

# 삼광유리공업(거래소, 005090)

투자 의견 : **BUY**

2006. 4. 14.



SMIC Research team #3

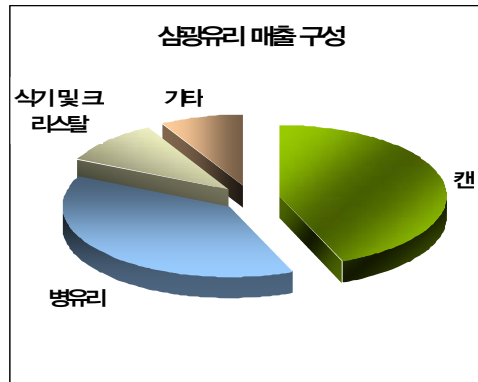
박상민 서정아 안세환 이승기 장재원

## Index

1. 삼광 유리는?
2. 투자 매력 분석
  - 2.1. 글라스락
  - 2.2. 숨겨진 자산가치
  - 2.3. 성장성에 관한 예측
  - 2.4. 지속성에 관한 예측
3. 투자 리스크 분석
  - 3.1. 재무 구조의 안정성
  - 3.2. 재고 자산 관리의 비효율성
  - 3.3. 기타 요인
4. Valuation
  - 4.1. 삼광 유리의 숨겨진 자산가치를 반영하는 밸류에이션
  - 4.2. 영업 활동의 성장성 및 지속성을 고려하는 밸류에이션
5. Conclusion

## 1. 삼광 유리는?

삼광유리는 병 유리와 유리 식기, 캔을 제조 및 판매하는 업체로 1993년 1월 6일 상장되었다. 2004년 기준 제품별 매출비중은 캔 44.1%, 병유리 37.4%, 식기 및 크리스탈 10.0%, 기타 7.9%이며 수출비중은 4.6%를 차지하고 있다.



### ▶ 주요 제품

하이트 맥주의 캔과 병, 동아제약의 박카스 병, 진로의 참이슬 병 등



### ▶ 산업의 특성 및 동향

#### [유리사업부문]

자동제병산업은 음료, 주류, 제약회사, 화장품사 등에 유리병을 공급하는 중간재 산업으로, 초기 투자비가 과다한 장치산업이다. 자동제병시장은 음료 및 주류 시장의 경기와 밀접한 관련이 있는 산업이다. 현재 국내에는 삼광 유리를 포함한 8개의 자동제병업체가 있다.

#### [캔사업부문]

국내제관산업은 음료 및 주류회사 등에 알루미늄 캔과 스틸 캔을 공급하는 중간재 산업이다. 국내제관업계는 과도한 설비 투자로 인한 경쟁 심화와 페트 맥주 출시 등으로 인한 알


루미늄 캔 수요 감소 등 어려움이 있었다. 그러나 각 업체들이 capa 축소, 원가절감 등 다양한 노력을 기울이고 있어 향후 전망은 호전되고 있는 국면이다.

▶ 산업 내 경쟁 기업

기업명	주요업종 및 매출구성	특징
금비	유리병 82.3, 화장품 17.7	대부분의 매출액이 참이슬 소주병 공급에서 나온다.
두산 테크팩 BG	유리병 7.5, 유리식기 1.6	두산의 병 제조 사업부로, 두산계열 물량을 독점 공급한다.

## 2. 투자 매력 분석

### 2.1. 글라스락

 <p>〈글라스락 제품 사진〉</p>	<p>플라스틱 밀폐용기는 냉장고 보관은 편리했지만 환경호르몬 때문에 전자레인지에 넣거나, 미관상의 이유로 식탁에 올리기에 어려움이 있었다. 사기 그릇이나 유리 그릇은 냄새의 퍼짐으로 인해 냉장고 보관이 용이하지 않았고, 보존 기간도 밀폐용기에 비해 짧은 단점이 있었다.</p> <p>이러한 두가지 보관 용기 종류의 장점을 취합한 글라스락은 유리로 만든 최초의 밀폐용기이다. 강화유리를 사용하여 유리의 최대 단점인 깨지는 것에 대한 위험을 없앴으며, 이 기술은 특허 출원하였기 때문에 모방의 여지가 없다.</p> <p>2005년 출시되어, 한창 소비자들에게 인지도를 확보해 나가고 있는 단계이다.</p>
---	--

글라스락의 구체적인 장점을 표로 비교 정리하면 다음과 같다.

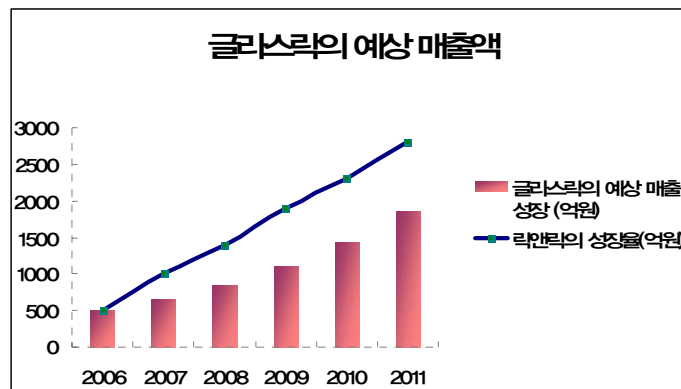
	락앤락	기존 유리그릇	글라스락
냉장고보관	가능하다	불편하다	매우 편하다
전자레인지	가능하지 않다 (환경호르몬)	가능하다	가능하다
식사 때 심미성	떨어진다.	우수하다	우수하다
착색, 착취	냄새, 색이 잘 스며든다.	냄새나 색이 배지 않는다.	냄새나 색이 배지 않는다.
내용물 구분	반투명이라, 자세히 봐야 한다.	바로 알 수 있다.	바로 알 수 있다.

진입 장벽	플라스틱기술은 상대적으로 모방이 쉽다.	-	특히 기술이므로 쉽게 진입 불가
-------	-----------------------	---	-------------------

실제로 기존 밀폐용기 제품보다 10~15% 고가이지만, GS 홈쇼핑 30분 1회 방송시 평균 2억원의 매출을 올린 바 있으며, 출시 2개월만에 100만개 판매를 달성했다.

97년 출시된 플라스틱 밀폐용기 락앤락의 경우 2002년부터 2년 연속 연평균 30% 이상 성장했고, 2003년 500억에서 2004년 1000억으로, 그리고 2005년 1400억원(약 1억 5000만개)의 매출을 올리는 급성장을 74개국에 수출해 세계시장 점유율 3위로 등극했다.

글라스락은 락앤락보다 가정용으로는 실용적인 측면이 뛰어나므로, 이미 락앤락을 통해 밀폐용기의 장점을 알게 된 소비자의 대부분이 외출용이 아닌 가정용 식기로 글라스락을 구입할 것으로 추정된다. 하지만 락앤락의 매출 중 수출 비중이 높는데, 글라스락은 유리제품의 특성상 수출이 어려운 것을 감안하여 5년동안 연간 30% 정도의 성장을 보일 것으로 예상된다.



## 2.2. 숨겨진 자산가치

### ▶ 숨겨진 보물, 인천 학익동 공장 부지

인천에 있는 삼광유리의 공장 부지에 대한 정보는 다음과 같다.

사업소	소유 형태	소재지	면적	장부가액
인천 공장	자가 소유	인천	66,118㎡ (2만평)	28,629,000,000

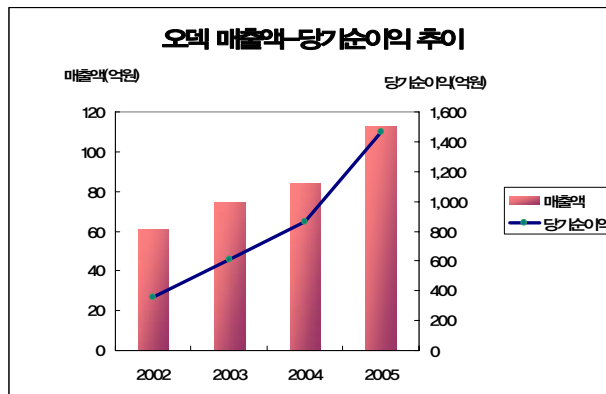
현재, 인천 공장 부지는 재무제표상으로는 286억원 가량으로 평가되어 있다. 2005년 1월 상의 현재 해당 부지의 개별 공시지가는 564,000원이다. 즉, 공시지가 상의 평가액이 373억원으로, 현재의 재무제표는 약 97억 가량의 자산가치를 반영하지 못하고 있는 것이다.

