



동 리서치 보고서는 당사의 견해를 담고 있습니다. 저희는 편향되어 있습니다. 모든 투자자들이 그렇습니다. DN 오토모티브도 마찬가지입니다. 동사를 위해 자금을 조달한 은행들 또한 그렇습니다. 만약 귀하께서 DN 오토모티브에 투자하셨다면, 귀하 또한 그러합니다. 저희가 편향되었다고 해서 틀렸다는 의미는 아닙니다. BOC 텍사스 LLC의 리서치 의견을 귀하의 책임 하에 사용하십시오. 본 보고서와 그 내용은 금융 상품 자문을 의미하거나 포함하지 않습니다. 투자자는 여기에 논의된 유가 증권과 관련된 결정에 대해 자체적인 재무, 법률 및 세무 자문을 구해야 합니다. 귀하는 여기에 논의된 유가 증권과 관련된 투자 결정을 내리기 전에 자체적인 조사와 실사를 수행해야 합니다. 저희는 DN 오토모티브의 유가 증권에 대해 롱 포지션을 보유하고 있으며, 따라서 해당 유가 증권의 가격이 상승할 경우 상당한 수익을 실현할 수 있습니다. 본 보고서 마지막 페이지에 있는 전체 면책 조항을 참조하십시오.

기업 명: 주식회사 DN 오토모티브 | KRX: A007340
업종: 공작기계 및 자동차 부품

(2025년 4월 8일
마감 기준) 주가
19,130 원
시가총액
~9,900 억원

이 문서는 원본인 영문 보고서의 번역본입니다. 번역의 정확성을 보장하기 위해 노력은 기울여졌지만, 한국어 번역본과 원본인 영문 버전 사이의 불일치, 비일관성, 또는 모호성이 있는 경우 영문 버전이 우선합니다.

우리는 한국 주식시장이 차기 아시아의 강자라고 생각한다. 한국에는 기업 지배구조의 긍정적인 변화와 특별하지는 않지만 견실한 경쟁적 우위에도 불구하고 글로벌 투자자들로부터 충분한 주목과 관심을 받지 못 하는 중소형 상장사들이 매우 많다. 열정적인 개인 투자자들을 중심으로 국내 시장 참여가 활발한 편임에도 불구하고, 글로벌 투자자들, 특히 미국 투자자들은 종종 매우 낮은 가격에 거래되고 있는 수많은 인상적인 기업들에 대해 잘 모르는 경우가 많다. 한국 시장은 거래가 까다로울 수 있고, 많은 기업 공시자료 및 보도자료가 한국어로만 발행되기 때문에 매우 유망한 투자기회들을 놓치게 되는 경우가 많다. 하지만 숨겨진 보석 하나가 발견되었다.

당사는 자동차 진동 방지용 부품(“방진부품” 또는 “VMS”) 및 공작기계를 전문적으로 생산하는 주식회사 DN 오토모티브(이하, “DN 오토모티브” 또는 “회사”)에 대해 매우 포지션을 취하고 있다. 풍부한 현금흐름과 마진 개선에도 불구하고 회사는 최근 12개월 주가수익비율(P/E)의 3.1 배로 매우 저평가되어 있는데, 자동차 공급 및 공작기계 산업의 경기 순환에 따른 역풍 그리고 잘 알려지지 않은 사업에 대한 인식 부족 등이 그 원인이다. 하지만 상황이 곧 바뀔 전망이다.

DN 오토모티브는 한국 최대의 공작기계 제조사인 DN 솔루션즈를 분사한 후 한국 증권거래소 기업공개를 통한 상장을 준비 중이며 예상 시기는 2025년 5월이다. 초기 지표들에 따르면 IPO 이후 회사의 공작기계 사업부의 가치는 현재 전체 기업 가치의 최대 2배에 달할 것으로 보인다. 이는 DN 오토모티브의 현재 가치에도 상당한 프리미엄으로 작용할 뿐 아니라 투자자들 또한 회사의 견실한 자동차 부품 사업에 투자할 수 있는 기회를 추가적으로 확보할 수 있다.

궁극적으로 우리는 다가오는 회사의 공작기계 부문 상장이 투자자들에게 단기적으로 수익이 3-4 배 상승할 수 있는 명확하고 흔치않은 기회를 제공한다고 믿는다.

1. **DN 오토모티브의 다가오는 공작기계 사업부 분사는 비대칭적 수익을 창출할 수 있는 특별한 투자 기회를 제공한다.** 2024년 10월, DN 오토모티브는 회사의 공작기계 사업을 담당하는 DN 솔루션즈를 분사한다고 발표했다. 애널리스트들은 2025년 5월로 예상되는 IPO 시 DN 솔루션즈의 가치가 현재 DN 오토모티브 시가총액의 5배에 달하는 5-6조원이 될 것으로 전망한다. 당사는 회사의 규모가 상대적으로 작고 대부분의 공시자료 및 보도자료들이 한국어로만 발행되기 때문에 글로벌 투자자들이 대체로 이 기회에 대해 인지하지 못하고 있을 것으로 판단한다.

a. **한국 공작기계 부문의 반등.** 이상적인 시기에 분사가 예정된 것으로 보인다. JMTBA가 수집한 독립 데이터에 따르면 공작기계 산업의 가파른 하락 이후 2024년 12월에 전세계적으로 공작기계 주문이 전년대비 13% 증가했다. 2025년 2월 한국의 공작기계 주문이 전년대비 72% 증가함에 따라 한국계 제조사들이 특히 강한 반등의 혜택을 보고 있다. 이는 수요가 강하게 회복되고 있을 뿐만 아니라 주문량이 기존의 낙관적 전망을 상회하고 있음을 보여준다. 한국의 최대 공작기계 생산업체인 DN 솔루션즈의 IPO가 예정되어 있는 만큼, 공작기계 산업의 반등 시기가 매우 이상적이다.

b. **DN 솔루션즈: 업계 최고 수준의 마진, 안정적인 수요 그리고 평균판매가격의 증가가 IPO 밸류에이션에 긍정적으로 작용.** DN 솔루션즈를 인수한 후 경영진은 괄목할 만한 개선을 통해 EBITDA 마진을 인수 전 12%에서 인수 후 22%로 끌어올렸다. IPO 를 앞 둔 현재, DN 솔루션즈는 업계 최고 수준의 이익 마진을 기록하고, 판매가격을 개선하고, 수주잔고를 늘리고, 수익성을 개선하고 있다. 순수한 공작기계 생산업체로만 평가하고 최고 수준의 마진을 달성 중이라는 점을 감안한다면 DN 솔루션즈는 공작기계 부문의 선도적인 아시아-태평양 지역의 상장사들과 같거나 비슷한 수준으로 평가될 전망이다.

2. **EBITDA 486% 증가 및 안정적인 현금흐름 창출에도 불구하고 방어적인 가치평가.** 본 건을 유망한 기회로 보는 또 다른 이유는 2024 회계연도(FY2024) 무차입 잉여현금흐름수익률이 9%에 달하고, 전기차 공급망의 상당히 긍정적인 전망으로 인해 기존의 자동차부품 사업도 견실한데, 현재 DN 오토모티브가 최근 20 년의 최저 수준에 가까운 P/E 의 3.1 배로 거래되고 있다는 점이다. DN 솔루션즈 인수를 위해 차입을 했지만 충분한 현금 창출을 통해 2022 년 1 분기부터 FY2024 까지 차입금 6,730 억원을 상환했다. 나아가 DN 오토모티브는 중국, 한국, 멕시코에 제조시설을 두고 있어 미국-중국 공급망 디커플링으로부터 수혜를 받을 것으로 판단된다.

운영상으로 회사의 재무상태도 꾸준히 개선되고 있다. Pro forma EBITDA 는 FY2020 이후 486% 증가했지만 DN 오토모티브의 밸류에이션은 이러한 진전을 반영하지 못했다. 우리는 곧 있을 DN 솔루션즈의 분사 때 이러한 미반영 사항이 바로잡아지리라 믿으며, 이는 펀더멘털적으로 강력하지만 역사적으로는 충분히 평가되지 않은 이 사업의 가치를 끌어낼 촉매제가 될 것으로 판단한다.

3. **성공적인 승계계획 수립으로 상속세 관련 장애물 제거.** 한국 주식들은 승계계획 및 징벌적 상속세로 인한 부정적 영향을 종종 받는다. 수년 간 DN 오토모티브는 회장 보유 지분의 자녀 이전에 따른 막대한 세금 발생 부담을 안고 있어서 주가가 오르기 어려운 상황이었다. 2020 년 하반기부터 회장 및 대표이사는 지분상속을 시작했다. 현재 회장은 DN 오토모티브에 대한 본인 소유 지분율을 50%에서 30%로 낮췄다. 창업자의 상속세 부담 경감은 회사 내부적으로 DN 오토모티브 주가 개선 의지에 동기를 부여하여 2022 년에 공작기계 사업 인수를 통해 공격적으로 회사를 확대하게 된 것으로 보인다.

