

truefriend 한국투자 밸류자산운용

서울특별시 영등포구 여의대로 70
<http://www.koreavalueasset.com>

운용기간 | 2019.10.18 ~ 2020.01.17

한국인의 truefriend
10년투자 100세 행복

진정한 가치를 알아보는 안목과
제대로 평가 받을 때를 기다리는 인내심으로
흔들리지 않는 정통 가치투자의 길을 걸어갑니다

정통 가치형

한국밸류 10년투자 증권투자신탁1호(주식)



내재가치에 투자

주식시장의 변화가 아닌
기업의 내재가치를 바라봅니다.



안정성 추구

철저한 위험 관리로 꾸준하고
안정적인 수익을 추구합니다.



장기투자

시간이 주는 복리의 혜택을
누리는 장기투자를 실천합니다.

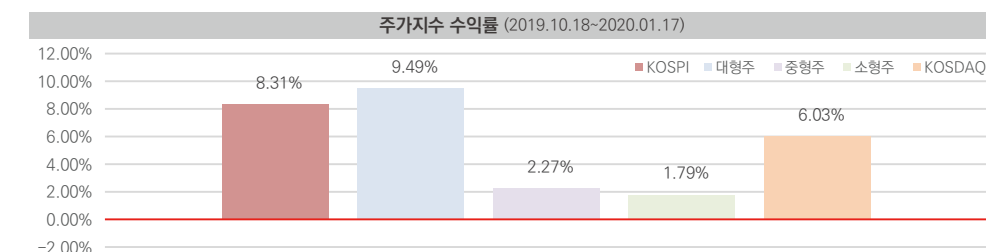
매니저가 전하는 10년투자 펀드의 3개월

한국밸류 10년투자펀드(주식) 투자자 여러분 안녕하십니까?

2019년 4분기 중 전분기에 이어 부진한 성과로 투자자 여러분께 운용 보고를 드리게 된 점 매우 송구스럽게 생각합니다. 10년투자펀드(주식)는 이번 운용 기간(2019.10.18~2020.01.17)동안 -0.65%의 수익률을 기록하며, 비교 지수 +9.07% 대비 9.72%p 초과 하락한 부진한 성과를 기록하였습니다. 더욱이 큰 폭의 (+)절대 수익률을 기록한 비교 지수와 달리 (-)절대 수익률을 기록한 점은 4분기 성과에 대한 분석에 앞서 운용 성과에 대한 깊은 반성과 성찰을 요하는 결과로 인식하고 있습니다.

■ 마찰 국면이 있었음에도 불구하고 긍정적 요인반영으로 상승세

4분기에는 협상 중 일시적인 마찰 국면이 있었음에도 불구하고 미·중 간 무역협상의 긍정적 결론에 대한 기대감이 근처에 반영되고 있었던 점이 위험자산 전반에 긍정적인 영향을 끼쳤습니다. 이는 2020년 중 글로벌 경기가 저점을 확인하고 점진적인 개선 추세 국면에 진입할 것이라는 긍정적 기대감이 형성되기에 충분한 근거로 작용하였습니다. 이에 덧붙여 재고 감소 및 수요 확대에 대한 기대감이 형성되었던 IT 업종의 시장 주도력이 전분기 대비 더욱 강해지는 등 주식시장 자금의 쏠림 현상이 더욱 심화되는 모습을 보이기도 했습니다. 연초 이란 발 리스크로 인한 불확실성 국면이 전개되었으나, 미국 정부의 무력 투입 가능성 조기 차단, 미·중 무역협상 결말 등의 긍정적 요인이 반영되며 강한 상승세를 기록하였습니다.



■ 성장주의 초강세 현상 지속으로 투자자금 집중 현상 심화

10년투자펀드(주식)의 부진한 4분기 성과는 다음 세 가지 요인의 영향이 컸습니다.

첫 번째 요인은, 경기 저점 확인 및 회복 초기 국면에서 형성될 수 있는 size-factor와 passive자금의 주식 시장 영향력 확대 현상입니다. 특히 이 부분은 한국의 산업 구조 및 높은 대외거래 의존도와도 밀접한 연관성을 가지고 있습니다. 한국 경제는 글로벌 경기 회복의 영향이 대형 수출기업에 일차적으로 반영된 후 전반적인 경기 회복으로 이어지는 특성을 가지고 있습니다. 이러한 순환 구조 상에서 경기 개선 기대감의 주가 반영도 대형 수출 기업에서 먼저 발생할 가능성이 높습니다. 또한 주식 투자 자금의 passive화 현상은 주식 시장 내 대형주의 선제적인 주가 상승 가능성을 더욱 높이고 있는 실정입니다. 지난 4분기에는 이러한 현상이 복합적으로 반영되었으며, 이점이 가치투자의 원칙 아래 저평가 상태의 중소형 가치주의 비중이 높은 동 펀드의 성과에 부정적인 영향을 끼친 것으로 분석됩니다.

두 번째 요인은, 저금리/저성장 국면에서 지속되어 온 성장주의 초강세 현상 지속과 이로 인한 성장/가치 간 괴리도 확대입니다. 2020년 중 글로벌 경기 회복에 대한 기대감에도 불구하고, 글로벌 경제의 역동성이 과거 대비 크게 훼손된 점은 주지의 사실입니다. 따라서, 경기 회복 시 많은 산업/기업들이 그 수혜를 받을 수 있었던 과거와는 달리, 선택적인 산업/기업으로의 수혜 집중 현상이 발생할 가능성이 높아지고 있으며, 이러한 연유로 성장에 대한 기대감을 반영할 수 있는 투자처로의 투자자금 집중 현상도 심화되고 있습니다. 상기 경제 및 금융시장 환경은 당사가 집중하고 있는 가치투자의 소외로 연결되고 있으며, 이점이 운용 성과 부진으로 표출되고 있는 것으로 판단하고 있습니다.

세 번째 요인은, 동 펀드의 포트폴리오 구성 상 반도체 업종을 포함한 전기전자 업종에 대한 비중이 매우 낮았던 점입니다. 상기 언급된 경기 개선 기대감과 더불어 IT 업종 전반에 걸친 수요 확대 기대감의 동시 반영이 동 펀드의 성과 부진의 큰 원인으로 분석됩니다. 4분기 중(2019.10.18~2020.01.17) 반도체 업종의 대표 기업인 삼성전자와 SK하이닉스의 주가는 각각 21.4%, 22.2% 상승하면서 KOSPI 상승률

“시장 변동에 상관없이 내재가치보다 싸게 거래되는
종목에 투자하는 정통 가치투자자를 추구합니다.”

(+8.31%)을 압도하는 큰 성과를 기록한 반면, 동 펀드의 경우, 개별 종목 분석에 입각하여 편입한 저평가 가치주의 비중이 높았던 점과 업종 비중 간의 균형 측면에서 시의 적절한 조정이 이루어지지 못한 점이 결과적으로 비교 지수 대비 부진한 성과를 기록한 원인 중의 하나였던 것으로 분석하고 있습니다.

■ 경기회복이 유지되는 국면에서는 저평가 가치주의 가치 반영이 본격적으로 이루어질 것으로 예상 상기 4분기 중 부진한 성과에 대한 분석을 토대로 향후 10년투자펀드(주식)의 운용 방향에 대하여 말씀 드리겠습니다.

첫 번째로, 당사가 설립 이후 유지해오고 있는 가치 투자의 운용 철학 및 원칙은 투자자 여러분들과의 굳은 약속인 동시에 당사의 존립 근거이기도 합니다. 당사는 투자자 여러분들과의 약속 이행이라는 지상 과제를 겸허한 자세로 이행해나갈 계획입니다. 앞서 말씀 드린 경기 회복의 관점에서 살펴 보면, 경기 회복이 적절히 유지되는 국면에서는 저평가 가치주의 가치 반영이 본격적으로 이루어질 것으로 예상하고 있는 만큼, 이 성과를 온전히 취하기 위해서는 가치투자의 원칙을 고수하는 것이 중요하기 때문입니다. 다만, 최근 신종 코로나 바이러스로 인한 불확실성이 발생한 것처럼 향후에도 변동성을 야기할 만한 상황 등이 발생할 수 있겠으나, 각각의 상황에 대하여 객관적인 분석을 통한 적절한 방법으로 동 펀드의 성과 개선을 위한 노력을 기울이겠습니다.

두 번째로는 당사가 중요한 가치로 삼고 있는 bottom-up측면의 분석을 더욱 객관적인 시각으로 접근하도록 하겠습니다. 4분기 실적이 발표되고 있는 현 시점에서 포트폴리오 내 주요 종목에 대한 실적 및 향후 전망에 대한 더욱 객관적인 분석을 통하여 종목 선택에 더욱 신중함을 기하도록 하겠습니다.

글로벌 금융 위기 이후 주식시장이 경험하고 있는 매크로 상황의 급변은 아직도 현재 진행형으로 국내 주식시장 및 경제 여건 전반에 큰 영향을 미치고 있는 상황입니다. 또한 상기 언급한 신종 코로나 바이러스 사태 및 하반기 중 예정되어 있는 미국 대통령 선거 등 향후에도 주식 시장에 변동성을 야기할 만한 요인들이 산재해 있을 수 있고, 이러한 상황은 주식 시장 및 경기 전반에 걸친 예측력을 약화시키는 요인으로 작용하는 것이 사실입니다. 그러나 당사가 활용 가능한 집단지성의 결집과 합리적 수준에서의 매크로 환경 전망 및 개별 기업에 대한 분석을 통하여, 당사가 감당해야 할 리스크의 크기를 최소화시키며 성과 개선에 의미 있는 진전을 이루기 위하여 만전을 기하도록 하겠습니다. 감사합니다.

한국투자밸류자산운용
CEO 이 채 원



공/지/사/항

- **자산운용보고서**는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라함)에 의거 자산운용회사가 작성하며, 투자자가 가입한 상품의 **특정기간(3개월) 동안의 자산운용에 대한 결과를 요약하여 제공하는 보고서**입니다.
- 고객님의께서 가입하신 펀드는 자본시장법의 적용을 받습니다.
- 이 상품은 **주식형 펀드**로서, 추가입금이 가능한 **추가형 펀드**이고, 다양한 판매보수의 종류를 선택할 수 있는 **종류형** 펀드입니다.
- 투자자의 계좌별 수익률 정보는 판매회사의 HTS나 인터넷 뱅킹 등을 통해 조회할 수 있습니다.
- 이 보고서는 자본시장법에 의하여 '한국밸류10년투자 증권투자신탁1호(주식)'의 자산운용회사인 '한국투자밸류자산운용'이 작성하여 수탁회사인 'KEB하나은행'의 확인을 받아 '한국예탁결제원'을 통해 투자자에게 제공됩니다.
- 각종보고서 확인 : 한국투자밸류자산운용(<http://www.koreavalueasset.com>), 금융투자협회(<http://dis.kofia.or.kr>)
- **자산운용보고서를 이메일로 더욱 편리하게 받아보실 수 있으며 펀드를 가입하신 판매회사를 통해 수령방법 변경 신청이 가능합니다.**

펀드의 개요

1. 기본정보

적용법률 | 자본시장법 위험등급 | 4등급(보통위험)

펀드 명칭		금융투자협회 펀드코드	
한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)(모)		56287	
한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)Class C		A5196	
한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)Class C-G		BP121	
한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)Class S		AP750	
한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)Class C-E		AS481	
한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)Class A		BC476	
한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)Class A-E		BC477	
한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)Class A-G		BP120	
펀드의 종류	투자신탁, 주식형, 추가형, 개방형, 종류형	최초설정일	2006.04.18
운용기간	2019.10.18 ~ 2020.01.17	종속기간	종료일이 따로 없습니다.
자산운용회사	한국투자밸류자산운용	판매회사	판매회사는 금융투자협회 홈페이지(http://dis.kofia.or.kr)에서 확인 가능합니다.
신탁업자	KEB하나은행	일반사무관리회사	신한아이타스
상품의 특징	주식 편입비가 70% 이상인 주식형 펀드입니다. 기업의 내재 가치 대비 저평가된 주식에 투자하는 가치투자를 목표로 합니다. 저위험 적정 수익을 추구합니다.		

2. 자산현황

(단위 : 백만 원, 원, %)

펀드 명칭	항목	전분기말	금분기말	증감률
한국밸류10년투자 증권투자신탁1호(주식)(모)	자산총액	427,171	411,850	-3.59
	부채총액	1,131	1,502	32.82
	순자산총액	426,041	410,348	-3.68
	기준가격	815.62	810.34	-0.65
종류(Class)별 기준가격 현황				
Class C	기준가격	753.73	745.52	-1.09
Class C-G	기준가격	808.27	800.06	-1.02
Class S	기준가격	777.99	770.74	-0.93
Class C-E	기준가격	776.99	769.47	-0.97
Class A	기준가격	863.10	854.32	-1.02
Class A-E	기준가격	874.39	866.25	-0.93
Class A-G	기준가격	909.97	901.39	-0.94

※ 기준가격이란 투자자가 펀드를 입금(매입), 출금(환매)하는 경우 또는 분배금(상환금포함) 수령 시에 적용되는 가격입니다.

※ 기준가격 = (펀드 순자산총액 ÷ 수익증권 총좌수) × 1000

운용경과 및 수익률 현황

1. 기간수익률

(단위 : %, %p)

펀드 명칭	최근 3개월	최근 6개월	최근 9개월	최근 1년	최근 2년	최근 3년	최근 5년
	19.10.18 ~ 20.01.17	19.07.18 ~ 20.01.17	19.04.18 ~ 20.01.17	19.01.18 ~ 20.01.17	18.01.18 ~ 20.01.17	17.01.18 ~ 20.01.17	15.01.18 ~ 20.01.17
한국밸류10년투자 증권투자신탁1호(주식)(모)	-0.65	-7.73	-14.14	-4.89	-19.10	-10.52	-11.58
(비교지수대비 성과)	(-9.72)	(-18.35)	(-18.34)	(-15.50)	(-12.47)	(-23.33)	(-35.46)
비교지수	9.07	10.62	4.20	10.61	-6.63	12.81	23.88
종류(Class)별 현황							
Class C	-1.09	-8.56	-15.31	-6.58	-21.97	-15.16	-18.94
(비교지수대비 성과)	(-10.16)	(-19.18)	(-19.51)	(-17.19)	(-15.34)	(-27.97)	(-42.82)
비교지수	9.07	10.62	4.20	10.61	-6.63	12.81	23.88
Class C-G	-1.02	-8.42	-15.11	-6.30	-21.48	-	-
(비교지수대비 성과)	(-10.09)	(-19.04)	(-19.31)	(-16.91)	(-14.85)	-	-
비교지수	9.07	10.62	4.20	10.61	-6.63	-	-
Class S	-0.93	-8.26	-14.89	-5.98	-20.91	-13.37	-16.11
(비교지수대비 성과)	(-10.00)	(-18.88)	(-19.09)	(-16.59)	(-14.28)	(-26.18)	(-39.99)
비교지수	9.07	10.62	4.20	10.61	-6.63	12.81	23.88
Class C-E	-0.97	-8.33	-14.99	-6.11	-21.11	-13.43	-16.28
(비교지수대비 성과)	(-10.04)	(-18.95)	(-19.19)	(-16.72)	(-14.48)	(-26.24)	(-40.16)
비교지수	9.07	10.62	4.20	10.61	-6.63	12.81	23.88
Class A	-1.02	-8.43	-15.12	-6.30	-21.49	-14.00	-
(비교지수대비 성과)	(-10.09)	(-19.05)	(-19.32)	(-16.91)	(-14.86)	(-26.81)	-
비교지수	9.07	10.62	4.20	10.61	-6.63	12.81	-
Class A-E	-0.93	-8.26	-14.89	-5.97	-20.94	-11.53	-
(비교지수대비 성과)	(-10.00)	(-18.88)	(-19.09)	(-16.58)	(-14.31)	(-24.34)	-
비교지수	9.07	10.62	4.20	10.61	-6.63	12.81	-
Class A-G	-0.94	-8.25	-	-	-	-	-
(비교지수대비 성과)	(-10.01)	(-18.87)	-	-	-	-	-
비교지수	9.07	10.62	-	-	-	-	-

※ 비교지수 : (0.9 × [KOSPI200]) + (0.1 × [CD금리])

※ 위 수익률은 거치식 투자를 가정하였으며, 적립식 등으로 투자한 경우 표시된 수익률과 다를 수 있으니 정확한 수익률은 판매회사를 통해 확인하시기 바랍니다.

※ 위 투자실적은 과거 성과를 나타낼 뿐 미래의 운용성과를 보장하는 것은 아닙니다.

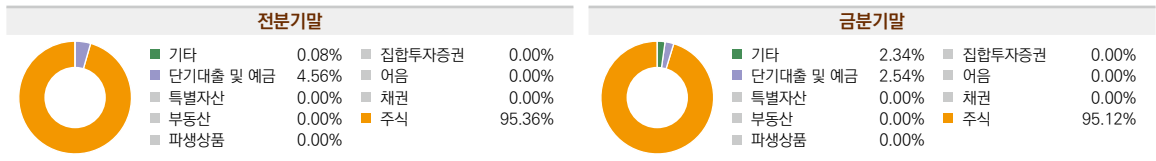
2. 손익현황

(단위 : 백만원)

구분	증권				파생상품		부동산	특별자산		단기대출 및 예금	기타	손익 합계
	주식	채권	어음	집합투자증권	장내	장외		실물자산	기타			
전분기	-33,701	-	-	-	-	-	-	-	-	31	-1	-33,671
금분기	-2,793	-	-	-	-	-	-	-	-	48	-2	-2,746

자산현황

1. 자산구성현황



(단위 : 백만 원, %)

통화별 구분	주식	채권	어음	집합투자증권	파생상품 장내	파생상품 장외	부동산	특별자산 실물자산	특별자산 기타	단기대출 및 예금	기타	자산총액
KRW	391,748 (95.12)	-	-	-	-	-	-	-	-	10,469 (2.54)	9,633 (2.34)	411,850 (100.00)

※ () : 구성비중 : 펀드 총자산 중 각 자산이 차지하는 비율

2. 주요자산 보유현황

- 펀드자산(주식, 채권, 기타 자산 포함) 총액에서 상위 10종목을 확인하실 수 있습니다. 추가적으로 발행주식 총수의 1% 초과 보유 내역 및 자산총액의 5%초과 보유 내역을 확인하실 수 있습니다.
- 보다 상세한 투자대상자산 내역은 금융투자협회 전자공시사이트의 분기영업보고서 및 결산보고서를 참고하실 수 있습니다. 단, 협회 전자공시사이트에서 조회한 분기영업보고서 및 결산보고서는 본 자산운용보고서와 작성기준일이 상이할 수 있습니다.

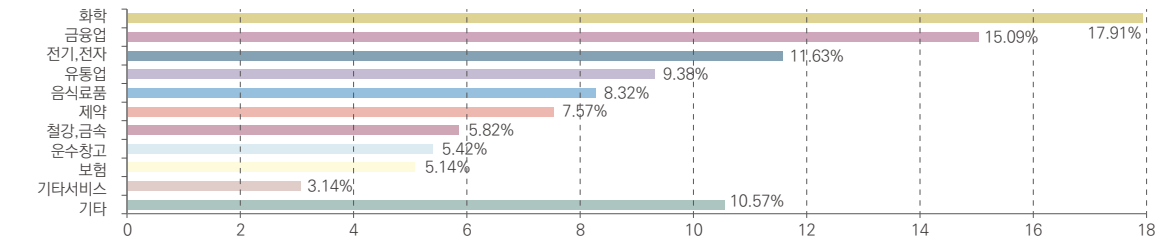
가. 주식 (단위 : 주, 백만 원, %)

종목명	보유수량	평가액	비중	비고
엔케이맥스	2,970,000	29,670	7.20	9.51
디티알오토모티브	990,000	28,364	6.88	9.91
넥센	4,096,000	24,248	5.88	7.65
선진	2,355,754	22,168	5.38	9.91
KISCO홀딩스	1,699,000	21,407	5.19	9.2
세방	1,911,500	21,218	5.15	9.9
영원무역홀딩스	350,000	15,873	3.85	2.57
동아타이어(신설)	1,359,000	15,832	3.84	9.9
풍산홀딩스	470,000	15,628	3.79	6
삼영무역	945,800	15,558	3.77	5.37
엔피씨	3,630,000	14,302	3.47	9.89
아이디스홀딩스	1,024,000	12,288	2.98	9.9
동원개발	3,040,000	12,266	2.97	3.35
NICE	560,000	12,124	2.94	1.48
한국자산신탁	3,840,000	11,597	2.81	3.4
엔에스쇼핑	1,208,000	11,065	2.68	3.58
대한제분	73,000	10,439	2.53	4.32
DI동일	115,500	9,101	2.20	4.77
세방전지	190,000	6,717	1.63	1.36
서흥	181,000	6,552	1.59	1.56
제이브이엠	215,000	6,117	1.48	3.4
한국경제티브이	920,000	4,453	1.08	4
유니드	95,453	4,353	1.05	1.07
삼영전자	430,000	3,883	0.94	2.15
해성디에스	200,000	3,630	0.88	1.18
국보디자인	88,000	1,470	0.35	1.17

※ 비고 : (보유주수 ÷ 총발행주수) × 100

나. 채권, 어음, 집합투자증권, 파생상품, 부동산, 특별자산, 단기대출 및 예금, 기타자산
해당사항 없음

3. 업종별 투자비중



※ 본 그래프는 기준일 현재 펀드에 편입되어 있는 주식의 업종별 비율을 나타냅니다.

투자운용전문인력 현황

1. 투자운용인력(펀드매니저)

(단위 : 개, 백만 원)

성명	직위	운용중인 다른 펀드현황		성과보수가 있는 펀드 및 일임계약 운용 규모		주요 운용경력 및 이력	협회 등록번호
		펀드	운용규모	펀드	운용규모		
이채원	CEO	23	2,449,571	1	44,077	- 중앙대 국제경영대학원 경영학 석사 - 동원투신운용(1996~2000) - 한국투자증권(2000~2006) - 한국투자밸류자산운용(2006~현재)	2109000165
이승혁	본부장	3	337,051	-	-	- 연세대학교 대학원 수학과 - 한국투자증권(2003~2006) - 한국투자밸류자산운용(2006~현재)	2109001146
배준범	본부장	6	1,181,517	-	-	- 서울대학교 경제학과 - 한국투자증권(2001~2006) - 한국투자밸류자산운용(2006~현재)	2109000833

※ 굵게 표시한 이름이 책임 운용 전문 인력입니다.

책임 운용 전문 인력은 운용 전문 인력 중 투자 전략 수립 및 투자 의사 결정 등에 주도적이고 핵심적인 역할을 수행합니다.

※ 운용중인 다른 펀드현황은 공모펀드를 대상으로 작성되었습니다.

