로 비싼 접합유리를 감당할 수 있고, 고성능 차음 및 안전시스템을 구축하기 때문이다. 고급자동차와 같이 접합유리의 채택율이 높은 경우, 당연히 차 한 대당 들어가는 유리의 단가가 올라간다. 따라서, ①고급차종과 대형자동차(SUV 등)의 판매가 호조일수록, ②접합 유리와 고급 유리 채택율이 높아질수록 자동차용 안전유리 생산업체에 유리하다.

대형 SUV 고성장

①고급/대형 자동차의 판매 및 생산 수량 증가는 동사의 실적과 직결된다. 우선, SUV의 고성장이 예상된다. 국내 팰리세이드, 쏘렌토, 투싼 등 SUV 차종에 대한 수요의 증가세

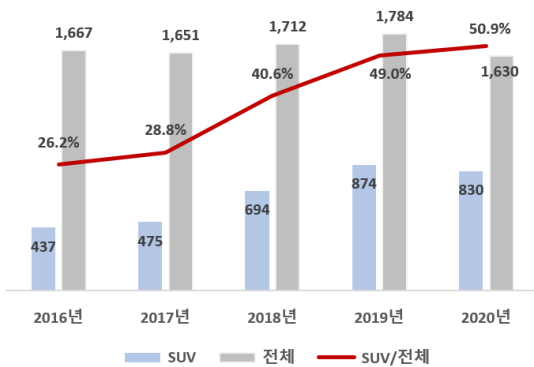
지속으로 RV차종이 승용차 판매량의 약 절반 이상(52.3%)을 차지한다. SUV는 엔진 디젤을 사용하는데, 디젤은 연비가 좋은 반면 엔진 소음이 심해, **접합유리를 측면, 후면에도 적용한다.** 따라서, 현대기아차 판매량의 SUV 비중이 지속적으로 늘어나면, 동사가 한 대당 공급하는 접합유리의 비중도 당연히 상승할 것이다.

전기차 부상

전기차(EV) 등의 친환경차 및 자율주행차의 부상 역시 주목할 만한 변화이다. 올해 1분기는 20년 4분기의 7.5만대에 이어 두 번째로 높은 친환경차 판매대수를 기록하며, 친환경차 판매 비중이 전체 자동차 판매량 중 약 15.9%까지 차지하였다. **전기차도 고급차와 마찬가지로, 전체 유리 중 접합유리가 차지하는 비중이 타 차종에 비해 훨씬 높다.** 다른 차종은 보통 측면 1열까지만 접합유리를 사용하는데 반해 전기차는 측면 유리 전체에 더해 후면, 루프 유리까지 접합유리를 사용하는 경우가 흔하기 때문이다.

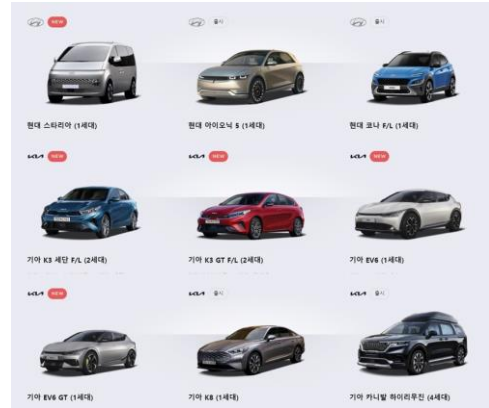
이처럼 SUV 고성장, 친환경차 보급 확대, 고급차 브랜드 강화 등 **완성차 시장의 구조적인 변화와 함께 접합유리의 수요도 늘어날 전망이다.**

그림 3-4. 현대기아차 판매량 SUV 비중 (단위: 천 대)



출처: 현대기아차 IR, SMIC 1팀

그림 3-5. 현대기아차 2021년 신차-전기차



출처: 현대기아차 홈페이지, SMIC 1팀

접합유리도 고급 제품으로!

또한, **고급차 중심으로 자동차 시장이 재편되면, 접합유리의 사용 비중이 증가하는 것은 물론이고 ②접합유리도 덩달아 고급화된다.** 접합유리는 외적으로 다양한 유리와의 조합하여 성형하면, 보호·차음·차열·HUD(Head-Up Display) 등 다양한 기능이 탑재된 고기능성 프리미엄 유리로 변모한다. 고기능성 접합 유리는 일반 접합 대비 단가도 약 20% 이상 비싸, **고급차 내 고기능성 유리 제품이 늘수록 접합유리의 마진율도 상승한다.**

고급차의 기능성 접합유리 채택

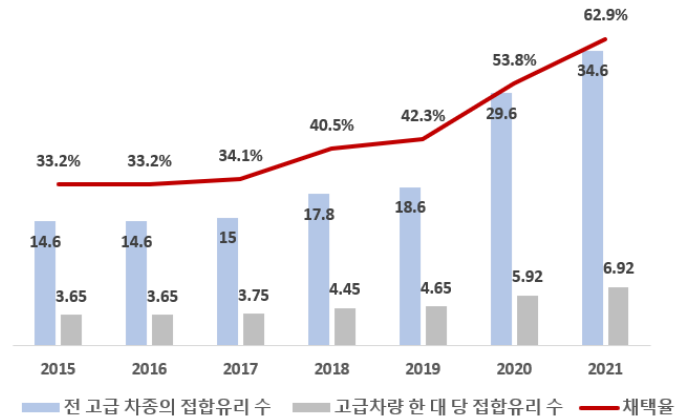
실제로, **고급차 내 탑재되는 고기능성 접합 유리 비중은 꾸준히 오르는 추세이다.** 현재 고급 세단은 대부분 차음을 위해 앞 유리뿐만 아니라, **측면, 후면까지 고급 차음 접합 유리를 사용한다.** 일례로 Equus는 3년 전부터 차음 접합 유리를 채택했으며, Genesis EQ900은 내비게이션 등 자동차 정보를 앞 유리에 투영해 표시해 주는 **HUD(Head-Up Display)를 신차에 본격적으로 도입하기 시작하였다.** 특히, HUD는 향후 전기차와 자율주행차의 부상과 함께 수요가 증가할 것으로 사료된다.

그림 3-6. 동사 고기능성 자동차용 안전 유리 종류



출처: 동사 소개 자료, SMIC 1팀

그림 3-7. 고급 차 한 대 당 접합유리 수 증가 추이



출처: 현대기아차 IR, SMIC 1팀

동사의 접합유리 수혜 기대

따라서, ① 자동차 제품 믹스가 접합유리 채택율이 높은 고급차 제품 중심으로 개선되고, ② 고급 차 내 도입되는 접합유리의 Q와 P가 상승하며, 동사의 접합유리 실적 수혜가 기대된다.

중형 양산차에도 접합유리가 확대!

3.1.3.2. 일반자동차까지의 낙수효과를 기대해~

접합유리 채택율이 늘고 있는 것은 비단 고급차만이 아니다. 과거 일반차의 접합유리 침투율은 낮았으며, 적용 추세도 더뎠다. 하지만 이제는 중형 양산차 라인에도 접합유리 침투율이 늘며, 낙수효과가 본격화되고 있다. 자동차 시장의 고급화 트렌드의 영향으로 사양이 고급화되며, 일반 차 역시 접합유리를 확대 적용하는 변화를 꾀하고 있다.

측면 1열에 적용 시작

현재 K5나 쏘나타와 같은 중형 양산차의 측면 1열에도 접합 유리를 쉽게 볼 수 있다. 기존에 전면 유리에만 사용이 되었다면, 이제 상대적으로 친숙한 보급형 라인들의 측면에도 접합유리가 침투하기 시작한 것이다. 향후 출시될 대부분의 신차들(K9, 그랜저, 쏘나타, 아이오닉)에도 접합 유리가 확대 적용될 전망이다.