2006년 2월 인천시가 발표한 용현 학익지구 개발 계획을 살펴 보면 이 일대를 중심업무, 주거복합, 건강 등 4개 권역으로 나눠, 연말부터 2011년 말까지 6년간 사업비 7천882억6천500만의 민자가 투입되어 사업이 이뤄짐을 알 수 있다. 이미, 주변 지역에 아파트가 들어섰고, 해당 일대의 땅 중에서도, 삼광유리 공장 부지는 목이 좋은 곳에 위치하고 있어 급격한 땅 값 상승이 예측된다. 2006년 현재, 평당 최소 500만원~최고 700만원까지 시세가 형성되어 있는 것으로 보았을 때, 장부가액에 비하여 5배 가량(차익 약 800억원으로, 삼광유리의 시가총액 수준이다)의 가치 상승이 예상된다.

▶ **상속과 함께 얻은 건실한 자회사**

삼광유리에게는 지분법 적용을 받는 건실한 자회사들이 있는데, 오텍(비상장)과 이테크건설(코스닥, 016250), 군장에너지가 그것이다. 서로의 이해 관계 때문이 아닌, 동양제철화학의 아래에 있던 건실한 회사들을 상속 차원에서 넘겨 받은 것이므로 대부분이 수익성이 좋은 알짜 회사들이라는 점에 주목할 수 있다.

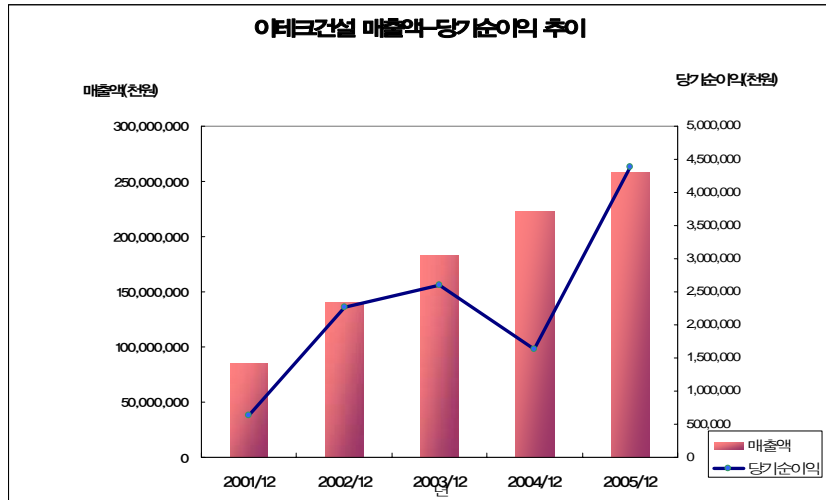
I) **오텍**



오텍은, 삼광유리가 30%의 지분율을 보유하고 있는, 자동차 엔진용 부품제조 회사이다. 위의 그래프에서 알 수 있듯이 엄청난 성장을 보여주고 있다. 특히 2004년~2005년 사이 당기순이익이 100% 가까이 급증하여 앞으로 더욱 기대를 하게 한다.

지분법 평가 이익 뿐만 아니라, 상장시 평가 이익도 기대할 수 있다. 현재 주당 순이익 7,486원으로 자동차 부품 제조업 평균 PER인 7을 적용하면, 상장시 52,402원의 적정 주가를 산출해볼 수 있다. 취득가가 21,209원임을 고려할 때, 138억 가량의 추가적인 평가 이익이 예상된다.

II) **이테크건설**



이테크건설은 건축 및 토목 도급 공사 및 플랜트 공사를 하는 건설회사로 삼광 유리가 30.71%의 지분을 소유하고 있다.

위는, 이테크 건설의 최근 5년간 매출액 및 당기순이익 차트이다. 순이익 지수를 살펴보면 꾸준한 성장 가도에 있으며, 최근 순이익 관련 수치가 급격하게 상승하고 있음을 알 수 있다. 또한 이테크 건설은 2006년 3월, 318억원 규모의 플랜트 공사를 수주하는 등 성장에 있어 청신호를 보여주고 있다. 이러한 성장성을 바탕으로, 앞으로 삼광유리의 지분법평가 이익을 상당히 증가시켜줄 수 있을 것으로 예상된다.

### III) 군장에너지

군장에너지는 상속의 일환으로 2006년 초 추가된 회사로, 열병합 발전업, 증기생산 및 판매업, 전기생산 및 판매업을 하고 있다. 이테크건설이 59.31%의 지분율, 삼광 유리가 40.67%의 지분을 보유하고 있다. 지분법 적용이 다음 분기부터 적용이 될 것이고, 이테크 건설 역시 지분법 적용을 받는 자회사인 관계로 군장에너지의 실적이 삼광유리의 지분법 평가 이익에 큰 영향을 끼치게 될 것이다. 구체적인 군장에너지의 재무제표를 구할 수는 없어, 확실한 규모를 알 수 없지만, 상속이라는 차원에서 봤을 때, 적어도 지분법상으로 손실을 줄 가능성은 없다고 추론할 수 있다.

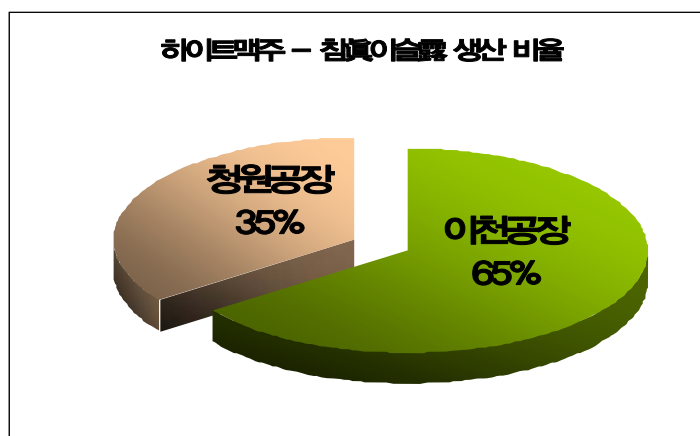
## 2.3. 성장성에 관한 예측

### ▶ 진로 참이슬 병 추가 납품 가능성

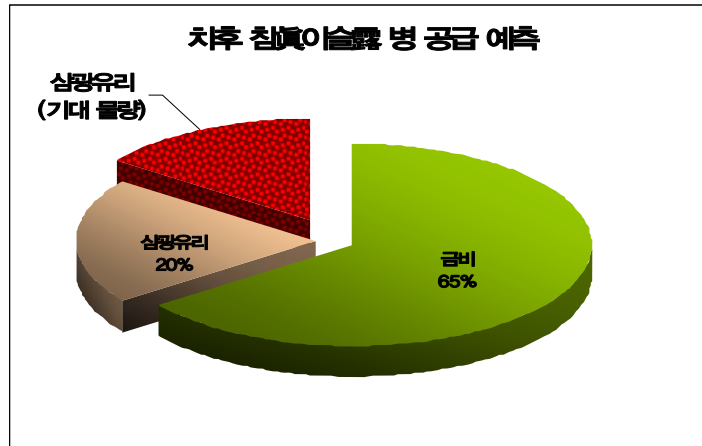
얼마전, 하이트맥주가 진로를 인수하면서 하이트와 돈독한 관계를 가지고 있는 삼광유리가 참이슬의 유리병을 납품하게 되는 것이 아니냐는 추측이 많았다. 하이트와의 돈독한 관계는 삼광유리가 하이트맥주에 출자한 지분으로 미루어 알 수 있다. 삼광유리는 화의개시로 관리종목에 편입되어 있던 시절, 연간 영업이익 수준인 184억여원을 투자하여 하이트맥주의 주식을 인수한 바 있다. 이처럼 하이트와의 거래관계 유지를 위한 의지를 보여줌으로써,

지금까지 하이트 맥주의 캔 100% 공급, 하이트 맥주병 공급(하이트 맥주 산하에, 하이트 산업이라는 유리병 제조 업체가 있으나, 현재 정리해 가는 과정이며 공급 물량이 달려 나머지 물량을 삼광유리로부터 공급받고 있다) 관계를 꾸준히 유지해 가고 있다.