부분별 가치평가를 종합하면 194-294%의 수익 기대: 다가오는 DN 솔루션즈의 분사는 투자자들에게 상당한 비대칭적 수익 가능성을 선사하는 명확한 단기적 촉매제가 될 전망이다. 부분별 가치평가를 종합해 보면 DN 솔루션즈의 예정된 IPO 만으로도 통합 회사의 현재 기업 가치를 충분히 상회하여 투자자들에게 잠재적으로 194-294%의 수익을 가져올 수 있는 기회를 제공할 것으로 판단한다.

DN 오토모티브는 현재 동종업계 기업들 대비 매우 낮은 P/E 3.1 배로 거래되고 있다. 한국에서 네번째로 큰 하나은행의 계열사인 하나증권이 발행한 셀 사이트 보고서는 회사의 P/E 3 배 가치평가는 “지나치게” 낮다고 평가하고 있다.

글로벌 경쟁력과 부채비율 하락 등 감안 시 P/E 3배대는 지나치게 낮은 수준

DN오토모티브의 주가는 전방 고객사들로부터의 수요 둔화와 200% 이상의 부채비율, DN 솔루션즈의 IPO 후 더블카운팅 이슈 등이 복합적으로 반영되면서 억눌려왔다. 하지만, 이러한 내용들을 반영하더라도 예상 실적 기준으로 P/E 3배 대, P/B 0.6배 이하의 Valuation 은 지나치게 낮은 수준이다. 부채비율이 급격하게 하락하면서 재무구조가 개선될 것이고, 방진 제품 및 공작기계 내 글로벌 3위의 경쟁력, 축전지 부문 중설 등을 기반으로 업황 회복과 함께 이익 증가가 가능하다는 점을 고려할 때 주가는 분명 저평가된 상태이다.

출처: 하나증권 리서치보고서

DN 솔루션즈는 한국 최대의 공작기계 생산업체이며 FY2024 EBIT 마진은 경쟁업체들 평균의 4 배에 가까운 ~20% 수준을 달성했다.

종목코드	국가	회사명	EV/LTM Revenue	EV/LTM EBIT	EBIT Margin	Avg. EBIT Margin
업계선도기업						
TSE:6954	Japan	Fanuc Corporation	3.2	14.6	18%	11%
KOSE:A010120	Korea	LS ELECTRIC Co., Ltd.	1.1	13.2	9%	
TSE:6135	Japan	Makino Milling Machine Co., Ltd.	1.0	13.8	8%	
KOSDAQ:A019210	Korea	YG-1 Co., Ltd.	1.2	13.5	10%	
일반 경쟁사						
KOSDAQ:A101680	Korea	HNK Machine Tool Co., Ltd.	0.3	10.7	3%	8%
TSE:6473	Japan	JTEKT Corporation	0.2	10.3	2%	
TSE:6103	Japan	Okuma Corporation	0.7	8.0	8%	
TSE:6141	Japan	DMG Mori Co., Ltd.	0.7	9.7	7%	
TSE:6101	Japan	Tsugami Corporation	0.8	4.2	19%	
실적 부진 경쟁사/수익성 없는 경쟁사						
KOSE:A000850	Korea	Hwacheon Machine Tool Co., Ltd.	0.0	3.3	0%	-7%
KOSDAQ:A129920	Korea	Daesung Hi-Tech Co., Ltd.	1.5	NM	-14%	
평균			1.0x	10.1x	6%	
KOSE:A007340	Korea	DN Solutions (Pro-forma)	?	?	19%	

출처: BOC Compset, CapIQ

대부분의 동종업계 기업들 대비 훨씬 높은 마진을 달성하는 DN 솔루션즈가 동사의 실적 대비 매우 낮은 EV/EBIT(기업가치/영업이익)의 10 배로 업계 평균 선에서 분사하더라도 기업 가치는 ~4.1 조원으로, 통합 회사의 현재 거래가에 상당한 프리미엄을 줄 것이다. 하지만 DN 솔루션즈의 수익구조가 기타 공작기계 제조업체들 대비 우수한 점을 감안하여 당사는 이보다 훨씬 낙관적으로 상황을 전망한다.

DN 솔루션즈가 대부분의 경쟁업체들 대비 높은 마진(EBIT 19%)을 기록하고 있다는 점을 감안하여 기타 수익성 높은 업계 선도기업들과 유사한 수준(~14x EV/EBIT)으로 상장된다면, ~6 조원 상당의 밸류에이션을 예상해 볼 수 있다.

DN 솔루션즈 가치 (KRW, B)	Total EV
Segment EBIT	411
기업가치/영업이익	
(보수적) 업계평균	10.0x
<i>(6% Avg. EBIT Margins)</i>	4,105
(기본) 평균이상, 선도기업 이하	12.0x
<i>(8% Avg. EBIT Margins)</i>	4,926
(낙관적) 업계선도기업	14.0x
<i>(11% Avg. EBIT Margins)</i>	5,747

출처: BOC Compset, CapIQ

이는 DN 오토모티브의 현재 주가에 상당한 프리미엄으로 작용할 뿐만 아니라, 이에 따라 투자자들은 회사의 자동차 부품 사업에 투자할 수 있는 기회를 추가로 누리게 될 것이다. 회사의 자동차 부품 사업이 동종업체들의 하위 25% 수준인 EV/EBIT 의 6.1 배 선에서 거래된다면 통합 회사의 가치에 ~6,600 억원을 추가로 부여한다. 자동차 사업이 업계 중간값 수준으로 거래된다면 통합 가치에 ~9,400 억원을 추가로 부여할 것이다.

DN 오토모티브 가치평가 (KRW, B)		Total EV
Segment EBIT	108	
EV/EBIT		
(보수적) 하위업체	3.0x	324
(기본) 하위 25%	6.1x	660
(낙관적) 업계 중간값	8.7x	941
평균		642

출처: BOC Compset, CapIQ

부분별 분석을 종합해 보면 분사 후 통합 사업의 밸류에이션은 4.3 조원에서 5.3 조원 사이로 예상된다.

FY 2024 영업이익	DN Auto	DN Solutions	DA Tire
영업이익	108	411	11

기업가치/영업이익	DN Auto	DN Solutions	DA Tire
기업가치/영업이익			
보수적	3.0x	10.0x	8.2x
기본	6.1x	12.0x	18.4x
낙관적	8.7x	14.0x	30.0x

기업 가치 DN 자동차 주주에 대한 속성	DN Auto	DN Solutions	DA Tire	Total
Segment Enterprise Value				
보수적	324	2,874	91	3,289
기본	660	3,448	204	4,312
낙관적	941	4,023	332	5,296

출처: BOC 산출¹

대차대조표 개선은 회사의 밸류에이션에도 긍정적인 영향을 미친다. 2024년 9월에 완료된 동아타이어공업 주식회사(이하 “동아타이어”) 인수 과정에서 DN 오토모티브는 ~2,270 억원 상당의 현금 및 유가증권을 추가로 수취하고 피인수 기업이 보유하고 있던 시장 가격 기준 ~500 억원 상당의 전환사채(convertible debt)를 소각했다. 동아타이어 인수 관련 투자 외에도 GMT 홀딩스의 투자자들이 1,190 억원 규모의 콜옵션을 행사하여 통합 회사의 순부채가 더 감소한 한편, 회사는 510 억원 상당의 채무를 추가로 상환했다.

이러한 디레버리지의 결과, DN 오토모티브의 순부채는 지난 12개월 동안 1.7 조원에서 1.4 조원으로 20% 감소했다. 순부채의 대폭 축소에 더하여 애널리스트들은 DN 솔루션즈 IPO 시 DN 오토모티브의 주식 매각으로 2,160~2,980 억원의 추가 현금이 확보되어 통합 회사의 부채가 최대 18% 더 감소될 것으로 예상하고 있다.

¹ 회사가 최근에 타이어 사업부로 인수한 동아타이어가 통합 회사의 영업이익에서 차지하는 비중은 미미하다. DN 오토모티브는 지난 2024년 6월 EV/EBIT의 12 배인 1,700 억원에 동아타이어를 인수하는데 합의했다. 동종기업들은 현재 평균 EV/EBIT의 18 배로, 업계 최고인 경쟁사들은 ~30 배로, 그리고 하위 기업들은 8.2 배로 거래되고 있다. 이러한 수치들을 바탕으로 계산할 때, 동아타이어는 통합 밸류에이션에 910~3,320 억원의 가치를 추가할 것으로 보인다.

요약 대차대조표 (십억 원)	FY 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	FY 2024	DNS IPO
현금 및 현금성 자산							
현금 및 현금성 자산	442	374	295	310	364	364	364
단기 금융상품	152	149	153	171	172	172	172
장기 투자 유가증권	61	62	63	98	59	59	59
DN Solutions 주식 매각으로 인한 현금	0	0	0	0	0	0	257
합계	654	584	510	580	594	594	852
부채							
단기 차입	543	536	605	477	561	561	561
유동성 채권	118	128	153	163	45	45	45
현재 장기차입금의 비중	66	1,550	938	4	11	11	11
장기 차입금	1,635	50	256	1,334	1,379	1,379	1,379
사채	45	35	10	0	0	0	0
합계	2,406	2,299	1,962	1,978	1,996	1,996	1,996
순부채	1,752	1,715	1,452	1,398	1,401	1,401	1,144

출처: BOC 산출

당사의 부분별 분석을 종합하면 DN 솔루션즈의 ~13% 상당의 추가 지분 희석 및 DN 오토모티브의 구주 매각을 고려할 때 DN 솔루션즈의 분사로 ~194-294%의 투자수익이 예상된다.