※ 펀드의 운용전문인력 변경내역 등은 금융투자협회 전자공시사이트의 수시공시 등을 참고하실 수 있습니다. (금융투자협회 <http://dis.kofia.or.kr>)
단, 협회 전자공시사이트가 제공하는 정보와 본 자산운용보고서가 제공하는 정보의 작성기준일이 상이할 수 있습니다.

2. 운용전문인력 변경내역

기간	책임운용전문인력	부책임운용전문인력
2013.07.19 ~ 2017.11.29	이채원	김동영
2017.11.30 ~ 2018.03.28		배준범, 이승혁, 김은형
2018.03.29 ~ 2019.01.30		정신욱, 국대은, 정광우
2019.01.31 ~ 현재	이채원, 이승혁	배준범

※ 2020.01.17기준 최근 3년간의 책임운용전문인력 변동 내역

비용현황

1. 보수 및 비용 지급현황

펀드 명칭	구분		전분기		금분기	
			금 액	비 율	금 액	비 율
한국밸류 10년투자 증권투자신탁1호 (주식)(모)	자산운용회사		827.10	0.19	798.70	0.19
	판매회사	Class C	1067.30	0.25	1,028.00	0.25
		Class C-G	0.06	0.18	0.08	0.18
		Class S	2.85	0.09	2.79	0.09
		Class C-E	4.02	0.13	4.64	0.13
		Class A	1.90	0.18	2.36	0.18
		Class A-E	0.69	0.09	0.76	0.09
		Class A-G	0.00	0.11	0.00	0.12
	펀드재산보관회사(신탁업자)		32.65	0.01	31.53	0.01
	일반사무관리회사		15.24	0.00	14.71	0.00
	보수합계		1951.82	1.22	1,883.58	1.23
	기타비용		4.57	0.00	4.50	0.00
	매매/ 중개 수수료	단순매매/중개 수수료	30.76	0.01	26.64	0.01
		조사분석업무 등 서비스 수수료	71.76	0.02	60.20	0.01
		합계	102.52	0.02	86.85	0.02
	증권거래세		156.03	0.04	104.05	0.03

※ 비율 : 펀드의 순자산총액(기간평균) 대비 비율.

※ 기타비용 : 회계감사비용, 증권 등의 예탁 및 결제비용 등 펀드에서 경상적, 반복적으로 지출된 비용(매매중개수수료는 제외)

2. 총 보수비용 비율

(단위 : 연환산, %)

펀드 명칭	구분	해당 펀드		
		총보수·비용비율	매매·중개수수료 비율	합계
한국밸류10년투자 증권투자신탁1호(주식)(모)	전분기	0.00	0.09	0.10
	금분기	0.00	0.08	0.08
종류(Class)별 현황				
Class C	전분기	1.81	-	1.81
	금분기	1.81	-	1.81
Class C-G	전분기	1.50	-	1.50
	금분기	1.50	-	1.50
Class S	전분기	1.16	-	1.16
	금분기	1.16	-	1.16
Class C-E	전분기	1.31	-	1.31
	금분기	1.31	-	1.31
Class A	전분기	1.51	-	1.51
	금분기	1.51	-	1.51
Class A-E	전분기	1.16	-	1.16
	금분기	1.16	-	1.16
Class A-G	전분기	1.09	-	1.09
	금분기	1.20	-	1.20

※ 총 보수·비용 비율(Total Expense Ratio)이란 운용보수 등 펀드에서 부담하는 '보수'와 기타비용 총액을 순자산 연평잔액(보수·비용 차감 전 기준)으로 나눈 비율로서 해당 운용기간 중 투자자가 부담한 총 보수·비용수준을 나타냄.
※ 매매·중개수수료 비율이란 매매·중개수수료를 순자산 연평잔액(보수·비용 차감 전 기준)으로 나눈 비율로서 해당 운용기간 중 투자자가 부담한 매매·중개수수료의 수준을 나타냄.

투자자산 매매내역

1. 매매주식규모 및 회전율

(단위 : 주, 백만 원, %)

매수		매도		매매회전율	
수량	금액	수량	금액	해당기간	연환산
2,578,255	37,901	3,487,043	41,638	10.42	41.33

※ 매매회전율이란 주식매매의 빈번한 정도를 나타내는 지표로서 해당 운용기간 동안 매도한 주식가액을 같은 기간 동안 평균적으로 보유한 주식가액으로 나누어 산출

2. 최근3분기 매매회전율 추이

(단위 : %)

2019.01.18 ~ 2019.04.17	2019.04.18 ~ 2019.07.17	2019.07.18 ~ 2019.10.17
22.44	20.97	14.78

※ 매매회전율이 높을 경우 매매거래수수료(0.1%내외) 및 증권거래세(매도시 0.3%) 발생으로 실제 투자자가 부담하게 되는 펀드 비용이 증가합니다.
※ 매매회전율은 운용스타일에 따라 편차가 크므로 매매회전율이 높다고 해서 비용을 유발하는 펀드라고 단정짓기는 어렵습니다.
가입하신 펀드의 스타일, 규모, 시장상황에 맞춰 비교 해보시기 바랍니다.

펀드 용어 정리

용 어	내 용
금융투자협회 펀드코드	금융투자협회에서 펀드에 부여하는 고유의 코드이며, 이를 이용하여 펀드의 각종 정보에 대한조회가 가능합니다.
주식형(펀드)	집합투자계약상 자산총액의 60%이상을 주식으로 운용하는 상품입니다.
추가형(펀드)	기존에 설정된 펀드에 추가로 설정이 가능한 펀드입니다.
종류형(펀드)	통상 멀티클래스 펀드로 부릅니다. 멀티클래스 펀드란 하나의 펀드 내에서 투자자그룹(Class) 별로 서로 다른 판매보수와 수수료 체계를 적용하는 상 품을 말합니다. 보수와 수수료의 차이로 Class별 기준가격은 다르게 산출되지만, 각 Class는 하나의 펀드로 간주돼 통합 운용되므로 자산운용 및 평가방법은 동일합니다.
모자형(펀드)	동일한 운용자가 설정한 여러 펀드의 재산을 하나의 펀드에 통합하여 운용함으로써 규모의 경제를 갖추어 거래 비용을 낮출 수 있는 구조의 펀드입니다. 여러 펀드의 재산을 집중하여 통합 운용하는 펀드는 모펀드가 되며, 모펀드가 발생한 펀dzi분을 취득하는 펀드는 자펀드가 됩니다. 모펀드와 자펀드의 자산운용회사는 동일해야 하고, 모펀드의 수익자는 자펀드만이 될 수 있으며, 자펀드는 모펀드가 발행한 펀dzi분 외의 다른 지분은 취득할 수 없습니다.
수익증권	자본시장통합법상 유가증권의 일종으로 집합투자업자가 일반 대중으로부터 자금을 모아 펀드를 만들 때 이 펀드에 투자한 투자자들에게 출자비율에 따라 나눠주는 권리증서를 말합니다. 투자신탁에 가입(매입)한다는 것은 이 수익증권을 산다는 의미입니다.
보수	투자신탁의 운용 및 관리와 관련된 비용입니다. 다시 말해 재산을 운용 및 관리해 준 대가로 고객이 지불하는 비용입니다. 이는 통상 연 율로 표시되며, 신탁보수에는 운용, 판매, 수탁보수 등이 있습니다. 보수율은 상품마다 다르게 책정되는 것이 일반적입니다.
자산운용회사	투자자는 은행, 증권사, 보험사 등의 판매회사에서 펀드에 가입하지만 이렇게 투자자로부터 모집한 자금으로 실제 주식 등의 유가증권에 투자, 운용하는 회사는 자산운용회사입니다. 자산운용회사는 투자자로부터 자금을 모은 위탁자가 되어 펀드의 운용을 업으로 하는 자로서 금융위원회의 허가를 받은 회사를 말합니다.
수탁회사	수탁회사란 펀드의 수탁자로서 펀드재산의 보관 및 관리를 영업으로 하는 회사를 말합니다. 현행 법은 자산운용회사가 투자자로부터 위탁 받은 재산을 운용회사의 고유재산과 분리하여 관리하도록 규정하고 있으며, 이에 따라 투자자의 투자자금은 수탁회사에 안전하게 보관·관리되고 있습니다.
일반사무관리회사	펀드 일반사무관리업무의 위탁을 받아 펀dzi준가 산정 등의 업무를 수행하는 회사를 말합니다.
판매회사	판매회사란 펀드의 판매, 환매 등을 주된 업무로 하는 회사를 말하며, 투자자가 펀드를 주로 매입하는 은행, 증권사, 보험사 등이 이에 속합니다. 판매회사는 투자자 보호를 위하여 판매와 관련된 주요법령 및 판매행위 준칙을 준수할 의무가 있습니다.
매매·중개수수료 비율	해당 운용기간 중 펀드에서 지출되는 유가증권 및 파생상품 등의 매매·중개수수료 총액을 펀드의 순자산총액으로 나눈 비율입니다.

더 다양하게 더 풍성하게! 투자자와 함께 커온 10년투자 펀드

2006년부터 투자자 여러분의 믿음과 신뢰 속에 튼튼하게 자라온
한국투자밸류자산운용의 다양한 가치투자 전략을 소개합니다.



CIO 이채원

정통가치형

운용 전략 | 시장 변동에 상관없이 내재가치보다
싸게 거래되는 종목에 투자하는 정통 가치투자

대표 펀드 | 한국밸류 10년투자펀드(주식형)

성장가치형

운용 전략 | 시장 전체의 저성장 속에서도 장기적,
지속적 성장 가능한기업에 집중 투자

대표 펀드 | 한국밸류 10년투자 100세행복펀드
(주식형, 채권혼합형)



정광우

가치확장형

운용 전략 | 경제 변화를 적극적으로 반영하여
가치투자자와 시장 사이 조화 추구

대표 펀드 | 한국밸류 10년투자 밸런스펀드(주식형)
한국밸류 10년투자 파이오니아펀드(주식형)



배준범

최찬규

배당가치형

운용 전략 | 안정성을 기반으로 고배당을 지급하는 기업,
성장성을 기반으로 배당성향이 확대될 기업에 투자

대표 펀드 | 한국밸류 10년투자 배당펀드
(주식형, 채권혼합형)

이승혁



국대운

중소형주형

운용 전략 | 적극적인 기업탐방 활동으로 시장에서 소외된
저평가 중소형주에 분산투자

대표 펀드 | 한국밸류 10년투자 중소형펀드(주식형)

김은형



여준영

주주가치집중형

운용 전략 | 주주가치 개선 가능성이 높고
주가가 재평가 될 수 있는 기업에 투자

대표 펀드 | 한국밸류 10년투자 주주행복펀드(주식형)

정신욱



생애주기형

운용 전략 | 장기가치투자를 통해 변동성을 줄이고
장기 성과 높이는 데 초점

대표 펀드 | 한국밸류 10년투자 어린이펀드(주식형)

윤정환



퇴직연금 및 연금저축계좌 가입자도 투자할 수 있습니다(어린이펀드 등 일부펀드 제외).
자세한 사항은 판매사 및 한국투자밸류자산운용에 문의하시기 바랍니다.

2020

한국투자밸류자산운용
ANNUAL REPORT

VALUE

가치투자과 함께 내일로

Korea Investment
Value Asset Management Co., Ltd.

www.koreavalueasset.com

※ 주식거래 시 수수료는 판매사 홈페이지를 참고하시기 바랍니다.
※ 당사는 이 금융투자상품에 관하여 충분히 설명할 의무가 있으며, 투자자는 투자에 앞서 그러한 설명을 충분히 들으시기 바랍니다.
※ 집합투자증권 취득하기 전에 투자대상, 보수·수수료 및 환매방법에 관하여 (간이)투자설명서를 반드시 읽어보시기 바랍니다.
※ 금융투자상품은 예금자보호법에 따라 예금보험공사가 보호하지 않으며, 원금 손실이 발생할 수 있습니다.

2020 한국투자밸류자산운용 ANNUAL REPORT

한국투자
밸류자산운용



장기투자 대표운용사
한국투자 밸류자산운용

안녕하십니까?

2019년도 가치투자자의 길에 변함없이 함께해주신

여러분께 깊은 감사의 인사를 전합니다.

한 해 동안 한국투자밸류자산운용이 어떤 방향으로

움직여왔는지에 대해 먼저 말씀드리고자 합니다.

또 누구나 궁금해하실 주식시장과 가치투자 이슈를

정리하고, 저희 관점에서 심층적으로 분석한 리서치를

여러분께 들려드립니다.

그뿐만 아니라 오랫동안 동반자 관계를 맺어온

투자 기업 이야기를 쉽고 상세하게 설명해드립니다.

여러분이 보내주신 성원에 다시 한번

고개 숙여 감사드리며, 앞으로도 변함없는

관심과 믿음을 보내주시길 부탁드립니다.

- 한국투자밸류자산운용 임직원 일동



CONTENTS

1 벨류 운용의 가치투자가 지금 서 있는 자리와 미래 비전에 대해 말씀드립니다 벨류 인사이드 스토리

- 06 프롤로그
축적의 힘
- 10 CEO 인터뷰
투자자 여러분의 소중한 시간과 인내를
보상받을 수 있도록 최선을 다하겠습니다
- 14 가치투자의 발전
가치투자의 세계, 더 넓고 깊어집니다
- 18 글로벌 가치투자
가치투자의 철학과 목표 그대로
글로벌 인컴 투자에 도전합니다

2 벨류의 주식시장과 투자에 대한 생각, 고민을 공유합니다 벨류 리서치

- 24 한국 증시의 저평가
한국 주식시장이 만성적으로 저평가받는 이유
- 28 ROE와 한국 증시
구조적 ROE 성장은 한국 증시도 충족해 한다면
- 30 금리와 투자
금리와 자산시장의 상관관계
- 34 배당주 투자
'배당의 함정'에 빠지지 않는 배당주 투자란?
- 36 가치투자자와 시간
가치투자에서 '기다림'의 리스크를 줄이는 방법
- 38 성장 가치투자
저성장 시대의 성장 가치투자
- 40 가치투자자와 위험
단단해 보이는 것이 더 위험하다

3 오랫동안 소통하고, 깊게 분석해온 투자 기업에 대해 말씀드립니다 벨류의 기업 이야기

- 46 KISCO홀딩스(001940)
- 48 NICE(034310)
- 50 넥센(005720) / 삼영무역(002810)
- 52 동원개발(013120)
- 54 디티알오토모티브(007340)
- 56 선진(136490)
- 58 세방(004360)
- 60 아이디스홀딩스(054800)
- 62 풍산홀딩스(005810)

PART

1

밸류 운용의 가치투자가 지금 서 있는
자리와 미래 비전에 대해 말씀드립니다

밸류 인사이드 스토리

01 프롤로그
축적의 힘

02 CEO 인터뷰
투자자 여러분의 소중한 시간과 인내를
보상받을 수 있도록 최선을 다하겠습니다

03 가치투자의 발전
가치투자의 세계, 더 넓고 깊어집니다

04 글로벌 가치투자
가치투자의 철학과 목표 그대로
글로벌 인컴 투자에 도전합니다

v i s i o n

축적의 힘

처음 정한 원칙과 신념을 한순간도 잊지 않으면서
남들이 상상하지 못할 만큼 경험을 되풀이하는 것에서
축적의 시간이 시작됩니다. 바로 그 축적의 힘이 저희의
가치투자를 발전시키는 원동력입니다.

참고 자료 도서 <스몰 자이언츠가 온다>(보 벌링엄 지음, 넥스트북스),
<축적의 길>(이정동 지음, 지식노마드)

자기가 정한 원칙을 지속할 수 있는 힘

“비즈니스는 수많은 지류가 흐르는 강을 항해하는 것과 같습니다. 때로 어느 방향으로 가야 할 지, 그 길이 과연 맞는 건지 멈춰서 고민해야 할 시기가 옵니다. 하지만 여행의 종착점이 어디인지 알고 있기에 우리는 길을 잃지 않고 계속 항해할 수 있습니다.”

미국의 저명한 비즈니스 저널리스트 보 벌링엄은 그의 저서 <스몰 자이언츠가 온다>에서 캘리포니아의 혁신적 बैं킹 서비스 기업 유니버시티 내셔널 신탁은행(UNBT)의 창립자 칼 슈미트의 말을 빌려 강소기업의 성공 비결을 전합니다. 그에 따르면 UNBT의 기존 은행에 대한 고정관념을 거부하는 혁신과 성공의 비결은 독특한 아이디어와 스타일, 혹은 괴짜 같은 마케팅 전략이 아닙니다. 그 성공 전략은 처음 사업을 시작한 이유를 토대로 만든 것입니다. 사업 초기부터 슈미트는 자신이 정한 사업의 원칙과 목표에 집중했고, 이렇게 하다 보면 성장은 자연히 따라올 것이라 믿었습니다. 성장을 위한 성장은 원칙과 목표를 잃고 강의 지류로 흘러 들어가는 것과 다르지 않습니다.

하지만 처음에 정한 원칙과 목표를 오랜 시간 동안 지켜내기란 정말 어려운 일입니다. 때로는 당장 쓸모없어 보이기도 하고, 시간도 오래 걸리는 힘든 일이 대부분이기 때문입니다. 그러나 바로 거기서 축적이 시작됩니다.

암묵지와 창조적 혁신

언어로 표현하지 못하는 지식도 있다는 걸 알고 계시나요? 지식 가운데 매뉴얼이나 교과서 형태로 표현할 수 있는 것을 형식지(explicit knowledge)라고 한다면, 직접 해본 경험과 기억 형태로 되어 교과서로 표현할 수 없는 것을 암묵지(tacit knowledge)라고 부릅니다. 암묵지는 학습과 경험을 통해 몸에 배어 있어 객관적 언어로는 잘 드러나지 않는 지식이나 노하우입니다. 우리가 흔히 한 분야의 장인이라고 부를 때 그 사람 몸에는 거대한 암묵지가 축적되어 있을 것이라고 짐작할 수 있습니다. 앞의 사례에서 볼 수 있듯이 자기가 정한 원칙을 오랫동안 지켜온 사람이 암묵지를 체화했을 가능성이 높습니다.



하지만 처음에 정한 원칙과 목표를
오랜 시간 동안 지켜내기란 정말 어려운
일입니다. 때로는 당장 쓸모없어
보이기도 하고, 시간도 오래 걸리는 힘든
일이 대부분이기 때문입니다.
그러나 바로 거기서 축적이 시작됩니다.



가치투자 20년의 시간 동안
한국투자밸류자산운용
구성원들이 축적한 경험과
시행착오 끝에 얻은 암묵지는
어느 누구와도 비교할 수 없는
저희의 가장 큰 자산입니다.
게다가 저희에게는 침체기에도
묵묵히 믿음을 가지고
기다려주신 투자자 여러분이라는
중요한 동력이 있습니다.

암묵지는 개인적인 동시에 조직적인 것입니다. 개인의 경험과 학습을 통해 머리와 몸에 저장되기 때문에 개인적이지만, 다른 사람들과 상호작용을 통해 더욱 활성화되기 때문에 조직적이기도 합니다. 수많은 시행착오와 성공·실패의 축적한 경험, 그리고 이것들의 상호작용을 통해 암묵지가 쌓입니다. 그리고 지금까지 없던 새로운 밑그림은 바로 이런 암묵지에서 나올 수 있습니다. 세상을 놀라게 한 창조적 혁신과 성공은 어느 한순간 반짝 떠오른 아이디어에서 비롯한 것이 아니라는 이야기입니다.

인류의 위대한 도약, 아폴로 11호와 빛나는 창의성의 픽사

1969년 아폴로 11호가 달 착륙에 성공했습니다. 그야말로 '한 인간에게는 작은 한 걸음이지만 인류에게는 위대한 도약'인 역사적 사건이 아닐 수 없습니다. 하지만 아폴로 11호의 성공 뒤에는 아폴로 1호부터 시작된 기나긴 프로젝트 과정에서 겪어온 수많은 실패와 희생, 경험이 축적되어 있습니다. 실제로 NASA는 아폴로 1호의 비극적 희생에 뒤이어 계속된 실험 속에서 제기된 문제점에 대응하고, 문제 해결을 위한 새로운 설계를 시도함으로써 마침내 1969년 역사적인 달 착륙 프로젝트에 성공할 수 있었습니다.

애니메이션 제작사 픽사(Pixar)는 1995년부터 2019년까지 <토이스토리>, <인크레더블> 등 21개의 장편 애니메이션을 발표하는 동안 열여섯 번의 아카데미상, 일곱 번의 골든글로브상, 열한 번의 그래미상을 수상했습니다. 선보이는 작품마다 창의적 혁신에 빛나는 픽사이지만, 한 편의 애니메이션을 만드는 과정은 수많은 시도와 반복이 켜켜이 쌓여 있습니다. 창의적인 것에서 시작한 것이 아니라, 창의적인 것을 만날 때까지 많이 시도한 것입니다.

축적한 경험의 축적이 가져다주는 가치

이러한 예에서 볼 수 있듯 처음 세운 원칙과 목표를 향해 조금씩이나마 끊임없이 전진하는 것, 그 과정에서 남들이 흉내 낼 수 없을 수준의 경험과 시행착오를 축적하는 것을 통해 한 단계 높은 가치로 도약할 수 있습니다.

한국투자밸류자산운용이 생각하는 가치투자의 길 역시 그렇습니다. 전 세계에서 벌어지는 무역 분쟁과 대외적 불확실성의 증가, 끝이 보이지 않는 내수경기 부진, 그리고 가치투자의 침체 속에서 저희는 잠시 멈춰서 가야 할 길이 어딘지를 가늠해봅니다. 처음 가치투자를 시작한 때의 원칙과 목표를 다시 한번 새기는 것부터 시작하고 있습니다. 가치투자 20년의 시간 동안 한국투자밸류자산운용 구성원들이 축적한 경험과 시행착오 끝에 얻은 암묵지는 어느 누구와도 비교할 수 없는 저희의 가장 큰 자산입니다. 게다가 저희에게는 침체기에도 묵묵히 믿음을 가지고 기다려주신 투자자 여러분이라는 중요한 동력이 있습니다. 현재의 가치투자 매 순간 몰입하고 집중해 차근차근 축적의 힘을 길러가겠습니다. 그 축적의 힘을 통해 한층 깊고 넓어진 가치투자의 세계를 투자자 여러분께서 경험할 수 있도록 최선을 다하겠습니다.

투자자 여러분의 소중한 시간과 인내를 보상받을 수 있도록 최선을 다하겠습니다

한국투자밸류자산운용을 이끌고 있는 이채원 CEO에게 2019년 평가와 소회, 가치투자의 방향에 대한 이야기를 들어보았습니다.