진로 소주의 유리병 공급은 금비(거래소, 008870)가 독점해왔다. 진로유리(주) 라는 이름으로 진로의 자회사였던 시절이 있었고, 금비의 대주주인 고병헌 회장의 부인이 진로그룹 장진호 전 회장의 사촌누나로 진로와는 긴밀한 유대관계를 유지하고 있던 것으로 알려져 왔다. 그러나, 진로그룹이 하이트 측에 매각되면서 이러한 유대 관계만으로 납품 관계를 유지하기는 힘들어졌다. 게다가, 2005년 초부터 조금씩 진로 소주병을 공급하여 금비의 점유율을 잠식하기 시작한 삼광유리가 현재 진로 소주병 물량 중의 20%정도를 공급하고 있고, 이러한 와중에 하이트맥주가 진로를 인수하게 되었다.



참이슬露 소주는, 이천 공장(총 물량의 65%)과, 청원 공장(총 물량의 35%)에서 생산되고 있다. 금비의 이천 공장에서 참이슬에 공급되는 병을 만들고 있는데, 삼광유리가 인천 혹은 천안에서 생산하여 운반해야 하는 것에 비하여 운송비 차이가 있기 때문에 이천 공장에 공급되는 병을 삼광유리에서 빼앗아 오기는 상식선에서 보았을 때, 어느 정도 무리가 있다고 생각된다. 그러나, 청원 공장의 경우 삼광유리의 천안 공장이 입지상으로 이천보다 더 가깝기 때문에 금비의 물량을 충분히 빼앗아 올 수 있는 여지가 있다. 즉 공장 입지상으로 보았을 때는, 삼광 유리가 진로 참이슬 물량의 15%정도는 더 확장할 수 있는 가능성이 충분하다고 할 수 있다. 또한, 납품가 경쟁에서 운송 거리가 중요한 영향을 미치기는 하지만, 다른 요인도 충분히 있을 수 있고, 거래처 간의 관계도 상당히 중요하기 때문에 삼광 유리가 이천 공장의 참이슬 물량도 추가적으로 공급할 수 있을 것이란 가능성도 배제할 수는 없다. 그리고, 삼광유리는 최근 인천공장 및 천안공장의 유리병 생산 설비 확장을 통하여 생산량을 더욱 늘린 시점이기 때문에, 추가 수주에 필요한 생산 역량도 충분하다고 하겠다.



삼광유리 IR담당자와의 전화통화를 통하여, 시장의 의견이나 회사측의 예측 모두 앞으로 충분히 금비의 참이슬 공급 물량을 잠식할 수 있을 것으로 본다는 의견을 들었다. 아직 하이트맥주가 진로를 인수한지 긴 시간이 지나지 않아, 표면화되고 있지 않을 뿐 앞으로 시간 문제라는 식의 답변을 주었다.

## 2.4. 지속성에 관한 예측

- ▶ 수직 계열화에 의존하지 않고도 2위를 유지한다.

	시장점유율	주납품처	관계사
두산테크팩 BG	39%	(주)두산 주류 BG	(주)두산
삼광유리	19%	롯데 동아제약	동양제철화학
금비	15%	(주)진로	(주)진로
하이트산업	10%	하이트맥주(주)	하이트맥주(주)

두산 테크팩 BG는 두산 그룹, 금비는 진로 소주(하이트), 하이트산업은 하이트의 맥주 병을 공급하는 비중이 매출의 거의 대부분인 수직 계열화 구조로 되어있다. 그러나 삼광유리는 다양한 매출처에 골고루 비중을 두는 매출 구성이 되어 있다.

수직계열화가 약하면 거래처가 불안정하다는 단점이 있지만, 산업의 판도나 시장상황이 변하는 것에 유연하게 대처할 수 있다. 또한 수직계열화 없이도 업계 2위를 유지하는 것은 상당한 기술력이 있다는 것이다. 또 한 기업에만 치우쳐서 납품하는 것이 아니라 고루 분포하게 되어 탄력적 보완적 제품 거래선을 가지게 된다.

- ▶ 캔 제조, 제련에 있어 원재료 원단위의 최고기술을 보유했다.

\*원단위: 생산물 1개 또는 일정량의 생산물을 만들기 위하여 필요로 하는 원재료나 연료, 또는 소요시간 등의 수량을 지칭하는 것으로, 원가계산이나 합리화 계획의 기초개념

- ▶ 병 용도에 맞는 유연성 있는 생산 체제를 채택하고 있다.

- 유색병에 있어서는 대량 생산체제를 채택하고 있고,



- 무색병에 있어서는 다품종 소량 생산체제를 채택하고 있다.

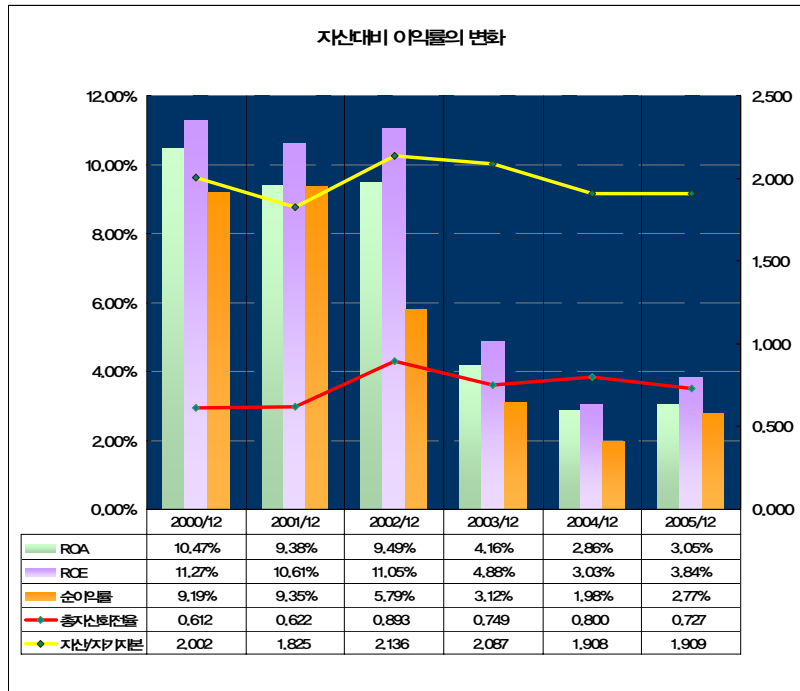
▶ **독보적인 장치를 보유하고 있다.**

식기제품용도의 8도 인쇄기' 라는, 아시아에서 유일하게 보유하고 있는 기계를 가동하고 있다. 아직까지 국내 시장에서는 외국에 비해 다양한 컬러를 재현해내는 다색 인쇄기의 활용도가 미흡한 실정이다. 더욱이 4도 인쇄기종이 주류를 이루고 있는 식기제품용도의 인쇄기는 더 그러하다. 이는 삼광유리가 보다 아름다운 무늬와 그림의 다양한 컬러를 식기에 인쇄할 수 있다는 점에서 미적인 면을 중시하는 소비자들의 기호에 부합할 수 있다는 점에서 경쟁 우위를 가진다고 할 수 있다.

▶ **매출원가 상승을 제품 가격에 반영하려 노력하고 있다.**

매출 총 이익률, 영업이익률, 경상이익률이 2001년 이후 꾸준히 감소하다 2005년 소폭 상승한 모습을 보여주고 있다. 이는 매출원가의 상승과 관련이 있는데 유리병의 원료인 규사 가격 상승과 캔의 원료인 AL Coil과 Steel Coil의 가격인상이 주 원인이다. 2005년에 소폭 상승한 것은 원료인상으로 인한 비용을 제품에 일정 부분 반영시켜 나타난 결과로 분석된다.

