

10년투자펀드, 이제 4년을 달려왔습니다. 앞으로도 변함없이 쉬지 않고 달려갈 것입니다.  
비록 먼 길이지만 좋은 길동무와 함께라면 멀게 느껴지지도, 지겹게 느껴지지도 않을 것입니다.  
고객들과 함께 가는 그 길이 즐겁고 희망에 찬 길이 되도록 정성을 다하겠습니다.

# 風雲魚水 풍운어수

바람과 구름, 강과 물고기같이 소중한 동반자를 꿈꾸다



# 바람과 구름, 강과 물고기같이 동반자를 꿈꾸다 소중한

# 風雲魚水

02 LETTER FROM CEO ..... 이용재 한국투자밸류자산운용 대표이사 인사말

## PART 1

우리는 동반자, 더불어 함께

- 02 LIFE PARTNER 1 ..... 함께 구르는 돌 소설가 조정래·시인 김초혜 부부
- 08 LIFE PARTNER 2 ..... 수술실의 조력자 척추 전문의 윤도홍과 루페
- 10 LIFE PARTNER 3 ..... 과정의 묘미 가구 디자이너 이종명과 가구
- 12 LIFE PARTNER 4 ..... 내가 사는 방법 영화음악 감독 이병우와 기타
- 14 LIFE PARTNER 5 ..... 늘 바라보던 그 시선  
(윤미네 집)의故 전몽각, 전윤미 부녀
- 16 LIFE PARTNER 6 ..... 내 인생의 황금기 외과 의사 양승봉과 네팔
- 18 LIFE PARTNER 7 ..... 인연은 기회를 낳는다  
김남구 한국투자금융지주 부회장과  
이채원 한국투자밸류 부사장

## PART 2

10년투자펀드의 길, 그리고 사람들

- 24 VALUE HISTORY ..... 2006~2010 10년투자펀드 그리고 길
- 26 VALUE INSIDE 1 ..... 가치, 함께 키우고 같이 성장하다
- 28 VALUE INSIDE 2 ..... 자산운용에 새바람을 일으키다
- 30 VALUE PEOPLE ..... 10년투자펀드를 움직이는 사람들, TEAM VALUE



**발행인** | 이용재  
**발행처** | 서울특별시 영등포구 여의도동 27-1  
 한국투자밸류자산운용  
**편집인** | 김대하  
**진행책임** | 금대기  
**기획** | 서형석  
**제작대행** | 더북컴퍼니(02-3443-2013)  
**대표** | 이소영  
**편집책임** | 김민경  
**에디터** | 최정화, 김이영  
**사진** | STUDIO LAMP ON THE MOON  
**디자인** | INN FIRM  
**교정·교열** | 김한주, 오미경, 신해경  
**출력** | 새빛그래픽  
**인쇄** | 프린티아

## PART 3

친절한 밸류氏

- 36 IDEA ABOUT FUND ..... 나에게 펀드는 ○○○다
- 38 FUND STYLE ..... 스타일 있는 펀드의 색다른 맛 이야기
- 40 MY MONEY TREE ..... 가치투자로 키워가는 머니트리
- 42 WISE WORDS ..... 투자 대가에게 길을 묻다
- 44 WITH MY KID ..... 도깨비 방망이보다 더 신기한 복리의 마법
- 48 OUR PARTNER ..... 10년투자펀드의 동반자를 찾아서
- 50 HOW TO READ ..... 자산운용보고서 탐구 생활

## PART 4

한국밸류10년투자

증권투자신탁1호(주식) 자산운용보고서

- 54 CIO'S LETTER ..... CIO 편지
- 56 SPECIAL LETTER ..... 자산운용부장 편지
- 61 MAIN REPORT 1 ..... 집합투자기구의 개요
- 62 MAIN REPORT 2 ..... 운용경과 및 수익률 현황
- 63 MAIN REPORT 3 ..... 자산현황
- 67 MAIN REPORT 4 ..... 포트폴리오 이야기
- 70 MAIN REPORT 5 ..... 종목별 투자아이디어
- 164 MAIN REPORT 6 ..... 투자운용전문인력 현황
- 165 MAIN REPORT 7 ..... 비용현황과 투자자산매매내역
- 166 MAIN REPORT 8 ..... 공시사항과 펀드용어정리
- 167 POST SCRIPT ..... 한국투자밸류 사람들이 사는 이야기



안녕하십니까? 잠시 고개를 들어 밖을 내다보니 세상은 온통 초록 물결입니다. 자연의 아름다움에 마음까지 싱그러워집니다. 저 작은 초록잎 하나도 오랜 시간의 기다림과 노력 끝에 세상에 나온 것이겠지요. 그래서인지 일상의 지루함에 지친 사람들에게 힘찬 생명의 기운을 불어넣어줍니다.