가치투자자에게는 고난의 시간이던 2019년

2019년은 모든 투자자에게 힘든 한 해였지만 특히 가치투자를 하는 투자자 입장에서는 역사상 가장 힘든 한 해가 아니었나 싶습니다. 닷컴버블이 주식시장을 뒤덮은 1999년 수준이었다고 생각합니다. 당시 산업 지형을 흔들어놓은 인터넷 기업들이 급성장하면서 주식시장은 이러한 성장에 대한 과도한 기대로 관련 기업의 주가가 폭등했습니다. 상대적으로 가치주는 지지부진했고요. 닷컴버블은 1999년 말 마지막 불꽃을 화려하게 피우고 급격히 사그라들었습니다. 2000년부터 2014년 상반기까지는 가치투자하기에 좋은 환경이었습니다. 그리고 이후 5년 동안 다시 가치투자의 고난기가 이어졌습니다. 2019년은 그 고난이 절정에 달한 해였다는 생각이 듭니다.

성장주 편중 현상 더욱 심화

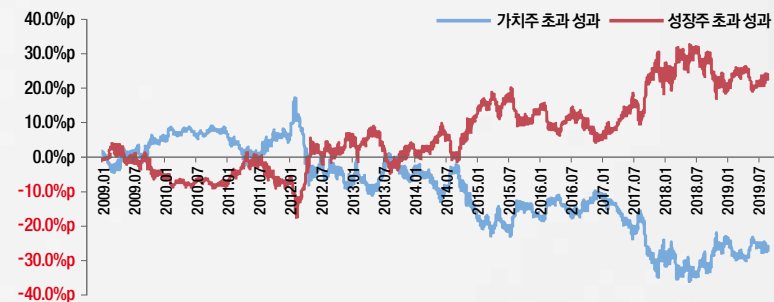
저희만 느끼는 것은 아니고, 전 세계적으로 이러한 현상이 나타나고 있으며 수많은 투자 리포트가 성장주 편중 현상을 주목하고 있습니다. 역사적으로 볼 때 성장주와 가치주의 성과 차이가 가장 크게 벌어진 구간이라는 것입니다. 4차 산업혁명이 본격적으로 진행됨에 따라 미국에서는 새로운 기술주의 대표 주자인 FAANG(Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google)의 무한 질주가 이어졌기 때문입니다.

성장주와 가치주의 괴리 현상은 우리 주식시장에도 나타나고 있습니다. 미국 주식시장과 달리 우리 주식시장의 대형주는 FAANG 같은 기술주가 아니라 수출 위주 제조기업이지만, 성장주에 대한 프리미엄은 지속적으로 강화되어왔습니다. 성장이 귀해진 시대에 성장에 대한 욕망은 더욱 강해졌고, 성장성에 대한 기대가 조금이라도 있다면 엄청난 프리미엄을 받을 수 있는 분위



●●●
성장이 귀해진 시대에 성장에 대한 욕망은 더욱 강해졌고, 성장성에 대한 기대가 조금이라도 있다면 엄청난 프리미엄을 받을 수 있는 분위기가 이어졌습니다. 게다가 저금리 기조까지 이어지면서 성장주가 비싸 보이지 않는 착시현상이 강화되었습니다.

최근 10년간 한국 주식시장의 성장주와 가치주 성과 비교(2009. 01~2019. 08)



참고 자료: Bloomberg, 한국투자밸류자산운용, MSCI KOREA 대비 가치주와 성장주의 초과 성과 추이

기가 이어졌습니다. 게다가 저금리 기조까지 이어지면서 성장주가 비싸 보이지 않는 착시현상이 강화되었습니다.

영원히 성장할 수 없는 성장주

최근 우리 경제는 지금까지 가보지 않은 길을 가고 있습니다. 저성장·저금리 현상이 고착되는 시기에 시장에 나타나는 현상은 성장에 대한 강한 목마름입니다. 성장하는 기업은 귀하고, 몇몇 기업에 돈이 쏠리면서 주식시장의 양극화 현상이 심화된 것입니다. 그러나 어떤 기업이든 영원히 성장할 수는 없으며, 주가 역시 영원히 오를 수 없습니다. 주식시장에서 양극화가 심해질수록 이러한 극심한 괴리는 머지않아 해소되기 시작할 것입니다.

주주 권리 강화 요구하는 움직임 거세져

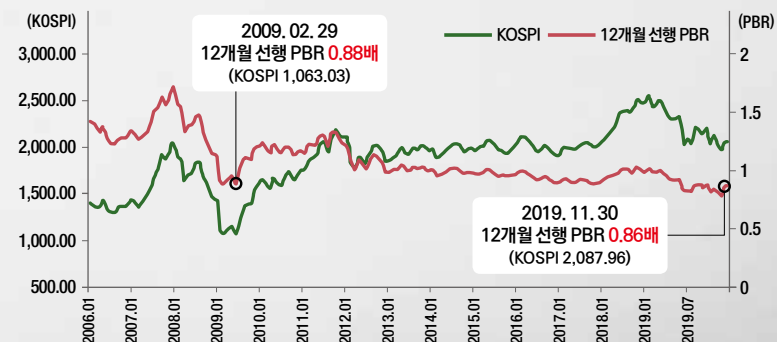
획기적인 성장에 대한 목마름과 시장의 극단적 양극화 현상 속에서 한국투자밸류자산운용이 주목하는 것은 주주 권리 강화 움직임입니다. 우리 주식시장의 기업들이 지난 10년간 쌓아놓은 자산은 775조 원에 이릅니다. 보유한 현금이 매우 많은 상황입니다. 성장할 여력은 많이 줄었지만 과거 성장의 결실은 여전히 남아 있고, 결실의 분배를 원하는 주주의 목소리는 점차 힘을 얻고 있습니다. 국내에 스튜어디십 코드(Stewardship Code)를 도입한 이래 140여 개 기관이 이에 참여하고 있고, 기업에 대한 배당 압력도 거세지고 있습니다. 전반적인 사회 분위기가 변화와 함께 주주 권리를 확대하기 좋은 여건이 조성된 것입니다. 세계시장에 비해 한국 주식시장이 저평가된 주요 원인 중 하나가 개선될 움직임을 보이고 있습니다.

자산가치 높고, 주주와 나누려는 의지 높은 기업 주목

스튜어디십 코드 확산과 배당 등 주주 권리 강화 움직임이 거세지면서 자산가치가 높은 종목에

관심이 더 높아질 것이라고 전망합니다. 현재 우리 주식시장의 PBR은 굉장히 낮은 수준입니다. 2008년 금융위기 때보다도 더 낮은 수준을 보이고 있으니 자산가치에 대한 투자는 여전히 유효한 상황입니다. 깨끗한 물이 나오는 우물을 더 이상 찾을 수 없다면 고인 물을 정화하는 방법을 고민해야 합니다. 한국투자밸류자산운용은 이미 쌓아둔 성장의 결실을 주주와 적극적으로 나눌 수 있는 기업에 지속적으로 투자하면서 가치투자자의 새로운 추진력을 얻고자 합니다.

KOSPI의 주가순자산비율(PBR) 변화(2006. 01~2019. 11)



참고 자료: WiseFN, 한국투자밸류자산운용, 12개월 선행 PBR은 12개월 선행 BPS(주당순자산가치) 기준

성장 가치에 대한 도전

자산가치를 주목하는 동시에 저하는 성장 가치에 대한 새로운 도전을 멈추지 않고 지속적으로 시도하고 있습니다. 4차 산업혁명의 진전과 함께 영향력이 엄청나게 확대된 플랫폼 기업과 콘텐츠, 모바일게임 기업 등 새로운 아이템으로 시장수요를 창출하는 기업을 면밀히 분석해 지속적으로 투자할 것입니다. 가치투자자의 기본 원칙과 신념을 잃지 않으면서 성장 가치의 새로운 영역을 개척해 열린 가치투자를 만들어가겠습니다.

가치투자자의 시간과 노력 보상받을 기회 놓치지 않을 것

앞서 말씀드린 닳듯버블로 인한 가치주의 고난기는 사실 지금에 비하면 매우 짧았습니다. 그럼에도 불구하고 가치투자자의 새로운 기회를 기다리며 참아주신 투자자 여러분께 다시 한번 송구스러우면서도 한없이 감사한 마음뿐입니다. 시장의 양극화 현상이 심해진 만큼, 가치투자자의 어려움이 커진 만큼 시장이 정상화될 때까지 얼마 남지 않았다고 생각합니다. 그 고비를 지나면 가치투자자가 그동안의 인내와 노력을 보상받을 기회가 분명히 올 것입니다. 그 기회를 놓치지 않기 위해 저하는 더 많이 분석하고, 고민하고 움직이겠습니다.

가치투자의 세계, 더 넓고 깊어집니다

한국투자밸류자산운용은 새로운 시대의 변화에 맞춰 가치투자를 끊임없이 고민하고 연구해왔습니다. 가치투자 20년의 경험을 뿌리 삼아 더 큰 나무로 성장해가는 밸류의 가치투자 이야기를 들려드립니다.

투자자의 삶과 함께하는 가치투자 정립 단계

한국투자밸류자산운용은 출범 이래 기업의 내재가치보다 저평가된 주식에 투자하는 가치투자의 핵심 원칙을 지켜왔습니다. 더 거슬러 올라가면 이채원 CEO가 1988년에 선보인 가치투자 펀드 '밸류 이채원 1호'부터 20여 년 동안 오직 가치투자의 길을 걸어왔습니다.

2006년 가치투자 전문 운용사로 출범한 한국투자밸류자산운용의 투자전략은 명확했습니다. 기업의 수익가치, 자산가치에 대한 정량적 분석을 통해 저PBR·저PER 종목에 투자했고, 비즈니스모델을 정성적으로 분석해 시장지배력이 높은 종목에 투자했습니다. 금융위기, 주식시장 양극화 등 여러 차례 위기도 있었지만 주가가 떨어진 가치주에 묵묵히 집중했습니다. 그리고 흔들림 없는 원칙에 믿음을 보낸 투자자들의 지지를 바탕으로 연금펀드, 장기주택마련펀드, 재산형성저축펀드, 어린이펀드 등 투자자의 생애주기에 따라 다양한 상품을 선보였습니다.





새로운 전환, 가치투자 세분화 단계

한국투자밸류자산운용의 성장과 함께 가치투자도 점점 대중화되었습니다. 다양한 전략의 펀드가 쏟아져 나오는 가운데 한국투자밸류자산운용의 전략을 더 잘 실천할 수 있는 구체적 방법을 찾기 시작했습니다. '시장의 소외'에서 기회를 찾고 장기 복리 수익률을 극대화하는 전략에 초점을 맞췄습니다. 이에 따라 소외현상이 보다 빈번하게 일어날 수 있는 중소형주를 집중 분석했고, 배당수익을 통해 장기투자의 결실을 맺기 위해 적극적으로 접근했습니다. 한국투자밸류자산운용의 가치투자는 가치투자 경쟁 시대를 맞아 투자전략을 세분화하고 각각의 유형에 집중하는 새로운 길을 모색하기 시작했습니다.

가치투자 전략의 확장과 심화 단계

지난 20여 년 동안 가치투자를 시대의 변화에 맞게 발전시킨 경험을 토대로 한국투자밸류자산운용의 가치투자 전략은 더욱 넓어지고 유연해졌습니다. 가치투자의 기본이라고 할 수 있는 정통가치형 전략 외에 중소형주형·배당가치형을 더욱 발전시켰고, 성장가치형·가치확장형·주주가치집중형·생애주기형·글로벌인컴형 등 전략을 구체화했습니다. 기존 전략을 버리고 새로운 전략을 선택하는 것이 아니라 가치투자 고유의 전략이라는 뿌리 위에 새로운 방법의 가치투자 결과 다양한 열매가 열릴 수 있는 가치투자를 확장하고 심화시켰습니다. 각기 다른 초점과 방법론을 지닌 투자전략은 서로 경쟁하기도 하고, 협력해 시너지 효과도 내면서 가치투자라는 아름다움 거목을 키워나가고 있습니다. 이것이 투자자 여러분이 저희에게 보내주신 믿음에 보답하고, 가치투자의 목표를 지키는 길이라고 확신하고 있습니다. 가치투자의 세계는 앞으로도 더 깊어지고 넓어질 것입니다.



초점과 방법론이 각기 다른 투자전략은 서로 경쟁하기도 하고, 협력해 시너지 효과도 내면서 가치투자라는 아름다움 거목을 키워나가고 있습니다.

한국투자밸류자산운용의 가치투자 전략

01 정통가치형

기업의 내재가치와 주가 사이의 괴리에서 기회를 찾습니다. 가치투자의 기본 문법으로, 세분화한 다른 전략의 토대가 됩니다. 안정적 수익을 목표로 대형주부터 중소형주까지 업종을 구분하지 않고 투자합니다.



02 성장가치형

철저한 보텀업 분석을 바탕으로 내재가치 대비 심하게 저평가된 기업을 발굴해 높은 비중으로 과감하게 집중투자합니다. 집중투자에 따른 변동성을 견딜 수 있도록 장기투자합니다.



05 중소형주형

시장에서 소외되어 저평가된 중소형주에 투자합니다. 변동성이 높은 중소형주의 특성을 고려해 저평가된 중소형주에 분산투자하는 포트폴리오를 구성합니다. 이를 통해 손실 가능성을 줄이고, 손실 폭을 제한해 복리 효과를 추구합니다.



06 주주가치집중형

주주 가치를 높이는 데 적합한 기업 구조인지, 기업 이익을 주주에게 환원할 여력이 충분한지 등을 분석해 변화 가능성이 높은 종목에 투자합니다.



03 가치확장형

가치투자 포트폴리오가 주식시장과 과도하게 멀어지지 않게 하고, 시장 상승 성과를 같이 향유하고자 합니다.



04 배당가치형

저평가된 가치주 중 배당가치에 주목합니다. 안정성을 기반으로 고배당을 꾸준히 지급할 수 있는 기업, 성장성을 기반으로 배당 성향이 확대될 수 있는 기업에 투자합니다.



07 생애주기형

어린이 전용, 연금 투자, 재산형성저축 등 생애주기에 따라 특정 시기와 특정 목표를 달성하는 데 도움을 줍니다. 장기 가치투자의 안정성과 수익으로 든든한 버팀목이 되어줄 인생 자산을 쌓아나갑니다.



08 글로벌인컴형

변동성이 낮은 고배당 인컴 자산에 투자해 안정적인 현금흐름을 확보하고, 오랜 시간에 걸쳐 배당을 꾸준히 늘려가고 있는 글로벌 우량기업에 투자합니다. 이를 통해 가치투자의 글로벌 시대를 새롭게 열어갑니다.



가치투자의 철학과 목표 그대로 글로벌 인컴 투자에 도전합니다

한국투자밸류자산운용이 글로벌펀드를 새롭게 출시했습니다. 한국밸류 글로벌리서치 배당인컴펀드(주식)가 바로 그것입니다. 오랫동안 글로벌펀드 출시를 준비해온 책임운용역 정신욱 매니저와 부책임운용역 정래진 매니저를 만나 새로운 가치투자펀드에 대한 이야기를 들어보았습니다.

정래진 멀티운용본부 펀드매니저

콜롬비아대 산업공학과 졸업,
국내 대형증권사 및 외국계 증권사 RA 경력,
당사 해외리서치 전담

정신욱 멀티운용본부 본부장

연세대 경영학과 졸업,
공모펀드 및 사모헤지펀드 총 1,221억원 운용
(2019년 11월말 기준)

Q 출시 배경

회사는 상품을 통해 소비자에게 가치를 전달합니다. 한국투자밸류자산운용 역시 설립 이후부터 지금까지 일관된 철학 아래 일관된 가치를 투자자에게 전달하려 노력해왔습니다. 저희는 주식시장을 앞서간다고 보다는 그 시대의 금리보다 높은 수익을 안정적으로 달성해서 투자자 여러분께 돌려드리겠다는 일관된 목표를 세우고 지금껏 달려왔습니다.

변화한 환경 속에서 이 목표를 지속적으로 달성하기 위해서 가치투자 글로벌펀드에 대해 오랫동안 고민했습니다. 저희의 목표는 지금까지와 동일하지만, 수단과 방법은 시대에 따라 달라질 수밖에 없습니다. 그래서 글로벌시장의 인컴 자산 투자를 기초로 한 새로운 펀드를 출시하게 되었습니다.

Q 왜 글로벌인가?

우선 경제 환경 변화에 따라 국내 주식에 투자해 얻는 자기자본수익률(ROE)이 예전에 비해 낮아졌고, 변동성은 높아졌습니다. 우리나라의 경우 아시다시피 수출 중심의 제조업 위주로 산업구조가 짜여 있습니다. 내수만으로 경제를 지탱하기에는 인구가 좀 적죠. 그래서 수출 의존도가 클 수밖에 없는데, 이렇다 보니 글로벌 경기 사이클에 매우 민감한 경제구조입니다. 최근 경제대국이 주도하는 자국 우선주의와 경제불복화 현상이 문제를 더욱 악화시키고 있습니다.

저희가 지금까지 투자자 여러분께 말씀드린 목표를 이루기 위해서라도 시각을 넓힐 필요가 있었습니다. 그동안 쌓은 가치투자 경험을 통해 갈고닦은 안목으로 해외의 질 좋은 자산을 잘 찾아서 투자해보기로 결정했습니다.

Q 왜 인컴 자산 투자인가?

전 세계적으로 금리가 지속적으로 내려가고 있습니다. 은행예금과 같은 안전자산을 통해 얻을 수 있는 기대수익이 급감했습니다. 이에 만족하지 못하는 투자자들은 은행 금리보다는 높은 수익을 기대하면서도 불확실한 경제 상황을 감안해 보다 안정적으로 투자하기를 원합니다. 저희는 기본적으로 이러한 투자자를 위한 중위험·중수익 상품을 표방하고 있습니다.

그렇다면 어떤 자산에 어떤 방법으로 투자해야 중위험·중수익을 달성할 수 있을까요? 저희가 주목한 것은 인컴 자산입니다. 인컴의 종류는 크게 네 가지로 나눌 수 있는데, 첫째가 부동산과 리츠에서 나오는 임대료, 둘째가 채권 이자, 셋째가 주식배당금, 마지막 넷째가 파생형 콜옵션 상품을 매도할 때 얻는 프리미엄입니다. 여기에서 나오는 안정적 현금흐름을 기본 목표로 하는 투자를 지향합니다. 인컴을 목적으로 하는 자산에 투자해서 현금흐름을 안정적으로 가져오고, 추가로 시세차익도 노리는 투자 방법입니다.



한국밸류 글로벌리서치
배당인컴펀드(주식)

한국밸류 글로벌리서치 배당인컴펀드(주식)는 투자자산의 40% 정도를 변동성이 낮은 고배당 자산으로 채우고 있습니다. 자산의 종류는 채권, 리츠 상품, 미국 우선주, 인프라펀드, 고금리 채권 등 다양합니다. 이들 자산 간 상관관계가 높지 않기 때문에 이를 적절하게 섞었을 때 변동성은 낮아지고, 높은 수준의 인컴 수익을 추구할 수 있습니다.

Q 포트폴리오 구성

앞서 말씀드린 대로 변동성이 낮은 고배당 인컴 자산 비중이 포트폴리오의 40%에 이릅니다. 이를 통해 안정적 현금 수익을 추구합니다. 두 번째로 주요한 투자 부문은 배당 성장주 투자입니다. 매년 배당을 지급하면서 지속적으로 배당금을 올리는 기업이 이에 해당합니다. 미국에서는 과거 50년 이상 지속적으로 배당이 성장한 기업을 '배당왕', 과거 25년 이상 성장한 기업을 '배당귀족'이라고 부릅니다. 이러한 기업은 경기침체기는 물론, 전 세계적 경제위기 때에도 꾸준한 업황을 바탕으로 배당을 높이면서 신뢰를 입증해왔습니다. 저희는 이렇게 꾸준히 배당을 늘려온 미국의 배당왕·배당귀족 기업과 유럽 등에서 과거 5년간 매년 배당이 늘어난 기업을 대상으로 투자 유니버스를 구성했습니다.

또 하나 주요한 투자 부문은 신성장주입니다. 핀테크, 전기차, 클라우드, 의료기기 등 신성장 산업에서 변화를 이끌어내는 종목군에 투자합니다. 저희는 현재 매출의 성장과 재무 건전성, 밸류에이션 수준뿐만 아니라 산업의 장기적 안정성, 경영진의 자원 배분 능력, 그리고 주가에 반영되지 않은 요인을 확인해 신성장주 종목을 선정하고 있습니다.

Q 통화 분산 통해 글로벌 위기 시 위험관리

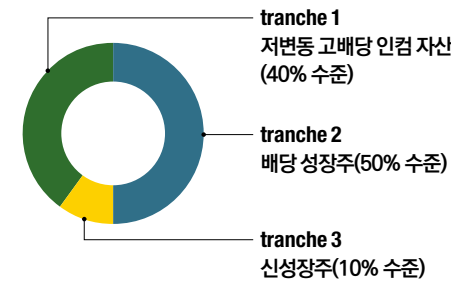
원화 투자자가 달러나 엔 등 안전자산 통화를 보유하고 있으면 변동성을 상당 부분 막아주는 효과를 누릴 수 있습니다. 실제로 지난 2008년 글로벌 금융위기 때 S&P500 지수는 52.1% 하락했습니다(2008년 5월 19일~2009년 3월 6일). 그런데 같은 기간 동안 원/달러 환율은 48.6% 상승했습니다. 이에 따라 원화로 환산한 S&P500지수 하락률은 28.8%로 변동성이 크게 줄었습니다.

한국밸류 글로벌리서치 배당인컴펀드(주식)는 변동성이 낮은 대표적 안전자산인 달러 자산을 보유함으로써 변동성을 더욱 낮출 수 있다고 생각합니다. 극단적 경제위기가 발생해 주가지수가 급락하는 등 변동성이 커지면 원화로 표시된 달러 자산이 구조적으로 성과 훼손을 방어할 수 있는 장치가 될 수 있을 것입니다. 달러 자산뿐만 아니라 다른 통화에도 적절히 분산투자해 위험을 관리하고 있습니다.

그동안 쌓은 가치투자 경험을 통해
갈고닦은 안목으로 해외의 질 좋은
자산을 잘 찾아서 투자해보기로
결정했습니다. 🗨️



한국밸류 글로벌리서치 배당인컴펀드(주식)의 포트폴리오 구성



※ 상기 운용 전략은 예시이며, 시장 상황에 따라 달라질 수 있습니다.

Q 한국투자증권 글로벌리서치부와 협업

개별 기업의 선정과 투자는 저희의 철저한 보텀업 분석을 기반으로 이루어집니다. 그러나 환율 변동과 같은 거시 경제 전망은 한국투자증권 글로벌리서치부의 자문을 통해 국가와 통화별 자산 배분의 최적 밸런스를 찾아나갑니다.