수익성비율	2003년	2004년	2005년
총자산순이익률	4.16%	2.86%	3.05%
자기자본순이익률	4.88%	3.03%	3.84%
매출총이익률	12.49%	10.81%	13.02%
영업이익률	5.55%	3.58%	4.20%
경상이익률	3.16%	2.17%	2.17%
순이익률	3.12%	1.98%	2.77%



위의 그래프에서 ROA, ROE가 꾸준히 하락하다가 2005년에 소폭 상승한 모습을 볼 수 있는데 이는 위에서 언급한 원재료 값 인상과 그 맥락을 같이 한다.

▶ **영업이 부진하더라도 영업 외 활동에서 수익 창출이 가능하다.**

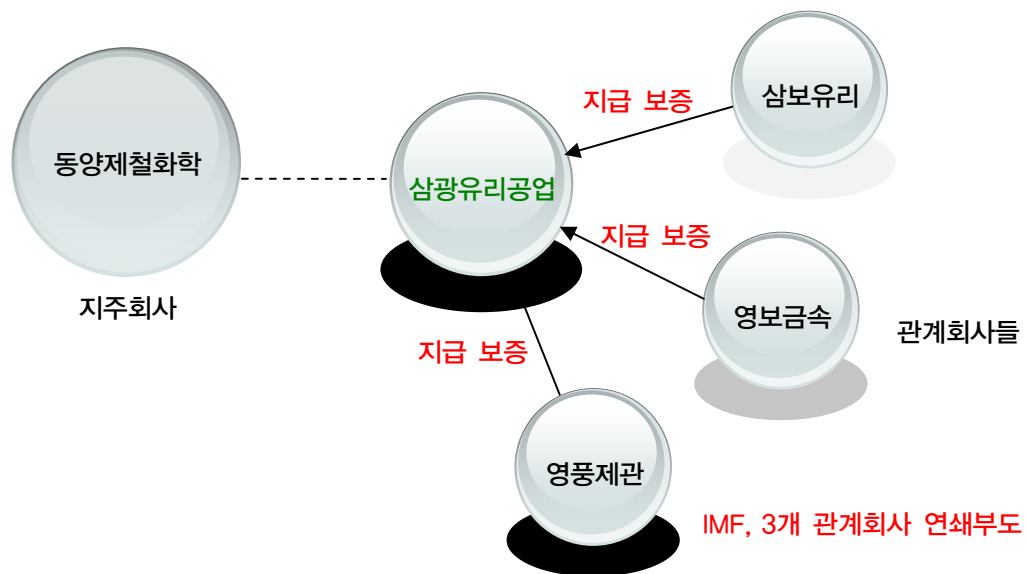
2004년에 비해 2005년 매출액은 줄었는데 당기순이익은 늘어난 것은 영업 외 활동에서 이익 창출이 가능하다는 것을 보여준다.

과 목	1999/12	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
총자산증가율	33.26%	1.45%	47.77%	8.58%	-3.27%	1.32%	16.49%
자기자본증가율	19.48%	11.27%	26.27%	11.12%	5.83%	1.22%	3.34%
유형자산증가율	45.24%	-10.83%	79.69%	-6.08%	-2.13%	5.22%	1.74%
유동자산증가율	85.80%	25.04%	40.00%	39.01%	-5.78%	-4.03%	5.49%
매출액증가율	30.28%	67.46%	2.97%	112.35%	-8.99%	3.32%	-7.94%
당기순이익증가율	-252.21%	38.38%	4.76%	31.51%	-50.96%	34.33%	28.52%

### 3. 투자 리스크 분석

#### 3.1. 재무 구조의 안정성

삼광유리는 외환 위기의 여파로, 1998년 부도를 낸 전적이 있는 회사이다. 화의 절차를 거쳐 2003년 6월 화의 채무를 전액 상환하고 다음 달인 7월에 화의가 종료됐다. 먼저, 삼광유리가 부도를 맞았던 이유는 무엇이었는지, 다시 또 그러한 상황이 발생할 수 있는 여지가 있는지 현재의 기업의 재무적 안정성은 어떤지에 대하여 알아보기로 한다.

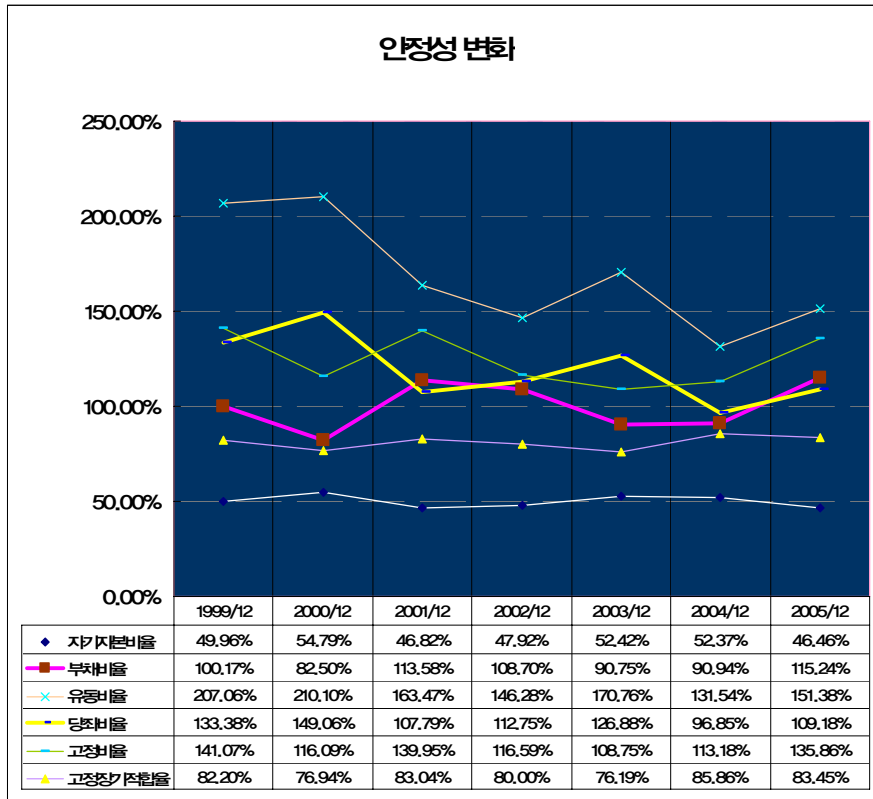


IMF로 인한 영풍제관, 영보금속, 삼보유리의 연쇄 부도로 인하여, 지급 보증을 섰던 삼광유리공업은 당좌 수표 61억원을 막지 못하여 최종 부도처리됐다. 당시 삼광유리공업은 자기자본비율이 43%에 이르고 매출이 성장하고 있는데다 흑자를 유지하고 있었음에도 불구하고 부도를 맞는 불운을 맞았다. 화의 신청이 받아들여진 후, 모회사인 동양제철화학이 3개 회사에 대한 지급보증채무를 대위변제하였고, 영풍제관, 영보금속, 삼보유리를 삼광유리가 흡수 합병하는 형태로 구조조정이 이루어졌다. 이후 동양제철화학이 자사에서 생산하는 유리 원료인 소다회, 규사 등을 계속 지원하며 재활 의지를 보인 끝에 삼광유리는 결국 회생하였다.

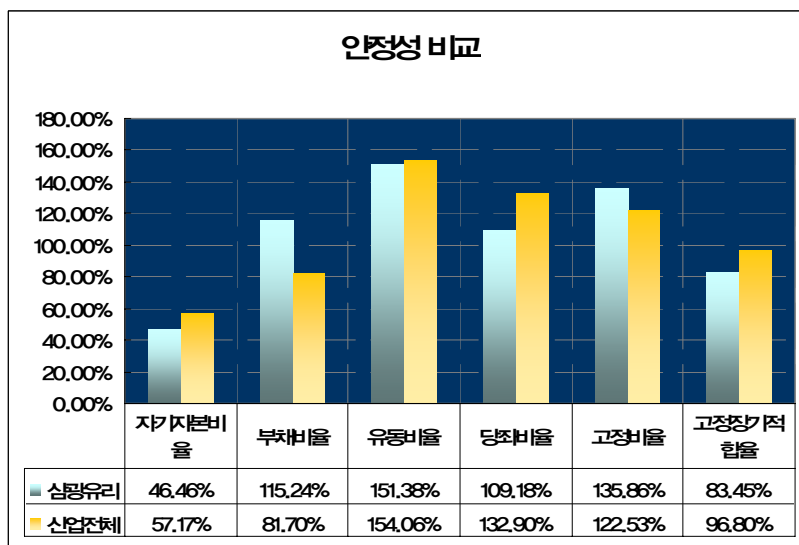
그럼 현재는 더 이상 그러한 위험은 없는지에 대하여 살펴보고, 현재의 재무구조는 얼마나 안정적인지 생각해보기로 한다.