결합 자본 가치(십억 - 주당 가치 및 백분을 제외)			
	Bear	Base	Bull
자기자본 가치	₩1,890	₩2,913	₩3,897
총 발행 주식 (백만)	52	52	52
주가	₩36,510	₩56,274	₩75,293
수익률	91%	194%	294%

출처: BOC 산출²

당사의 모델은 기본 시나리오에서 194%의 수익 상승을 예상하지만, 우리는 낙관적 시나리오가 유력하다고 본다. DN 솔루션즈의 뛰어난 마진 프로필을 감안할 때 선도적인 공장기계 업체들과 유사한 수준에서 IPO를 진행할 수 있는 가능성도 매우 높는데, 이 경우 잠재적 수익 상승률은 294%까지 높아질 수 있다고 판단된다.

² 2024년 4월 산업은행(KDB) 및 STIC의 사모 발행 완료 그리고 최근 부채 전환 이후 DN 오토모티브의 투자자들은 DN 솔루션즈 지분의 84.83%만 소유하고 있는 상태이다. 또한, 애널리스트들은 IPO에 따른 신주 발행 및 DN 오토모티브의 소량 구주 매각의 결과 DN 솔루션즈의 유통주식이 13.6% 증가할 것으로 예상하고 있다. 당사는 DN 오토모티브 투자자들이 IPO 이후 DN 솔루션즈 주식의 ~70% 정도를 실질적으로 소유하게 될 것으로 예상하며, 종합의견 작성 시 DN 솔루션즈의 기업가치에 70% 배수를 적용하여 이 점을 반영하였다.

1. 공작기계 사업부의 분사계획은 비대칭적 수익 창출의 기회를 제공

2022년 1월, DN 오토모티브는 사모펀드 운용사를 통해 두산공작기계를 인수하여 DN 솔루션즈로 사명을 변경하였다. 2024년 10월에는 공작기계 사업부의 분사 및 한국 증권거래소에서의 기업공개(IPO) 계획을 발표하였다.

애널리스트들은 IPO 시 DN 솔루션즈의 가치가 5~6 조원이 될 것으로 예상하는데, 이는 DN 오토모티브의 현재 시가총액보다 5 배 높은 수준이다. 이는 2024년 4분기 및 2025년 1분기 주문량 데이터로 입증된 한국 공작기계 산업의 강한 반등 그리고 지난 2년 간 DN 솔루션즈가 보여준 견조한 마진 개선을 토대로 추정한 밸류에이션 규모이다. 궁극적으로, 다가오는 기업분할은 투자자들에게 비대칭적 수익 실현의 기회를 제공하고 명확하고 단기적인 촉매제 역할을 할 것이다.

• IPO 시 DN 솔루션즈의 기업 가치가 5~6 조원 규모가 될 것으로 분석

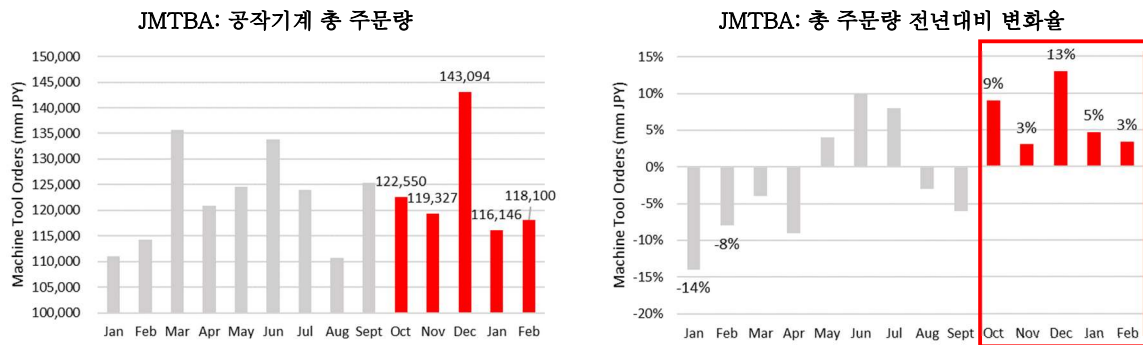
2024년 회사는 공작기계 사업부로 인수한 DN 솔루션즈의 분사 및 한국 증권거래소를 통한 IPO 계획을 발표했다. 최근 발표에 따르면 DN 오토모티브는 2025년 5월에 IPO를 마무리할 계획이다. 분사 관련 보도에 따르면 IPO 시 DN 솔루션즈의 기업 가치는 5~6 조원 규모가 될 것으로 분석되고 있다.

DN 솔루션즈가 공개한 EBIT 마진은 20% 정도로 아시아-태평양 시장에서 이익률이 가장 높은 상장 공작기계 업체들과 비등한 수준이다. DN 솔루션즈의 IPO 시 기업가치가 5~6 조원에 근접하게 평가된다면 현재 DN 오토모티브의 기업가치 대비 ~2 배의 프리미엄이 발생하며, 비대칭적인 매우 높은 수익실현 기회가 창출된다. 결과적으로 투자자들은 DN 솔루션즈에 대해 2 배에 가까운 수익을 달성하고, 기업의 견고한 자동차 부품 사업에 추가적으로 투자할 수 있는 기회를 갖게 될 수 있다.

• 공작기계 부문의 반등 시기에 맞물린 DN 솔루션즈 분사계획

DN 솔루션즈의 분사는 특히 중국과 한국의 공작기계 부문 회복세가 뚜렷해 지기 시작하는 이상적인 시기에 이루어질 것으로 보인다. 공작기계 부문은 코로나 19 팬데믹이 끝날 무렵부터 경기순환에 따른 가파른 둔화를 겪었지만 지금은 눈에 띄는 회복세를 보이고 있다.

골드만 삭스에서 JMTBA 데이터를 분석한 보고서를 보면 2024년 4분기에 공작기계 산업은 이미 전년대비 두 자릿수 성장률을 보였다. 어려웠던 FY2024 초와 달리 2025년 1-2월에는 공작기계 시장이 각각 전년대비 5% 그리고 3% 성장한 것으로 나타난다.

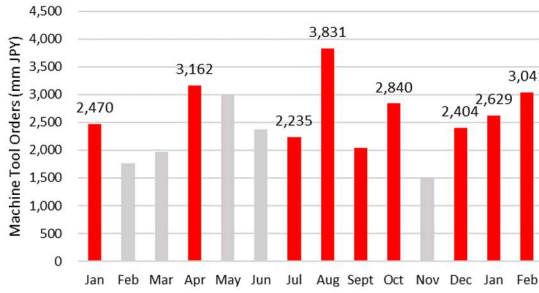


출처: 골드만삭스 주식 리서치 노트

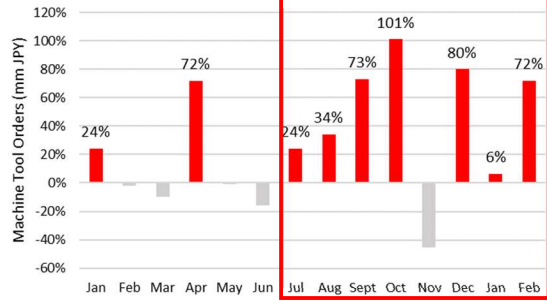
독립적인 조사 결과에 따르면 공작기계 주문량의 회복세는 한국에서 더욱 두드러진다. 2024년 4월을 시작으로 한국 내 공작기계 주문량은 전년 대비 72%, 전월 대비 60% 증가했다.³ 이러한 추세는 8, 9, 10월에도 계속되어 한국의 주문량은 매월 전년 대비 각각 34%, 73%, 101% 증가했다.

11월 선거로 인한 약화를 제외하면, 2024년 하반기 중 한국 공작기계 주문량은 중간에서 높은 두 자릿수 퍼센트 비율로 계속해서 증가한 것으로 조사되었다.

JMTBA: 한국 공작기계 주문량



JMTBA: 한국 주문량 전년 대비 변화율



출처: 골드만삭스 주식 리서치 노트

이러한 회복세를 반증하듯 JMTBA의 2025년 2월 데이터에 대한 골드만삭스의 리서치 노트는 한국 주문량이 전년 대비 72% 증가했다고 발표하였다.