Q 이런 투자자에게 안성맞춤

저성장·저금리가 이어지면서 투자자의 기대수익률 수준이 많이 낮아졌습니다. 자본 차익은 예상할 수 없지만, 인컴 자산에서 나오는 현금흐름은 예상할 수 있어 주식보다 변동성은 낮고, 금리보다는 수익률이 높기 때문에 저성장·저금리 시대에 가장 맞는 투자 방식이 아닌가 싶습니다.

또한 세금 측면에서 볼 때 연금 투자에 잘 어울리는 펀드입니다. 국내 주식과 달리 국외 주식은 매매 차익이 과세되고, 배당소득세 역시 10% 안팎입니다. 연금 클래스로 투자하면 과세이연을 통해 연금을 수령하는 시점에 저율의 세금을 내기 때문에 세금 부담을 덜고 투자할 수 있다는 장점이 있습니다.

한국밸류 글로벌리서치 배당인컴 증권투자신탁(주식)

- 종류 C(수수료 미징구 오프라인): 총보수 연 1.882%(판매 1.0%, 운용 0.8%, 기타 0.082%)
- 종류 C-P(수수료 미징구 오프라인 개인연금): 총보수 연 1.832%(판매 0.95%, 운용 0.8%, 기타 0.082%)
- 종류 C-R(수수료 미징구 오프라인 퇴직연금): 총보수 연 1.682%(판매 0.8%, 운용 0.8%, 기타 0.082%)

[환매 기준일] 오후 5시 이전(경과 후): 환매 청구일로부터 제4(5)영업일에 공고된 기준가격을 적용해 제9(10)영업일에 지급
[환매수수료] 없음

※ 집합투자증권을 취득하기 전에 투자 대상, 보수·수수료 및 환매 방법 등에 관해 (간이)투자 설명서를 반드시 읽어보시기 바랍니다.
※ 집합투자증권은 운용 결과에 따라 투자 원금 손실이 발생할 수 있으며, 그 결과는 투자자에게 귀속됩니다. 증권 거래 비용, 기타 비용이 추가로 발생할 수 있습니다.
※ 이 집합투자증권은 예금자보호법에 따라 예금보험공사가 보호하지 않습니다. 외화자산의 경우 환율 변동에 따라 손실이 발생할 수 있습니다.
※ 연금펀드는 중도해지 또는 연금 이외 방법으로 수령 시 세액공제받은 납입 원금과 수익에 대해 기타소득세(16.5%) 과세 등 세제상 불이익이 발생할 수 있습니다.

극단적 경제위기가 발생해
주가지수가 급락하는 등 변동성이
커지면 원화로 표시된 달러
자산이 구조적으로 성과 훼손을
방어할 수 있는 장치가 될 수 있을
것입니다. 달러 자산뿐만 아니라
다른 통화에도 적절히 분산투자해
위험을 관리하고 있습니다. 🗨️





PART

2

밸류의 주식시장과 투자에 대한 생각,
고민을 공유합니다

밸류 리서치

- 01 한국 증시의 저평가
한국 주식시장이 만성적으로 저평가받는 이유
- 02 ROE와 한국 증시
구조적 ROE 성장은 한국 증시도 쫓아갈까
- 03 금리와 투자
금리와 자산시장의 상관관계
- 04 배당주 투자
'배당의 함정'에 빠지지 않는 배당주 투자란?
- 05 가치투자자와 시간
가치투자에서 '기다림'의 리스크를 줄이는 방법
- 06 성장 가치투자
저성장 시대의 성장 가치투자
- 07 가치투자자와 위험
단단해 보이는 것이 더 위험하다



한국 주식시장이 만성적으로 저평가받는 이유

세계경제에서 차지하는 비중과 높은 위상에도 불구하고 한국 주식시장은 만성적 저평가에 시달리고 있습니다. 한국 주식시장이 이처럼 저평가되는 원인과 재평가 전망에 대해 말씀드리려고 합니다.



글 | 배준범 한국투자밸류자산운용 코어밸류운용본부 본부장

세계적 위상에도 불구하고 저평가받는 한국 주식시장

뉴스를 보면 “한국 주식시장은 해외 주식시장에 비해 저평가되어 있다”는 내용을 자주 접할 수 있습니다. 한국 주식시장은 미국, 유럽 등 선진국의 주식시장뿐 아니라 중국, 아세안 등 이머징 주식시장과 비교해도 저평가받고 있다는 것이죠. 생각해보면 납득하기 어려운 현상입니다.

미국이나 영국같이 선진국이자 금융시장이 발달한 주식시장에 비해 저평가받는 것은 그렇다 치더라도 중국이나 아세안은 1인당 국민소득과 금융시장 발전이 한국보다 뒤쳐진 국가임에도 한국 시장은 이들보다도 낮은 평가를 받고 있기 때문입니다.

주식 관련 업무와 직접 연관이 없는 일반인은 체감하기 어렵겠지만, 한국의 주식시장이 글로벌 혹은 아시아에서 차지하는 위상은 생각보다 높습니다. 글로벌시장에 폭넓게 투자하는 투자자라면 누구나 한국 시장에 관심을 가지고 있으며, 뉴욕이나 런던에 본사를 두고 있는 세계적 투자회사 역시 한국에 큰 금액을 투자한 경우가 많습니다. 이들 역시 한국 주식시장이 너무 저평가되어 있다는 생각을 하고 있습니다.

국제시장에서 차지하는 위상도 낮지 않고 삼성전자, SK하이닉스, 현대자동차 등 세계적 경쟁력을 보유한 기업도 많은데, 한국 주식시장이 저평가받는 이유는 무엇일까요?

저평가받는 원인 1

이익 변동성 높은 기업 비중이 월등히 높은

한국 주식시장

외국에 비해 한국 경제에서 수출이 차지하는 비중이 매우 높다는 것은 많은 분이 알고 있을 것입니다. 한국의 주요 기업 역시 매출 및 이익에서 수출이 차지하는 비중이 높으며, 실제로 삼성전자·SK하이닉스·현대자동차의 매출을 분석하면 이들 기업의 매출에서 국내시장이 차지하는 비중보다 수출이 차지하는 비중이 월등히 높다는 것을 알 수 있습니다. 기업 단위를 넘어 산업구조를 보더라도 한국을 대표하는 산업인 반도체, 휴대폰, 자동차, 석유화학, 조선 등은 매출에서 수출 비중이 내수보다 훨씬 높다는 공통점이 있습니다. 그렇기 때문에 세계경제가 호황인 국면에서는 높은 이익을 거둘 수 있으나, 반대의 경우에는 이익이 크게 감소하게 됩니다. 반도체만 보더라도 글로벌 IT 시장이 호황이던 2018년 여름까지는 매출과 이익이 과거 수준을 경신하며 호시절을 누렸지만, 그 이후에는 매출과 이익이 크게 감소하는 모습을 보이고 있습니다. 정리하면 한국의 산업과 대표 기업들은 세계경제의 부침에 따라 이익의 변동성이 높다고 하겠습니다.

모든 국가의 주식시장은 이익 변동성이 높은 기업보다 변동성이 낮은 기업을 높이 평가하는 것이 일반적입니다. 예를 들면 변동성이 높은 삼성전자의 이익보다 변동성이 낮은 애플(미국)이나 TSMC(대만)의 이익을 더 높이 평가한다는 것입니다. 한국에도 이익 변동성이 낮은 산업이나 기업이 없는 것은 아닙니다. 산업이 안정적으로 성장하고 있고 그 안에서 강한 경쟁력을 갖추고 있는 기업, 예를 들면 네이버, LG생활건강, 카카오와 같은 기업은 국내 주식시장에서 삼성전자나 현대자동차보다 높은 평가를 받을 뿐 아니라, 사업구조가 비슷한 해외 기업과 비교해도 낮은 평가를 받지 않습니다. 정리하면 주식시장을 평가할 때 기업이 속한 국가보다 사업구조의 안정성이 더 중요하다는 것입니다. 문제는 한국 주식시장에서 이익 변동성이 높은 기업이 차지하는 비중이 다른 국가에 비해 압도적으로 높다는 데 있습니다. 시가총액 상위 종목을 정리해보면 이익 변동성이 낮고 사업구조가 견고한 기업으로 평가할 수 있는 대상이 많지 않으며, 상위 10개 종목을 보면 이러한 기업은 사실상 네이버 한 종목에 불과합니다. 미국 주식시장을 대표하는 종목인 애플, 마이크로소프트, 구글, 페이스북, 코카콜라 등이 안정적 이익구조를 보유한 것과 대조적입니다. 사실 이익



지배구조 개선으로 한국 주식시장에 대한 평가가 올라간다면 이는 주주 가치 상승과 국민의 자본소득 증가로 이어지는 긍정적 효과를 기대할 수 있습니다.

변동성이 높은 산업의 비중이 높은 국가는 한국만이 아닙니다. 한국과 비슷하거나 더 낮은 평가를 받는 국가로는 중국·러시아·브라질 등이 있는데, 이들 역시 이익 변동성이 매우 높은 기업이 주식시장에서 차지하는 비중이 높다는 점에서 한국과 비슷합니다.

저평가받는 원인 2

주식 투자에 우호적이지 않은 기업 지배구조와

경제 규제 정책

한국 주식시장이 저평가받는 두 번째 이유는 지배구조와 경제 규제 정책이라 할 수 있는데, 이 역시 뉴스에서 자주 접하는 내용입니다. 주주의 이익을 가장 중요하게 생각해야 할 경영진이 대주주(오너) 일가의 이익을 위해 회사에 손해를 끼친다든가, 지분의 일부만 소유한 경영진이 회사 재산을 100% 소유한 것처럼 행동하면서 배당금을 적게 지급하는 것, 정책 당국이 규제를 강화하는 것 등은 한국 주식시장이 정당한 평가를 받는 데 걸림돌이라 할 수 있습니다. 지배구조의 경우 주주행동주의가 나타나고 있고, 최대 투자기관인 국민연금이 주주 이익을 위해 의결권을 행사하겠다고 선언한 만큼 시간이 지나면 개선될 것으로 생각합니다. 하지만 정책 부문의 문제는 여러 가지 이해관계가 복잡하게 얽혀 있는 사안이니만큼 향후에도 개선을 기대하기는 어려워 보입니다. 최근 이슈가 되고 있는 공유경제의 대표 주자인 우버, 타다를 둘러싼 대립이 이러한 어려움을 단적으로 보여주는 사례라 하겠습니다.

기업 지배구조 개선의 긍정적 효과 기대

그렇다면 앞으로 한국 주식시장이 정당한 평가를 받는 사안에 우리는 어떤 기대를 가질 수 있을까요? 사업구조 개편은 많은 시간이 걸리는 일이고, 정책적 문제는 복잡한 이해관

계를 중재하는 것이기 때문에 해결이 만만치 않습니다. 따라서 저는 지배구조 개선이 한국 시장을 재평가하는 데 크게 기여할 것이라 생각합니다. 사회의 투명성이 높아지고 자본시장의 감시 기능이 강해지면서 과거처럼 대주주의 이익을 우선시하는 나쁜 관행이 사라지고 있습니다. 이러한 흐름은 지주회사 설립 증가와 높아지는 배당을 통해 가시적으로 확인할 수 있습니다. 삼성그룹의 경우 삼성전자를 필두로 시장과 원활한 소통을 통해 모든 계열사가 배당을 늘리고 주주 가치를 높이기 위해 노력하고 있으며, SK그룹의 경우 경영진 평가 항목에서 주가가 제대로 평가받고 있는지가 높은 비중을 차지할 정도로 큰 변화가 일어나고 있습니다. 그리고 무엇보다 가장 극적인 변화의 예는 롯데그룹이 아닐까 생각합니다. 과거 롯데그룹 계열사는 뛰어난 이익 창출 능력과 높은 자산가치를 보유하고 있음에도 최악의 배당으로 시장의 기피 대상인 경우가 많았습니다만, 지주회사로 재편된 이후 배당 증가를 보면 주주 입장에서 찬사를 보내게 됩니다.

한국이 일본의 '잃어버린 20년'을 따를 것이라 생각하지는 않습니다만, 한국도 저성장 국면에 들어선 것은 분명해 보입니다. 따라서 미래에는 우리보다 먼저 선진국에 진입한 국가들처럼 자산에서 얻는 소득의 비중이 높아질 것이며, 자산소득을 높이기 위해서는 주주들이 보유한 지분의 가치가 상승하는 것이 매우 중요해질 것입니다. 이런 관점에서 지배구조 개선으로 한국 주식시장에 대한 평가가 올라간다면 이는 주주 가치 상승과 국민의 자본소득 증가로 이어지는 긍정적 효과를 기대할 수 있습니다. 이를 위해 한국투자밸류자산운용도 지분을 보유한 기업에 주주 정책 개선을 촉구하고 있으며, 이러한 행동이 자본시장의 변화를 이끌어낼 것이라 확신하고 있습니다. 앞으로는 주주 가치 상승이 자본시장에서 정말로 중요한 흐름으로 작용할 것입니다.

구조적 ROE 성장은 한국 증시도 쏙쏙하게 한다

좋은 기업을 가리는 주요한 투자 지표 중 하나인 ROE.

최근 한국 증시의 투자 문화 선진화 흐름과 함께 주주환원율이 높아지면서 구조적 ROE 성장을 기대할 수 있게 되었습니다.



글 | 국대운 한국투자밸류자산운용 스타일밸류운용본부 펀드매니저

주주가 투자한 자본의 이익률,

자기자본이익률(Return On Equity)

위대한 투자자로 손꼽히는 가치투자의 거장, 워런 버핏은 투자 기업의 '경제적 해자'를 파악하는 방법으로 ROE 지표를 활용한다고 말합니다. ROE는 '자기자본이익률(Return On Equity)'로, 쉽게 말하면 기업이 주주들이 투자한 자본을 얼마나 효율적으로 운용했는지 나타내는 지표입니다. 투자자 입장에서 투자금 대비 이자율이나 배당수익률이 높으면 좋은 것처럼, ROE 지표가 높을 뿐 아니라 지속성이 있는 기업은 주식시장에서 퀄리티 프리미엄을 부여합니다.

ROE 높이는 방법

기업이 ROE를 높이는 주된 방법으로는 이익을 많이 창출하거나, ROE가 높은 기업을 인수합병하거나, 배당 확대 또는 자사주 매입소각 등 주주환원을 통해 총자본 규모를 줄여나가는 세 가지 방법이 있습니다.

전 세계가 보호무역을 강화해 자국의 산업과 일자리를 지키려 하고, 내부적으로 생산가능인구가 줄어들고 있는 한국 경제구조에서는 향후에도 상장기업의 이익 총합이 급증하거나 ROE가 높은 기업을 인수할 만한 여력은 제한적일 수밖에 없습니다. 결국 저성장과 투자 감소가 함께 오는 구조적 상황에서 주주환원율(순이익 대비 주주에게 환원

한 비율)을 높이는 방법이 현재로서는 가장 현실적이라고 생각합니다.

주주환원율이 가장 빠른 속도로 높아지는 한국 증시

한국보다 생산가능인구 비중이 먼저 감소한 선진국인 일본(1990년대 초반)과 미국(2010년)의 사례를 보면 일본은 해당 시기 이후로 증시가 하락세를 기록한 반면, 미국은 지속적으로 상승했습니다.

이러한 현상이 나타나게 된 결정적 요인 중 하나가 바로 주주환원율 수준 차이였습니다. 주주환원율이 일본은 40% 수준에서 정체된 반면, 미국은 2010년 58%에서 지속적으로 높아져 2018년에는 105%로 기업이 벌어들인 이익보다 많은 금액을 주주에게 환원했습니다. 다시 한국의 사례로 돌아오면 경제·인구 구조가 일본 사례를 빠르게 쫓아가고 있음에도 불구하고 한 가지 긍정적인 점을 찾을 수 있습니다. 바로 주주환원율이 2010년 14%에서 2018년 29%로 빠르게 증가했고, 2019년에는 30%를 상회하면서 전 세계에서 가장 빠른 속도로 높아지고 있다는 점입니다.

한국의 주주환원율이 급증한 이유의 중심에는 바로 배당금이 있습니다. KOSPI 상장기업의 배당 총합이 2010년 14조5,000억 원에서 2018년 30조5,000억 원으로 크게 급증하면서 2019년 기준으로 KOSPI 예상 배당수익률이 2.3~2.4%에 이르렀습니다. 기업이 글로벌시장에서 이익



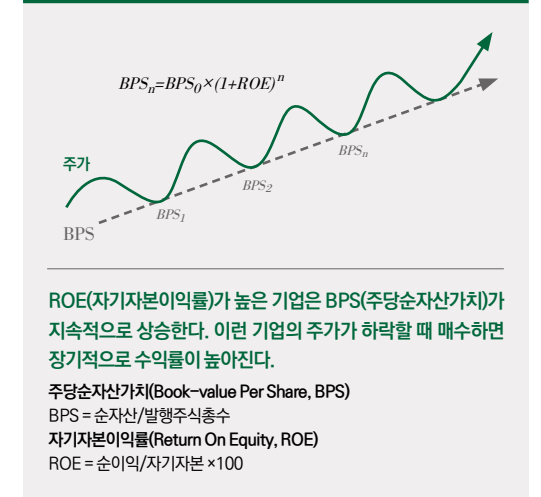
2018년 국민연금의 스튜어드십 코드 도입과 '한진칼'의 주주행동주의 사례에서 볼 수 있듯이 한국의 투자 문화 선진화와 기업의 발 빠른 대응이 어울려 한국 증시 ROE의 구조적 성장을 기대하게 만드는 좋은 현상이 나타나고 있습니다.

을 창출하기 어렵고 투자도 소극적이게 되자 그동안 쌓아 놓았던 잉여 자본을 주주에게 환원함으로써 저금리 시대에 투자 매력도가 한층 높아지게 되었습니다. 2018년 국민연금의 스튜어드십 코드 도입과 '한진칼'의 주주행동주의 사례에서 볼 수 있듯이 한국의 투자 문화 선진화와 기업의 발 빠른 대응이 어우러져 한국 증시 ROE의 구조적 성장을 기대하게 만드는 좋은 현상이 나타나고 있습니다.

ROE의 꾸준한 상승, 한국 증시의 매력이 될 것

막연한 성장 스토리를 추종하기보다 각종 수치를 점검해가며 투자하는 가치투자자에게 ROE가 중장기적으로 우상향할 수 있다는 기대감은 큰 선물입니다. 기업 이익이 증가할 때는 주가 상승으로 수익을 실현할 수 있고, 이익이 감소해 주가가 하락할 때는 배당 확대에 따른 배당수익률의 매력이 높아지고 자사주 매입소각 등으로 투자자를 보호할 수 있기

ROE와 BPS 그리고 주가의 관계



자료: DB금융투자

때문입니다.

2020년을 앞두고 한국은 저성장, 저출산, 저금리의 3저 시대를 맞이하게 되었습니다. 중장기 경제성장에 대한 자신감이 없어지고, 저금리로 인한 유동현금은 부동산에 쏠리는 이런 시기에 구조적 ROE 개선이 기대되는 한국 증시에 투자하는 것은 어떨까요? 이익이 큰 폭으로 증가하지 않더라도 주주환원율 상승으로 ROE가 현재의 6% 수준에서 지속적으로 개선되고, 한국 증시도 이 장단에 맞춰 춤출 날이 오길 고대합니다.



금리와 자산시장의 상관관계

한국은행이 기준금리를 역대 최저인 1.25%까지 내리면서 저금리가 주식 등 자산시장에 미치는 영향에 대한 논의가 뜨거워지고 있습니다. 현재의 저금리 상황을 해석하는 시각과 주식 투자의 시사점을 여러분과 함께 공유하려고 합니다.



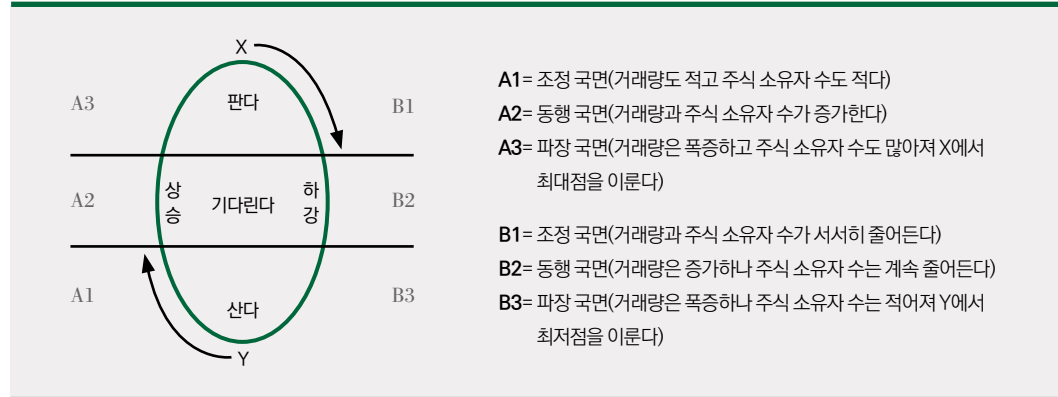
글 | 정광우 한국투자밸류자산운용 멀티운용본부 펀드매니저

저금리가 지속되면서 금리에 대한 관심이 증가하고 있습니다. 이에 따라 금리와 자산시장의 상관관계에 대한 논의 역시 많이 일어나고 있습니다. 과격한 주장을 하는 사람은 일본식 저성장 전개와 마이너스금리가 전 세계에 나타날 가능성까지 이야기하고 있습니다. 금리의 방향성을 판단하는 것은 어려운 일이지만, 어떻게 투자와 연결하면 좋을지에 대해 생각을 나누어보려 합니다.

앙드레 코스톨라니의 달걀

가장 먼저 떠오르는 것이 앙드레 코스톨라니(André Kostolany)의 달걀입니다. 앙드레 코스톨라니는 유럽의 워런 버핏이라 부르는 투자자인데, 투자하기 좋은 시기와 그렇지 않은 시기를 금리와 연관 지어 달걀 모양으로 쉽게 설명했습니다. 인터넷에서 검색하면 앙드레 코스톨라니의 달

앙드레 코스톨라니의 달걀



자료: 앙드레 코스톨라니, <돈, 뜨겁게 사랑하고 차갑게 다루어라>, p.169

갈을 설명하면서 달걀 모양에 부동산, 채권투자 전략까지 넣어두었는데, 이는 사실과 다릅니다. 그의 저서에는 오직 금리, 매수·매도자 수, 주식에 대해서만 언급했습니다. 아마 후대의 연구자들이 더욱 다양한 자산에도 이 이론을 적용하려다 보니 발생한 부분이 아닌가 싶습니다.