안전성비율	2003년	2004년	2005년
당좌비율	126.88%	96.85%	109.18%
유동비율	170.76%	131.54%	151.38%

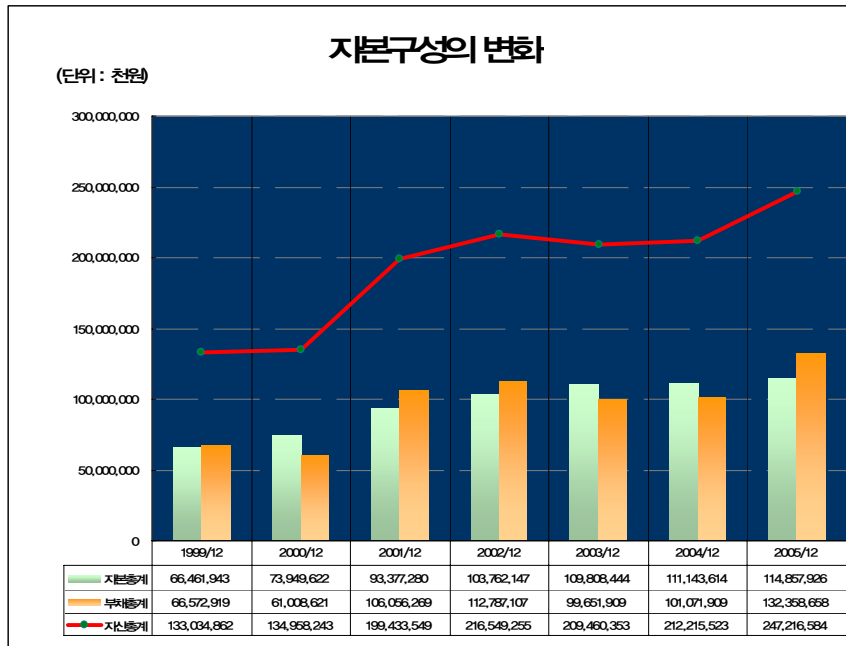
부채비율	90.75%	90.94%	115.24%
고정비율	108.75%	113.18%	135.86%



위에서 나타난 지표로 보았을 때, 삼광유리의 안전성은 크게 뛰어나다고 할 수는 없다. 부채비율이 115%로 부채 비중은 비교적 크다고 하겠다. 또한 고정비율 또한 낮은 수준이 아닌데다 최근 지속적으로 상승하고 있어, 재정이 넉넉하다고 보기는 힘들다.



산업 전체의 평균과 비교하였을 때 부채 비율이 다른 부분에 비하여 눈에 띄게 높음을 알 수 있다.



자본 구성의 변화를 살펴보면, 부채 규모가 점점 늘어나고 있는데, 최근 다소 급격하게 증가하였다. 이는 사채 발행으로 인한 장기 차입 형태의 부채가 발생하였기 때문인데, 전년 대비 370억 가량의 금액이다. 이 차입 자금은 상속 과정에서 이테크, 오텍 지분 인수에 들어갔다.

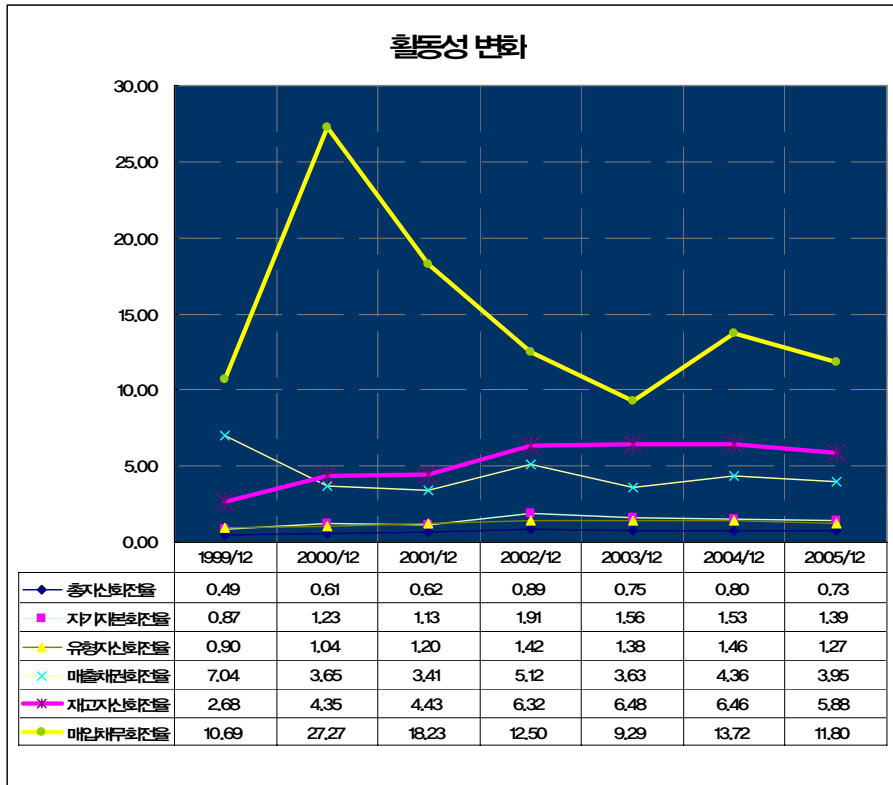
종합적으로 판단하면, 삼광유리의 재무적 안정성에는 높은 점수를 주기는 힘들다. 그러나, 이전의 부도 사례와 같이 부실한 자회사로 인한 리스크는 이제 더이상 없다고 하겠다. 또한 부채가 늘었지만, 단기 채무가 아니라는 점은 그 우려를 그나마 덜 수 있게 하고, 상속을 위한 부채였으므로, 정기적이고 추가적인 부채 발생 요인이 아니라는 점에서 삼광유리가 충분히 극복할 수 있는 정도라고 판단된다.

### 3.2. 재고 자산 관리의 비효율성

활동성 지표 분석을 통하여 알아낼 수 있는 점은 재고자산회전율이 산업평균에 비하여 현저히 낮다는 것이다. 이는 삼광유리가 재고 자산을 효율적으로 관리하지 못하고 있음을 말해준다.

구 분	삼광유리	산업전체평균
총자산회전율	0.73	0.80
자기자본회전율	1.39	1.34
유형자산회전율	1.27	1.93
매출채권회전율	3.95	4.90

재고자산회전율	5.88	14.62
매입채무회전율	11.80	10.60

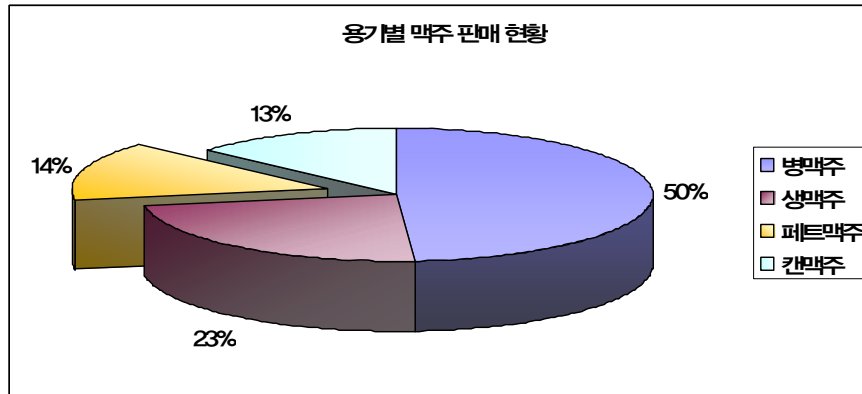


재고자산회전율 추이를 살펴보면, 완만한 상승 곡선을 그리다 최근 주춤해진 모습을 볼 수 있다. 재고 자산회전율과 관련된 문제는 당장의 큰 위험 요소는 없지만 우려가 되는 부분이다.