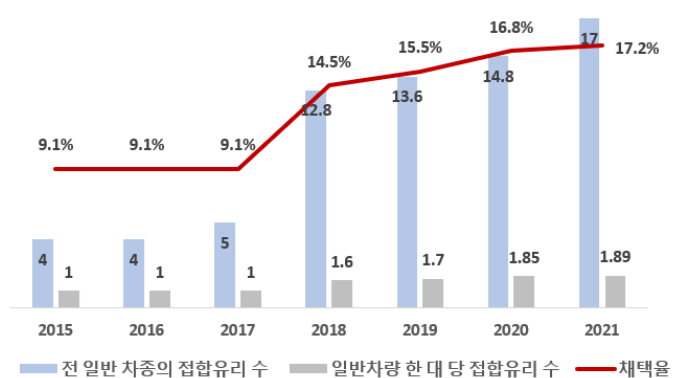
그림 3-8. 쏘나타 접합유리 확대 적용

췏! 조용해진 2020 쏘나타, 주력 가솔린에 이중 접합 차음유리



출처: 현대차, 오토헤럴드, SMIC 1팀

그림 3-9. 일반 자동차 한 대 당 접합유리 수 증가 추이



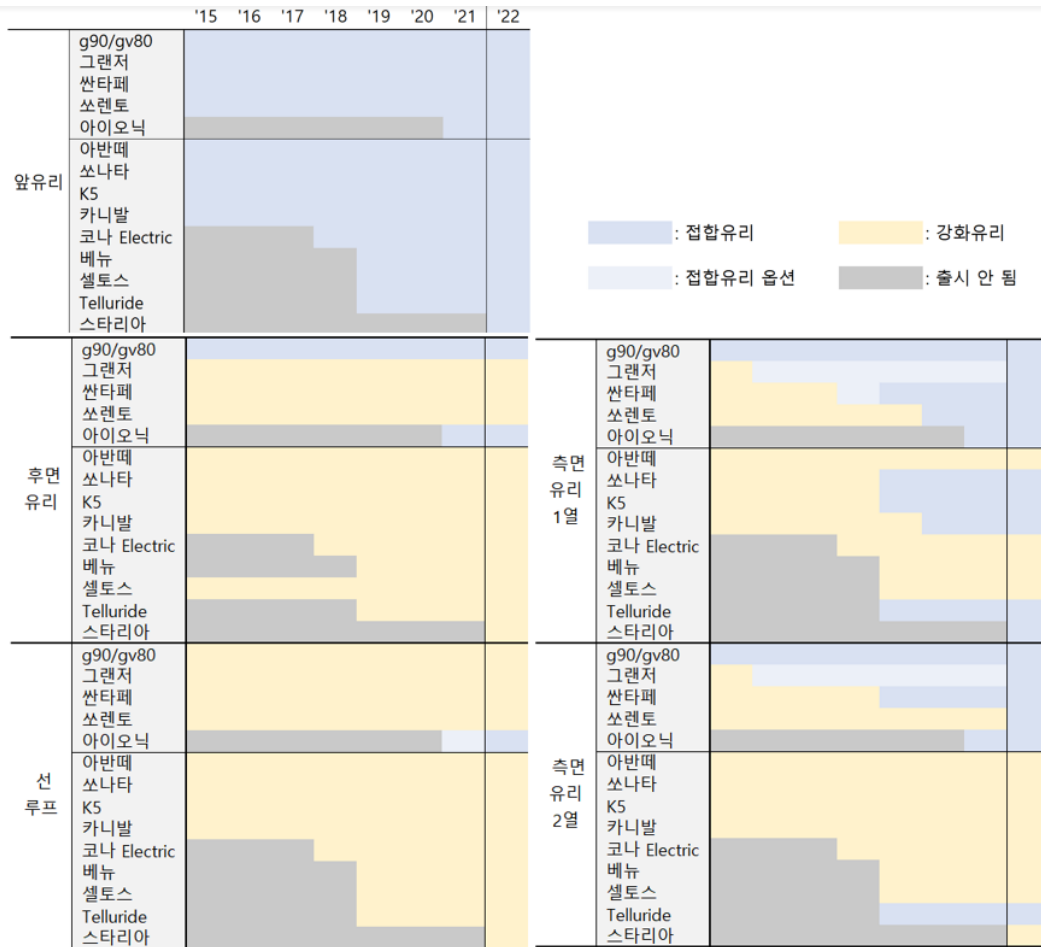
출처: 현대기아차 IR, SMIC 1팀

3.1.4. 접합유리로의 전환은 가속화!

차종별 접합유리 채택율

자동차 제품 믹스가 고급차 중심으로 개편되고, 보급차에서도 접합유리 비중이 늘고 있다는 것은 직관적으로 이해할 수 있다. 하지만, 어느 정도 속도로 얼마큼 접합유리 비중이 늘어날지는 일반적으로 파악하기 쉽지 않다. 따라서, 현대기아차 차종 별 채택율 추이를 살펴봄으로써, 접합유리 전환 가속화 여부, 그리고 접합유리 적용 패턴을 짚어보고자 한다.

그림 3-10. 차체에 들어가는 강화/접합 유리



출처: SMIC 1팀

이때, 차종은 동사가 대표적으로 공급하고 있는 현대기아차 차종으로 선정하였다. 또한, 차 한 대 당 들어가는 유리 장수는 SUV 기준 앞 1매, 측면 8매, 후면 1매, 루프 1매로 평균 11매로 가정하였다. 채택율을 확인한 결과 다음과 같은 패턴을 확인할 수 있었다.

- 1) 앞 유리(고정)→측면 1열→측면 2열→후면→루프의 순서대로 접합유리가 적용된다.
- 2) 고급차종부터 선행적으로 접합유리가 채택된다. 고급차는 기본적으로 앞 유리와 측면 1열은 접합 유리를 적용하고 있으며, 측면 2열까지 적용하는 경우도 늘고 있다. 향후, 제네시스와 아이오닉 등을 선두로 후면, 루프까지 접합 유리가 채택될 전망이다.
- 3) 19년 기점으로 일반 보급 차종에서도 측면 1열 및 2열에 접합유리를 본격적으로 채택하기 시작하였다. 고급차 도입 시기보다 평균적으로 4~5년 후행하는 것으로 추정된다.

4) 차종의 신차에 처음 접합유리가 확대 적용되는 경우, 전트림에 확장하는데 시간이 소요된다. 첫 도입 시 전트림의 4~5할만이 접합유리가 적용하는 것을 확인하였다. 또한, 한번 사양을 적용하면 다른 자동차에도 적용하게 되어서 경쟁력을 키워야 하는 구조이다. 즉, 신차에 접합유리를 적용 시, 전 트림에 서서히 확대 적용하게 된다.

종합하면, 접합유리의 채택율은 고급자동차를 선두로 확대되고 있으며, 낙수효과로 보급형 자동차에도 본격적으로 확대되기 시작하였다.

3.2. 자동차유리의 엄청난 성장, 수혜는 동사가!

안전한 수혜를 받을 동사

지금까지, 국내 자동차의 고급화 트렌드와 함께 접합유리 채택율이 높아지며, 자동차용 유리 업체들이 수혜를 받을 것임을 확인하였다. 이제부터, **자동차 유리 시장의 전망**, 그리고 **동사의 경쟁력을 분석해, 자동차 유리 시장의 구조적 수혜를 동사가 오롯이 받을 수 있을 것**임을 밝히고자 한다.

3.2.1. 현대기아차의 유리에는 KAC가 박혀있다

압도적인 1위 업체: KCC글라스

동사는 국내 자동차 안전 유리 시장의 **70% 이상을 차지하고 있는 1위 업체**이다. 2위 업체는 28%로 한글글라스가 차지하는 과점 산업이다. 또한, 자동차 안전유리 산업은 자동차 산업과 마찬가지로 대규모 장치산업이라는 특성으로 인해, 진입장벽이 상당히 높다.

현대기아차 국내 생산량의 80% 유리 공급

심지어, 동사가 속한 KCC는 범현대그룹 일부로, **현대기아차의 대부분의 차종에 안전유리를 제공한다**. 자동차유리는 부품의 특성상 차체의 형태에 맞게 면적과 사양을 완성차 업체와 공동 개발할 수 밖에 없기 때문에, 차종 라인 별 관행적으로 한 유리 업체(Sole Vender)만 들어간다. 따라서, **대부분의 현대기아차 차종에는 동사의 자동차 안전 유리가 독점적으로 탑재되고, 벤더가 쉽게 대체될 수 없는 구조**이다.