2025년 2월	주문량 (백만엔)	전년 대비	전월 대비
총계	118,198	3%	2%
일본	33,767	4%	6%
해외	84,431	3%	0%
아시아	41,108	13%	-8%
중국	26,684	17%	-3%
한국	3,041	72%	16%
대만	1,683	20%	31%
태국	1,125	-32%	6%
말레이시아	634	-25%	90%
인도	5,388	4%	-36%
유럽	15,422	-10%	17%
독일	3,789	-8%	25%
이태리	1,644	-3%	9%
영국	1,703	5%	7%
북아메리카	25,742	0%	7%
미국	23,026	2%	11%

출처: 골드만삭스 주식 리서치 노트

나아가 DN 솔루션즈는 세계화된 고객 기반을 보유하고 있어 공작기계 주문량의 지역별 차이를 흡수할 수 있다. 예를 들어, 2025년 1월 유럽의 공작기계 주문이 급락한 반면, 아시아 국가들(특히 중국)의 주문량은 급증했다. 당사의 계산에 따르면 DN 솔루션즈에 대한 순영향은 -1%로, 이는 동사가 세계 다양한 시장에서의 영업을 통해 특정 지역에서 나타나는 변동적인 수요를 흡수할 수 있는 여력을 보유하고 있음을 보여준다.

³ 2024년 5월 23일 발행 골드만삭스 주식 리서치 노트. 일본 기계: 공작 기계: 4월 최종 IMTRA 주문: 바닥은 확인하였으나 회복세로의 전환은 없음

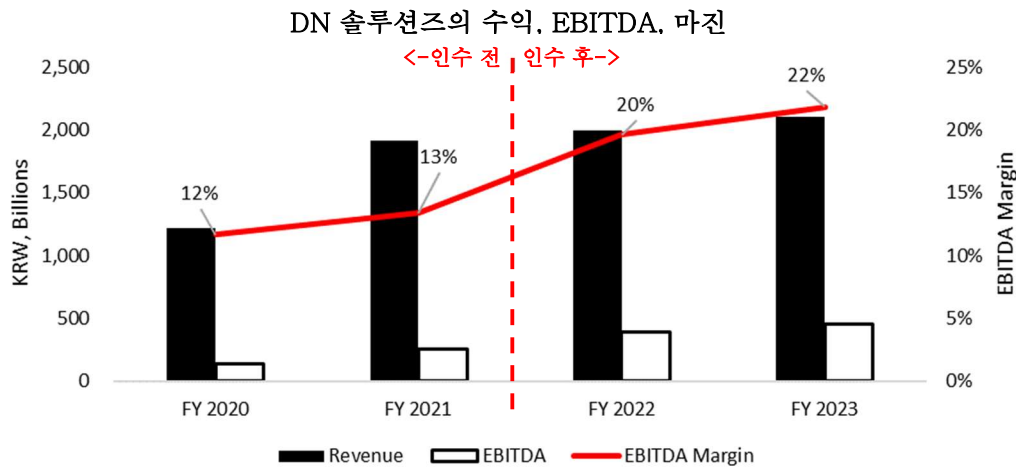
세계 공작기계 주문이 DN 솔루션즈에 미치는 영향	나라별 DN 솔루션즈 판매 %	작년 대비 공작기계 주문량 변화	DN 솔루션즈 순영향
유럽	29%	-21%	-6%
아메리카	24%	-1%	0%
한국	20%	6%	1%
중국	18%	22%	4%
신흥	9%	5%	0%
DN 솔루션즈에 대한 총 영향			-1%

출처: BOC 산출

JMTBA 데이터에 따르면 공작기계 부문의 예상보다 강한 반등이 이미 진행 중이며 이는 한국의 주문량이 2024년 12월 전년대비 80% 그리고 2025년 2월 전년대비 72% 증가한 것에 의해 뒷받침된다. 이러한 데이터는 업계가 불황을 지나서 강하게 반등하기 시작하는 매우 적절한 시기에 DN 솔루션즈가 분사를 진행한다는 것을 보여준다고 판단한다. 투자자들은 공작기계 주문량이 늘어나길 기대하며 기다리지 않아도 된다. 회복세는 이미 시작되었고 아직 DN 오토모티브의 주가에 반영되지 않았을 뿐이다.

- DN 솔루션즈: 업계 최고 수준의 마진, 안정적인 수요 및 판매가격 상승이 IPO 밸류에이션을 지지

회사가 경영권을 인수한 이래로 DN 솔루션즈 사업이 근본적으로 개선된 점은 예상 IPO 밸류에이션에 더욱 긍정적인 영향을 미친다. DN 오토모티브는 2022년 1월에 DN 솔루션즈를 인수했고, 합병 그 자체로도 회사에 큰 도움이 된 것으로 보인다. 인수 후, DN 솔루션즈의 EBITDA 마진은 (인수 전인) FY2021의 13%에서 (인수 후인) FY2023에 22%로 상승했다.

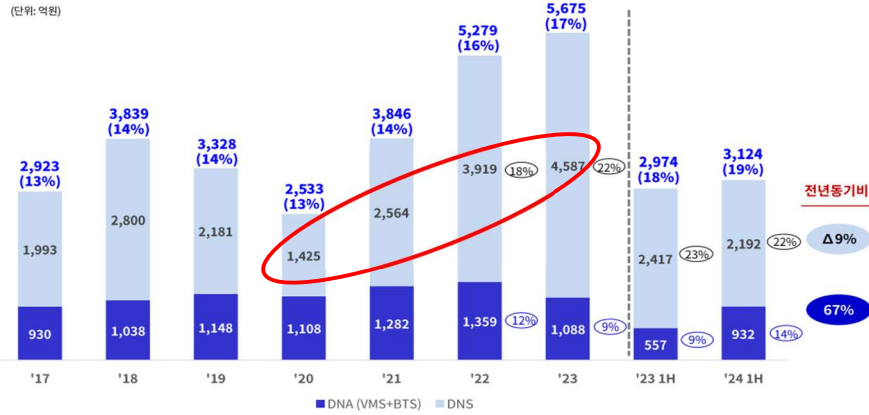


출처: BOC 산출, DN 오토모티브 및 DN 솔루션즈 공시자료

3. EBITDA 및 EBITDA율 추이

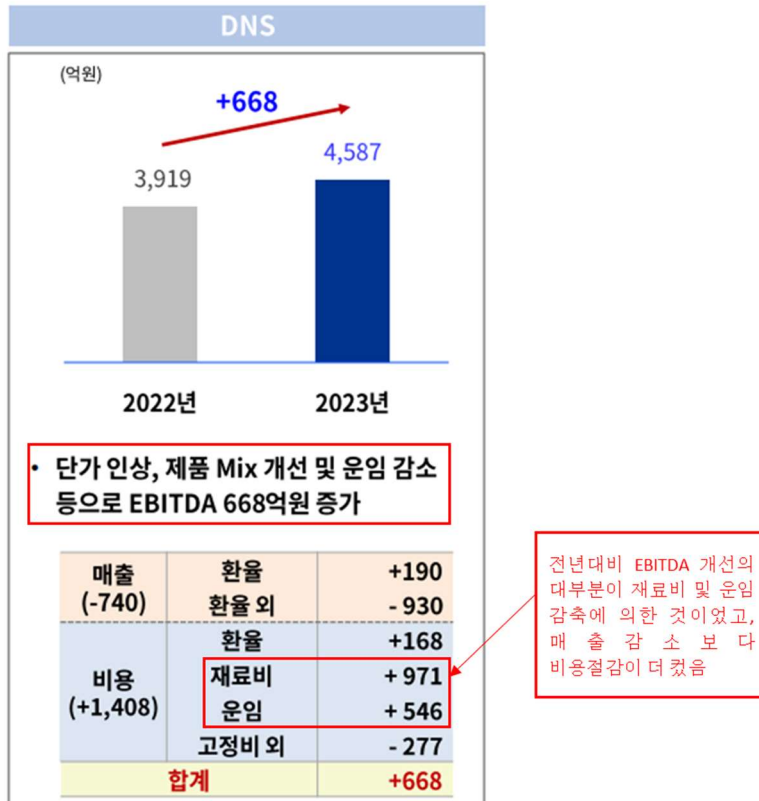
DN AUTOMOTIVE

DN그룹의 2024년 상반기 EBITDA는 VMS 및 BTS 부문의 이익 성장(67%)으로, 전년동기 대비 5% 증가한 3,124억원을 기록하였습니다.



출처: 2024년 8월 30일, DN 오토모티브 2024년 상반기 IR 자료

경영진은 괄목할 만한 개선을 이루었다. 인수합병 후 DN 오토모티브가 DN 솔루션즈의 재료비 및 기타 투입 비용을 절감하면서 비용의 시너지 효과를 통해 대부분의 마진 개선을 달성할 수 있었다.