### 3.3. 기타 요인

#### ▶ Pet 대체 증가로 인한 유리병 부분 매출 감소의 가능성

페트병의 소비가 늘어남에 따라서 병과 캔의 매출이 줄어들 위험이 얼마나 있을지에 대한 고려를 해보았다. 건강 기능성 음료 등 다른 분야의 페트병은 나온 지 오래 되어, 이미 대체가 마무리 되었고 오히려 플라스틱 제품이 환경호르몬의 영향 등 건강에 반하는 용기라는 인식이 확산됨에 따라 유리병으로 대체되고 있는 추세이다. 따라서 최근 대체가 빠르게 일어나고 있는, 맥주시장을 살펴본다.



페트맥주의 시장점유율은 하루가 다르게 높아져, 현재 전체 맥주시장의 15%에 이르고 있다. 그리고 이것은 수요를 창출하는 것이 아니라 기존 병 맥주와 캔맥주 시장을 잠식하고 있는 상황이다.

하지만 전체 맥주시장의 15% 정도인 현재 수준을 유지할 것이 업계의 전망이다.

그 근거로, 첫 번째, 우선 페트 맥주 시장은 수요처가 주로 가정용으로 한정되어 있기 때문에 대량 소비가 이루어 지지 않는다는 점을 꼽을 수 있다. 다음은 페트 맥주의 가격문제이다. 페트 맥주는 마진이 병맥주의 50%밖에 안 되는데 실제로 올해 1/4 분기 전체 맥주 소비량은 2003년 1/4 분기와 비교해 1%가량 감소했다. 게다가 마진율이 낮은 페트 맥주의 시장 잠식으로 인해 맥주업계의 수익은 5% 이상 감소하였다. 페트 맥주가 병 맥주시장을 계속 잠식할 경우 업계에서는 결국 페트 맥주의 가격을 올릴 수 밖에 없다.

출고가	페트 맥주 (1.6L)		병맥주 500ml	
	출시 당시	현재	1 병 가격	1.6L로 환산
이윤	0.8	1.5	1	3

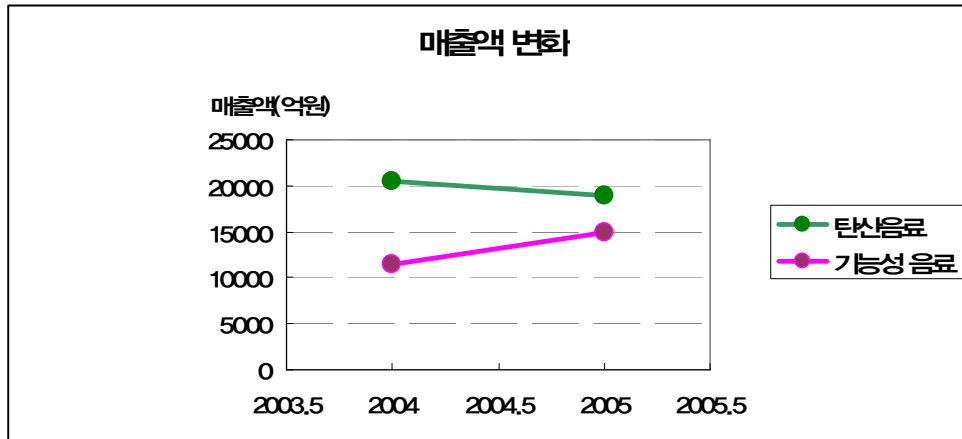
또한 맥주용기로 주로 사용되는 갈색페트병은 재활용이 안 되기 때문에 환경부에서는 다른 재활용기에 비해 재활용 부담금액을 높게 책정하고 있다. 이에 따른 비용부담을 가격을 통해 극복할 가능성이 크다.

결론적으로, 페트 시장의 성장에 따라 삼광유리가 치명적인 타격을 입을 가능성은 매우 적다고 하겠다.

▶ **음료시장의 침체, 탄산음료 기피로 인한 캔 수요 감소에 대한 분석**

2005년 국내 음료 시장이 6% 감소한 3조4000억원의 매출을 기록하는 등 고전을 면치 못하는 가운데, 2004년 4%대 성장을 기록했던 탄산음료 시장은 약 7% 줄어들었다. 반 웰빙

제품으로 생각되는 탄산 음료를 기피함에 따라 캔의 수요가 줄어들고 이는 삼광유리의 캔 매출의 감소로 이어질 위험이 있는 것이다.



하지만 기능성 음료의 수요가 지난해 30%정도 상승하고 음료시장의 성장동력으로 자리 잡음으로서 반대로 유리병 생산이 늘 수 있을 것으로 판단된다. 기능성음료는 고급스럽고 깨끗한 이미지와 환경호르몬에 대한 안전성 때문에 유리병을 사용하는 제품이 많기 때문이다.

게다가 올해 음료 시장은, 기존 제품의 지속적인 수정 노력과 기능성 신제품의 신시장 창출, 새로운 용기 개발 등 적극적인 소비자 마케팅 활동 등으로 2005년에 비해 2~3% 성장한 약 3조5000억 원의 시장을 형성할 것으로 예측됨에 따라 캔 매출 감소로 인한 손해는 병 매출의 증가로 충분히 극복할 수 있으리라는 예상이다.

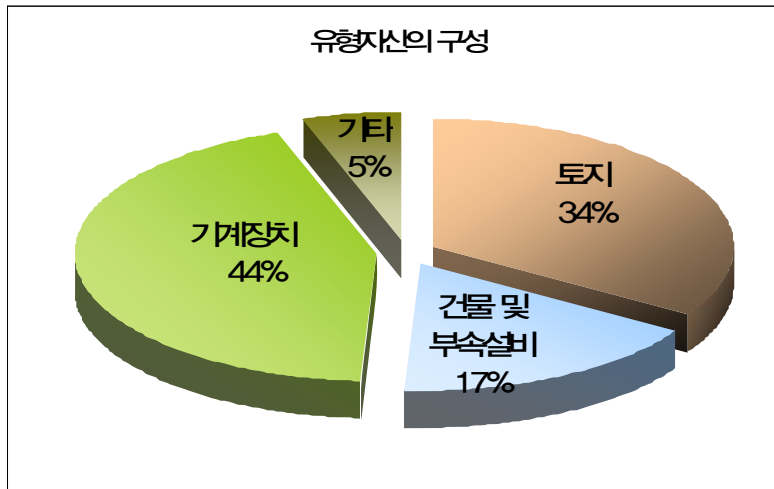
#### 4. Valuation

##### 4.1. 삼광 유리의 숨겨진 자산가치를 반영하는 밸류에이션

이 부분은, 앞으로 삼광 유리의 영업 전망 및 성장 전망과 별개로, 삼광 유리가 현재 가지고 있는 순자산의 가치가 주가에 제대로 반영되어 있지 않다는 점에 주목한다. 2006년 4월 12일 기준, 삼광 유리의 BPS는 23,660원, PBR은 0.5 수준으로 형성되어 있다. 이는, 현재 삼광 유리의 시가 총액보다 약 2배정도 많은 순자산을 삼광 유리가 보유하고 있다는 뜻이다. 기업의 청산 가치 측면에서 보았을 때, PBR이 1인 경우, 이론적으로 주주는 회사가 도산하여도 손해를 입지 않는다. 이는 상당히 보수적인 자세로 투자를 할 경우에 따지게 되는 가치이기도 하다.

그러면, 왜 삼광 유리의 자산 가치에 비하여 주가가 현저히 낮게 평가되어 있는가에 대한 의문을 가지게 된다. 고정 자산에서 80%를 차지하는 유형 자산의 구성은 다음과 같다.