그림 3-11. 현대기아 1차협력사(HKMC) 공동개발 현황

연구 형태	연구 과제명	내용	기대효과
국책	적외선반사 코팅유리	접합유리 내면에 적외선 반사 특성을 가지는 금속 코팅막을 코팅함으로써, 차량 실내의 열 환경을 개선한 기능성 유리	연비 개선
HKMC 공동개발	와이어 삽입 전면발열유리	필스텐 와이어가 삽입된 필름을 접합하여 견열을 인가함으로써, 전면유리를 가열하여 겨울철 성능을 제거하는 전면발열유리	편의성 향상
HKMC 공동개발	솔라셀 루프	태양전지를 선루프에 접합유리 형태로 장착 후, 태양광에 의해 얻어진 전기를 공조시스템과 연계하여 쾌적한 승차환경을 조성하는 것이 가능한 기능성 유리	연비 개선
HKMC 공동개발	무연솔더 (Pb-free)	유럽연합(EU)의 ELV(폐차처리 지침)에 글라스용 솔더의 납(Pb)사용 규제가 따라 납(Pb)이 없는 무연솔더를 개발함.	친환경
HKMC 공동개발	미세열선	일반 열선의 선폭 500 μm보다 굵기가 10배 이상 얇은 열선(선폭 50 μm)을 적용함으로써, 시인성 및 성능을 개선함.	편의성 향상
HKMC 공동개발	자외선차단 코팅유리	자외선 차단 기능을 가지는 하이브리드 코팅막에 의해 높은 자외선(UV) 차단 기능을 가지는 기능성 유리	친환경

출처: 동사 사업 보고서, SMIC 1팀

그림 3-12. 동사 현대향 유리 매출 80% 이상



출처: 동사 회사 소개, SMIC 1팀

앞으로도 현대기아차에 탑재될까?

그렇다면 동사는 향후에도 지속적으로 현대기아차 라인에 탑재될 수 있을까. 현대차향 유리 벤더 경쟁 입찰이 치열함에도 불구하고 동사는 **확실하게 현대기아차에 납품 물량을 늘려 나갈 수 있을 것이다.**

차종의 vender은 하나뿐! 수밖에

우선, 산업 구조 상 **동사 외에 자동차 유리를 생산하는 업체가 많지 않다.** 국내에서는 '코리아오토글라스'와 '한국세큐리트'가 과점을 하고 있으며, 전세계적으로도 생고병, 아사히글라스 등 5개 업체만이 전문적으로 자동차용 유리를 생산하고 있다. 더불어, 차체에 부착될 유리는 사전에 자동차 **완성품 업체와 필수적으로 연구개발을 거쳐서 생산되므로, 해외 유리 업체를 채택하기도 어려운 상황이다.** 현대기아차도 유리 교체 및 수량 조절 등의 문제로 안정적인 공급처가 필요하기 때문에 해외에 같이 연구개발을 진행할 만한 업체가 없는 것이 현실이다. 따라서, 동사가 국내에서 자동차 유리를 납품하는 차종이 해외 수출된다고 하더라도, 차체에는 동사 제품만이 탑재될 수 있다. **유리의 규격과 사양이 이미 차체에 최적화 되어 있기 때문이다.**

2)현대차 해외생산 물량납품 가능성 ↑

또한, **현대기아차의 해외판매에 발맞추어 유리 물량을 납품할 수 있는 여건도 갖추어지며, 현재 현대기아차의 북미 생산 거점에도 납품을 하고 있다.** 코리아오토글라스는 KCC와 도요타에 납품을 하는 일본의 아사히글라스의 합작 법인으로 출범하였다. 당시 체결된 기술계약의 탓에 아사히 글라스가 진출한 국가에는 진입을 못한다는 규정이 있었으나, 케이씨글라스와의 합병과 기술 계약의 종료로 해외 진출의 제약이 사라진 상태이다. 따라서, **현대기아차의 해외 공장을 Captive로 동사의 물량은 현행 대비 증가할 잠재력이 충분할 것으로 사료된다.**

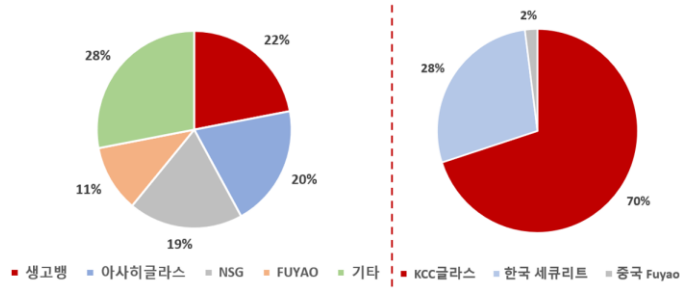
3) 높은 마진율과 기술 경쟁력

마지막으로 동사는 **현대기아차를 상대로 가격협상력을 가질 수 있을 정도의 기술 경쟁력도 갖추고 있다.** 코리아오토글라스의 마진율은 연간 8~11% 수준으로, 신차 cycle 시 15%까지도 올라갔다. 현대차 영업이익률이 평균적으로 4~5% 수준인 것을 고려하면, 동사의 자동차 안전유리 사업부문은 자동차 섹터 중에서도 높은 마진율을 자랑한다는 것을 알 수 있다. 더불어, 앞서 언급하였듯, **상대적으로 수익성이 양호한 고기능성 접합유리의 판매가 증대하고 있어, 마진율을 받쳐줄 기술 경쟁력은 충분할 것으로 사료된다.**

현대기아차의 수혜 동사에게

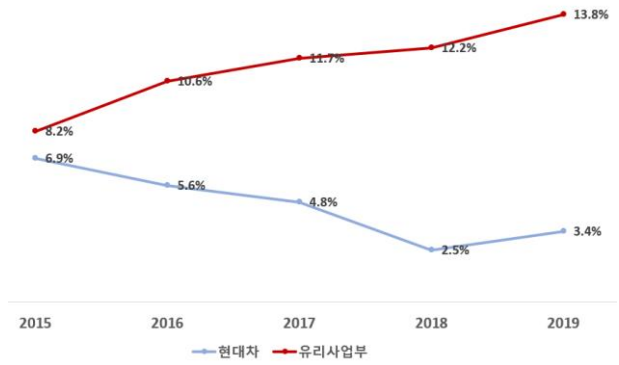
종합하면, 동사는 독점에 가까운 과점을 하고 있으며, 현대기아차의 해외 물량을 늘려나갈 가능성이 열려 있으며, 높은 마진율을 유지할 수 있을 정도로 기술경쟁력을 가지고 있다. 따라서, **현대기아차의 자동차 포트폴리오 고급화/ 생산량 증대의 수혜를 동사가 오롯이 받을 것으로 전망한다.**

그림 3-13. 글로벌/국내 자동차 안전유리 점유율



출처: 한국자동차산업협회, SMIC 1팀

그림 3-14. 현대차/동사 영업이익률 비교



출처: 현대차/동사 사업 보고서, SMIC 1팀

3.2.1. 현대기아차의 부상!

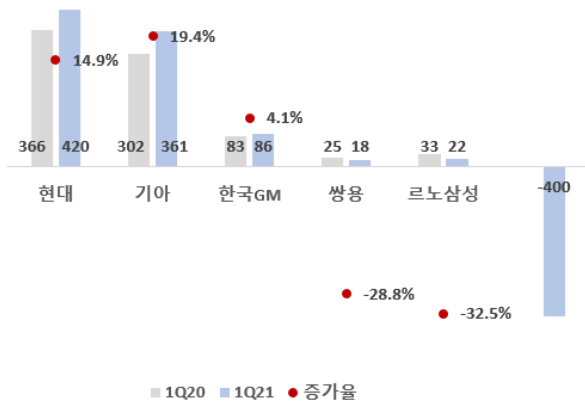
자동차 수요 빠른 회복

현대기아차 생산량 실적이 호조일수록 동사의 실적도 연동되어 상승한다. 이와 같은 상황에서, 현재 현대기아차를 필두로 국내 자동차 판매생산이 COVID-19로부터 빠르게 회복 중이다. 20년 4분기부터 자동차 업황이 좋아지면서 21년 1분기 국내 자동차 판매량은 전년 동기 대비 11.3%, 수출량은 16.9% 증가하였으며, 앞으로도 이연수요와 기저효과로 자동차 시장은 계속되는 성장세가 예상된다.