이제 이론을 간단히 이야기해보겠습니다. 증시가 바닥일 때 중앙은행은 경기부양을 위해 금리를 내리고, 시중에 유동성을 공급합니다. 이에 따라 점차 증시에 자금이 돌아오고, 과도한 비관론이 줄어들게 됩니다. 이후 상승 과정을 거쳐 과열 국면에 접어들면 중앙은행은 이를 가라앉히기 위해 금리를 인상하고 유동성을 회수합니다. 그러면 증시는 상승을 마감하고 하락 압력을 받습니다.

금리 수준에 대한 판단은 인플레이션을 고려해야

대가들은 쉬운 말로 표현하지만, 이를 실제 투자로 연결하기란 어려운 법입니다. 코스톨라니가 말한 금리 수준을 한번 더 해석해야 하기 때문입니다. 여기서 한 가지 질문을 해보겠습니다. 금리 1%는 높은 것입니까, 낮은 것입니까? 답은 '알 수 없다'입니다. 왜냐하면 인플레이션이라는 금리의 단짝이 어느 정도 수준인지 모르기 때문입니다. 금리 1%는 언뜻 보기엔 매우 낮지만, 만약 인플레이션이 -1%라면 금리가 높다고 할 수 있습니다. 반대로 금리가 5%라 하더라도 인플레이션이 7%라면 금리는 낮은 것입니다.

이를 중앙은행 위원들의 말로 풀어보겠습니다. 인플레이션이 -1%일 때 기준금리 1%는 긴축적인 정책입니다. 반면 인플레이션이 7%일 때 기준금리 5%는 완화적인 정책입니다.

마이너스 물가상승률로 인해 긴축적 금리 상황

이를 현재 우리 증시에 적용해보겠습니다. 한국은행은 지속적인 금리인하를 통해 기준금리를 1.25%로 정해두고 있는데, 절대 수준이 매우 낮습니다. 하지만 지난 9월 물가상승률이 -0.4%로 나왔습니다. 따라서 이 상황을 단순히 결론 내리자면 현재 긴축적인 금리 상황이고, 코스톨라니의 표현을 빌리자면 증시에 유동성이 흘러 들어오기 어려운 것입니다.

이제 추가로 알아봐야 할 것이 두 가지입니다. 먼저 디플레이션이 일시적인 것이냐에 대한 판단입니다. 물가란 결국 성장률의 그림자이기에 향후 우리나라의 성장률에 대해 고민할 필요가 있습니다. 급격한 고령화를 고려할 때 사실 성장률 측면에서 반전이 나오기는 어려워 보이며, 생산성 혁명만이 이를 되돌릴 수 있다고 생각합니다.

다음으로 정책 여력입니다. 마이너스 물가보다 더 낮게 금리를 낮출 수 있다면 완화적인 정책을 쓴다고 말할 수 있을 것입니다. 이미 덴마크를 비롯한 몇몇 국가가 마이너스금리 제도를 시행하고 있습니다. 하지만 우리가 본격적으로 시행하기에는 넘어야 할 산이 많아 보입니다. 사회적 합의



한국은행은 지속적인 금리인하를 통해 기준금리를 1.25%로 정해두고 있는데, 절대 수준이 매우 낮습니다. 하지만 지난 9월 물가상승률이 -0.4%로 나왔습니다. 따라서 이 상황을 단순히 결론 내리자면 현재 긴축적인 금리 상황이고, 코스톨라니의 표현을 빌리자면 증시에 유동성이 흘러 들어오기 어려운 것입니다.

와 구체적 방법론이 그것입니다. 결국 마이너스금리란 예금자의 부를 채무자에게로 옮기는 것이기 때문입니다. 또 원화가 글로벌 준비통화가 아니기에 방법론 측면에서 이미 실행 중인 나라와는 차이가 있어야 할 것입니다. 따라서 만약 실행하더라도 그 과정이 순탄하기보다는 갑론을박이 많을 것이라 생각합니다.

구조적 저성장 속에서도 스스로

미래를 결정할 기업 나타나

금리에서 이야기를 시작해 조금 우울한 방향으로 글이 전개

된 듯합니다. 구조화된 저금리 상황에서 자산시장의 방향성을 예상해보자면 가장 가능성이 높은 것이 일본식 저성장의 고착화일 것입니다. 이처럼 저성장을 겪어온 일본 증시는 긴 시간 동안 방향성을 상실하는 모습을 보였습니다. 하지만 이 속에서도 스스로 자신의 미래를 결정할 능력이 있는 기업이 탄생했습니다. 그리고 그들은 눈부신 수익률을 보여주었습니다. 한국투자밸류자산운용이 수행해나가야 할 소임이 바로 여기에 있다고 생각합니다. 지속적으로 주목을 발굴해 고객님의 소중한 자산을 늘려나가기 위해 노력하겠습니다.

‘배당의 함정’에 빠지지 않는 배당주 투자란?

무조건 배당이 높은 주식에 투자하는 것이 과연 올바른 배당주 투자일까요?
‘배당의 함정’에 빠지지 않는 진정한 의미의 배당주 가치투자에 대해 의견을 나누어보려 합니다.



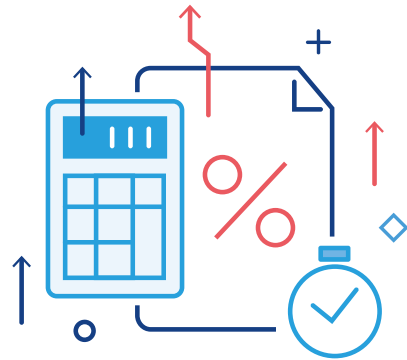
글 | 이승혁 한국투자밸류자산운용 스타일밸류운용본부 본부장

같은 배당주, 다른 수익률

최근 저금리 현상이 심화되면서 상대적으로 배당주에 대한 관심이 높아졌습니다. 하지만 관심만큼 주가 상승률은 높지 않았는데, 실제로 국내 대표 배당주라 할 수 있는 SK텔레콤, KT&G, 기업은행, POSCO의 연초 대비 11월 말 수익률은 각각 -8.72%, -3.65%, -16.37%, -5.14%를 기록했습니다. 반면, 다른 성격의 배당주인 맥쿼리인프라는 같은 기간 28.6% 상승했으며, 신규 상장기업 롯데리츠는 상장 첫날 상한가를 기록했습니다. 이는 배당주에 대한 전반적인 시장수요의 증가보다 불확실한 거시환경 속에 금과 같은 안전자산에 대한 선호가 높아진 것으로 해석할 수 있습니다. 같은 배당주 내에서도 이러한 수익률의 엇갈림은 현재의 고배당을 미래에도 지속할 수 있느냐가 핵심 요인이라 생각합니다. SK텔레콤, KT&G, 기업은행, POSCO의 경우는 정부 규제, 중국과의 경쟁 심화 등으로 그만큼 불확실성이 높아 현재의 고배당이 미래에도 지속될 가능성이 상대적으로 떨어지기에 부진한 수익률을 기록하게 된 것입니다.

배당의 함정

가치투자를 실천하면서 흔히 겪는 실수 중 하나가 밸류 트랩(Value Trap, 가치의 함정)에 빠지는 것입니다. 저PER, 저PBR 총목으로 낮은 밸류에이션에 거래되고 있어 장기투



자를 하고 있지만 주가는 오르지 않아 가치에 갇혀버리는 함정을 일컫는 용어입니다. 결국 주가가 오르지 않는 이유는 기업의 실적 부진입니다. 실적이 성장한다면 장기적으로 주가는 기업가치에 수렴하게 되나, 실적이 정체되고 역성장한다면 “싼 게 비지떡”이라는 속담과 다를 바 없습니다. 배당투자에도 비슷한 경우가 있어 밸류 트랩을 먼저 말씀드렸습니다. 고배당 기업이 배당수익률은 계속 증가하는데 주가는 하락하는 경우입니다. 디비덴드 트랩(Dividend Trap, 배당의 함정)의 예로 현대차 우선주(2014~2018년)를 들 수 있습니다. 2014년 9월 현대차는 한국전력 삼성동 부지를 약 10조 원에 매입하고 성난 주주를 달래기 위해 파격적인 주주환원 정책을 실시합니다. 발행주식총수의 약 1% 규모의 자사주를 매입하고 주당배당금도 전년 대비 50% 이상 증액했습니다. 또한 2018년도에는 행동주의펀

드 ‘엘리트’의 제안으로 발행주식총수 3% 수준의 자사주 소각도 실행했습니다. 2014년부터 2018년까지 배당수익률은 2% 중반에서 5% 수준까지 점진적으로 상승했으나, 주가는 기업 실적과 같이 지속적으로 하락했습니다. 이 사례는 높은 배당수익률에 가려 기업의 펀더멘털을 놓친 경우로, 주가를 결정짓는 여러 변수 중 배당보다는 기업 실적이 우선한다는 사실을 알려줍니다.

고배당뿐 아니라 기업의 연속성도 중요한 고려 사항

기업이 한 해 동안 벌어들인 돈은 크게 네 곳에 사용됩니다. 본업에 재투자, 직원 독려하는 인센티브, 배당 그리고 자사주 매입입니다. 배당주 투자자 입장이라면 이 중 배당을 많이 주는 선택을 선호하게 마련입니다. 그러나 기업이 그동안 벌여놓은 현금을 일시에 배당으로 지급한다면 배당을 받는 순간에 즐거울 수 있으나, 기업의 연속성과 장기투자 대상으로서 적절한지 의구심을 가져야 할 것입니다. 유보 현금을 전액 배당했다는 말은 더 이상 투자해도 성장할 만한 여력이 없다는 뜻과 같기 때문입니다. 결국 기업이 벌어들인 돈을 어디다 쓸 것인지, 자본을 얼마나 효율적으로 배치할 것인지가 가장 중요한 문제입니다. 이러한 결정은 주주

의 견제도 중요하지만 결국 경영자의 역할이 가장 클 수밖에 없습니다.

기업의 펀더멘털과 수익 창출의 지속성 중시하는 배당주 투자

저희는 배당주를 선택할 때 늘 이러한 문제를 가장 중요하게 여깁니다. 기업에 무조건 고배당을 원하기보다 기업의 성장주기에 따라 이 기업이 성장 단계인지, 안정 단계인지 파악하고, 이에 걸맞은 배당정책을 실행하고 있는지를 살펴봅니다. 예를 들면, 성장 단계의 기업은 투자의 재원이 많이 필요하기 때문에 현재는 낮은 배당을 지급하지만, 향후 성장이 둔화해 안정 단계에 접어들었을 때 기업이 벌어들인 과실을 일반주주와 공유할 수 있는지에 대한 문제입니다. 한국투자밸류자산운용은 지속적으로 경영진과 대화해 이를 파악하고, 주주환원 정책을 일반주주와 공유하는지, 그렇지 못한 경우 과거의 배당 지급 내역이 어땠는지 등을 분석하는 등 다방면으로 검토하고 있습니다. 현재의 배당뿐 아니라 그 이면에 있는 기업의 펀더멘털과 이를 바탕으로 높은 수준의 ROE를 추구하는 하이 퀄리티 기업을 발굴해 안정적 수익을 창출할 수 있도록 노력하겠습니다.



●●●
저희는 배당주를 선택할 때 기업에 무조건 고배당을 원하기보다 기업의 성장주기에 따라 이 기업이 성장 단계인지, 안정 단계인지 파악하고, 이에 걸맞은 배당정책을 실행하고 있는지를 살펴봅니다.

가치투자에서 ‘기다림’의 리스크를 줄이는 방법

가치투자자에게 기다림은 숙명과도 같습니다. 그렇다고 무작정 기다려 가치를 실현하는 것이 성공적인 가치투자자는 아닙니다. 기다림에 필수적으로 동반되는 리스크를 줄이는 두 가지 방법을 말씀드립니다.



글 | 윤정환 한국투자밸류자산운용 스타일밸류운용본부 펀드매니저

가치 실현까지 기다림의 비용도 고려해야

내재가치 대비 저평가된 회사를 매수해 시장에서 내재가치 이상의 평가를 받을 때 매도하는 것이 가치투자의 가장 기본 원칙입니다. 저평가된 회사의 주가가 내재가치 이상으로 돌아오는(이를 ‘가치 실현’이라 하겠습니다) 기간 동안 기다림은 그야말로 필수입니다.

가치투자를 하는 데 기업의 내재가치를 정확히 판단하는 것만큼이나 저평가되었다고 판단한 기업을 매수한 후 가치 실현의 순간까지 인내심을 갖고 기다리는 것도 어렵고 중요한 일입니다. 이러한 어려움을 이겨내고 결국 시장에서 가치 실현이 이루어져 매수 당시 생각한 기업의 내재가치 이상의 가격에 매도했다고 가정해보겠습니다. 그렇다면 과연 성공적으로 투자한 것일까요? 꼭 그렇다고 볼 수는 없습니다. 자본을 이용해 주식을 보유하는 것의 기회비용도 고려해야 하기 때문입니다.

실제로 많은 기업을 분석하다 보면 정말 오랜 기간 동안 회사 사업을 통한 기업가치가 향상되지 않았음에도 현금이나 보유 자산을 쌓아만 두고 투자나 배당 등으로는 전혀 활용하지 않는 회사가 있습니다. 이런 회사는 청산가치보다 훨씬 낮은 가격에 매수했다 하더라도 성공적 투자라고 말할 수 없습니다. 가치 실현 시점을 예언할 수 없기에 보유 기간이 길어진다면 기회비용을 고려할 때 오히려 손해일 수도 있기 때문입니다. 다만 저성장·저금리 시대에는 주식 외 여



가치투자를 할 때도 해당 기업의 내재가치 매년 일정 수준 이상으로 성장하는 것은 매우 중요합니다. 특히 이러한 효과는 ‘복리의 마법’으로 인해 투자 기간이 길면 길수록 기하급수적으로 커집니다. 가치 실현 시점을 특정할 수 없는 상황에서 기업가치가 전혀 향상하지 않거나 오히려 역성장할 것으로 예상하는 기업을 싸다는 논리만으로 매수해서는 안 되는 이유가 바로 이 때문입니다.



타 자산의 수익률이 떨어진 만큼 가치 실현을 기다리며 주식을 보유하는 것의 기회비용도 과거보다 낮아졌다고 할 수 있습니다.

기업의 내재가치 변화와 가치투자

가치투자에서 시간이라는 변수와 관련해도 하나 유의할 점은 시간이 지남에 따라 기업의 내재가치가 끝없이 변화한다는 점입니다. 회사의 내재가치는 내적·외적 환경에 따라 크든 작든 지속적으로 변화합니다. 이 변화가 투자자의 예상을 크게 벗어나지 않는 범위 내에서 기업가치가 높아지는 방향으로 나타난다면 좋겠지만, 예상치 못한 일로 기업가치가 크게 하락하는 일도 비일비재합니다. 가치투자자는 필연적으로 가치 실현을 할 때까지 기다림의 시간이 필요합니다. 그 기간 동안 기업가치가 크게 하락한다면 저평가된 가격에 주식을 매수한 것이 아니라, 기업의 내재가치 수준으로 제값을 치른 것이거나, 내재가치 이상 가격을 주고 주식을 산 꼴이 될 수 있는 것입니다.

기업가치의 성장과 주식 보유 기회비용 비교

이렇게 가치 실현까지 기다림의 시간으로 인한 리스크를 줄이는 데에는 어떤 방법이 있을까요?

첫 번째는 매수 기업을 고를 때 향후 가시적인 기업가치의 성장률이 주식 보유의 기회비용을 앞설 수 있는지를 가능해보는 것입니다. 예를 들어 10년간 내재가치가 성장하지 못한 기업을 내재가치보다 싸게 매수해 10년 후 주가가 내재가치만큼 올라 매도해 수익을 거두었다 하더라도 10년간 주식을 보유한 기회비용을 감안하면 실질적으로는 손실을 본 것일 수 있습니다. 만약 이 기업이 매년 주식 보유 기회비용보다 높게 내재가치가 성장하는 기업이라면 어떨까요? 10년 동안 주가가 전혀 오르지 않더라도 투자자는 초조해할 필요가 없습니다. 왜냐하면 시간이 지나면서 기업의 내재가치가 성장하는 만큼 현재의 시장가격과 내재가치 사이의 괴리는 더 커질 것이고, 이는 곧 기대수익률 증가로 이어지기 때문입니다. 이런 경우 긴 기다림 끝에 가치가 실현된 시점에 매도한다면 기회비용을 감안하더라도 충분한 수익을 보상받을 수 있습니다.



이렇듯 가치투자를 할 때도 해당 기업의 내재가치가 매년 일정 수준 이상으로 성장하는 것은 매우 중요합니다. 특히 이러한 효과는 ‘복리의 마법’으로 인해 투자 기간이 길면 길수록 기하급수적으로 커집니다. 가치 실현 시점을 특정할 수 없는 상황에서 기업가치가 전혀 향상하지 않거나 오히려 역성장할 것으로 예상하는 기업을 싸다는 논리만으로 매수해서는 안 되는 이유가 바로 이 때문입니다.

정성적 분석 통해 오래 지속될 안정적 기업 골라야

두 번째로 예상치 못한 기업가치 하락의 리스크가 적은 기업을 고르는 데에는 정량적 분석보다도 정성적 분석이 중요할 수 있습니다. 기업이 영위하는 산업의 특성, 브랜드 가치를 비롯한 시장지배력, 경제적 해자, 경영진 능력과 신의, 주주를 대하는 기업 태도 등이 모두 포함됩니다. 특히 많은 가치투자자는 다소 보수적 시각으로 기업을 바라봅니다. 불안한 고성장보다는 성장성이 다소 낮더라도 안정성을 중시하고, 이익의 하방 경직성과 우수한 재무구조 등을 눈여겨봅니다. 본업과 관계없는 일에 무분별하게 뛰어들려는 경영진도 좋아하지 않습니다. 가치 실현 시기를 기다리는 동안 예상치 못한 변수로 기업가치가 하락하는 것은 정말 낭패스러운 일이기 때문입니다. 내진설계가 잘된 건물이어야 예기치 못한 지진이 발생해도 무사할 수 있듯이, 투자할 회사가 예상치 못한 변수에도 잘 견딜 수 있는지를 면밀히 검토해보아야 합니다.

저성장 시대의 성장 가치투자

저성장 시대에 성장하는 기업이 지니는 희소성과 가치는 대단합니다. 그중에서도 저평가된 성장주는 가치투자의 훌륭한 대상입니다. 정치·경제적 불확실성이 여전히 존재하는 가운데 성장 가치투자가 부딪힌 한계와 가능성에 대해 말씀드리겠습니다.



글 | 최찬규 한국투자밸류자산운용 코어밸류운용본부 펀드매니저

저성장·저금리 시대에 성장주 투자는 어디로?

2019년 한국 경제성장률이 2%를 밑돌 가능성이 높아지고, 우리 경제의 성장잠재력 하방 압력도 거세지고 있습니다. 성장률이 낮아지면서 투자를 통해 수익을 내기 힘들어졌고, 이에 돈의 가치가 하락하고, 또 경제의 역동성도 점점 더 사라지고 있는 것입니다. 그리고 이런 현상은 비단 한국 뿐 아니라 전 세계에서 나타나고 있습니다.

이에 많은 투자자가 배당투자나 우선주, 낫더라도 안정적 수익에 대한 목소리를 높이고 있습니다. 그리고 저금리 시대에서 이런 투자 방식은 실제로 매우 유효합니다. 성장성이 줄어들면 기업은 유보했거나 벌어들이는 현금을 배당을 늘리는 데 쓸 가능성이 높고, 배당수익률이 이자수익률보다 충분히 높으면 배당투자에 대한 유인이 커질 것이기 때문입니다.

그렇다면 성장성에 대한 투자는 이제 사라지는 것일까요? 저희는 그렇게 생각하지 않습니다. 성장이 희귀해진 만큼 저성장 시대에서 고성장하는 기업은 이전보다 더 높은 가치를 받을 가능성이 높습니다. 가격은 희소성 원리가 작용하기 때문에 이전보다 희소해진 자원에 대한 가치는 올라가기 마련입니다. 최근 성장 업종으로 분류되는 전기차, 5G, 엔터테인먼트·미디어, 화장품, 제약·바이오 같은 업종의 밸류에이션이 다른 업종 대비 월등히 높은 이유도 바로 여기서 찾을 수 있습니다.

가치투자의 중요한 판단 기준 중 하나인 기업의 성장성

한국투자밸류자산운용은 이러한 관점에서 성장 가치 역시 중요한 내재가치 평가 요인으로 생각합니다. 보통 가치투자라고 하면 PER이나 PBR이 절대적으로 낮은 주식에 투자하는 것으로 생각하는 경우가 많지만, 가치투자는 기업의 내재가치에 비해 저평가된 주식에 투자하는 것으로, 그



기업의 시장지배력이 높아 프랜차이즈 가치가 있으며, 빠르게 성장하는 산업에 속해 있다면 높은 밸류에이션을 받는 것이 당연하고, 그 높은 밸류에이션에 비해서도 잠재된 성장 가능성이 높다면 그 기업은 저평가된 가치투자의 대상이 될 수 있습니다.

판단 기준에는 기업의 성장성 또한 포함됩니다. 기업의 시장지배력이 높아 프랜차이즈 가치가 있으며, 빠르게 성장하는 산업에 속해 있다면 높은 밸류에이션을 받는 것이 당연하고, 그 높은 밸류에이션에 비해서도 잠재된 성장 가능성이 높다면 그 기업은 저평가된 가치투자의 대상이 될 수 있습니다. 단순히 밸류에이션의 절대 수준만 고려하는 것이 아니라 성장성 대비 저평가된 주식을 찾아 투자하는 것 역시 가치투자 방식의 하나로 유효합니다. 그 기업의 잠재 가능성에 비해 시장의 관심이나 기대를 충분히 받지 못해 소외된 주식을 찾아 투자함으로써 투자자 여러분께 보다 더 큰 수익을 안겨드리기 위해 저희는 끊임없이 노력하고 있습니다.

물론 전반적인 경제성장성이 낮아졌기에 과거보다 성장하는 기업을 찾기란 더 어려운 일이 될 것입니다. 하지만 어려운 일인 만큼 그에 대한 보상은 더 클 것이라고 생각합니다. 더 희소해진 만큼 진정으로 성장하는 기업의 밸류에이션은 과거보다 더 높을 수밖에 없다는 생각입니다. 난세에 영웅이 나듯이 저성장 시대에 성장 가치투자는 더욱 빛날 수 있습니다.