일반적으로 청산 가치를 계산할 때는 투자 자산을 기준으로 하기 때문에, 자산 중에서 상대적으로 기계 장치의 비율이 높은 삼광유리가 PBR이 낮은 것은 어느 정도 필연적이라고 하겠다. 유리 산업 자체가 설비비가 높은 특징이 있기 때문에, 비슷한 사업을 영위하고 있는 업계의 다른 기업도 전체적으로 PBR이 낮을 것이라는 추측을 해볼 수 있다. 가장 비슷한 사업 모델을 가진 금비의 2002년 4월 12일 기준, PBR은 0.65이다. 역시 1에 못 미치는 PBR을 보여주고 있다. 이를 통해서 볼 때, 유리 산업이 설비 시설에 대한 투자가 많이 필요하고, 그 기계 장치의 실제 가치에 대해서는 어느 정도 낮게 평가하는 경향이 있다고 생각할 수 있다.

그렇다면, 업종 내 평균 PBR을 기준으로 하여, 산업의 특성을 고려하더라도 순자산 대비 주가가 저 평가 되어 있을 가능성을 따져본다. 즉, 삼광 유리의 자산 가치의 상대적인 저평가 정도를 확인하고 적정 가치가 얼마인가를 계산하는 것이다. 2006년 업종 평균 PBR 0.63을 기준하여 삼광 유리의 적정 주가를 계산하면, 14,905원이 산출되고, 삼광 유리는 현재 자산 가치에 비하여 저평가 되어 있으며 현재가(2006년 4월 12일 기준, 12,050원) 대비 23.7%의 상승 여력이 있다고 결론 낼 수 있다.

그러나 이는 어디까지나, 장부상에 표시된 자산 가치만을 기준으로 한 수치이다. 앞서 살펴 보았듯이, 인천 공장 부지 토지 가격은 엄청나게 상승한 상태이며, 상속을 통하여 얻은 자회사는 나날이 성장하고 있고, 추후 상장 가능성도 존재한다. 따라서 이를 반영하여, 실질적인 삼광 유리의 자산 가치를 반영한 밸류에이션을 시도해볼 수 있다.

#### I) 토지의 실제적 가치

앞서 계산한 대로, 장부가액 대비 800억원 정도의 추가적 가치가 적용될 수 있다.

#### II) 자회사 보유 가치

##### II-1) 오택

EPS	보유 주식 수	취득가(평가액)	2006 건설업종 평균 PER
7,486원	442,000주	5,940,000,000원	7.5

▶ 현재 추정 평가 차익 = ( 442,000 \* ( 7,486 \* 7.5 ) ) - 5,940,000,000 = 약 188억

#### II-2) 이테크건설

2006년 4월 12일 기준, 시가 총액 : 31,640,000,000원

삼광유리 지분율 : 30.71%,

삼광유리 취득가 : 5,940,000,000

▶ 현재 추정 평가 차익 = 31,640,000,000 \* 0.3071 - 5,940,000,000 = 약 37억

이렇게 계산된 삼광유리의 실질적인 자산가치를 반영하여 다시 적정 주가를 계산해본다. 앞서와 마찬가지로 2006년 업종 평균 PBR 0.63을 반영하고, 위에서 계산한 추가적인 가치를 반영하여 새로이 BPS를 44,763으로 적용하면 28200원이 산출된다. 따라서 현재가 (2006년 4월 12일 기준, 12050원) 대비 무려 134%의 상승 여력이 있다고 결론 낸다.

#### 4.2. 영업 활동의 성장성 및 지속성을 고려하는 밸류에이션

자산주로서의 삼광유리의 성격을 제외하고 영구성장기업으로서의 삼광기업을 볼 때, 회의적인 시각이 우세했다. 비록 비즈니스모델적인 측면에서 지속적인 성장이 나올 것이라고 예측은 되지만, 이미 시장 자체가 정체기에 들어가 있으며 새로운 성장동력을 찾기가 힘들었기 때문이다. 더욱이 수주 업체들 역시 장기계약 등을 통해 묶여 있어, 경쟁 업체의 매출처를 뺏어 온다거나 하는 것은 가정하기 힘들었다.

역시 이러한 가정에 의한 필연적 결과인양, ROE 또한 극도로 낮은 수치로 도출되었는데, ROE 산출은 <매출액순이익률 \* 자산회전율 \* 레버리지비율> 임을 고려한다. 먼저, 삼광유리의 매출액순이익률을 지난 8년간의 최저치라 할 수 있는 1.96%로 잡는다. 자산회전율의 가정은 다음과 같다. 지수평활법에서 최근의 지수에 가중치를 더 부여하여 계산하듯이, 두산테크팩의 합병 등 바뀐 시장의 상황을 반영하기 위해 최근의 자산회전율에 가중치를 두기로 하였다. 전기의 자산회전율은 0.79회(전기), 당기의 자산회전율은 0.67회(당기)이므로 그 평균값인 0.73회로 가정한다. 레버리지비율은 2004년도를 기준으로 하여 0.91로 한다. 2005년도의 1.15를 반영하지 않은 데에는 기존 상황 대비 편차가 심했기 때문이다. 이는 자회사 지분 매입이라는 특별한 사유 때문에 일시적으로 부채 비율이 상승했던 것으로서 2003년과 비교해 삼광유리의 CEO가 재무 건전성을 확보하고자 하는 의지가 있으므로 기준을 2004년으로 두고자 한 것이다.

각각의 가정을 통해서 얻어진 ROE 는 결국 1.30 이며, 좀 더 여유를 준다면 1.5 정도가 될 수 있다. 할인율은 15% 로 설정하였다.

결국 ROE \* 유보율에 의해 1단계 성장률이 도출되는데,  $1.3\% * 46\% = 0.60\%$ 가 나왔다. 1단계 성장률이 2단계 성장률인 3%보다도 낮았던 것이다. 이에 우리는 다소 다른 접근을 하고자 하였는데, 앞서 언급한 바대로 기존의 사업은 지금의 성과를 꾸준히 유지한다는 전제를 깔고(그래서 영구성장률은 3%로 성장률을 잡고), 우리가 성장성 요인으로 꼽았던 요소들에 의해 회사의 가치가 어떻게 변화하는지에 대해서 알아보려고 하였다. 그리하여 향후 그 요인들에 의한 가치 상승분에 비해 현재의 주가가 어떻게 형성되어 있는지에 대해서 알아보기로 한 것이다.

일단 성장성으로 꼽은 요인은 두가지이다.

1. 진로의 15% 추가 수주
2. 글라스락의 돌풍 (매년 30% 씩 성장한다고 가정하였음)

특히 이들로 인한 성과를 당기순이익으로 가정하였는데, 이는 경상이익이나 특별이익 등에 의해 변화될 가치를 3%의 성장성에 의해 변화될 기존 사업모델의 당기순이익분에 포함된다고 가정했기 때문이다. 또한 현실적으로 우리가 꼽은 2가지 성장요인에 의해 발생하게 될 경상이익 및 특별이익 등을 추정하기는 불가능하다. 또한 현재주가에서의 PER인 17로 하였는데, 그 이유는 이미 회사의 추가적인 이익(새로운 성장요인이 없는 상황에서도)이 없는 상황에서도 시장에서 회사에 이만큼 요구하고 있는데 성장 동력을 감안한 벨류에이션에서도 추가기대요인이 반영 안된 기존 PER를 쓴 것은 일종의 보수적 접근의 방법이다. 그리고 가장 최근의 기대 상황을 반영하고자 최근의 PER를 사용하였다.

▶ 먼저 진로의 15% 추가 수주만을 반영하여 valuation을 해보았다.

진로에서 수주를 15% 더 함으로써 얻을 수 있는 매출은 총 3,102,937,500 원인데, 이는 진로 물품의 80%를 수주하는 금비의 16,549,000,000 원으로부터 계산해 낸 값이다. 그리고 매출액 3,102,937,500 원에서 영업이익률 4%, 법인세율 15%를 해 주면 당기순이익이 나온다.