자동차 턴 수혜자 = 현대기아차

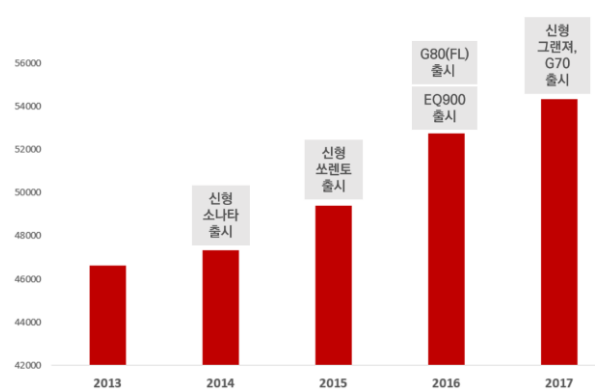
자동차 턴을 주도하는 것은 단연 현대기아차다. 21년 1분기 현대자동차의 판매량은 전년 동기비 16.6%, 기아차는 11.4% 증가했지만, 한국GM과 쌍용자동차, 르노삼성의 판매량은 오히려 20년 1분기보다 감소했다. 생산량 역시 현대기아차는 20년 1분기 대비 각각 14.9%와 19.4%의 성장을 보였지만 한국GM의 생산 증가율은 4.1%에 그쳤으며, 쌍용자동차와 르노삼성은 되레 축소됐다. 향후 현대기아차의 2021년과 2022년의 예상 생산량 증가율은 각각 19.7%와 5.8%로 전체 자동차 시장의 예상 성장률을 상회할 전망이다.

그림 3-15. 국내 완성차 업체 생산량 증가율



출처: 산업통상자원부, SMIC 1팀

그림 3-16. 신차 출시기마다 접합유리 평균 ASP 상승



출처: 코리아오토글래스, SMIC 1팀

**현대기아차 수혜자
= 동사**

이렇게 국내의 긍정적인 자동차 업황을 사실상 현대기아차 혼자 누리고 있다는 점에서 상황은 동사에게 더욱더 고무적이다. 앞서 설명했듯이 2020년 기준 **동사 현대계열사향 매출이 동사 자동차용 안전유리 국내 매출의 83%를 차지하기 때문이다. 현대기아차의 생산과 판매가 증가한다면 동사는 큰 비중의 수혜를 받게 된다.**

**현대기아차 신차
Cycle 도래!
동사 Q↑ P↑**

그러나 동사가 받을 수혜는 단순히 현대기아차의 생산량 증가에 그치지 않는다. **현대기아차의 신차 Cycle이 도래하며 신차 효과로 인한 생산량과 판매량 증대에 더해 자동차용 안전유리 단가 상승으로 이어질 예정이다.** 우선, 현대자동차그룹은 올해 [4.1.3.1. 차량은 고급화 ing]에서 언급하였듯 전동화·고성능을 키워드로 삼은 신차들 출시할 예정이다. 2021년 말까지 발매될 신차는 현대자동차 12종이 모두 SUV라는 것이 이에 대한 반증이다. 또한, 기본적으로 동사가 새로운 차종에 대한 자동차용 안전유리 납품 계약을 새로 체결할 때마다 단가가 상승하는 경향이 있다.

결론적으로, **COVID-19에서 벗어나 회복하고 있는 국내 자동차 업황은 동사 자동차용 안전유리의 판매량과 단가 모두를 증가시키는 방향으로 나아갈 것이다.**

3.2.3. 미래 먹거리도 확보, Solar Roof!

동사는 더불어 **고급화·전동화트렌드에 적합한 제품들을 개발함으로써 추가 성장 동력을 확보하였다.** 앞서, [4.1.4. 접합유리로의 전환은 가속화]에서 루프가 가장 마지막으로 접합유리로 바뀌는 것을 확인할 수 있었다. 이는 루프의 기본 사양이 강화 유리 제품이었기 때문이다.

**전기차 중심으로
Solar Roof 채택**

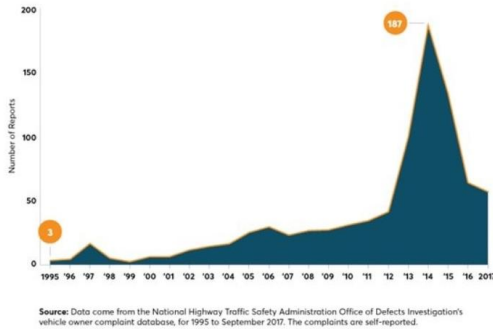
하지만, **전기차의 부상으로 기본 썬 루프는 고급 접합 Solar Roof로 빠르게 대체될 전망이다.** 접합 Solar Roof는 단순히 접합유리를 활용해 제작된 썬 루프가 아니다. Solar Roof는 자동차 지붕에 태양광 패널을 부착해 배터리를 충전할 수 있는 기능을 수행한다. 차량의 배터리를 외부 전원으로 사용할 경우 Solar Roof로 전원 공급을 보조 받을 수 있기 때문에, **전기차 중심으로 솔라 썬 루프의 적용은 급속도로 확대될 수밖에 없다.**

**국내 최초
Solar Roof 개발!**

동사는 특히나, **태양전지 기능을 수행하는 솔라 선루프를 국내 최초로 현대차와 공동개발하였기에, 그 수혜를 톡톡히 볼 것으로 전망된다.** 실제로 Solar Roof가 처음 탑재되기 시작한 아이오닉 5와 쏘나타 HEV에도 동사의 Solar Roof가 채택되었다. 또한, 기존의 강화 유리로 제작된 현대기아차 썬 루프의 파열 위험이 부각되고 있어, **전기차에 선제적으로 적용된 후, 내연기관차에까지 향후 채택될 가능성이 높다.**

따라서, 향후 전기차 공급이 늘어나고, 고기능성 접합유리인 Solar Roof의 채택율이 늘어날 가능성이 높다는 점을 고려하면, **Solar Roof는 동사의 미래 매출을 견인하는 주요 제품이 될 것으로 전망한다.**

그림 3-17. 강화유리 썬 루프 사고 건수



출처: National Highway Traffic Safety Admin

그림 3-18. 아이오닉 5 솔라 썬 루프-전기차에 적용!



출처: 현대차

3.3. 동사의 수혜 규모 추정

지금까지 살펴본 내용을 바탕으로 동사의 자동차 유리, 특히 접합유리 매출의 성장을 주장한다. 구체적인 동사의 수혜 규모를 추정하기 위해 다음의 단계에 따라 진행했다.

자동차용 안전유리 예상 Q 추정

1) 현대기아차의 생산량 증가율을 기준으로 동사 자동차용 안전유리 예상 판매량을 구하였다. 이때, 동사는 현재 현대기아차의 국내 생산 자동차와 현대자동차의 북미 생산 차종 일부에 유리를 납품하고 있기 때문에 해당 생산량만을 고려하였다. 점유율은 일정하게 유지할 것이라고 가정하였으며, 차 한 대당 유리 장수는 11매로 고정하였다.