10년투자펀드에 색깔이 있다면 어떤 색깔까요? 저는 아마도 이 계절의 신록처럼 싱싱한 푸른색이 아닐까 생각합니다. 고객님의 꿈과 희망이 담겨 있기 때문입니다. 고객님의 꿈과 희망을 담은 소중한 자산을 운용하는 저희로서는 한편으로는 보람을, 다른 한편으로는 막중한 책임을 느끼지 않을 수 없습니다.

그러기에 저희는 처음 고객님과 한 약속을 더욱 엄격하게 지키려 합니다. 가치투자의 길은 때론 멀고 지루하게 느껴집니다. 시장이 가치투자를 차갑게 외면하기도 합니다. 하지만 저희는 처음 약속 그대로 가치투자 원칙에 입각해 소외된 주식을 꾸준히 매입해 제대로 평가받을 때까지 보유합니다. 다행히도 고객님께서 저희의 투자 원칙과 소신을 믿고 지지해주셔서 흔들리지 않고 지난 4년을 보낸 것 같습니다.

저희에게 무한한 믿음을 보내주시는 고객님께 늘 최상의 서비스를 제공하기 위해 노력하지만 아직 부족한 점이 많다는 걸 느낍니다. 소중한 고객님께 어떤 것을 드려도 아깝지 않습니다만, 시간과 예산의 제한 속에서 보다 효과적인 서비스는 무엇일까 늘 고민합니다.

저희는 기존에 책자형 자산운용보고서, CD 형태의 자산운용보고서로 고객님께 더욱 친절하고 상세한 정보를 제공해드리려 노력한 바 있습니다. 이번에는 좀 더 새로운 시도로 지난 1년간 저희의 성과와 활동을 보고 드리는 것에 덧붙여서 다양하고 유익한 내용으로 다가가고자 합니다.

저희는 고객님의 꿈을 이루는 데 든든한 동반자가 되고 싶습니다. 고객님의 목표가 모두 이루어질 수 있도록 저와 임직원은 최선을 다하겠습니다. 저희가 내건 '10년 투자'에서 아직 4년밖에 지나지 않았습니다. 아직은 어린아이에 불과한 저희지만 고객님의 믿음과 사랑으로 무럭무럭 커왔습니다. 고객님과 함께한 시간보다 함께할 시간이 더 많이 남아 있습니다. 오랫동안 고객님과 함께 사랑과 믿음을 나누며 성장하고 싶습니다. 부디 지금처럼 따뜻한 눈길로 지켜봐 주시기 바랍니다. 감사합니다.

한국투자밸류자산운용 대표이사  
이용재

# 우리는 동반자, 더불어 함께

혼자 가는 인생은 없다. 더불어 함께 동행하지 않는 인생이 온전하게 흘러가기란 정말이지 쉽지 않다.  
한 사람의 삶을 지탱하고, 위로하고, 가치와 의미를 부여하게 하는 무엇. 손잡고 걸어가는 바로 옆 사람일 수도  
있고, 삶 전체를 관통하는 목표일 수도 있다.  
아무것도 가진 것이 없는 사람이란 돈이나 명예가 없는 사람이 아니라 '동반자'가 없는 사람이다.

- 1 소설가 조정래·시인 김초혜 부부
- 2 척추 전문의 윤도흠 교수와 루페
- 3 가구 디자이너 이종명과 가구
- 4 영화음악 감독 이병우와 기타
- 5 사진작가故 전몽각·전윤미 부녀
- 6 외과 의사 양승봉과 네팔
- 7 한국금융지주 김남구 부회장과  
한국투자밸류자산운용 이채원 부사장



## 함께 구르는 돌

소설가 조정래·  
시인 김초혜 부부

‘서로의 세계를 존중하되 간섭하지 않는다’는 약속. 부부가 같은 속도로 세상 밭을 나란히 굴러갈 수 있었던 건 그 약속을 성실히 지켰기 때문일 것이다. 조정래·김초혜 부부의 동행 이야기.