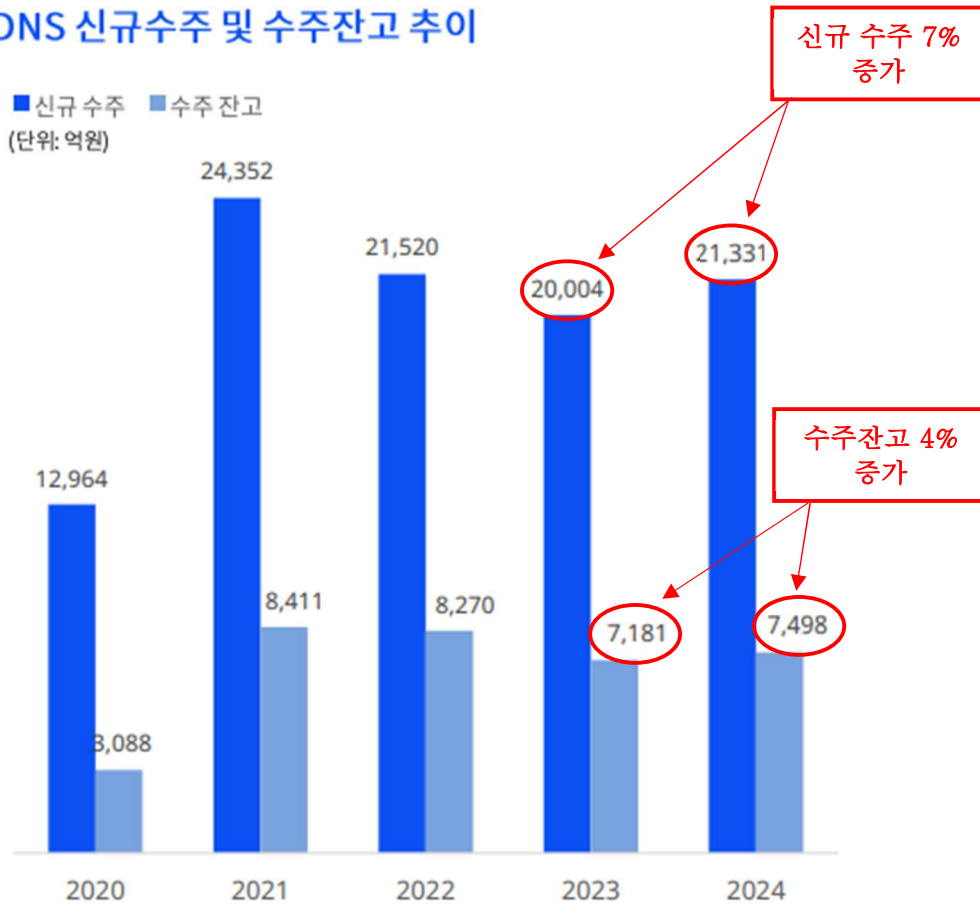


출처: 2024년 3월, DN 오토모티브 2024년 1분기 IR 자료

마진 개선 외에 수요도 안정적인 것으로 파악된다. 2024년 초 경기에 따른 역풍에도 불구하고 DN 솔루션즈는 총 2.1조원 상당을 수주했고 당해 회계연도 말까지 7,500억원 규모의 수주잔고를 기록했다.

수주량 및 수주잔고 모두 FY2023 말 대비하여 전년대비 한자릿수 증반 대의 성장율을 보이며 향후 수요가 안정적이고 더욱 개선될 것임을 시사했다.

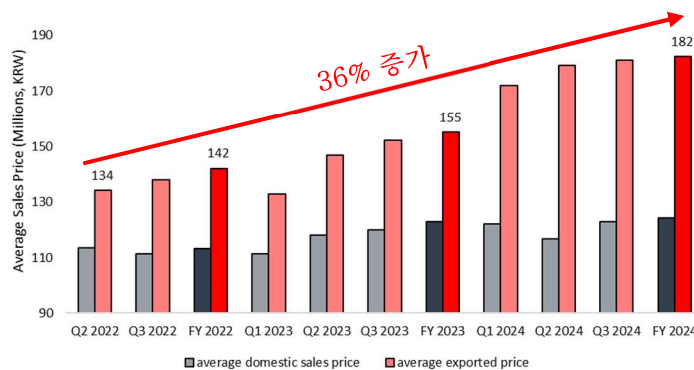
DNS 신규수주 및 수주잔고 추이



출처: DN 오토모티브 2025년 1분기 IR 자료

또한 DN 솔루션즈는 제품별 평균판매가격을 계속해서 상향조정하고 있다. 회사의 FY2024 연차보고서에 따르면 비즈니스 부문의 80%를 차지하는 수출 공작기계의 FY2024 말 기준 평균판매가격이 2022년 2분기 말 대비해서 36% 증가했다.

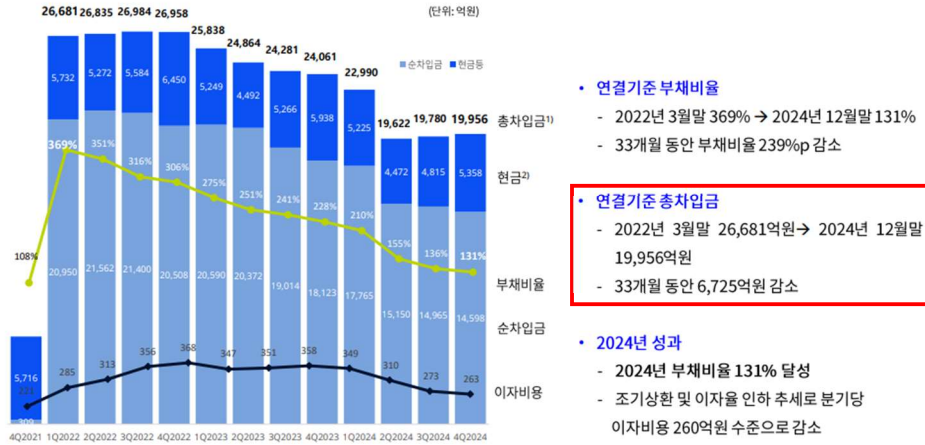
DN 솔루션즈 평균 제품 판매가격



출처: DN 오토모티브 2024 연차보고서

안정적인 현금 창출을 기반으로 DN 오토모티브는 2022년 3월과 2024년 12월 사이 33개월 동안 6,730억 원에 달하는 부채를 상환하기도 했다.

부채비율, 순차입금 현황



출처: DN 오토모티브 2025년 1분기 IR 자료

정리하면, 당사는 공장기계 업종의 회복 전망은 투자자들에게 변곡의 시작점에서 투자할 수 있는 좋은 기회를 제공할 수 있다고 판단한다. 아울러, 판가 개선, 수주잔고 증가, 수익성 향상 등 DN 솔루션즈의 경영진이 놀라운 성과를 이끈 것으로 보인다. 이러한 요인들은 5~6 조원 규모의 밸류에이션 가능성을 높여주며, 이는 즉 DN 솔루션즈의 분사는 즉각적인 비대칭적 투자기회로 이어질 것임을 시사한다.

2. EBITDA 486% 증가 및 안정적인 기존 사업에도 불구하고 보수적인 밸류에이션

기존 사업의 총 가치보다 훨씬 높은 밸류에이션으로 IPO 를 신규 진행할 수 있는 공작기계 사업부의 분사는 투자자들에게 호재다. 하지만 이 뿐만 아니라 기존의 자동차 부품 사업부가 순수 OEM 공급업체로 재평가될 수 있는 기회를 추가로 누릴 수 있다는 점 역시 투자자들에게 긍정적이다.

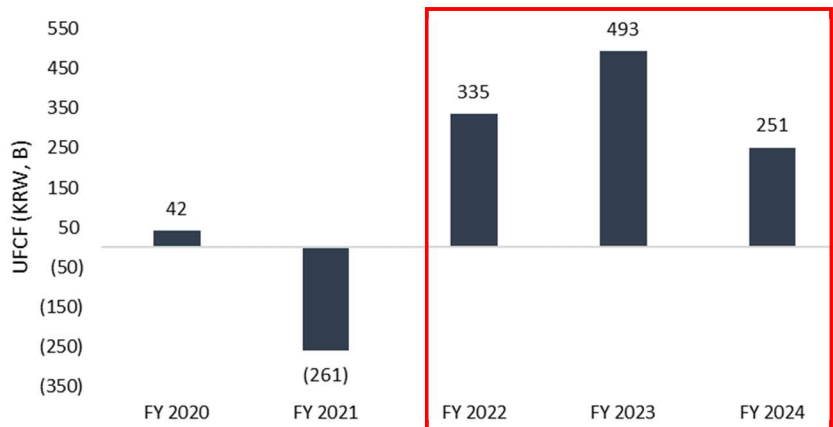
DN 오토모티브는 1971 년에 설립된 한국계 자동차 부품 제조사로 본래의 사업 영역은 현재 방진부품 사업부(“VMS”) 및 배터리 사업부(FY2024 수익의 37%, EBIT 의 21% 차지)로 구성되어 있다. 회사는 전세계에서 세 번째로 큰 VMS 업체로 BMW, GM, Stellantis, Tesla 및 기타 중국계 제조업체 등 30 여 개의 주요 OEM 에 공급하고 있다. VMS 사업은 수출이 주를 이루는 사업으로 회사의 기존 사업의 매출 중 83%가 해외에서 발생하고 있다.