불확실성 지속되면서 흔들리는 성장주 투자

그러나 기대에 비해 저희가 관심을 갖고 있는 성장 가치주의 성과는 부진한 상황입니다. 작년 5월 미국과 중국의 무역 분쟁 우려가 재점화된 이후 정치적 불확실성이 해결되지 않은 상황에서 한국 증시가 너무 크게 하락하는 바람에 성장 가치주의 성과 역시 부진합니다. 특히 신약의 3차 임상 실패 등 약재가 타지면서 전반적으로 바이오업종이 하락했고, 사드 문제가 해결되지 않으면서 중국 관련 소비주 역시 주가가 부진했으며, 2019년에 잇따른 에너지 저장장치(ESS) 화재로 인해 2차전지 배터리업체의 주가 역시 하락했습니다. 이처럼 KOSDAQ 시가총액 상위 업종에서 부정적 사건이 발생하며 KOSDAQ 자체가 크게 하락했고, 성장 가치주 전반적으로 지난 1년간 유난히 힘든 상황을 겪었습니다.

하지만 가치투자의 기본 개념이 저평가이고, 이 저평가는 소외현상에서 비롯하는 경우가 많습니다. 지수 하락과 투자심리 악화가 서로 꼬리를 물고 일어나 주가가 무차별적으로 빠진 지금이 어찌 보면 좋은 가치투자 기회가 될 것입니다. 물론 성장하는 업종과 기업이 한정적이고, 그렇기 때문에 주가의 움직임이 빠르고 변동성이 크며, 쏠림현상이 빈번하게 일어나 매매하는 데 어려움이 있으나, 장기적 시각에서 종목을 발굴해 보유한다면 좋은 수익률을 올릴 수 있을 거라고 믿습니다.

지금도 성장 가치주 발굴할 좋은 기회

미국과 중국의 무역 분쟁은 여전히 지속되고, 우리나라와 중국과의 관계도 크게 개선되지 않은 상황이며, 북한과의 관계 역시 불확실성이 높아지고 있습니다. 글로벌 경제체계의 우려가 커지는 가운데 정부나 중앙은행의 추가적 부양책이 효과를 거둘 수 있을지 의심받고 있습니다. 이처럼 거시경제 차원의 불확실성이 크긴 하지만, 불확실성의 대부분이 이미 주가에 반영되어 있습니다.

철저한 분석과 지속적 탐방을 통해 아직 시장에서 그 가치를 제대로 평가받지 못한 진정한 성장 가치주를 발굴한다면 그 어느 때보다 좋은 수익률을 올릴 수 있는 절호의 기회가 될 것입니다.

단단해 보이는 것이 더 위험하다

겉이 단단해 보이는 것이 치명적 위험에는 더 취약할 수 있습니다. 이런 관점에서 투자위험은 무엇이고 성공적 투자란 무엇인지 같이 생각해보았으면 합니다.



글 | 정신욱 한국투자밸류자산운용 멀티운용본부 본부장

단단한 갑각류 껍데기가 치명적 위험에 더 취약

투자에서 리스크 개념에 대해 우리는 진지하게 다시 생각해 볼 필요가 있습니다. 최근 DLF(파생결합펀드) 사태는 우리나라 자본시장에 큰 충격을 주고 있지만, 투자 결과를 떠나 위험에 대해 우리는 어떤 태도를 취해야 하는지 본질적인 이야기를 해볼까 합니다. “과거 독일 국채금리가 -0.2% 이하로 하락한 적은 한 번도 없었기 때문에 이 상품은 예금처럼 안전하다”고 한 어리석음을 지적하려는 건 아닙니다. 그보다는 투자자가 투자상품을 대하는 태도와 관점에 대해 말씀드리고 싶습니다.

갑각류와 포유류의 가장 큰 차이는 골격 형태입니다. 갑각류의 골격은 갑옷과 같아서 외부로 드러나면서 살과 내장 기관을 감싸고 보호합니다. 반면 포유류의 골격은 내부에 위치해 살과 피부가 외부로 드러난 구조입니다. 이런 골격의 차이는 외부의 위험에 어떻게 대처하는지와 관련이 깊습니다. 갑각류의 단단한 껍데기는 일상적 충격이라면 상처 하나 입지 않고 막아낼 수 있지만, 포유류는 피가 나거나 멍이 듭니다. 하지만 치명적 위험 앞에서는 반대가 됩니다. 갑각류의 껍데기를 뚫을 만큼 강한 충격을 받으면 갑각류는 죽음에 이르지만, 포유류는 오히려 척추가 치명상을 입지 않도록



최근 DLF(파생결합펀드) 사태는 우리나라 자본시장에 큰 충격을 주고 있지만, 투자 결과를 떠나 위험에 대해 우리는 어떤 태도를 취해야 하는지 본질적인 이야기를 해볼까 합니다.





투자의 리스크를 ‘확률’과 ‘승률’ 관점에서 접근한다면 큰 오류를 낼 수 있습니다. 투자는 확률과 그 확률이 발생했을 경우 결과의 크기를 포함하는 ‘기댓값’ 개념이어야 합니다.

록 막는 버퍼 역할을 합니다. 이처럼 단단해 보인다고 더 안전한 것은 아닙니다.

투자의 꾸준함과 안정성 제고

투자업계에서도 이런 행태가 자주 나타납니다. ‘꾸준하고 높은 확률로 수익을 내는’ 펀드에 관심이 몰립니다. 기본적으로 모든 사람은 손실 회피 성향이 있기에 수익률 차트가 꾸준히 우상향하는 펀드는 향후에도 그럴 것이라는 안정감을 줍니다. 수익률도 중요하지만, 그중에서도 주간·월·분기 기준 단위에서 몇 퍼센트 비율로 플러스(+) 수익률을 기록했는지의 ‘승률’도 아주 중요한 포인트로 평가됩니다. 어쩌다 크게 이기는 것보다 작더라도 자주 이기는 것이 높은 안정성과 직결된다고 보는 게 일반적입니다.

‘꾸준하고 안정적인 수익’은 대박만 좇는 일부 사람을 제외하면 모두가 원하는 것입니다. 그리고 실제 자신만의 방식으로 오랜 기간 그런 결과를 만들어낸 펀드와 펀드매니저는

충분히 존중받을 만합니다. 그러나 시시때때로 변하는 자산가치와 매력 속에서 ‘지속 가능한 안정적 수익’은 조금은 비현실적 가정을 담고 있다는 것을 인지해야 합니다. 그 꾸준함과 안정성이 감각류 방식의 투자에서 비롯된 것은 아닌지 되돌아보아야 합니다.

투자의 성공은 기댓값에 달려 있다

3년 전에 두 가지 굵직한 사건이 있었습니다. 브렉시트와 트럼프 미국 대통령 당선이 그것입니다. 이 두 사건의 공통된 특징은 시장참여자의 90% 이상이 직전까지도 그 사실을 예상하지 못했다는 것입니다. 이에 주식시장은 표결 결과가 알려진 직후 급락하는 상황을 맞았습니다. 그런데 만약 당신이 3년 전 당시 ‘안정적 수익을 목표로 하는 투자자’였다면 당신도 역시 브렉시트는 일어나지 않고, 미국 대통령은 힐러리 클린턴이 될 것이라는 예측에 따라 선택했을 가능성이 높습니다. 그런데 그 ‘안정적 선택’이 ‘위험한 결과’를 낳았다는 점이 아이러니입니다.

결국 투자의 리스크를 ‘확률’과 ‘승률’ 관점에서 접근한다면 큰 오류를 낼 수 있습니다. 투자는 확률과 그 확률이 발생했을 경우 결과의 크기를 포함하는 ‘기댓값’ 개념이어야 합니다. 99%가 예상하고 있는 사건에 돈을 건다면 나는 99%의 확률로 수익을 누리겠지만 그 대가는 미미하고, 1%의 확률로 큰돈을 잃을 수 있습니다. 하지만 만약 1%의 확률에 베팅한다면 아흔아홉 번은 돈을 잃겠지만, 한 번은 큰 수익을 낼 것입니다. 사람들이 생각하는 꾸준함과 안정성은 손실이 발생하기 전까지는 전자가 우수하겠지만, 실제 수익과 기댓값 개념으로는 후자가 높을 가능성이 큼니다.

투자는 많이 이겨야 이기는 게임이 아닙니다. 자주 잃더라도 잃을 때 적게 잃고, 드물게 벌더라도 벌 때는 많이 버는, 결국 기댓값이 높은 게임을 지속한다면 성공할 수 있습니다. 그리고 기댓값이 높은 게임을 지속할 때는 파멸을 유발하는 게임에는 결코 참여해서는 안 된다는 점을 명심해야 합니다. 90% 확률로 돈을 벌고, 10% 확률로 파산하는 게임을 열 번만 연속으로 한다고 치면 파산할 확률은 65%에 이릅니다. 확률이 낮아도 반복된 베팅은 그 가능성을 기하급수적으로 높입니다.



“가치투자자는 외롭다”는 말이 여기에서 나옵니다. 확률이 낮은 투자에 긴 시간을 기다리는 한편, 그 결과는 짧은 시간에 강하게 나타나는 것이 일반적입니다. 과거 10년간 지속된 성장주의 강세는 가치투자자를 상당히 외롭게 했지만, 이제는 한번 기대해도 좋을 시간이 다가온 것 같습니다.

확률 낮지만 기댓값 높은 투자 방식, 가치투자

가치투자 개념도 이와 비슷합니다. 현재 시장가치가 보수적 관점에서 계산한 기업가치보다 상당히 낮다면 주가가 크게 하락할 가능성은 낮고, 흑자라도 파산할 가능성은 없을 것입니다. 한편 시장이 똑똑하다면 주식이 싸게 거래되는 이유가 있을 것이고, 당장 상승할 가능성도 높지는 않다고 보는 것이 합리적입니다. 하지만 이들 기업 중에서 긍정적 변화를 만들어내는 소수의 회사가 있다면 이들 기업의 주가 상승폭은 상당히 클 수 있습니다. 기대감이 낮았기 때문입니다. 확률은 낮지만 기댓값이 높은 전형적인 투자가 바로 가치투자입니다.

긴 기다림의 끝이 온다

“가치투자자는 외롭다”는 말이 여기에서 나옵니다. 확률이 낮은 투자에 긴 시간을 기다리는 한편, 그 결과는 짧은 시간에 강하게 나타나는 것이 일반적입니다. 과거 10년간 지속된 성장주의 강세는 가치투자자를 상당히 외롭게 했지만, 이제는 한번 기대해도 좋을 시간이 다가온 것 같습니다. 최근 메릴 린치의 조사에 따르면 미국 포트폴리오 매니저 중 2%만이 향후 가치주 성과가 성장주 성과보다 좋을 것이라고 전망했다고 합니다. 98%가 전망하는 미래에 꼴등자가 숨어 있을 가능성은 낮습니다. 희망과 용기를 가져도 될 때입니다.

3

PART

오랫동안 소통하고, 깊게 분석해온
투자 기업에 대해 말씀드립니다

밸류의 기업 이야기

- 01 KISCO홀딩스(001940)
- 02 NICE(034310)
- 03 넥센(005720) / 삼영무역(002810)
- 04 동원개발(013120)
- 05 디티알오토모티브(007340)
- 06 선진(136490)
- 07 세방(004360)
- 08 아이디스홀딩스(054800)
- 09 풍산홀딩스(005810)

※ 위 기업은 가치투자 철학과 목표를 설명하는 데 가장 적절한 종목이라고 판단하여 선정하였으며,
당사는 위 기업에 대하여 2019년 11월 말 기준 5% 이상의 지분을 보유하고 있습니다.
※ 위 기업은 특정 펀드의 포트폴리오를 설명할 수 없으며, 향후의 투자 여부와는 무관합니다.

철강 자회사의 이익
안정적인 현금 부자 지주회사

KISCO홀딩스
(001940)



투자 아이디어

- ❶ 시가총액보다 훨씬 많은 현금 보유
- ❷ 주주 가치 개선 움직임에 차츰 부응해가는 단계



KISCO홀딩스는 한국철강, 한영철강공업, 대흥산업, 서울을 자회사로 보유한 지주회사입니다. 실적의 대부분이 한국철강과 한영철강공업 두 곳에서 나오는데, 한국철강과 한영철강공업 모두 철근 사업을 주 사업으로 영위하고 있습니다. 철근 사업의 실적은 국내 건설 경기와 경쟁 강도의 영향을 받지만, 국내시장은 상위 5개 회사의 과점 구도가 이미 형성되어 있어서 안정적으로 이익을 꾸준히 낼 수 있는 사업입니다. 1990년 이후 지금까지 30여 년 동안 IMF 외환위기도 겪었고 미국발 서브프라임모기지 위기도 겪었지만, KISCO홀딩스는 영업 적자를 단 한 해도 기록한 적이 없을 정도로 매년 현금을 착실히 쌓아가는 기업입니다.

힘들 때나 좋을 때나 이익을 내며 자본을 꾸준히 쌓아가는 과정에서 회사가 특별한 움직임을 보여주지 않다 보니 시가총액보다 훨씬 많은 현금을 보유하게 되었습니다. 주가가

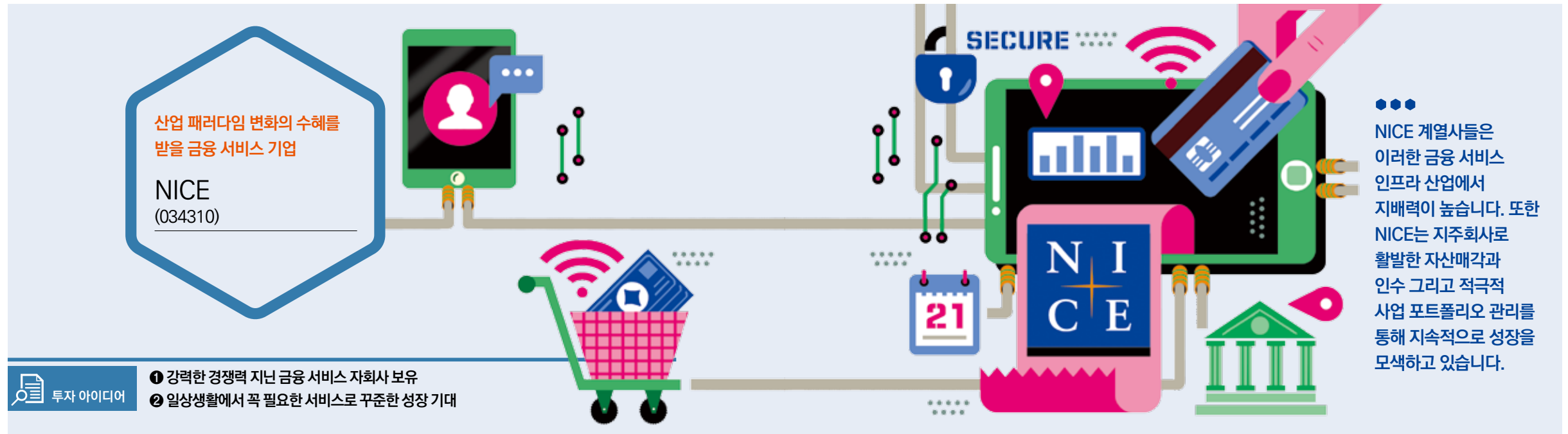
중·장기적으로 천천히 그리고 꾸준히 상승하고 있음에도 저평가 정도는 한층 더 심화된 상태에 있습니다.

최근에는 회사가 여러 측면에서 개선 움직임을 보이고 있음을 주목하고 있습니다.

첫 번째, 주당배당금(DPS)의 상향입니다. 주주 가치 증대에 대한 활발한 움직임은 글로벌 차원에서 시작되어 한국으로까지 이어지고 있고, 한국투자밸류자산운용 역시 주주 가치 증대 움직임에 대해 공감하며 회사와 소통하고자 합니다. 그에 따라 저희는 KISCO홀딩스와 지속적으로 소통하면서 배당성향 확대를 요청해왔습니다. KISCO홀딩스는 2007년 이후 2016년까지 매년 자본이 계속 쌓였으나, 쌓인 자본을 활용하지 않기 때문에 ROE는 계속해서 하락해 왔습니다. 또한 회사의 공간이 두둑해짐에도 주주와 나누는 DPS는 180원에 불과했습니다. 배당성향이 통상 벌어들이던 돈을 기준으로 볼 때 10% 이하인 셈입니다. 그러나 2017년부터는 배당을 늘리려는 모습을 보여주고 있습니다. 2017년 DPS가 250원으로 늘어난 데 이어 2018년에는 280원으로 높아지면서 주주의 요구에 느리지만 조금씩 부응하고 있습니다. 2019년에도 배당이 늘어날 것으로 기대하고 있습니다.

두 번째, 이익을 개선하기 위한 노력입니다. 금속에 외력을 가해 형상을 변형시키는 성형 방법 중 하나인 단조 사업에 진출했지만, 이후 국내 전방산업의 상황이 악화되었습니다. 이러한 가운데 경쟁사들의 증설로 낮은 가동률을 기록하면서 지난 수년간 기업이 영업활동으로 벌어들인 현금 창출 능력을 나타내는 지표인 EBITDA마저 적자를 나타내자 (공장을 돌리면 돌릴수록 손해인 상황) 사업을 접기로 중대한 결정을 내렸습니다. 이에 따라 다른 조건이 동일하다면 향후 회사의 이익은 10~20%가량 늘어날 수 있을 것으로 전망합니다.

최근 국내 제조업 경기가 급속히 악화하고 있는 가운데 자금 부담을 겪으면서 쓰러지는 기업이 늘어나고 있습니다. 향후 KISCO홀딩스가 보유한 풍부한 현금 여력을 활용해 좋은 사업 기회를 포착하고, 더 좋은 성장 발판을 마련할 수도 있을 것으로 기대합니다.



4차 산업혁명이 진행되고 있는 현재 시점에서 신용평가, 전자결제망 등 지식정보산업의 필요성이 그 어느 때보다 높아지고 있습니다. 올해는 핀테크에 대한 관심이 증가했고, 새로운 산업 변화에 대한 정부와 산업계의 움직임이 일어나고 있습니다. NICE는 이러한 패러다임 변화에 대한 수혜를 온전히 입을 수 있다는 점이 가장 주요한 투자 포인트입니다. NICE는 개인 신용 관리, 기업 신용평가, 현금인출기 운영, 신용카드 결제 관리 등 다양한 금융 서비스를 영위하는 계열사를 보유한 NICE그룹의 지주회사입니다. 금융 서비스는 진입 장벽이 높고, 전문 인재가 필요하며, 장기간 다방면으로 축적한 데이터가 핵심 경쟁력으로 작용하기 때문에 소수 업체가 시장을 과점하는 경우가 많아 사업 안정성과 수익성이 매우 뛰어납니다.

NICE 계열사들은 이러한 금융 서비스 인프라 산업에서 지배력이 높습니다. 또한 NICE는 지주회사로 활발한 자산매각과 인수 그리고 적극적 사업 포트폴리오 관리를 통해 지속적으로 성장을 모색하고 있습니다. 대표적으로 금융 서비스 분야 외에도 아이티엠반도체·LMS 등 제조업 분야에 투자해왔고, 그간의 투자에 대한 결실을 맺는 시기가 다가왔습니다. 이 계열사들도 금융 서비스 분야 계열사와 마찬가지로

기술력을 토대로 업계 내 높은 진입 장벽을 구축하고 있습니다. NICE의 주력 자회사에 대해 하나씩 설명해드리겠습니다.

나이스평가정보

스마트폰이 일상에 파고들면서 온라인 네트워크는 이제 우리 생활에 없어서는 안 될 부분이 되었습니다. 얼굴과 얼굴을 바라보고 거래하던 세상에서 불특정 다수와의 비접촉성 거래가 급증하는 온라인 세상으로 바뀌면서 신용평가의 중요성은 더욱 높아지고 있습니다. 대표적 자회사인 나이스평가정보는 기업과 개인의 신용정보를 장기적으로 축적한 데이터를 기본으로 각종 경제와 금융 정보를 추가해 종합 비즈니스 정보로 만들어 온라인 또는 오프라인 형태로 제공합니다. 기업과 기업의 전자상거래나 개인의 금융권 대출 등 다방면에서 나이스평가정보가 분석한 신용평가를 기반으로 한 사업을 전개할 정도로 우리 생활에서 빼놓을 수 없는 핵심 사업이 되었습니다. 또 경쟁력의 원천인 데이터베이스는 단기간에 구축하기 쉽지 않고, 고객은 기존 사업자에 대한 충성도가 높아 신규 업체의 진입이 어려워 신용평가 산업의 성장을 온전히 누릴 수 있다는 장점이 있습니다.

한국전자금융

우리가 은행, 편의점, 지하철 역사 등 생활 속에서 쉽게 접할 수 있는 현금인출기(ATM, CDVAN)를 관리하는 자회사입니다. ATM 사업은 투명한 자금관리와 전국적인 네트워크를 기반으로 실시간 서비스를 제공할 수 있어야만 산업 내 경쟁력을 높일 수 있습니다. 인프라 관리 센터, 현장 전문 요원, 보안 시설을 갖춘 전문 차량과 인력, 통신 시스템 등 필수적으로 확보해야 할 부분이 많은 사업이라 새로운 기업이 뛰어들기 어려운 시장입니다.

나이스정보통신/KIS통신

VAN은 각 개별 가맹점에 설치한 단말기와 자체 통신망을 통해 소비자가 편하게 결제할 수 있도록 시스템을 지원하는 부가가치 통신망으로, NICE는 나이스정보통신과 KIS정보통신 등 2개 자회사를 운영함으로써 국내시장 점유율 1위를 지키고 있습니다. 신용카드 사용액에 따라 일정 수수료를 수취하는 사업으로, 전국 가맹점망을 보유한 동사는 매일 안정적 생활 밀착형 사업으로 최근 들어 온라인 거래가 급증하고 있습니다. 이에 따라 나이스정보통신 자회사 나이스페이먼츠를 통해 PG, 온라인 VAN 사업이 새로운 성장

모멘텀이 되었습니다. PG와 온라인 VAN 사업도 온라인 결제에 따른 일정 수수료를 받는 사업으로, 온라인 거래 금액 증가에 따른 수혜를 입을 수 있습니다.

아이티엠반도체

마지막으로 스마트폰에 사용하는 2차전지 배터리 보호 패키지를 개발·생산하는 자회사 아이티엠반도체가 있습니다. 스마트폰은 잠드는 순간에도 손에서 놓지 못하는 생활 필수품이 되었는데, 그만큼 2차전지 배터리의 안전성을 강화해야 할 필요성이 있습니다. 아이티엠반도체는 기술력 기반으로 개발한 2차전지 배터리 보호 회로를 글로벌 스마트폰 제조회사에 공급하고 있어 안정적 성장이 전망됩니다. 최근 기존 제품에 경쟁력을 더한 신제품을 내놓았습니다. 이로써 전체 ASP 상승과 거래처 다변화를 통해 큰 성장을 이루어낼 것으로 보입니다.