저만치 먼저 걷는 법이 없다. 서로에게 보폭을 맞춰 걷는다. 어쩌다 두 사람 중 한 사람이 꽃 구경이라도 하다가 발걸음이 뒤처지면, 앞서간 한 사람은 난지시 기다려준다. 이 부부가 살아가는 법은 그렇다.

만 44년 동안 남편은 그 흔한 잔심부름, 물 한잔도 아내에게 청하지 않았다. 양말이며 손수건을 아내가 챙겨주기도 전에 모든 것을 스스로 했다. 아내를 끄찍이 아끼는 남편은 자신의 ‘할 일’을 아내에게 미루는 일이 없었다. 시인 아내는 장편소설을 쓰는 남편이 건강이라도 상할까, 입맛이라도 잃을까 염려돼 날마다 장을 봐 새로운 상을 차렸다. 남편이 싫어하는 일이라면 아내는 애초에 하지 않았다. 자신의 일 때문에 남편과 식구가 불편해질 만한 건 되도록 피했다. 아내는 ‘뽕퐁’처럼 받아치는 말은 하지 않았다. 남편이 역정을 내더라도 아내는 침묵으로 일관하거나 자리를 피함으로써 그 화력을 키우지 않았다. 아내의 처신은 결말에 이르러서, 남편이 언제나 아내가 옳았다고 생각하게 만들었다. 오늘 날까지 남편은 한번도 아내가 틀렸다고 말한 적이 없다.

동쪽 서재에서 남편이 소설이라는 긴 레이스를 시작하면 서쪽 서재에서 아내는 시상을 떠올리고 언어를 가다듬는 작업에 돌입한다. 먼저 문을 열고 나온 사람은 상대방의 서재 문이 열릴 때까지 기다린다. 닫혀 있는 문을 향해 노크를 하는 일은 없다. 다가서야 할 때가 있고 한 걸음 뒤로 물러서 있어야 할 때가 있음을 알기 때문이다. 아내는 밥상머리에서 작품에 골몰하는 남편에게 시시콜콜한 일상을 고치지 않는다. 집필의 압박에서 벗어난 산책 시간이 돼야 비로소 부부는 담소를 나눈다. 역시 문인으로서 서로에 대한 배려이기도 하다.

자연스럽게 같은 곡선을 타고 흐르게 된 부부의 감성 리듬은 비슷한 시기에 각자의 대표작을 탄생시켰다. 작가 남편이 <태백산맥>을 써 내려갈 때, 시인 아내는 <사랑굿>을 썼고, 역시 남편이 <아리랑>을 붙잡고 있을 무렵 아내는 <어머니>를 완성했다. 글을 쓰는 고통도 글을 완성하는 기쁨도 항상 두 배였다. 장르가 다른, 소설가와 시인의 결합이라 작품 안에서 비교될 일이 없는 점도 이들에게는 축복이었다. 만일 남편과 아내 모두 시인이거나 소설가였다면, 살 맞대고 살면서 어쩔 수 없이 바라보는 방향이 같아지고 서로의 말투를 닮아가는 일이 얼마나 신경 쓰였겠는가. 남편은 오늘도 아내에게 ‘매일 새롭게 피어나는 꽃’이라 말하고, 아내는 오늘도 남편을 ‘한결같은 조 선생’이라 말한다. 그리고 황혼의 정점에서 이 부부는 51 대 49가 아닌 50 대 50의 노력으로 함께 살아왔노라고 고백한다.

## 수술실의 조력자

### 척추 전문의 윤도흠과 루페

내 두 눈이 있지만 두 눈이 볼 수 없는 부분까지 확대해주는 루페를 통해 나는 환자의 고통을 찾아낸다. 나에게 맞게 길들여져, 내가 가장 가까이에서 그 진가를 발휘하는 루페는 이제 내 몸의 일부분과도 같다.