FY2024 에 무차입 잉여현금흐름 수익률이 9%에 달하고 회사의 운영지표들이 개선되고 있음에도 불구하고 DN 오토모티브는 현재 P/E 의 3.1 배로 업계 평균보다 낮은 수준에서 거래되고 있다. 회사의 기존 VMS 부문은 전기차 시장의 성장 그리고 미-중 공급망 분리로부터 불어오는 순풍을 충분히 누릴 수 있을 것으로 보인다. DN 오토모티브는 특별하지는 않지만 견실한 핵심 사업을 영위하고 있음에도 매우 낮은 가격으로 거래되고 있다. DN 솔루션즈 분사에 투자하는 투자자들은 지극히 낮은 가격에, 특별하지는 않아도 견실한 회사의 기존 사업에도 투자할 수 있는 기회를 얻게 될 것이다.

- 지표개선 및 탄탄한 현금흐름 창출에도 불구하고 20년 최저 수준에서 거래 중

DN 오토모티브는 거의 20년만에 최저 수준인 P/E 3.1 배로 거래되고 있다. 밸류에이션은 업계 최저이지만 회사는 충분한 현금창출 능력을 보유하고 있어, 지난 회계연도에는 무차입 잉여현금흐름 수익률이 9% 수준을 기록했다. FY2024 에 DN 오토모티브는 약 2,510 억원의 무차입 잉여현금흐름을 창출했고 이는 DN 솔루션즈 인수 후 회사가 매년 안정적으로 현금흐름을 창출할 수 있음을 입증한다.⁴

DN 오토모티브 무차입 잉여현금흐름 수익률 (UFCF)



출처: 연차보고서를 토대로 산출

운영지표들 또한 지난 몇 개 회계연도에 걸쳐 개선되어 FY2020 이후 pro forma EBITDA 는 486% 증가하였다. 회사의 재빠른 공작기계 사업 인수와 더불어 FY2023 에 기존 사업들의 마진이 확대되면서 지난 몇 년 간 회사의 수익성이 개선되었다.

⁴ 당사의 무차입 잉여현금흐름(unlevered free cash flow, UFCF) 산출에는 회사가 동아타이어를 인수하면서 인수한 유동자산 및 부채 그리고 장기차입금의 상황을 반영하기 위한 DN 오토모티브의 유동자산 조정이 포함되었다. 합병 시 DN 오토모티브는 156 백만원 상당의 유동자산 및 불과 49 백만원의 유동부채를 인수하여 순운전자본이 증가하였다. 나아가 DN 오토모티브는 만기가 12 개월 내에 도래하는 장기차입금을 유동부채로 분류한다. 최근의 동아타이어 인수나 장기차입금의 리파이낸싱은 회사의 진정한 운전자본 요건을 대변하지 않는다는 판단 하에 두 항목 모두 순운전자본(net working capital) 산출을 위해 조정하였다.

3. EBITDA 및 EBITDA율 추이



DN그룹의 2024년 상반기 EBITDA는 VMS 및 BTS 부분의 이익 성장(67%)으로, 전년동기 대비 5% 증가한 3,124억원을 기록하였습니다.

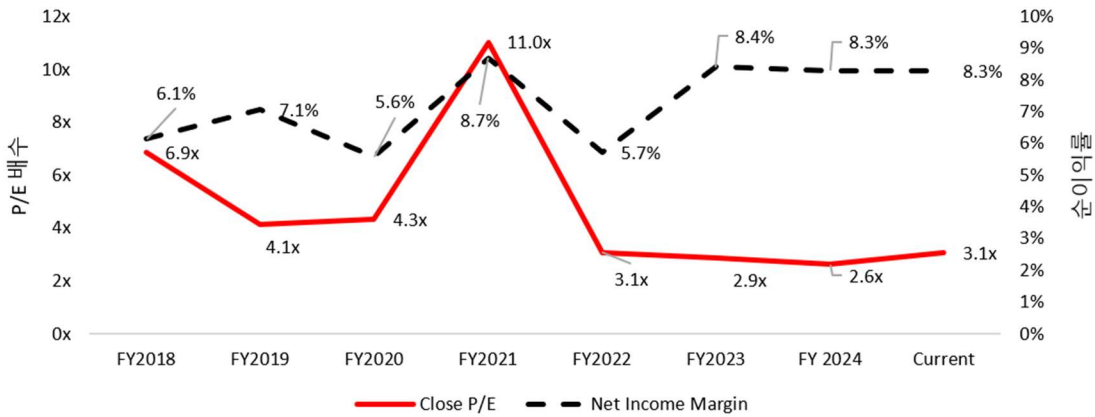
(단위: 억원)



출처: 2024년 8월 30일, DN 오토모티브 2024년 상반기 IR 자료

안정적인 현금창출 능력과 수익성 개선에도 불구하고 DN 오토모티브의 밸류에이션은 악화되었다. 순이익률이 FY2018의 6%에서 FY2024에 8.3%로 증가했지만 회사의 P/E 배수는 FY2018의 ~7 배에서 FY2024에 3.1 배로 하락했다.

DN 오토모티브 - 주가수익비율(P/E) vs 순이익률(Net Income Margin)



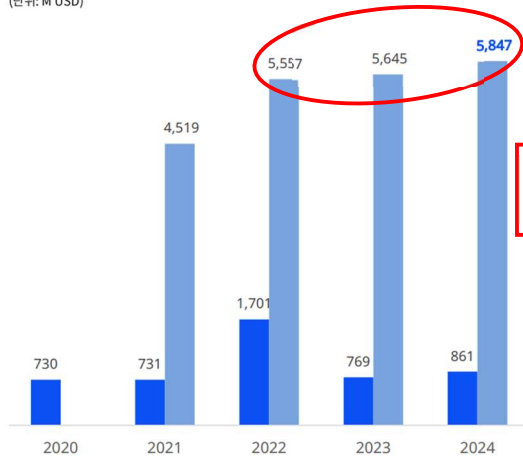
출처: 회사 공시자료 및 CapIQ

- 자동차 부품 사업은 강세를 유지하고 있고 전기차 호황 및 공급망 분리로부터 수혜를 입을 전망

DN 오토모티브의 기존 사업부에서는 전기차 및 전통적인 내연기관차를 위한 VMS를 생산하고 있다. VMS 및 BTS의 통합 EBIT가 FY2024에 전년대비 두 배로 늘어나면서 해당 사업은 강세를 유지하고 있다. 또한, FY2024의 VMS 수주잔고가 기록적인 수치를 기록하며 DN 오토모티브의 VMS 제품에 대한 계속된 수요를 입증했다.

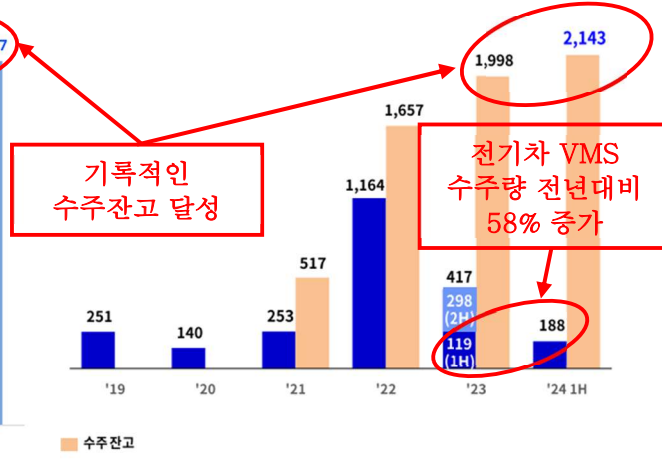
VMS 신규수주 및 수주잔고 추이¹⁾

■ 신규 수주 ■ 수주 잔고
(단위: M USD)



DNA(VMS) EV 신규수주 및 수주잔고

(단위: M USD)



출처: 2024년 8월 30일, DN 오토모티브 2024년 상반기 IR 자료

회사의 VMS 부문은 전기차 호황의 수혜를 받을 수 있다. DN 오토모티브는 GM 및 Stellantis 와 같은 내연기관차 제조업체 뿐만 아니라 Tesla 등 전기차 제조업체를 비롯한 30 개의 OEM 에 VMS 를 공급하고 있다. FY2023 에 신규 VMS 주문의 54%가 전기차 관련이었고, 2023 년 동기간 대비 2024 년 상반기에는 58% 성장한 것으로 나타났다.

전통적인 자동차들에 비해 전기차는 한 대당 더 많은 VMS 를 필요로 한다. DN 오토모티브의 경영진은 내연기관차에는 55-60 개의 진동 부품이 사용되는 반면 전기차에는 60-65 개의 진동 부품이 사용되어 전기차의 성장이 회사의 자동차 사업에 긍정적인 트렌드가 될 것이라고 밝혔다.

WJ Kim

The electric vehicle itself is evolving. DN Automotive's vibration management system partly is to cancel the vibration on the engine. Looking deep into the ICE automobile, there are between 55 and 60 vibrating components, like the engine mount, body mount, tire mount, suspension bushing, and many more. Inside electrified vehicles, the number of parts is increased to between 60 and 65 on average. Why? As ICEs go away, more motors come in. So maybe we can provide some kind of a motor mount.