신용평가, 전자결제망, 무인 시스템, 2차전지 배터리 보호 회로 등 자회사의 사업 분야가 모두 미래 지식정보산업 성장의 수혜를 기대할 수 있습니다. 또한 일상생활에서 접할 수 있는 서비스이기에 NICE의 중·장기 기업가치는 지속적으로 성장할 것으로 기대합니다.

축적한 현금을 바탕으로
주주 가치 개선 가능한 자산주

넥센 (005720) 삼영무역 (002810)



투자 아이디어

- ❶ 자회사 지분가치보다 저평가된 넥센
- ❷ 알짜 관계회사 통해 창출하는 현금으로 기업가치 높아질 삼영무역



2010년 이후로 주목하는 자산주는 우량한 자회사 지분을 보유해
가치가 큰 기업과 부채가 없고 시가총액만큼 순현금이 많은 기업에
집중되고 있는 실정입니다.

전통적인 가치투자법으로 손꼽을 수 있는 것이 바로 자산주 투자입니다. 자산주는 우량한 자산을 보유한 기업의 주식으로, 보유한 자산가치보다 시장에서 거래되는 가격인 시가총액이 크게 낮아서 자산 대비 저평가된 투자 대상을 말합니다. 주가가 청산가치에 크게 미달하는 경우 장기적 관점에서 매력적인 투자 대상이라 할 수 있습니다. 지금 당장은 아니더라도 넉넉한 자본으로 신사업을 시작하거나, 인수합병을 통해 수익가치를 높일 수 있는 가능성이 커지기 때문입니다. 2000년대 초·중반까지만 해도 보통 자산주로 분류되는 기업군은 대부분 사무실이나 공장 부지 등 부동산을 보유한 기업이었습니다. 보유한 부동산이 각종 재개발 등으로 장부가보다 높은 가격으로 오르면 주가도 크게 올랐기 때문에 투자자가 선호하는 투자 대상이었습니다. 하지만 대부분 부동산 매각 이익이 일반주주에게 환원되지 않다 보니 주가가 급등했다가 다시 하락하는 경우가 다반사였습니다. 2010년 이후로 주목하는 자산주는 과거처럼 기업이 보유한 부동산 가치에 집중하기보다는 지주사로서 우량한 자회사 지분을 보유해 가치가 큰 기업과 부채가 없고 시가총액만큼 순현금이 많은 기업에 집중되고 있는 실정입니다.

넥센은 본업에서 이익을 창출하는 기업일 뿐 아니라 보유한 자회사 지분가치 대비 크게 저평가된 기업입니다. 자회사의 이익뿐 아니라 사업지주회사로서 자동차용 고무 튜브 생산 사업을 통해 매년 약 200억 원의 영업이익을 꾸준히 창출하고 있습니다. 또 넥센타이어 등 자회사의 지분을 시장 가치로 따지면 4,000억 원을 상회하는 반면, 지주회사 넥센의 시가총액은 3,000억 원 수준에 머물러 있습니다. 주력 자회사인 넥센타이어는 메르세데스-벤츠·아우디·폭스바겐·현대기아차 등 글로벌 유명 완성차 브랜드에 타이어를 공급하며, 한국 공장을 넘어 체코 공장 증설을 진행하는

등 끊임없이 성장하고 있는 기업입니다. 최근 글로벌 완성차 시장 성장 둔화에 따른 매출 감소 우려는 분명히 존재하지만, 2019년 들어 다시금 매출 성장을 이루어내고 있습니다. 향후 전기차 시장 확대에 따른 글로벌 자동차산업의 변화가 예상되는 상황에서 넥센타이어는 기존 주요 거래처와 함께 새로운 사업 기회를 도모하고 있습니다. 그럼에도 넥센은 자회사의 지분가치에도 크게 못 미치는 평가를 받고 있어 자산주로서 저평가 상태라고 판단합니다. 한국투자별류자산운용은 주주 레터를 통해 배당성향 확대 등 주주환원 정책을 지속적으로 요구하는 등 넥센의 저평가를 해소하기 위해 소통하고 있습니다.

삼영무역은 지속적으로 성장하지만 알려지지 않은 관계회사를 보유하고 있으며, 이 관계회사를 통해 창출하는 현금으로 장기적으로는 인수합병을 기대할 수 있는 자산주입니다. 본업으로 영위하고 있는 화학 사업은 글로벌 경기에 따라 상승과 하락을 반복하면서도 연간 50억~100억 원의 꾸준한 이익을 보여주고 있습니다. 여기에 관계회사로 숨어 있어 눈에 띄지는 않지만, 실질적 운영은 삼영무역에서 맡고 있는 에실로코리아가 있습니다. 글로벌 안경 렌즈 사업자 에실로 합작사 에실로코리아의 지분을 49.8% 보유한 삼영무역은 에실로코리아를 통해 연간 200억 원 이상의 배당을 수취하며, 향후 2년 내 보유 현금이 현재 시가총액에 도달할 것으로 전망합니다. 게다가 에실로코리아는 케미그라스라는 사업회사를 통해 중국, 베트남에 생산 라인을 늘리고 있으며, 꾸준한 성장산업인 렌즈 사업에서 지속적 성장을 이루어내고 있습니다. 당장은 예상할 수 없지만 축적한 현금을 바탕으로 에실로코리아의 지분을 확대하거나, 관련 산업에 재투자할 경우 삼영무역이 보유한 관계회사 에실로코리아의 저평가된 가치가 시장에서 재평가될 수 있을 것입니다.

불황을 성장 기회로 활용해온
부산·경남 대표 건설사

동원개발
(013120)



투자 아이디어

- ❶ 차입금 없이 자체 현금만으로 분양 사업 진행
- ❷ 이익 증가 따라 매년 배당금 높여온 배당 우등생

동원개발은 부산과 경남 지역을 중심으로 분양 사업을 활발하게 벌이고 있는 중견 건설사입니다. 사실 건설사, 특히 분양 사업을 하는 기업에 대한 주식시장의 평가는 그리 좋지 못합니다. 대형사는 대형사대로, 중소형사는 중소형사대로 각각의 어려움을 겪고 있는데, 이들이 최근 어려움을 겪는 이유는 아파트 분양이 호황 국면을 끝내고 불황기에 진입했기 때문입니다. 이로 인해 현대건설, GS건설과 같은 대표 건설사도 PER이나 PBR이 시장 평균보다 낮은 수준에서 거래되고 있습니다. 불황기에 대한 우려가 반영된 저평가 상태인 것입니다. 하지만 동원개발의 경우 기업 내용을 분석해보면 불황기를 기회로 활용할 수 있는 강한 체력을 보유하고 있으며, 가치투자자라면 누구나 좋아할 미덕을 두루 갖추고 있습니다.

주식시장이 건설업, 그중에서도 분양 사업에 대해 낮은 평가를 내리는 이유는 크게 두 가지로 봅니다. 첫째, 분양 사업은 호황기와 불황기의 차이가 천당과 지옥에 비유될 정도로 극심합니다. 호황기에는 아파트가 짓는 대로 팔려나가니 건설사는 큰돈을 벌 수 있고, 번 돈으로 다시 땅을 구입해 새로운 분양에 나서는 것이 일반적입니다. 하지만 호황이 끝나고 불황기에 접어들면 다 지은 아파트가 팔리지 않아

자금이 묶이는 일이 비일비재합니다. 제조업에 비유한다면 물건을 만들어놓았는데 팔리지 않고 창고에서 먼지를 뒤집어쓰고 있는 상황과 비슷한 것이겠죠.

둘째, 분양 사업은 많은 차입금을 사용하는 경우가 일반적이라는 것입니다. 땅을 구입하고 철골을 올리고 콘크리트를 굳히는 모든 과정은 많은 자금을 필요로 하며, 대부분의 건설사는 이러한 자금의 상당 부분을 대출받아 조달합니다. 돈을 빌려 아파트를 지었는데 불황으로 팔리지 않으면 건설사는 빚을 갚을 방법이 없으며, 이런 상황이 오래 지속되면 회사가 도산하는 경우도 드물지 않습니다. 서울의 인기 지역인 강남, 서초, 용산 등에 오래전 지은 대형 아파트 단지를 보면 지금은 존재감을 찾기 어려운 건설사의 이름이 붙어 있는 경우가 흔합니다. 강남 곳곳에서 볼 수 있는 우성아파트를 분양한 우성건설이 대표적 사례라 하겠습니다. 이런 건설사는 당시만 해도 서울 핵심 지역에 자사 브랜드로 대규모 아파트 단지를 분양할 정도로 회사의 위상이 높았지만, 이후 분양 실패가 누적되면서 회사가 사라졌거나 겨우 명맥만 유지하고 있는 경우가 많습니다. 분양 사업은 그만큼 난이도가 높은 사업입니다.

하지만 동원개발은 이러한 분양 사업의 위험과 무관한 건설

사업입니다. 동원개발은 돈을 빌리지 않고 회사가 보유한 자금력 안에서만 분양 사업을 진행하기 때문에 불황이 닥치더라도 큰 어려움 없이 보릿고개를 넘길 수 있는 체력을 보유하고 있습니다. 물론 동원개발 외에도 재무구조가 좋은 건설사는 많습니다. 그러나 동원개발처럼 차입금을 사용하지 않고 자체 현금만으로 분양 사업을 진행하는 회사는 찾기 어렵습니다. 차입금을 사용하면 더 빠르게 회사 규모를 키울 수 있겠지만, 위험관리를 위해 자체 자금만으로 사업을 진행하는 동원개발의 경영 철학을 한국투자밸류자산운용은 매우 높게 평가하고 있습니다.

풍부한 자금력은 불황기에 좋은 기회를 가져다주기도 합니다. 분양시장이 불황에 빠지면 급하게 현금을 구하기 위해 입지가 좋은 토지가 매물로 나오는 경우가 많습니다. 돈이 급해 나온 상황이니만큼 매도자는 평소보다 낮은 가격을 감수하더라도 토지를 팔아야 합니다. 이런 상황에서 평소에 자금을 축적해둔 회사와 그렇지 못한 회사는 차이가 크게 벌어집니다. 동원개발처럼 자금력이 풍부한 회사는 인기가 높은 지역에 위치한 토지를 싸게 매수해 보유하고, 호황기가 돌아오면 이 토지에 아파트를 지어 분양합니다. 토지를 싸게 매입했기 때문에 같은 분양가를 책정하더라도 동원개발은 경쟁사 대비 높은 마진을 얻을 수 있습니다. 이렇게 탄

탄한 자금력에 기반한 경영전략으로 동원개발은 외환위기, 금융위기라는 불황을 오히려 성장 기회로 활용하면서 부산과 경남 지역을 대표하는 건설사로 성장해왔습니다.

동원개발은 주주 가치를 소홀히 여기지 않는 기업이기도 합니다. 금융위기와 부동산시장 침체가 마무리된 2011년부터 동원개발은 배당을 다시 시작했는데, 2011년 주당 20원으로 시작한 배당은 매년 증가해 2018년에는 주당 185원으로 늘었습니다. 특히 최근 5년간의 추이를 보면 65원→100원→140원→160원→185원으로 매년 이익 증가를 주주와 공유하는 훌륭한 배당정책을 보여주고 있습니다. 분양시장의 불황으로 지금은 기업가치를 제대로 인정받고 있지 못하지만, 동원개발의 훌륭한 기업가치는 결국 주가에 반영될 것입니다.



동원개발은 돈을 빌리지 않고
회사가 보유한 자금력 안에서만
분양 사업을 진행하기 때문에
불황이 닥치더라도 큰 어려움 없이
보릿고개를 넘길 수 있는 체력을
보유하고 있습니다.



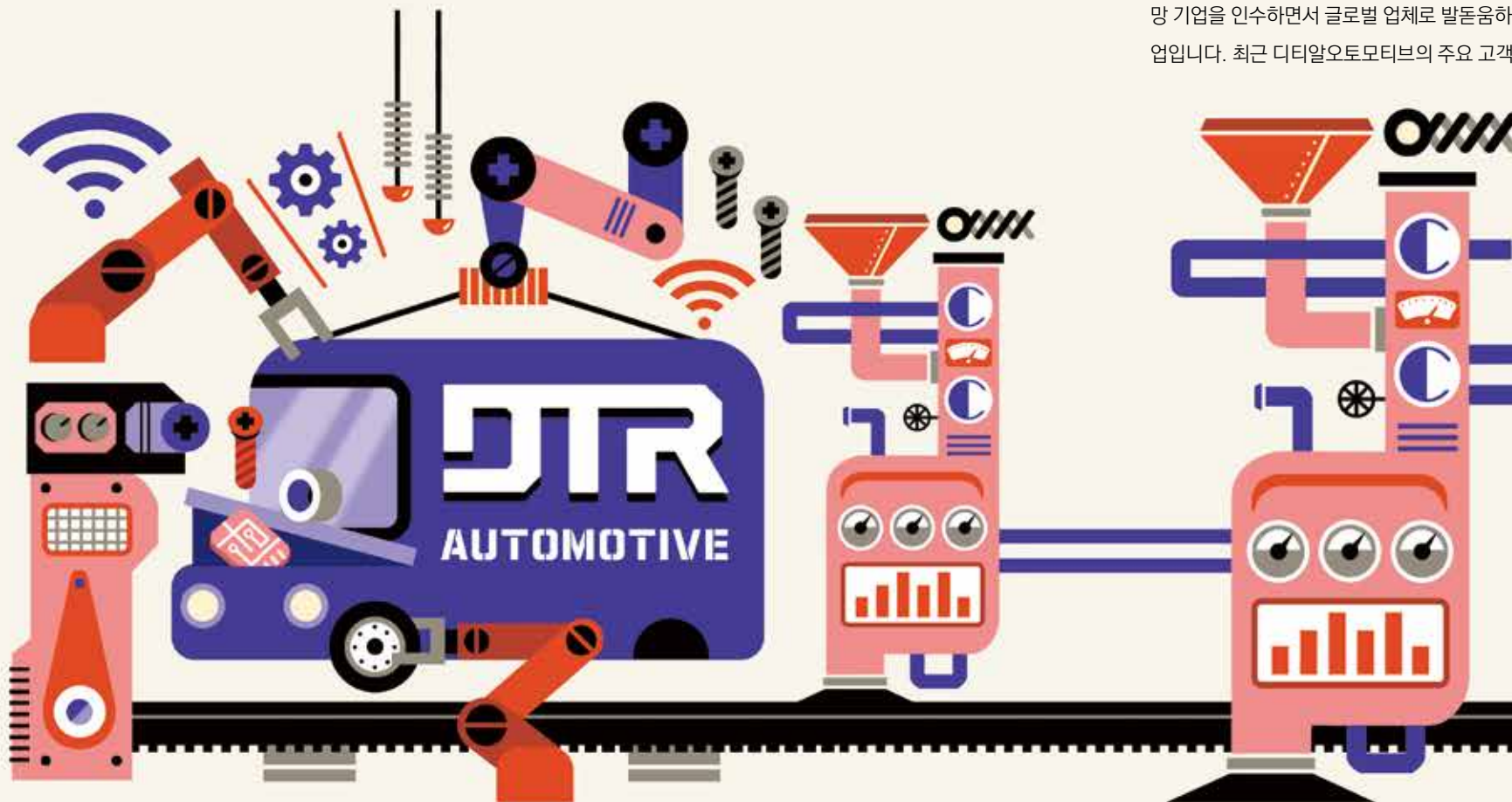
재무구조 우수, 성장 동력까지
갖춘 자동차 방진 부품 기업

디티알오토모티브
(007340)



투자 아이디어

- ① 고객사의 시장점유율 증가, 향후 사업에 긍정적 영향
- ② 과거보다 배당금 증가할 유인 충분, 장기 전망도 밝아



2017년 11월, 동아타이어공업이 분할 재상장해 동아타이어와 디티알오토모티브로 사명을 변경했습니다. 이 중 고무 사업 부문이 분할 신설법인인 동아타이어로 이전되었고, 차량용 방진 부품과 축전지 사업은 디티알오토모티브에 남았습니다.

동아타이어는 우수한 재무구조와 함께 성장 동력을 겸비한 기업으로, 한국투자밸류자산운용이 출범한 이래 11년 이상 투자해온 종목입니다. 디티알오토모티브도 분할 전 회사인 동아타이어의 특징을 이어받은 우량 회사입니다.

디티알오토모티브는 FCA, GM, 포드, BMW, 람보르기니 등 전 세계 대표 완성차업체는 물론 프리미엄 브랜드에도 방진 부품을 공급하는 회사입니다. 전 세계 10개 국가에서 사업을 영위하며, 고객사와 협업을 확대하고 있습니다. 또한 이탈리아의 CF 고퍼, 영국의 에이본(Avon) 등 해외 유망 기업을 인수하면서 글로벌 업체로 발돋움하고 있는 기업입니다. 최근 디티알오토모티브의 주요 고객사인 FCA

가 프랑스 푸조-시트로엥그룹(PSA)과 합병했는데, 이러한 변화를 주목할 필요가 있습니다. 합병 기업인 PSA는 유럽 내 완성차 2위 업체로 폭스바겐그룹에 이어 유럽 시장에서 16%의 점유율을 보유한 기업이기 때문입니다. PSA와 FCA의 2018년 자동차 판매량을 합치면 872만 대로, 글로벌 4위 규모에 해당하므로 향후 디티알오토모티브의 사업에도 긍정적 변화가 있을 것으로 생각합니다.

다음으로 배당 관련 투자 포인트를 말씀드리고자 합니다. 재작년 분할한 이후 대주주 간 증여가 발생했습니다. 증여세는 한 번에 내기에 부담되는 규모로, 장기간에 걸쳐 나눠 낼 것으로 예상합니다. 기대할 수 있는 재원 마련 방법은 배당이 아닐까 생각합니다. 김상헌 대표의 지분율은 49.43%로 높은 편이므로 배당 과실의 상당 부분을 누릴 수 있기 때문입니다. 따라서 과거보다 배당을 높게 책정할 유인은 충분하다고 생각합니다. 만약 현재의 수익성을 유지한 상황에서 배당성향을 지금의 2배로 올린다면 배당수익률이 6%를 넘게 됩니다. 우수한 기업에 투자했는데 배당까지 늘어난 셈입니다. 작년 한국 상장기업 배당성향이 20% 후반임을 고려해보면 16%이던 디티알오토모티브의 배당성향은 여전히 낮은 수준입니다. 즉 단순히 증여세로 인한 일시적 배당금 증가가 아닌, 향후 지속적인 배당 증가로 이어질 가능성은 충분하다고 생각합니다.



디티알오토모티브는 FCA, GM, 포드, BMW, 람보르기니 등 전 세계 대표 완성차업체는 물론 프리미엄 브랜드에도 방진 부품을 공급하는 회사입니다. 전 세계 10개 국가에서 사업을 영위하며, 고객사와 협업을 확대하고 있습니다.

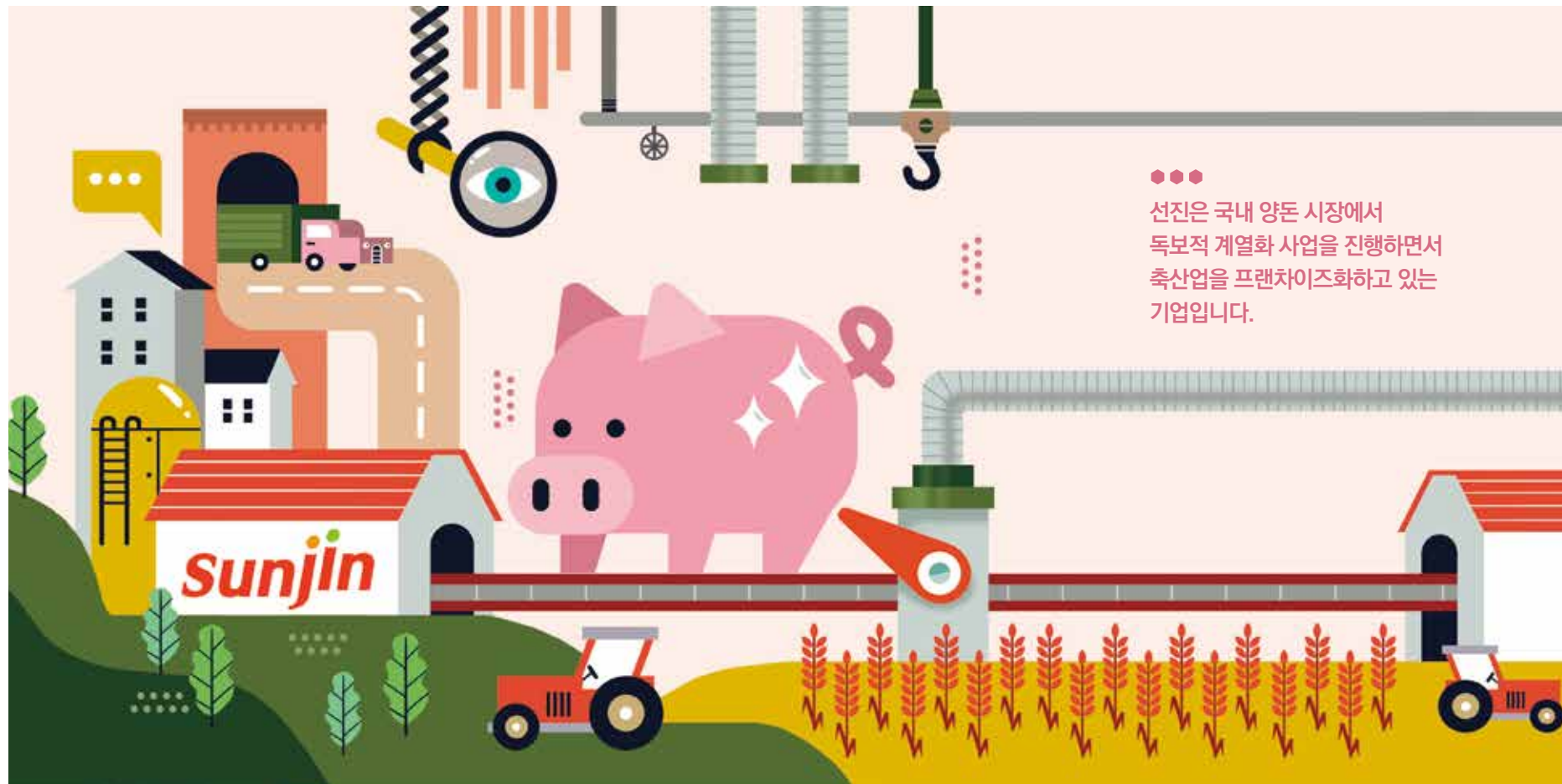
축산 농장 계열화 추세의 선두 주자

선진
(136490)



투자 아이디어

- ❶ 종중돈에 대한 추가 투자로 한 단계 더 성장
- ❷ 성장 가능성 큰 해외시장에 진출



선진은 국내 양돈 시장에서
독보적 계열화 사업을 진행하면서
축산업을 프랜차이즈화하고 있는
기업입니다.