그림 3-19. 차체에 들어가는 강화/접합 유리

(단위: 대)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
현대차-국내	1,679,905	1,651,718	1,747,837	1,783,617	1,618,411	1,937,238	2,047,661
현대차-북미	379,020	328,400	322,500	336,000	268,700	321,634	339,967
기아차-국내	1,556,845	1,522,520	1,469,415	1,450,102	1,307,339	1,564,885	1,654,083
합계	3,615,770	3,502,638	3,539,752	3,569,719	3,194,450	3,823,757	4,041,711
동사 유리 도입 차량 대수	2,388,376	2,098,896	2,136,348	2,174,352	1,921,379	2,299,891	2,430,985
동사 전체 유리 Q (단위: 천 매)	26,272	23,088	23,500	23,918	21,135	25,299	26,741

출처: SMIC 1팀

접합유리 도입 비중 추정

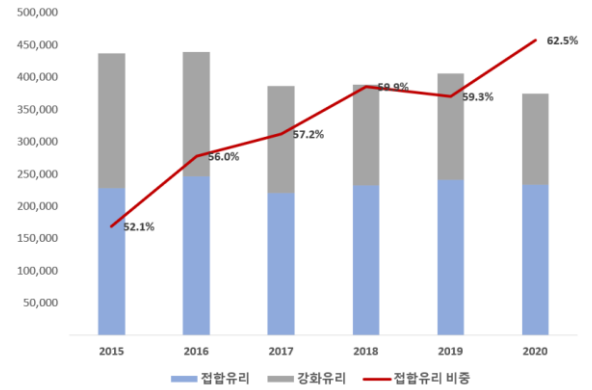
2) 앞서 [4.1.4. 접합유리로의 전환은 가속화!]에서 차종별 접합유리 년도별 도입 추이를 구하였다. 단순히 산술평균을 하면, 고급차/일반차 등의 생산량 고려가 불가능하므로, 고급/일반으로 분류하여 도입 추이를 각각 구하였다 (고급차 접합 도입률 현저히 높음). 현대기아차의 전체 생산량 대비 고급차 라인의 생산량 비중을 활용하여 가중평균을 하였고, 이에 따라 **평균적인 채택율 추이가 CAGR 15.2% 증가함**을 확인하였다. 동사에서 공개한 2020년 채택율에 곱하여 2021년 2022년 접합유리 예상 채택율을 추산하였으며, 이를 1)에서 구한 동사 자동차 유리 전체 Q에 곱하여 접합/강화유리의 Q를 각각 구했다.

그림 3-20. 전체 접합유리 채택율 추정

		'16	'17	'18	'19	'20
고급 차량	전 차종 접합유리 수	14.6	15	17.8	18.6	29.6
	차종 수	4	4	4	4	5
	차종 당 접합유리	3.65	3.75	4.45	4.65	5.92
	접합유리 채택율	33.2%	34.1%	40.5%	42.3%	53.8%
일반 차량	전 차종 접합유리 수	4	5	12.8	13.6	14.8
	차종 수	4	5	8	8	8
	차종 당 접합유리	1	1	1.6	1.7	1.85
	접합유리 채택율	9.1%	9.1%	14.5%	15.5%	16.8%
고급차량 생산량 비중	15.2%	15.5%	14.4%	12.8%	15.1%	
일반차량 생산량 비중	84.8%	84.5%	85.6%	87.2%	84.9%	
전체 접합유리 채택율	12.7%	13.0%	18.3%	18.9%	22.4%	
	CAGR					15.20%

출처: 현대차, SMIC 1팀

그림 3-21. 접합유리 매출 비중 증가!



출처: SMIC 1팀

접합/강화 유리 ASP 추정

3) 접합유리 (한 매당) ASP는 2019년에 낮아졌는데, 그 원인은 기본 탑재되는 접합 앞유리 대비 판매단가가 (면적이 작아) 낮은 접합 옆유리 매출 비중이 증가하며 전체 접합유리의 제품가격이 소폭 하락하였기 때문이다. 하지만, 앞서 차종별 접합유리 채택율을 통해 확인할 수 있듯, 고객 주문에 따른 고급사양 접합 유리 제품이 증가한다는 점을 반영하여, 접합유리 ASP는 보수적으로 유지될 것이라고 가정하였다. 강화유리 ASP는 신차 cycle마다 오르며, 강화유리도 고급화 되는 추세라는 것을 고려하여, 2019-2020년 평균 CAGR을 일괄 적용하였다.

동사 강화/접합 유리 매출 추정치는 다음과 같다.

그림 3-22. 동사 강화/접합 유리 매출 추정 (단위: 백만 원)

유리 종류		2016	2017	2018	2019	2020F	2021E	2022E
접합유리	ASP(단위: 원/장)	49,591	50,141	51,193	49,896	46,054	46,054	46,054
	YoY%		1.1%	2.1%	-2.5%	-7.7%	0.0%	0.0%
	Q (단위: 천 장)	4,954	4,401	4,539	4,820	5,077	6,992	8,511
	YoY%		-11.2%	3.1%	6.2%	5.3%	37.7%	21.7%
	매출	245,676	220,657	232,354	240,503	233,823	322,028	391,977
강화유리	ASP(단위: 원)	9,054	8,831	8,215	8,631	8,753	9,035	9,326
	YoY%		-2.5%	-7.0%	5.1%	1.4%	3.2%	3.2%
	Q(단위: 천 대)	21,318	18,687	18,961	19,098	16,058	18,306	18,230
	YoY%		-12.3%	1.5%	0.7%	-15.9%	14.0%	-0.4%
	매출	193,014	165,026	155,765	164,833	140,556	165,400	170,013
	합계	438,690	385,683	388,119	405,336	374,379	487,428	561,991

출처: SMIC 1팀

4. POTENTIAL: 배당, 묻고 더블로 가~

배당 기대 했음

합병 이전 코리아오토글라스는 높은 배당성향을 유지해왔다. 합병 직전 3개연도를 살펴 보면 2017년과 2018년에도 30% 이상의 높은 배당성향을 보였고, 2019년의 배당성향은 50%를 넘겼다. 배당 수익률 역시 양호하다. 2017년부터 2019년까지 평균 5% 가량의 배당 수익률을 유지했다. 이런 코리아오토글라스의 배당성향 때문에 **동사 역시 마찬가지로 높은 배당성향을 보일 것이라는 기대감**이 있었다.

일각에서는 코리아오토글라스의 배당성향이 높았던 이유는 지배구조적인 요소 때문이라 동사에게는 이어지지 않을 수 있다는 우려가 있었다. 합병 이전, 코리아오토글라스를 동사와 합병하기 위해서는 정몽익 회장이 보유하고 있던 코리아오토글라스 지분을 신설되는 동사 지분과 교환하여야 했다. 이때 코리아오토글라스의 지분 가치가 높다면 더 적은 돈으로 동사의 지배력을 얻을 수 있었기 때문에 정몽익 회장이 의도적으로 배당성향을 높여 코리아오토글라스의 주가를 높이려 했다는 지적이다. 그러나 합병 논의가 본격화되기 이전에도 코리아오토글라스의 배당성향은 30%가 넘었기 때문에 대부분의 주주는 높은 배당을 기대했다.

실제로 높은 배당!

실제로 2021년 2월에 발표된 동사의 합병 후 첫 배당성향은 25%를 넘기는 상당히 높은 수준이었다. 배당수익률 역시 5.31%로 코리아오토글라스의 합병 직전 연도 배당수익률인 5.4%와 유사했다.

예상 주당배당액 추정

2020년의 배당성향이 앞으로 유지된다는 가정하에, **예상 주당배당액은 2021년과 2022년 각각 2339원과 3120원이다.** 2021년과 2022년의 예상 당기순이익이 1470억 원과 1966억 원임을 이용하여 계산했다. 예상 당기순이익의 도출과정은 [6. Valuation – PER method]에 설명되어 있다.

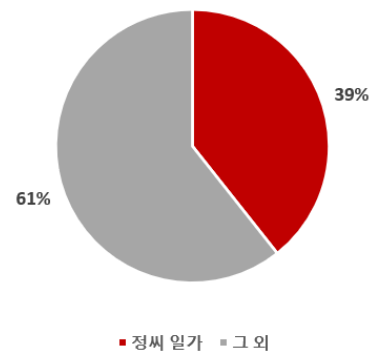
배당성향유지 근거

일반적으로 기업이 배당성향은 유사하게 유지된다는 경향 외에도 동사가 높은 배당성향을 유지할 또다른 유인이 있다. 바로 동사 주식의 40%를 정몽익 회장과 혈족들이 보유하고 있다는 점이다. 기업 이익을 사유화하는 과정에서 배당은 급여 등의 다른 방식보다 법적인 제약이 덜하다. 총 배당액의 40%가 결국 회장 본인과 친족들에게 돌아가기 때문에 주주총회에서 높은 배당이 결의될 가능성이 높다.