Also, drivers can get very sensitive about noises coming from the road outside. The engine usually cancels it, as the engine noise is much louder. But as it goes away, they hear noises coming from the road. That means that we need more sophisticated, more high-quality mounts to cancel that noise.

Having said that, as EVs evolve, DN Automotive is a big beneficiary.

김원중 대표이사

전기차 자체가 진화하고 있습니다. DN 오토모티브의 방진부품은 엔진의 진동을 부분적으로 감소시킵니다. 내연기관차를 살펴보면 엔진마운트, 바디마운트, 타이어마운트, 서스펜션 부싱 등등 55~60 개 사이의 진동 부품이 사용됩니다. **전기차의 경우 평균 60에서 65개로 부품의 수가 더 증가합니다.** 왜 그럴까요? 내연기관차들이 사라지면서 더 많은 모터가 사용되고 있는데, 저희가 일종의 모터마운트를 제공하게 될 수도 있습니다.

또한 운전자들은 차 밖의 도로 소음에 대해 매우 민감해질 수 있습니다. 보통 엔진 소음이 훨씬 크기 때문에 대체로 엔진이 차체 밖 소음을 상쇄합니다. 하지만 엔진 소음이 사라지면서 외부의 소음이 들리게 되죠. 그 말은, 더 고급화되고 더 높은 품질의 마운트를 사용해 소음을 차단해야 한다는 것을 의미합니다. **이러한 상황에서, 전기차가 진화할 수록 DN 오토모티브는 더 큰 수혜를 받게 될 것입니다.**

출처: DN 오토모티브 대표이사 인터뷰

전기차 확대에 기인한 상승 여력 외에도 DN 오토모티브는 미국-중국의 공급망 분리로부터도 수혜를 받을 것으로 판단된다. 한국에 본사를 두고 있지만 회사는 중국, 영국, 이태리, 폴란드, 독일, 브라질, 멕시코, 미국 등 세계 곳곳에서 시설을 운영하고 있다.

따라서 DN 오토모티브는 특별하지 않지만 견조한 기존 사업을 운영하고 있으며 탄탄한 수주잔고, 개선 중인 이익 마진, 안정적인 현금창출 능력을 자랑한다. 그럼에도 밸류에이션은 역대 최저를 기록하고 있으며, 이는 즉 기업분할에 투자하는 투자자는 보수적이고 매력적인 밸류에이션으로 투자할 수 있음을 의미한다.

3. 승계 및 지분상속이 거의 완료됨에 따라 상속세 장애물 제거

한국의 상속세는 전세계에서 가장 높은 편(최대 60%)이고 가장 징벌적인 성격이 강하기 때문에 한국 주식들은 승계계획으로 인한 악영향을 종종 받는다. 높은 상속세로 인해 주가 개선 의지가 크게 약화되기 때문에 타이트한 가족경영 가운데 주가가 떨어지는 경우가 많다. 수년 간 DN 오토모티브도 자녀 지분 상속 시 막대한 상속세 지출을 앞두고 있었던 만큼 주가를 상승시킬 동인이 없었다. 그러나 2020년 하반기부터 회장은 자녀 지분 상속 절차를 개시했다.

회장은 DN 오토모티브의 본인 소유 지분 50%를 현재 30%로 낮추었다. 창업자의 상속세 부담 경감을 위한 조치를 취한 후 회사 내부적으로 DN 오토모티브의 주가를 끌어올릴 동기가 충분히 생김에 따라 회사가 2022년에 공작기계 사업을 인수해 공격적으로 회사를 확대한 것으로 보인다.

DN 오토모티브의 창업자인 김만수 전 회장이 2023년 10월에 별세한 것이 시기적으로 영향을 미쳤을 수도 있다. 김만수 전 회장은 더이상 DN 오토모티브의 지분을 직접적으로 소유하고 있지 않았지만, 2017년에 DN 오토모티브에서 분사한 관계사인 동아타이어의 최대주주였다.

동아타이어는 2022년에 DN 솔루션즈가 발행한 2,200억 원 규모의 전환사채 중 500억 원을 매입했다. 김만수 전 회장이 사망하기 전에는 동아타이어의 주주들이 본인들이 보유하고 있는 전환사채를 이용해 DN 솔루션즈의 잠재적 분사를 막았을 가능성이 있었다.

고 김만수 전 회장의 동아타이어 보유분은 DN 오토모티브의 회장에게 승계되었다. 회장과 그 아들이 현재 동아타이어의 최대 주주들이다. 이들은 주식 과반 지분을 이용해 DN 오토모티브와 동아타이어의 재합병을 추진하여 2024년 9월 7일에 마무리하였다. 양사의 합병은 전환 이슈를 해소하고 IPO의 길을 트는데 도움이 될 것으로 판단된다.

4. 위험요인

모든 투자와 마찬가지로 분명한 위험요인들도 존재한다. 하지만 해당 위험요인들보다 잠재적 이익실현의 가능성과 규모가 훨씬 크다고 판단된다. DN 오토모티브의 현저하게 낮은 밸류에이션으로도 위험요인들을 완화할 수 있다.

- 정치적 리스크** - 지난 2024년 12월 3일, 대한민국의 윤석열 대통령은 텔레비전 방송을 통해 비상계엄을 선포했다. 대한민국 국회는 신속히 움직여 대통령의 계엄령을 해제했다. 비상계엄 선포 후 대한민국 국회는 윤석열 대통령에 대한 탄핵소추안을 가결했으며 헌법재판소는 4월 4일 탄핵안을 인용했다. 윤 대통령의 비상계엄 선포 다음날인 12월 4일 주식시장은 전반적으로 3%가 조금 안 되게 하락했고 대체로 선포 전 수준을 회복했다.
- 잠재적 상속분쟁** - 김만수 회장은 타계 전 DN 오토모티브의 본인 소유 지분 29%를 장남 김상헌에게 양도했다. 언론 기사에 따르면 2025년 1월 17일 김상헌의 누나 김선미와 여동생 김선영이 상속과 관련하여 김상헌을 고소했다고 전해진다. 업계 전문가들은 김상헌의 그룹에 대한 지배권을 위협하지는 못 할 것으로 판단한다.
- 단일 가족경영**- 김상헌 일가는 DN 오토모티브의 유통 보통주식의 52% 가량에 해당되는 30.5 백만 주를 소유하고 있다. 집중화된 지배구조는 기업 활동에 대한 단일 가족의 통제권 때문에 외부 주식 투자자들의 위험을 증가시키는 경우가 많다. 하지만 최근 한국 애널리스트들은 회사의 지배구조가 개선되었고 이는 주주가치향상계획으로도 뒷받침된다고 밝혔다.
- 관세** - DN 오토모티브 및 회사의 많은 고객들이 트럼프 행정부의 관세정책 대상인 글로벌 기업들이다. 그러나 일부 경쟁사들과는 달리 회사는 복수의 국가들을 기반으로 하는 다양한 고객기반을 갖고 있다. 나아가 DN 오토모티브가 세계 각지에서 영업하는 만큼 특정 지역에 대한 관세 위험을 경감시킬 수 있을 것으로 보인다.

한국의 정치적 담론 및 단일 가족 경영으로 제기되는 광범위한 위험요인에도 불구하고 당사는 P/E 3.1 배의 거래가는 DN 오토모티브에 대한 가혹한 평가를 반영한다고 판단한다. 궁극적으로 DN 솔루션즈의 분사는 DN 오토모티브의 공작기계 자회사의 가치평가를 상승시켜 줄 단기적 촉매제가 되어 회사의 투자자들에게 특별하진 않아도 안정적인 사업에 가장 낮은 가격으로 투자할 수 있는 기회를 제공할 것으로 보인다.

면책조항

저희는 편향되어 있습니다. 모든 투자자들이 그렇습니다. DN 오토모티브도 마찬가지입니다. 동사를 위해 자금을 조달한 은행들 또한 그렇습니다. 만약 귀하께서 DN 오토모티브에 투자하셨다면, 귀하 또한 그러합니다. 저희가 편향되었다고 해서 틀렸다는 의미는 아닙니다. 저희는 다른 모든 이들과 마찬가지로 의견을 개선하고 공론의 장에서 그러한 의견을 표현할 권리가 있습니다. 저희는 저희 의견에 대한 충분한 근거를 가지고 있으며, 저희가 조사하는 공개 기업에 대한 의견을 발표하는 것이 공익에 부합한다고 믿습니다.

귀하께서는 현재 매수 쪽으로 편향된 의견을 담은 글을 읽고 계십니다. 당연히, 저희는 DN 오토모티브의 주가가 상승하면 수익을 얻게 될 것입니다. 여는 투자자와 마찬가지로, 저희는 개별적인 상황에 맞춰 저희의 리스크 감수 범위 내에서 잠재적인 수익을 극대화하고 잠재적인 손실을 최소화하려 노력합니다. 이는 시장 상황에 따라 언제든지 어떤 이유든 저희의 포지션을 정리할 수 있음을 의미합니다.