선진은 우리 주변에서 흔하게 접할 수 있는 식재료 중 하나인 돼지고기 관련 사업을 영위하는 회사입니다. 사료·양돈·신선육·육가공 등 축산 식품 전 과정을 계열화한 시스템을 구축하고 있습니다.

저희가 선진에 투자한 이유는 크게 세 가지입니다.

첫 번째, 국내 양돈 시장 내에서 독보적 계열화 사업을 진행하면서 축산업을 프랜차이즈화하고 있는 기업이라는 점입니다.

축산 계열화 사업이란 선진이 직접 농장을 보유하지는 않지만, 농가와 계약해 위탁 생산하는 것을 말합니다. 양돈 사업은 GGP(종중돈)-GP(중돈)-모돈-비육돈으로 이루어지는 것이 일반적 시스템입니다. 그러나 일반 농가에서 GGP부터 비육돈까지 모두 관리하기는 사실상 어렵습니다. 그렇기 때문에 선진과 같은 대형 기업이 상위 농장인 GGP와

GP를 운영하고, 여기서 생산한 비육돈을 계약 맺은 계열화 농장에 위탁해 키운 다음 다시 매수해 판매하게 됩니다.

한편 선진은 배합사료 사업도 영위하고 있기 때문에 계열화 농장이 많아질수록 배합사료 판매량은 자연스럽게 늘어나고, 따라서 외부 판매를 위한 마케팅 비용 등이 절감되면서 수익성이 자연스럽게 좋아지게 됩니다.

선진은 하림지주의 자회사로, 계열회사인 팜스코와 함께 GGP에 추가 투자했습니다. GGP에 투자한 이후 본격적인 비육돈 생산이 이루어지기까지는 약 5년 내외의 시간이 소요됩니다. 비육돈 생산을 강화하면 계열화 농장을 통한 매출 확대를 기대할 수 있으며, 부수적으로 사료 매출도 늘어날 것으로 예상합니다. 한마디로 회사가 한 단계 레벨 업된다고 볼 수 있습니다.

두 번째, 국내시장의 한계를 넘어 해외시장에 우리의 K-Farm을 알리는 대표 기업이라는 점입니다. 선진은 팜스코와 함께 동남아시아 지역에 진출해 배합사료·신선육·육가공 사업을 추진하고 있습니다. 중국에 법인을 3개 설립했으며, 미얀마·베트남·인도 등에도 진출했습니다. 이 지역은 향후 크게 성장할 수 있는 시장이며, 이를 대비하기 위한 사전 준비 작업이라고 볼 수 있습니다. 국내시장의 한계를 넘어 신성장 시장을 통한 발전을 기대할 수 있다는 점이 투자 포인트입니다.

세 번째, 국내 소비시장의 패러다임 변화입니다.

농림축산식품부의 통계에 따르면 최근 30년간 1인당 육류 소비량은 약 3.8배 성장했습니다. 돼지고기는 2016년 24.1kg에서 2017년에는 24.5kg으로 약 1.7% 성장하는 등 꾸준히 성장하며 전체 육류 소비량의 절반을 차지하고 있습니다. 식습관의 서구화, 높아진 소득수준, 외식산업 발전 등에 힘입은 변화이며, 이러한 변화는 점차 강화될 것으로 예상합니다.

물론 최근 아프리카돼지열병(ASF)에 따른 살처분 여파와 돼지고기 수입 증가로 인한 공급과잉은 걱정스러운 부분입니다. 그러나 국내 양돈 농장 확대로 배합사료 부문 성장 가능성이 높고, 새롭게 진출한 해외시장에서의 안정적 성장이 가시화된다면 선진의 주가는 재평가받을 수 있을 것으로 판단합니다.

자회사 지분가치 높고, 새로운
도약 가능한 종합물류기업

세방
(004360)



투자 아이디어

- ① 자회사 지분가치와 부동산 가치, 시가총액 크게 웃돌아
- ② 생활 패턴 변화로 콜드체인 물류산업도 미래 전망 밝아



세방은 사업주회사로서 본사는 항만하역과 보관·운송 등 종합물류업을 담당하고, 자회사인 세방전지와 세방산업은 자동차용 전지를 제조합니다. 항만하역은 정부의 허가를 바탕으로 접안 시설에 투자한 기업만 사업을 진행할 수 있는 분야라서 진입 장벽이 높고, 매출도 꾸준합니다. 글로벌 경기둔화, 미·중 무역 분쟁으로 인해 글로벌 물동량 정체가 지속되고 있어 영업 환경은 어려워졌지만, 세방은 콜드체인(농산물 등의 신선식품을 산지에서 수확한 다음 최종 소비지까지 저장·운송하는 과정에서 온도를 저온화해 신선도와 품질을 유지하는 시스템) 물류, 이커머스(온라인 네트워크를 통해 상품과 서비스를 사고파는 것) 물류 대행 서비스를 확대해 안정적으로營業을 이어나가고 있습니다.

세방은 2019년 3월, 안성 수도권 제3물류센터 준공을 시작으로 콜드체인 물류사업을 본격적으로 시작했습니다. 이미 기존 평택 센터를 통해 글로벌 유통업체들과 국내 신선식품 물류사업을 영위하고 있지만, 이번에 새로 준공한 안성 수도권 제3물류센터는 평택 센터의 3배 규모를 자랑함에 따라 사업 확장이 본격적으로 일어나고 있는 시점입니다. 인구 고령화, 1인가구 증가와 더불어 소비 패턴이 점점 편의화, 소량화, 다양화되면서 식품 유통 채널의 다변화가 진행될 것으로 전망하며, 세방이 수혜를 볼 것으로 기대됩니다.

B2C, 홈쇼핑 등 전자상거래가 느는 점도 고무적입니다. 제품 입고부터 출고까지 물류관리에 대한 수요는 늘었지만, 자체 물류시스템을 갖춘 곳은 많지 않습니다. 세방은 제품 입고부터 상하차, 제품 보관 및 재고관리, 택배 출고를 비롯한 교환·반품 등의 온라인 유통 물류 서비스를 제공하고 있으며, 국내외 다양한 업체가 세방의 물류 서비스를 이용하고 있습니다. 특히 IT 전담 계열사를 통해 개발한 자체 WMS(Warehouse Management System)를 고객에게 제공함에 따라 수직 계열화된 물류관리가 가능하다는 점이 경쟁력입니다. 현재 이커머스 물류 대행 서비스의 매출은 미미하나, 물류 서비스에 대한 수요가 크게 늘어나고 있는 환경을 고려하면 높은 성장률을 기대할 수 있는 사업 분야라고 봅니다.

세방의 주요 자회사인 세방전지는 로켓 배터리 브랜드로 유



세방전지의 지분가치는 2,000억 원 수준이며, 본사 논현동 사옥 등 부동산 가치만 1,000억 원에 육박합니다. 자회사 가치와 부동산 가치만 합쳐도 세방의 시가총액 2,000억 원을 크게 웃돌아 저평가 정도가 매우 큰 상황입니다.

명한 회사입니다. 국내 축전지 시장점유율 1위 업체로 원재료 조달과 배터리 제조까지 밸류 체인을 확보해 견고한 사업 모델을 보유하고 있습니다. 특히 차량용 납축전지 매출 중 80% 이상이 교체 시장에서 발생하고 있어 전방산업의 부진에도 불구하고 안정적 매출이 가능합니다. 세방은 국내 완성차업체 외에 폭스바겐, BMW 등에도 납품하고 있으며, 세계 130여 개국에서 배터리 공급처를 확보하고 있습니다.

국내외 축전지 시장은 저성장 국면이지만, 세방전지는 일반 전지에 비해 용량, 수명 등 성능이 좋은 AGM(충·방전 극대화) 전지 판매를 통해 이익 개선을 도모하고 있습니다. 최근 자동차 연비 규제를 강화하는 만큼 효율적인 배터리에 대한 시장수요가 증가하고 있습니다. 또한 차세대 성장 동력으로 리튬 배터리를 준비하기 위해 2015년 자회사 세방 리튬배터리를 설립했습니다.

세방의 진정한 투자 매력은 자산가치입니다. 세방전지의 지분가치는 2,000억 원 수준이며, 본사 논현동 사옥 등 부동산 가치만 1,000억 원에 육박합니다. 자회사 가치와 부동산 가치만 합쳐도 세방의 시가총액 2,000억 원을 크게 웃돌아 저평가 정도가 매우 큰 상황입니다. 본업에 대한 우려가 있으나, 2019년을 기점으로 영업이 개선되고 풍부한 자산가치를 보유하고 있어 가치투자에 적합하다고 할 수 있습니다.

국내 1위 CCTV 장비업체
보유 현금 많은 지주회사

아이디스홀딩스
(054800)



투자 아이디어

- ❶ 자회사에서 배당금과 브랜드 사용료 받아 수익 창출
- ❷ 자회사가 각 분야에서 수년간 국내 1위 지켜

아이디스홀딩스는 우리의 안전을 위해 어디서나 쉽게 접할 수 있는 CCTV 시장의 1등 장비업체 아이디스의 지분 41%를, 카지노용 모니터 시장 1등 업체 코텍의 지분 33%를 보유한 회사입니다. 아이디스와 코텍 모두 각 분야에서 수년간 국내 1위를 지켜오고 있으며, 신제품 개발을 통해 고객사의 저변을 확대해 글로벌 무대로 진출하는 기업입니다. 또한 산업용 소형 프린터를 판매하는 빅솔론, ID카드 프린터 전문 회사 아이디피를 자회사로 보유하고 있습니다. 아이디스홀딩스는 자회사에서 매년 배당금과 브랜드 사용료를 받으므로 특별한 투자 없이 이익을 창출할 수 있습니다. 매년 쌓이는 현금으로 새로운 업체를 인수합병해 추가 성장을 도모하거나 주주에게 배당금을 안정적으로 지급합니다. 시장지배력을 바탕으로 한 꾸준한 성장과 안정적 배당 지급, 추가 성장 도모가 아이디스홀딩스의 투자 포인트입니다. 예전에는 국방이나 산업 보안이 크게 요구되는 특정 분야에서 사용하던 CCTV를 이제는 길거리, 횡단보도, 일반 상가, 심지어 어린이집 내부에까지 설치하고 있습니다. 그만큼 세상이 각박해지고 시시비비를 가릴 일이 많아졌다는 점에서는 씁쓸함을 감출 수 없지만, 아이디스 주주 입장에서 는 사업이 성장한다는 증거로 이보다 확실한 건 없을 것 같

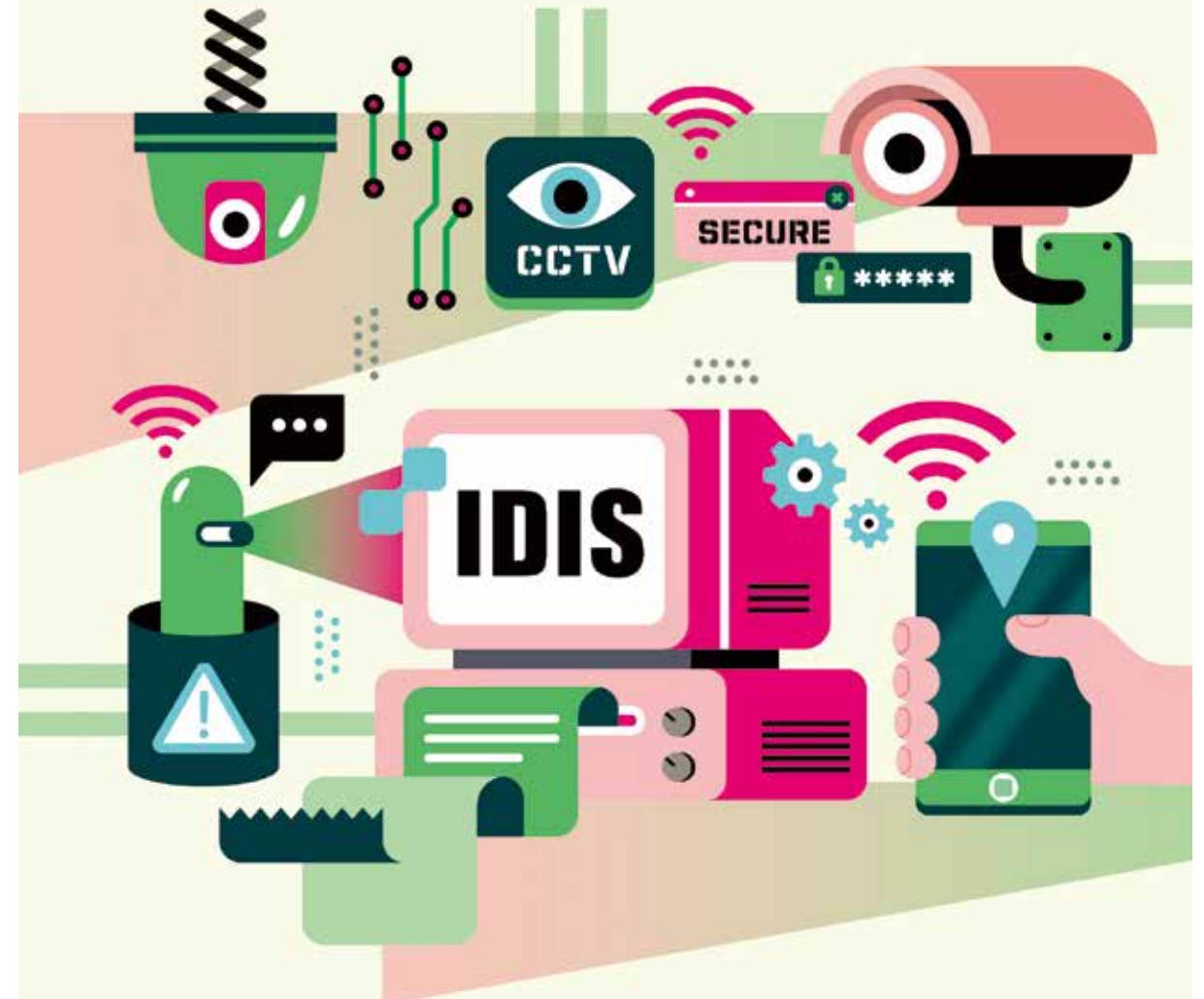
습니다. 전화 산업과 유사하게 CCTV도 기존 아날로그 기반 제품에서 네트워크 통신망을 활용하는 제품으로 시장이 점점 바뀌고 있는데, 아이디스는 네트워크 기반 제품에서 강한 경쟁력을 갖추고 있어 안정적 성장을 이어가고 있습니다. 또 네트워크 기술력을 기반으로 국내 1위 보안업체 에스원과도 최대 규모의 거래를 이어오고 있습니다. 이 외에도 해외의 다양한 업체에 제품을 공급하며 성장을 지속했고, 2014년부터는 자체 브랜드로 세계시장에 진출하려는 꿈을 품고 투자를 이어가고 있습니다. 최근에는 CCTV를 통해 범죄자를 길거리에서 식별하는 기술이 발달하고 있고, 편의점이나 마트 분야에서 무인점포가 증가하는 추세입니다. 특히 무인점포의 경우 보안 목적의 CCTV 수요뿐만 아니라 계산 등을 위한 수요도 생겨나고 있습니다. 이런 4차 산업혁명에 걸맞은 기술 발전이 CCTV 수요에 긍정적 영향을 줄 것으로 예상합니다. 관광·레저 산업을 육성하기 위한 카지노 슬롯머신 시장은 모든 국가에서 적극적으로 투자하고 있습니다. 코텍은 시장을 선도하는 제품 개발, 글로벌 거래선과의 안정적 비즈니스 기반을 확보하고 있어 세계시장 점유율 1위를 확보하고 있습니다. 산업용 소형 프린터를 제조하는 빅솔론은

POS 프린터 시장에서 안정적 성장을 지속하고 있으며, 최근에는 라벨 프린터 분야의 점유율을 높이기 위해 노력하고 있습니다. 라벨 프린터는 공장자동화 등 산업이 발전함에 따라 그 수요가 늘어나고 있고, 안정적 재무 상태로 신제품 출시와 함께 성장할 것으로 예상합니다. 또 아이디피와의

시너지를 통해 더욱 효율적인 경영을 보여줄 것으로 기대합니다. 아이디피의 경우 신용카드 같은 플라스틱 카드를 인쇄하는 프린터를 생산하는데, 진입 장벽이 높아 과거에는 일본 업체가 점유하던 시장에 순조롭게 진입해 성장할 것으로 기대합니다.



아이디스와 코텍 모두 각 분야에서 수년간 국내 1위를 지켜오고 있으며, 신제품 개발을 통한 고객사의 저변을 확대해 글로벌 무대로 진출하는 기업입니다.



비철금속 가공산업을 이끌고,
글로벌 경쟁력도 갖춘 지주회사

풍산홀딩스
(005810)



투자 아이디어

- ① 비상장 자회사를 통해 건실한 현금 수익 창출
- ② 2차전지 배터리 산업의 성장과 함께 커가는 자회사 보유



풍산홀딩스는 상장사 풍산을 비롯해 비상장사 풍산특수금속, 풍산메탈서비스, 풍산화동양행, 디에이케이코리아를 보유한 지주회사입니다. 풍산홀딩스의 가치에는 상장사 풍산이 가장 큰 영향을 미치고 있는데, 풍산의 지분가치와 풍산홀딩스가 보유한 순현금성 자산가치가 풍산홀딩스 시가총액보다 높습니다. 풍산홀딩스는 자사주도 17.1%나 보유하고 있을 뿐 아니라 비상장 자회사들을 통해 건실하게 돈을 벌고 있는 상황입니다.

다만 최근 풍산과 풍산홀딩스의 비상장 자회사들이 경기 둔화의 직격탄을 맞으면서 판매량 감소로 실적 악화를 겪고 있습니다. 그렇지만 풍산그룹은 국내 신동 산업(구리·알루미늄·아연 등 비철금속을 가공해 판매하는 산업)을 주도하며 우리 경제발전의 기초를 다져왔고, 세계 3대 신동 기업으로 거듭난 경쟁력 있는 기업입니다. 제조업 분위기가 돌아선다면 실적은 빠르게 좋아질 것으로 기대합니다. 최

근 국내 제조업체는 경제의 온기를 느끼지 못하고 있지만, 해외에 상장된 글로벌 제조업과 연관된 기업(Nabtesco, Harmonic Drive System, Sandvik, CNH Industrial, Kennametal 등)의 주가는 연중 최고치 혹은 최고치에 근접하는 좋은 흐름을 이어나가고 있기에 국내 경기에도 온기가 퍼져나갈 거라는 기대감을 갖고 있습니다.

풍산홀딩스에는 히든 밸류 기업이 존재하는데, 디에이케이코리아가 그 주인공입니다. 디에이케이코리아는 2차전지(화학에너지가 전기에너지로 변환되는 방전과 역방향인 충전 과정을 통해 반복적으로 사용할 수 있는 전지)용 중대형 리드탭(2차전지를 만들 때 사용하는 필수 부품으로, 배터리에 들어가는 외부 전류를 연결하는 단자) 소재를 주업으로 하는 기업입니다. 좀 더 구체적으로는 풍산특수금속으로부터 고품질의 압연동을 받아와 리튬 2차전지 전극 단자 소재를 표면 처리하고, 니켈 도금을 해 판매하는 2차전지 리드탭용 소재를 제조·판매하고 있습니다. 전기차의 고출력을 위해서는 높은 전도도가 필요한데, 구리는 전도도가 높습니다. 단, 구리만 사용하면 필름이 잘 붙지 않고 부식에 약한 단점이 있어 니켈 도금을 같이 사용합니다.

디에이케이코리아는 국내 2차전지 배터리 산업의 빠른 성장과 동시에 높은 경쟁력을 바탕으로 가파르게 성장 중입니다. 2016년 매출 33억 원에서 2017년 55억 원, 2018년 100억 원으로 성장했고, 이익도 빠르게 증가하고 있습니다. 2020년부터는 규모의 경제효과를 누릴 수 있는 수준으로 성장하여, 향후 풍산홀딩스의 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대합니다.



풍산그룹은 국내 신동 산업을 주도하며 우리 경제발전의 기초를 다져왔고, 세계 3대 신동 기업으로 거듭난 경쟁력 있는 기업입니다. 제조업 분위기가 돌아선다면 실적은 빠르게 좋아질 것으로 기대합니다.



투자자 여러분께서 보내주신 믿음의 시간이
얼마나 감사한 것인지 말로 표현할 길이 없습니다.
그 믿음의 시간을 보상받을 수 있도록,
‘값진 기다림이었다’고 만족하실 수 있도록
최선을 다하겠습니다.

장기 가치투자 대표운용사
한국투자 밸류자산운용

한국투자증권
심사필
제19-04779호
(2019.12.02)

변동성이 낮은 안정적인 고배당자산과
지속적으로 배당을 늘려가고 있는
글로벌 우량기업에 투자합니다
가치투자의 글로벌 시대를 열어갑니다



해외투자형

한국밸류 글로벌리서치 배당인컴 증권자투자신탁(주식)



고배당 추구

변동성을 낮추고 금리 수준 이상의
꾸준한 인컴을 추구합니다



안정성 강화

글로벌 통화애 적절히 분산하여
위기 시 높은 안정성을 추구합니다



글로벌 가치투자

한국증권 리서치센터의 자문을 받아
포트폴리오 최적화를 추구합니다

※ 종류 C (수수료미징구 오프라인) : 총 보수 연 1.882% (판매 1.0%, 운용 0.8%, 기타 0.082%)
※ 종류 C-P (수수료미징구 오프라인 개인연금) : 총 보수 연 1.832% (판매 0.95%, 운용 0.8%, 기타 0.082%)
※ 종류 C-R (수수료미징구 오프라인 퇴직연금) : 총 보수 연 1.682% (판매 0.8%, 운용 0.8%, 기타 0.082%)

[환매기준일] 17시 이전(경과후) : 환매청구일로부터 제 4(5)영업일에 공고되는 기준가격을 적용하여 제 9(10) 영업일에 지급 **[환매수수료]** 없음

※ 집합투자증권을 취득하시기 전에 투자대상, 보수·수수료 및 환매방법 등에 관하여 (간이)투자설명서를 반드시 읽어보시기 바랍니다. ※ 집합투자증권은 운용 결과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 결과는 투자자에게 귀속됩니다. ※ 증권 거래비용, 기타비용이 추가로 발생할 수 있습니다. ※ 이 집합투자증권은 예금자보호법에 따라 예금보험공사가 보호하지 않습니다. ※ 외화 자산의 경우 환율 변동에 따라 손실이 발생할 수 있습니다.

true friend

한국투자 밸류자산운용