그림 4-1. 동사 향후 예상 배당금

코리아오토글라스	'17	'18	'19	'20	'21E	'22E
주가배당금(원)	700	800	900			
배당성향(%)	31.28%	36.92%	54.50%			
배당수익률(%)	4.15%	6.00%	5.40%			
케이씨씨글라스	'17	'18	'19	'20	'21E	'22E
주가배당금(원)				2,100	2,339	3,120
배당성향(%)				25.30%	25.30%	25.30%
배당수익률(%)				5.31%	-	-

그림 4-2. 케이씨씨글라스 정씨 일가 지분율



출처: 동사 사업 보고서, SMIC 1팀

출처: 동사 사업 보고서, SMIC 1팀

5. Valuation – PER Method

5.0 PER Valuation Method 선정 논리

Valuation Method로 PER Valuation Method를 선정했다. 동사는 2021~2023년 건설업의 활황, 자동차용 접합유리 침투율 상승 그리고 유리 공급 shortage로 비롯된 판가 상승으로 영업이익률이 상승할 것이다. 투자포인트에서 밝혔듯이, 실제로 동사의 매출과 영업이익은 2021년을 기점으로 빠르게 성장할 것으로 예상된다.

따라서 동사의 적절한 가치를 평가하기 위해, 폭발적인 영업이익 증가분을 반영해줄 수 있는 PER Valuation Method를 활용하는 것이 합리적이라 추정하였다.

5.1 주요 전제

(1) 동사는 2020년 1월 KCC와의 인적분할을 통해 코스피에 상장하였다. 2018~2019년 포괄손익 계산서의 경우, 그 총액은 KCC 사업보고서를 통해 확인할 수 있으나 구체적인 세부 내용은 확인할 수 없어 2018년과 2019년은 총액을 기입하였다.

(2) 동사는 2020년 12월 1일, 코리아오토글라스(KAG)와의 합병을 완료하였다. 동사의 2020년 사업보고서에 반영된 매출과 비용에는 KAG의 12월 한달 분이 가산되어 있다.

(3) 합병 이후 동사의 1분기 실적이 아직 공개되지 않아, 동사의 매출 추정을 위해 KAG와 동사의 거래 대금(자동차용 판유리)을 매출에서 제해주고, 같은 원리로 매출원가에서 제해주었다. 이는 두 기업의 포괄손익계산서를 단순 합산했을 때, 매출과 매출원가가 과대 추정되는 것을 방지하기 위함이다.

(4) 본문에 있는 2020(KAG 포함)*은 동사와 코리아오토글라스가 2020년 1월 합병되었다는 가정 하에 추정한 동사의 재무제표이다.

5.2 매출추정

건설용 판유리, 코팅유리, 차량용 유리 매출 추정 논리는 투자포인트 3.4, 4.3에서 설명하였다.

매출액

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유리	N/A	N/A	426,565	856,380	977,197
건설용 판유리	N/A	N/A	198,641	261,299	288,541
차량용 판유리	115,703	115,384	110,221	128,274	141,246
차량용 유리(*)	N/A	N/A	31,198	487,428	561,991
코팅유리	N/A	N/A	86,510	107,654	126,666
(-) KAG와의 거래대금				128,274	141,246
인테리어	N/A	N/A	275,306	299,533	325,892
PHC 파일(*)	N/A	N/A	6,786	60,039	60,638
합계	701,133	615,330	708,657	1,215,952	1,363,727

(*) 차량용 유리(접합유리, 안전유리)와 PHC 파일 매출은 합병일인 12월 1일로부터 한 달의 매출이다.

PHC파일 매출 추정 논리는 다음과 같다.

(1) PHC 파일은 현재 공급 부족을 겪고 있다. PHC 파일 업체들은 2016년 이후 4년동안 부진한 실적이 지속되자, 공장 매각과 인력 축소를 감행하며 생산가능 CAPA를 감소시켰다. 하지만 2021년 건설 경기가 살아나며 PHC 파일의 수요는 공급물량을 빠르게 앞질러 나갔다. PHC 파일 단가가 2020년 96,875 원에서 21년 3월 131,000원으로 상승했다는 사실은 이를 증명한다. 아파트 물량의 증가세를 따라 파일 수요는 유지될 것이고, 단기간 내에 파일 업체들의 대규모 공급물량 증가(주 52시간제, 과거 업황 악화의 경험)가 불가능하다는 점에서 가격은 건설 경기가 호황이었던 2016년 수치를 유지할 것으로 보인다.

(2) 판매량의 경우, 동사가 2020년 이미 가동률 104.6%를 기록하였다는 점에서 2020년 생산실적 값을 2022년까지 flat하게 적용하였다.

(3) 2021년 예상 분양 물량은 부동산 114의 2021년 민영 아파트 분양 계획을 참고하여 추정하였다. 정부 분양 아파트의 경우, 최근 LH 사건 및 정부의 토지 획득과 관련된 불확실성이 존재하여 분양 물량에서 배제해주었다. 2022년의 경우, 지방 분양량은 지방 미분양 감소, 청약률 상승, 지방 집값 상승을 바탕으로 2016년 수준을 회복할 것이라 추정하였다. 수도권 물량의 경우 정부의 8/4 대책 예상 값에서 LH 사건 및 정부 토지 획득의 불확실성을 감안하여 2021년 정부 대책 대비 감소량인 3%를 차감해주었다.

(4) 2020년 PHC 파일 매출액은 3분기 누적 값에 4/3을 곱하여 추정하였다.

PHC 파일 매출 추정

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
PHC 파일 톤당가격(원)	132,307	116,623	99,862	98,430	96,875	131,000	132,307
판매량(t)	N/A	452,056	482,015	496,302	444,958	458,313	458,313
매출액	N/A	52,720	48,135	48,851	43,105	60,039	60,638

인테리어 매출 추정 논리는 다음과 같다.

한국건설산업연구원에 따르면, 한국 인테리어 리모델링 시장은 2020년 38조원에서 2023년 49조원으로 성장할 것으로 예상된다. 실제로 전국 20년 이상 건축물이 2017년 338만 세대에서 2030년 764만세대로 증가하며 노후 건물에 대한 리모델링 수요가 증가하였고, 정부의 그린 리모델링 정책도 이에 대한 수요를 늘리고 있다. 또한 COVID-19 이후 늘어난 B2C 인테리어에 대한 수요가 10% 이상 증가한 사실은 인테리어 산업에 대한 성장세를 뒷받침한다. 동사도 인테리어, 특히 홈씨씨(주)를 통한 B2C 인테리어 사업 모델을 영위하고 있는 만큼 보수적으로 시장의 성장률인 8.8%만큼 매출이 성장한다고 추정하였다.

인테리어 사업 매출액

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
인테리어	N/A	N/A	275,306	299,533	325,892

5.3 매출원가 추정

2021년 합병 이후, 동사의 매출액 및 매출원가를 추정하기 위해 케이씨씨글라스와 코리아오토글라스 각각의 매출원가를 추정한 후 합산해주었다. 앞서 전제에서 언급하였듯, 매출원가와 매출액의 과대 추정을 막기 위해 두 기업간의 거래대금을 제외한 순매출액과 순매출원가를 구하였다.

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	701,133	615,330	708,657	1,344,227	1,504,973
(-) 거래대금				128,274	141,246
순매출액	701,133	615,330	708,657	1,215,952	1,363,727
매출원가	568,368	522,223	582,610	1,019,234	1,108,392
(-) 거래대금				128,274	141,246
순매출원가	568,368	522,223	582,610	890,959	967,146
매출원가율	81.06%	84.87%	82.21%	73.27%	70.92%

케이씨씨글라스 매출원가 추정

(단위: 백만원)	2020	2021E	2022E
재고자산의 변동	913	913	913
원재료와 상품매입액	291,849	305,261	319,853
유리	139,439	139,439	139,439
인테리어	152,410	165,822	180,414
급여	48,140	48,140	48,140
퇴직급여원가	3,631	3,631	3,631
기타장기종업원급여	497	497	497
복리후생비	10,234	10,234	10,234
감가상각비	66,894	70,540	70,540
무형자산상각비	1,101	1,101	1,101
사용권자산상각비	697	697	697
운반비	41	41	41
지급수수료	20,835	23,419	25,925
전력비	20,479	20,479	20,479
연료비	71,020	106,529	138,488
소모품비	14,508	14,508	14,508
포장비	5,438	5,438	5,438
수선비	12,188	12,188	12,188
기타비용	14,145	11,197	11,197
합 계 (*)	582,610	634,813	683,870

케이씨씨글라스 매출원가 추정논리는 다음과 같다.