본 보고서와 여기에 포함된 모든 진술은 텍사스 유한 책임 회사인 BOC 텍사스 LLC의 단독 의견이며, 사실에 대한 진술이 아닙니다. 저희 의견은 선의로 작성되었으며, 저희 의견을 뒷받침하기 위해 저희 조사 보고서에 명시된 공개적으로 이용 가능한 증거에 기반을 두고 있습니다. 저희는 누구든 원하지만 했다면 할 수 있었을 방식으로 공개 정보를 기반으로 조사 및 분석을 수행했습니다. 귀하는 본 보고서에 인용되거나 저희가 본 보고서를 작성하기 위해 의존한 모든 증거를 공개적으로 확인할 수 있습니다. 투자 결정을 내리기 전에 저희 보고서를 비판적으로 검토하고 스스로 조사하십시오. 필요한 경우, 법정에서 저희의 모든 주장을 뒷받침할 준비가 되어 있습니다.

본 보고서는 블루 오르카 LLC의 계열사인 텍사스 유한 책임 회사 BOC 텍사스 LLC에 의해 발행되었습니다. 블루 오르카 LLC는 계열사를 통해 투자자, 회원 및 파트너를 대신하여 투자를 관리합니다. 저희 계열사와 그 투자자, 고객, 회원 및 파트너는 본 보고서에서 다루는 회사의 주식(및/또는 기타 옵션이나 상품일 가능성 있음)에 대해 직간접적인 롱 포지션을 보유하고 있으며, 따라서 해당 상품의 가격이 상승할 경우 상당한 수익을 실현할 수 있습니다. 귀하의 책임하에 BOC 텍사스 LLC의 연구 자료를 사용하십시오. 본 보고서에서 다루는 유가 증권과 관련하여 투자 결정을 내리기 전에 귀하는 자체적인 조사와 실사를 수행해야 합니다. 본 보고서에 표현된 의견은 투자 자문이 아니며, 투자 자문 또는 어떠한 종류의 추천으로도 해석되어서는 안 됩니다.

본 보고서 및 그 내용은 2001년 호주 회사법(Cth)에 정의된 금융 상품 자문을 의미하거나 포함하지 않습니다. 본 문서는 특정 고객의 투자 목표, 재무 상황 또는 필요를 고려하지 않고 작성되었으며, 본 보고서의 어떠한 정보도 투자 전략을 추천하거나 제안하는 것으로 해석되어서는 안 됩니다. 투자자는 본 보고서에서 논의된 유가 증권과 관련된 결정에 대해 자체적인 재무, 법률 및 세무 자문을 구해야 합니다. 현재 호주법의 모호성으로 인해 본 보고서는 호주 거주자에게 제공되지 않습니다. 호주 거주자는 호주 금융 라이선스 요건에 따른 모호성을 명확히 하기 위해 입법 담당자에게 연락할 것을 권유드립니다.

저희가 명시적으로 또는 암묵적으로 회사가 저평가되었다고 제안하는 경우, 이는 회사의 주가가 특정 평가액에 도달할 때까지 저희가 해당 회사의 유가 증권을 계속 보유할 것이라는 의미는 아닙니다. 저희는 합리적이고 자의적이지 않은 방식으로 평가를 고려하기 위해 최선을 다하며, 때로는 성공합니다. 그러나 저희의 평가는 다른 모든 평가(귀하의 평가 포함)와 마찬가지로 완전히 그리고 절망스러운 만큼 주관적이며 시장 상황, 저희의 위험 감수 범위, 포트폴리오 고려 사항 및 투자 심리를 포함한 여러 외부 요인에 따라 끊임없이 변경될 수 있습니다. 저희의 평가는 특정 시점에서 선의의 분석에 대한 단순한 지표 의견일 뿐이며, 저희의 위험 감수 범위를 포함한 어떤 이유든 언제든지 변경될 수 있습니다. 저희는 어떤 평가에 대해서도 시장 정보를 업데이트하지 않을 것입니다. 저희의 의견으로는, 시장과 가격은 항상 변동하므로 투자자는 특정 목표 평가액에 맞춰 포지션을 정리할 수 있다고 기대할 수 없습니다. 따라서 독자는 저희가 평가액을 기준으로 거래하거나 보유할 것이라고 절대 가정해서는 안 됩니다. 저희의 거래는 시장 상황과 저희 자신의 위험 감수 범위를 포함한 여러 요인의 영향을 받습니다.

본 보고서 발행 후, 저희는 여기에 다루는 유가 증권에 대한 거래를 계속할 예정이며, 저희의 초기 의견과 관계없이 언제든지 매수 또는 중립 포지션을 취할 수 있습니다. 저희는 시장 상황 및 위험 관리를 포함하여 언제든지 어떤 이유든 전체 또는 부분적으로 포지션을 정리하는 등 저희의 기본 포지션을 거래할 수 있고 거래할 것입니다. 귀하는 어떠한 최소 보유 기간도 가정해서는 안 됩니다. 이는 유가 증권의 매도 제안 또는 매수 제안 권유가 아니며, 해당 관할권의 증권법에 따라 동 제안이 불법인 관할권의 어떠한 사람에게도 유가 증권이 제공되거나 판매되지 않습니다. 저희의 능력과 믿음을 최대한 발휘하여 여기에 포함된 모든 정보가 정확하고 신뢰할 수 있도록 하였으며, 여기에 다루는 주식의 내부자 또는 관련자가 아니거나 발행인에 대한 신탁 의무 또는 기밀 유지 의무를 질 수 없는 정확하고 신뢰할 수 있다고 믿는 공개 출처로부터 얻었습니다. 저희 연구 및 분석의 내용에서 알 수 있듯이, 저희는 연구 분석 및 서면 자료가 완전하고 정확하도록 상당한 시간과 주의를 기울입니다. 저희는 저희 의견을 뒷받침하기 위해 정확성과 완전성을 위해 노력하며, 저희가 작성하는 모든 내용을 선의로 믿습니다. 그러나 모든 정보는 명시적이든 묵시적이든 어떠한 종류의 보증도 없이 "있는 그대로" 제공됩니다.

귀하께서 영국에 거주하는 경우, 귀하는 다음을 대신하여 BOC 텍사스 LLC의 연구 자료를 구독 및/또는 액세스함을 확인합니다. (A) 2005년 금융 서비스 및 시장법 2000(금융 홍보) 명령(이하 "FPO")의 49조에 해당하는 고액 순자산 법인(예: 순자산이 500만 GBP인 회사 또는 고액 신탁); 또는 (B) FPO 19조에 해당하는 투자 전문가(예: 금융 기관, 정부 또는 지방 당국, 또는 국제 기구).

본 보고서는 전체적으로만 고려되어야 합니다. 각 섹션은 전체 보고서의 맥락에서 읽어야 하며, 어떠한 섹션, 단락, 문장 또는 구절도 나머지 보고서를 참조하지 않고 독립적으로 해석되거나 단독으로 이해되어서는 안 됩니다. 본 보고서에 포함된 섹션 제목은 참조 목적으로만 사용되며 각 섹션의 상세한 의견 진술과 함께 고려되어야 합니다.

BOC 텍사스 LLC 는 정보의 정확성, 적시성 또는 완전성에 대해 명시적이든 묵시적이든 어떠한 진술도 하지 않으며, 해당 정보의 사용으로 얻을 수 있는 결과에 대해서도 진술하지 않습니다. 모든 의견은 사전 통지 없이 변경될 수 있으며, BOC 텍사스 LLC 는 본 보고서 또는 여기에 포함된 어떠한 정보도 업데이트하거나 보충할 의무를 지지 않습니다. 본 보고서를 다운로드하고 여는 것은 귀하가 다음과 같은 사항에 대해 알고 있고 독립적으로 동의함을 의미합니다. (i) 본 보고서의 사용 또는 여기에 포함된 자료의 열람으로 인해 발생하는 모든 분쟁은 법률 충돌 조항과 관계없이 텍사스 주법의 적용을 받습니다. (ii) BOC 텍사스 LLC 가 텍사스에서 영업하는 텍사스 유한 책임 회사임을 고려하여, 귀하는 텍사스 주에 위치한 상급 법원의 개인적이고 독점적인 관할권에 따르고 다른 관할권 또는 적용 가능한 법률에 대한 권리를 포기합니다. (iii) 법령 또는 법률의 반대 조항에도 불구하고, 본 웹사이트 또는 여기에 포함된 자료의 사용으로 인해 발생하거나 이와 관련된 모든 청구 또는 소송 원인은 해당 청구 또는 소송 원인이 발생한 후 1년 이내에 제기되어야 하며, 그렇지 않으면 영구적으로 금지됩니다. BOC 텍사스 LLC 가 본 고지의 권리 또는 조항을 행사하거나 시행하지 않는다고 해서 해당 권리 또는 조항을 포기하는 것으로 간주되지 않습니다. 본 고지의 어떠한 조항이 관할 법원에 의해 무효로 판명되는 경우에도, 당사자는 법원이 해당 조항에 반영된 당사자의 의도를 효력을 발생시키도록 노력해야 하며, 특히 본 준거법 및 관할권 조항과 관련하여 본 고지의 다른 조항은 완전한 효력을 유지해야 한다는 데 동의합니다.