〈단위 천원〉

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12
당기순이익	4,269,750	4,397,843	4,529,778	4,665,671	4,805,641	4,949,810
진로 추가 수주로 인한 당기순이익		18,618	18,618	18,618	18,618	18,618
합계		4,416,461	4,548,396	4,684,289	4,824,259	4,968,428
보통주수	4,854,418	4,854,418	4,854,418	4,854,418	4,854,418	4,854,418
EPS(원)	879	909.78	936.96	964.95	993.79	1023.49

위에서 도출된 EPS를 가지고 PM법 계산을 해보면 (\*별첨1) 5년간 예상 연간 수익률은

9.73% 이다.

▶ 다음으로, 2번 성장성 요인(글라스락의 5년간 연 30% 성장)만을 반영하여 valuation을 해보자.

먼저, 글라스락의 매년 당기순이익을 매년 글라스락 매출액 성장을 30%, 영업이익률 8.3%로 하여 계산하면 다음과 같다. 법인세율은 27%.

〈단위 천원〉

	2006	2007	2008	2009	2010
글라스락의 매출액 추이	25,000,000	32,500,000	42,250,000	54,925,000	71,402,500
글라스락으로 인한 영업이익	2,075,000	2,697,500	3,506,750	4,558,775	5,926,408
글라스락으로 인한 당기순이익	1,514,750	1,969,175	2,559,928	3,327,906	4,326,277

이로부터 EPS를 도출하면 다음과 같다.

〈단위 천원〉

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12
당기순이익	4,269,750	4,397,843	4,529,778	4,665,671	4,805,641	4,949,810
글라스락으로 인한 당기순이익		1,514,750	1,969,175	2,559,8	3,327,906	4,326,277
합계		5,912,593	6,498,953	7,225,599	8,133,547	9,276,088
보통주식수		4,854,418	4,854,418	4,854	4,854	4,854
EPS		1217.982	1338.771	1488.458	1675.494	1910.855

위의 EPS로 계산하면(\*별첨2) 5년간 예상 연간 수익률은 23.55% 이다.

▶ 마지막으로 1번 요소(진로 추가 수주 15%) 와 2번 요소(글라스락의 연간 성장을 30%) 를 동시에 고려하여 valuation을 해본다.

EPS를 산출해 보면,

	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12
당기순이익	4,269,750	4,397,843	4,529,778	4,665,671	4,805,641	4,949,810
진로 추가 수주로 인한 당기순이익		18,618	18,618	18,618	18,618	18,618
글라스락으로 인한 당기순이익		1,514,750	1,969,175	2,559,928	3,327,906	4,326,278

합계		5,931,211	6,517,578	7,244,217	8,152,165	9,294,706
보통주수		4,854,418	4,854,418	4,854,418	4,854,418	4,854,418
EPS		1221.817	1342.606	1492.294	1679.329	1914.690

〈단위 천원〉

위의 EPS로 계산하면(\*별첨3) 5년간 예상 연간 수익률은 23.60% 이다.

결과적으로 2번 요소만 고려한 것과 1,2번 요소를 동시에 고려한 것과의 차이가 크게 없는데, 이는 1번 요소에 의한 당기순이익의 증가분이 그리 크지 않기 때문이다.

## 5. Conclusion

▶ 삼광유리공업을 숨겨진 자산주로 인정하고, 그 자산가치를 투자 기준으로 받아들일 수 있는 투자자라면, 현재가 대비 **23.7%**의 상승 여력이 있고 실질 가치 반영시 **134%**의 상승 여력이 있는 삼광유리공업을 **적극 매수** 할 것을 강력히 추천한다.

▶ 기업 평가의 절대 가치는 영업력이라고 생각하고, 그것을 기반으로한 영구적인 지속성 및 성장성을 가장 중시하는 투자자라면, 현재의 사업모델과 앞으로의 예상을 통하여, 연간 수익률을 최소 **9.73%**에서 최대 **23.60%**까지 얻을 수 있는 삼광유리공업을 **매수** 할 것을 추천한다.

\*별첨1) 첫번째 가정을 통한 PM법 계산과정

1. 세후 배당수익					
If	ROE =	0.00%	기초 Underlying EPS =	879	
	보통주 배당성향 =	54.00%	배당 재투자 이율 =	4.00%	
	유보율 =	46.00%	배당소득세율 =	15.40%	
	성장율 =	0.00%			
Then		EPS	DPS	세후 DPS	-> 기말 FV
	2006	879	₩474.66	₩401.56	₩488.56
	2007	909.781666 9	₩491.28	₩415.62	₩486.22
	2008	936.960058 9	₩505.96	₩428.04	₩481.49
	2009	964.953802 5	₩521.08	₩440.83	₩476.80
	2010	993.787358 5	₩536.65	₩454.00	₩472.16
	2011	1023.48592 1			
				세후 배당수익 =	₩2,405.2 3
2. 매매차익					
If	적용 PER =	17			
	매수 가격 =	₩12,450.00			
	기말 EPS =	1023.48592 1			
Then	기말 예상주가 =	₩17,399.26			
	매매차익 =	₩4,949.26			
3. 세후 투자수익(=1 + 2)					
If	세후 배당수익 =	₩2,405.23	매매차익 =	₩4,949.26	

Then	세후 투자수익 =	₩7,354.50			
4. 예상 수익률					
If	투자금 =	₩12,450.00	5 년후 예상이익 =	₩7,354.50	
Then	예상 연수익률 =	9.73%			

\*별첨2) 두번째 가정을 통한 PM법 계산 과정

1. 세후 배당수익					
If	ROE =	0.00%	기초 Underlying EPS =	879	
	보통주 배당성향 =	54.00%	배당 재투자 이율 =	4.00%	
	유보율 =	46.00%	배당소득세율 =	15.40%	
	성장율 =	0.00%			
Then		EPS	DPS	세후 DPS	-> 기말 FV
	2006	879	₩474.66	₩401.56	₩488.56
	2007	1217.98174 4	₩657.71	₩556.42	₩650.94
	2008	1338.77073 9	₩722.94	₩611.60	₩687.97
	2009	1488.45826 8	₩803.77	₩679.99	₩735.47
	2010	1675.49374 4	₩904.77	₩765.43	₩796.05
	2011	1910.85480 4			
				세후 배당수익 =	₩3,358.99
2. 매매차익					
If	적용 PER =	17			
	매수 가격 =	₩12,450.00			
	기말 EPS =	1910.85480 4			

Then	기말 예상주가 =	₩32,484.53			
	매매차익 =	₩20,034.53			
3. 세후 투자수익(=1 + 2)					
If	세후 배당수익 =	₩3,358.99	매매차익 =	₩20,034.53	
Then	세후 투자수익 =	₩23,393.53			
4. 예상 수익률					
If	투자금 =	₩12,450.00	5년후 예상이익 =	₩23,393.53	
Then	예상 연수익률 =	23.55%			

\*별첨3) 세번째 가정을 통한 PM법 계산 과정

1. 세후 배당수익					
If	ROE =	0.00%	기초 Underlying EPS =	879	
	보통주 배당성향 =	54.00%	배당 재투자 비율 =	4.00%	
	유보율 =	46.00%	배당소득세율 =	15.40%	
	성장율 =	0.00%			
Then		EPS	DPS	세후 DPS	→ 기말 FV
	2006	879	₩474.66	₩401.56	₩488.56
	2007	1221.81701 3	₩659.78	₩558.17	₩652.99
	2008	1342.60600 9	₩725.01	₩613.36	₩689.94
	2009	1492.29353 7	₩805.84	₩681.74	₩737.37
	2010	1679.32901 4	₩906.84	₩767.18	₩797.87
	2011	1914.69007 3			



				세후 배당수익 = 3	₩3,366.7
2. 매매차익					
If	적용 PER =	17			
	매수 가격 =	₩12,450.00			
	기말 EPS =	1914.69007 3			
Then	기말 예상주가 =	₩32,549.73			
	매매차익 =	₩20,099.73			
3. 세후 투자수익(=1 + 2)					
If	세후 배당수익 =	₩3,366.73	매매차익 =	₩20,099.73	
Then	세후 투자수익 =	₩23,466.46			
4. 예상 수익률					
If	투자금 =	₩12,450.00	5년후 예상이익 =	₩23,466.46	
Then	예상 연수익률 =	23.60%			