(1) 2020년 각 부문별 원재료와 상품매입액은 그 총액을 각 부문의 원재료 매입 비율을 곱해주어 추정하였다.

(2) 유리의 원재료는 규소, 소다회, 병커 C유(연료비)이다. 규소와 소다회는 동사가 기업 계열사, 광산과 체결한 계약이 있어 안정적으로 공급받을 것이라 가정하였고, 동사 매출 증가가 Q의 증가가 아닌 쇼티지로 인한 제품의 가격 상승이라는 점에서 2020년 값을 flat하게 처리하였다. 유리 산업의 특성상, 가동률을 항상 100%로 유지해왔다는 점은 이

를 지지한다. 연료비의 경우, 병커 C유 가격 상승분 50%를 반영해주어 2021년 연료비를 추정하였고, 현 추세에 비춰봤을 때 가격 상승 추세가 이어질 것이라 판단하여 30% 추가 상승분을 2022년에 반영해주었다.

(3) 인테리어 산업의 경우, 시장 성장률 8.8%만큼 매출 및 원가가 동시에 상승할 것이라고 추정하여, 2020년 인테리어 원재료 및 상품 매입액에 8.8%를 곱해주었다.

(5) 지급수수료는 매출과 주로 연동되는 모습을 보이므로, 케이씨씨글라스 매출액 증가율 12.4%, 10.7%를 곱해주어 추정하였다.

코리아오토글라스(KAG) 매출원가 추정

(단위: 백만원)	2020	2021E	2022E
재고자산의 변동	832	832	832
원재료 및 상품 매입액	219,244	284,206	324,307
자동차용 판유리(KCC)	110,221	128,274	141,246
부자재 외	85,409	123,379	150,183
PHC 파일	24,077	32,553	32,878
종업원급여	46,088	46,088	46,088
유무형자산 감가상각비	21,669	21,669	21,669
외주가공비	31,405	31,405	31,405
기타비용	221	221	221
조정오차	-464		
합계	319,459	384,421	424,522

(단위: 백만원)	2021E	2022E
강화 Q에 대한 판유리 총 단가	72,244	73,043
접합 Q에 대한 판유리 총 단가	56,030	68,203
자동차용 안전유리에 대한 판유리 총 매출(원가)	128,274	141,246
접합 Q에 대한 필름 총 단가	123,379	150,183
자동차용 안전유리 추정 매출원가	251,653	291,429

코리아오토글라스 매출원가 추정 논리

(1) 3분기 누적 원재료 매입액에 4/3을 곱해주어, 원재료 및 상품 매입액을 추정하였다. 다만, 약 464백만원의 조정 오차가 발생하여 이를 조정오차 항목에 표기하였다.

(2) 자동차용 판유리 매출원가 추정 논리는 다음과 같다.

- 접합유리 한 매에 투입되는 판유리 수량은 강화유리 한 매에 투입되는 판유리 수량의 두 배이다.
- 매출원가 항목 중 '부자재'는 접합유리에 사용되는 폴리비닐부티랄 필름이라 가정한다.
- 2018-2020년 접합유리와 강화유리 한 매당 매출원가의 평균이 곧 2021년과 2022년의 매출원가이다.

(3) PHC 파일의 경우, 콘크리트와 철근의 가격 상승이 지속적으로 이루어 지고 있다. 보수적으로, 동사의 가격 인상분인 2021년 35.2%, 2022년 1% 원가가 상승한다는 가정하에 원재료 및 상품 매입액을 추정하였다.

(4) 케이씨씨글라스가 올해 완공한 물류센터, 바닥재 CAPA 증가에 사용된 588억을 적정 내용연수인 15년으로 나누어 매년 39.2억원의 감가상각비를 추가 인식하였다. 추가적으로, 기존 감가상각비의 93%가 매출원가로 7%가 판매비로 인식되는 것을 근거로 그 비율을 반영해주었다.

(5) 그 외의 항목은 합리적인 추정이 어려워 flat하게 처리하였다.

5.4 판매비와 관리비 추정

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2020(KAG 포함)*	2021E	2022E
판관비 총계	90,104	88,181	90,208	132,248	139,036	143,808
급여	N/A	N/A	26,086	35,027	37,304	39,728
퇴직급여원가	N/A	N/A	2,141	3,023	3,220	3,429
복리후생비	N/A	N/A	4,778	5,903	6,287	6,696
광고선전비	N/A	N/A	2,044	2,044	2,044	2,044
감가상각비(투자부동산포함)	N/A	N/A	4,612	5,359	5,633	5,633
사용권자산상각비	N/A	N/A	819	819	819	819
무형자산상각비	N/A	N/A	2,062	2,062	2,062	2,062
운반비	N/A	N/A	20,567	30,480	30,480	30,480
지급수수료	N/A	N/A	7,580	11,888	14,229	15,958
기술개발비	N/A	N/A	5,810	12,070	12,070	12,070
대손상각비	N/A	N/A	1,221	1,221	1,221	1,221
충당부채전입액	N/A	N/A	865	865	865	865
세금과공과	N/A	N/A	1,105	1,856	1,856	1,856
판매지원비	N/A	N/A	1,390	2,048	2,048	2,048
사육관리비	N/A	N/A	1,242	1,242	1,242	1,242
여비교통비	N/A	N/A	932	1,106	2,211	2,211
건본비	N/A	N/A	1,651	1,651	1,651	1,651
통신비	N/A	N/A	766	766	766	766
업무추진비	N/A	N/A	-	210	421	421
수선비	N/A	N/A	-	661	661	661
포장비	N/A	N/A	-	3,556	3,556	3,556
수출제비용	N/A	N/A	-	17	17	17
기타판관비	N/A	N/A	4,535	8,373	8,373	8,373

(1) 피합병회사 코리아오토글라스의 경우, 3분기까지의 값만 공시되어 있어, 3분기 누적값에 4/3을 곱해주어 2020년 판관비를 추정하였다.

(2) 인건비 개념인 급여와 퇴직급여원가, 복리후생비는 코리아오토글라스의 3년간 임금 상승비율인 6.5%를 곱해주어 추정하였다.

(3) 지급수수료는 매출과 연동되는 특징을 지닌 만큼, 매출액 상승률을 고려해주어 추정하였다.

(4) 여비교통비, 업무추진비는 코로나 19로 인한 일시적인 감소라 보고, 코리아오토글라스의 2020년 대비 2019년 비율을 곱해주어 추정하였다.

(5) 그 이외의 값은 2020년 데이터 밖에 없어 추세를 설명하기 어려워 2020년값을 flat하게 처리하였다.

5.5 금융손익 추정

금융수익

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2020(KAG 포함)*	2021E	2022E
이자수익	N/A	N/A	1,566	2,369	2,959	2,959
공정가치측정금융자산평가이익	N/A	N/A	2,935	3,099	3,099	3,099
공정가치측정금융자산처분이익	N/A	N/A	3,822	5,213	5,213	5,213
매도가능금융자산처분이익	N/A	N/A	-	-	-	-
외환차익	N/A	N/A	278	721	721	721
외환환산이익	N/A	N/A	282	557	557	557
합계	4,325	6,963	8,882	11,958	12,548	12,548

금융비용

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2020(KAG 포함)*	2021E	2022E
이자비용	N/A	N/A	3,213	3,242	3,818	3,818
공정가치측정금융자산처분손실	N/A	N/A	0	0	0	0
외환차손	N/A	N/A	490	1,396	1,396	1,396
외환환산손실	N/A	N/A	104	155	155	155
합계	2,492	1,947	3,808	4,794	5,370	5,370

(1) 이자수익의 경우, 현금성자산과 금융기관 예치금의 규모와 유효이자율을 적용해 추정해 주었고, 이자비용의 경우 장단기 차입금과 사채의 규모와 유효이자율을 적용하여 추정해주었다.

(2) 나머지 값의 경우 2020년 값 외에는 추가적인 정보가 없어, 2020년 값을 flat하게 적용하였다.

5.6 기타손익 추정

기타수익

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2020*(KAG 포함)	2021E	2022E
수입임대료	N/A	N/A	1,080	1,080	1,080	1,080
유형자산처분이익	N/A	N/A	224	260	260	260
그밖의 기타이익	N/A	N/A	4,198	11,455	11,455	11,455
염가매수차익 (*)	N/A	N/A	84,318	84,318	-	-
합계	5,907	5,269	89,820	97,114	12,796	12,796

기타비용

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2020*(KAG 포함)	2021E	2022E
유형자산처분손실	N/A	N/A	0	0	0	0
무형자산처분손실	N/A	N/A	-	0	0	0
관계기업투자주식처분손실	N/A	N/A	298	298	298	298
운휴자산상각비	N/A	N/A	2,139	2,139	2,139	2,139
유·무형자산손상차손	N/A	N/A	1,110	1,110	1,110	1,110
기타대손상각비	N/A	N/A	51	51	51	51
기부금	N/A	N/A	471	476	476	476
그밖의 기타손실	N/A	N/A	2,004	2,010	2,010	2,010
합계	4,183	16,169	6,073	6,084	6,084	6,084

(1) 염가매수차익은 2020년 12월 1일 합병으로 인해 발생한 일시적 비용임으로, 2021년

과 2022년 값을 '0'으로 flat 처리하였다.

(2) 그 외의 항목은 2020년 값 외에는 공시되지 않아, 2020년 값을 flat하게 적용하였다.

5.7 유효법인세율 추정

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2020*(KAG 포함)	2021E	2022E
법인세차감전순이익	54,768	5,948	134,686	200,043	199,847	266,663
법인세비용	14,196	1,927	2,336	20,011	52,460	69,999
유효법인세율	25.92%	32.39%	1.73%	10.00%	26.25%	26.25%

동사의 2020년 적용세율은 24.2%였으나, 영구적 차이에 의한 법인세 조정과 지분법소멸에 따른 이연 법인세 변동으로 인해 법인세 비용이 감소하였다. 하지만 이는 일회적인 비용임으로, 동사의 3개년 유효법인세율 평균인 27.5%와 과세표준에 의거한 세율인 25%의 평균인 26.25%를 적용하였다.

5.8 Target PER Multiple 선정 논리

Target PER Multiple 선정을 위해, Peer PER Valuation 방식을 활용하였다. 동사는 2020년 1월 KCC와의 인적분할을 통해, 코스피에 상장하였다. 상장된 기간이 짧은 만큼, 역사적 시황에 따른 주가의 추세나 변동폭을 확인하기 어렵다. 또한 동사가 2020년 12월 코리아오토글라스와 합병하며 매출구조의 변화를 겪은 만큼, PER Multiple의 역사적 추세를 살펴보는 것 보다는 같은 산업에 있는 Peer 기업의 PER를 확인하는 방식이 동사의 가치 추정에 더욱 합리적이라 판단하였다.

동사가 속한 유리 산업은 현재 동사가 사실상 독점하고 있는 시장이다. 동사와 경쟁하는 2위 기업인 한글라스는 현재 상장되어 있지 않아, 적절한 Peer 대상으로 삼을 수 없다. 따라서 동사가 생산하는 판유리, 건설용 유리, 차량용 유리를 생산하는 중국 기업인 Xinyi Glass와 Fuyao Glass 그리고 일본 기업인 Nippon Sheet Glass를 주 Peer 집단으로 선정하였다. 세 기업 모두 각 국가에서 1,2위인 기업이고, 유리 생산업체로서 과점적 지위를 지녔다는 점이 동사와 유사하다고 판단하였다.

보조적 Peer 집단으로는 중간 건자재를 만드는 국내 기업인 LG 하우스시스, 현대리바트, KCC를 선정하였다. 동사가 생산하는 건축용 유리와 인테리어 자재가 국내 중간 건자재 업체들의 생산 제품과 유사하다는 점에서 적절한 Peer라고 판단하였다.

동사 Target PER Multiple 선정	
해외 유리 기업 5개년 평균 PER	16.7
할인율(%)	30%
Target PER Multiple	11.7

	영업이익률	영업이익 증가율	Forward PER
국내 상호, 중간재 기업(*)			
2021E	4.21%	39.5%	12.54
2022E	4.97%	28.5%	
케이씨씨글라스			
2021E	15.3%	102.5%	11.7
2022E	18.5%	35.9%	

(*) 국내 상호, 중간재 기업(LG 하우스시스, 현대리바트, KCC)

본 보고서에서는 해외 Peer 그룹의 5개년 평균 PER인 16.7배를 30% 할인한 값인 11.7를 Target PER Multiple로 제시한다. 동사의 영업이익 증가율이 사상 최대를 기록한다는 점, 동사의 영업이익 변화가 앞으로도 지속될 것이라는 점에서 Target Multiple 11.7은 무리한 추정치 아니라고 생각한다. 동사보다 영업이익 증가율, 영업이익률이 낮은 국내 중간 건자재 업체의 21년 Forward PER이 12.54라는 사실은 이를 반증해준다.

할인의 이유는 다음과 같다.

- (1) 동사의 매출처는 국내 고객사(현대차, 기아차, 건설사)로 한정되어 있다.
- (2) 현재 동사는 CAPA 증설을 고려하고 있지 않아, 추가적인 규모의 경제 달성이 어렵다.

이는 단기적으로 해소되기 어려운 Valuation 할인 요인이다. 그러나 동사가 차량유리, 판유리의 고급화에 따라 마진이 높은 고부가, 고기능 제품으로 제품 Mix를 개선하며 영업이익률을 상승시키면서 이러한 Valuation 격차는 축소될 것으로 예상된다.

이에 본 보고서의 논의를 종합하여 2021년 목표주가 108,200원 현재 주가 대비 상승여력 81.5%, 투자 의견 Buy를 제시한다.

2021E	
유통가능주식수(주)	15,944,087
당기순이익(백만 원)	147,387
2021E EPS(원)	9,244
Target PER	11.70
목표주가(원)	108,000
현재주가(원)	59,600
상승여력	81.2%

6. Appendix

6.1 Earning Table

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2020*(KAG 포함)	2021E	2022E		
매출액	701,133	615,330	708,657	1,015,920	1,215,952	1,363,727		
		yoY(%)	-12.24%	15.17%	19.69%	12.15%		
매출원가	568,368	522,223	582,610	791,848	890,959	967,146		
매출총이익	132,765	93,107	126,047	224,073	324,993	396,581		
		GPM(%)	18.94%	15.13%	17.79%	22.06%	26.73%	29.08%
판매비와관리비	90,104	88,181	90,208	132,248	139,036	143,808		
영업이익	42,661	4,926	35,839	91,824	185,957	252,773		
		OPM(%)	6.08%	0.80%	5.06%	9.04%	15.29%	18.54%
금융손익	1,833	5,017	5,075	7,165	7,178	7,178		
금융수익	4,325	6,963	8,882	11,958	12,548	12,548		
금융비용	2,492	1,947	3,808	4,794	5,370	5,370		
관계기업공동기업투자관계이익	8,551	6,906	10,024	10,024	-	-		
기타손익	1,724	-10,900	83,748	91,030	6,712	6,712		
기타수익	5,907	5,269	89,820	97,114	12,796	12,796		
기타비용	4,183	16,169	6,073	6,084	6,084	6,084		
법인세비용차감전순이익(손실)	54,768	5,948	134,686	200,043	199,847	266,663		
법인세비용	14,196	1,927	2,336	20,011	52,460	69,999		
당기순이익(손실)	40,573	4,022	132,350	180,033	147,387	196,664		

2020*(KAG) 포함 것은 코리안오토글라스와 동사가 2020년 1월 1일 합병되었을 때를 가정하는 것이다. 실제 합병일(2월 1일)

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.