“  
지금 사용하는 루페가  
편안해지기까지  
석 달이라는 시간이  
걸렸다. 5년 전 구입한  
루페는 항상 내 손이  
닿는 곳에 놓여 있다.  
눈에 띄기만 하면  
일단 안심이 된다.  
”

인생의 많은 시간을 수술실에서 보냈다. 아침에 수술실에 들어가기 전, 나는 일반 의사들이 그러하듯이 전체 수술에 대한 계획을 짠다. 다른 점이 있다면 혹시라도 내 급한 성격으로 인해 지나쳐버린 사소한 문제점이 있는지 점검한다는 것. 환자가 수술 전 시행한 모든 검사 결과를 다시 살펴보고, 그들이 맨 처음 나를 찾아왔을 때 무얼 원했는지 돌아켜본 후 내가 짠 계획과 비교하는 과정을 거친다. 그리고 나면 진정 환자에게 도움이 되는 수술이 무엇인지 그 방향이 명확해진다.

일단 수술실에 들어가면 '신의 손'을 가진 명이라 할지라도, 스테프들의

도움 없이 제 능력을 발휘할 수는 없다. 그리고 또 하나, 나처럼 미세한 신경을 다루는 외과 의사에게는 '루페'라는 존재의 도움이 반드시 필요하다. 척추뼈와 가느다란 신경을 한 시야에 확보해주는 루페는 일종의 돋보기와 같다.

고도의 척추중양 수술이라면 미세 현미경을 이용한 수술을 주로 하기 때문에 큰 문제가 없다. 그러나 일반 척추 수술의 경우라면 얘기가 다르다. 2~25배 정도 확대해서 보여주는 루페가 절대적인 힘을 발휘한다. 일반안경처럼 착용할 수 있는 비교적 간단한 생김새지만 의사 개개인에게 맞는 루페는 따로 있다. 본인의 시력과 키, 신체 조건과 맞지 않는 루페를 사용하다가가는 어지럼을 느낄 수도 있고, 정확한 수술 시야를 확보할 수도 없다. 그러나 새로운 루페를 나만의 루페로 길들이는 과정도 쉽지만 한 일은 아니다. 지금 사용하는 루페가 편안해지기까지도 석 달이라는 시간이 걸렸다. 5년 전 구입한 루페는 항상 내 손이 닿는 곳에 놓여 있다. 눈에 띄기만 하면 일단 안심이 된다. 반대로 루페가 바로 보이지 않을 때는 안절부절 어쩔 줄을 모른다. 루페를 찾기까지 아무것도 할 수가 없을 정도다. 앞서도 말했지만, 사실 약간 급한 나의 성격은 응급 환자가 많은 신경외과를 전공하면서 더 급해졌다. 그렇지만 일단 이 루페를 쓰고 수술실에 걸어 들어가는 순간 나는 섬세함을 요하는 척추 수술을 차분하게 해치우는 의사로 돌변한다. 물론 내 급한 성격도 과감한 판단을 요하는 순간 어김없이 진가를 발휘하긴 하지만.

이 루페를 쓰고 3년 전쯤에 시행한 수술이 기억난다. 환자는 중국 칭다오시의 공산당 서기의 아들이었다. 하나뿐인 아들을 위해 아버지는 세계적으로 유명하다는 척추 전문의를 수소문했고, 아들을 수술해줄 의사를 나를 점찍었다. 한국까지 아들을 데리고 직접 찾아온 아버지는 의사로서 나에게 대해 100%의 신뢰감을 가지고 있었고, 나는 특별한 책임감을 느끼지 않을 수 없었다. 이들은 척추중양이 복부에까지 침범해 미세 현미경을 사용해 수술할 수도 없는 상태였다. 그러나 이 루페를 통해 나는 종양이 퍼진 부위를 구석구석 정밀하게 살펴볼 수 있었고, 좀 더 완벽하게 마무리할 수 있었다.

언젠가 이 루페를 더 이상 사용하지 못할 날도 올 것이다. 그러나 그때쯤이면 내가 꿈꾸는, 의료 후진국에서 한국을 찾아온 의사들이 연수를 할 수 있는 국제적인 척추 교육 센터가 설립될지도 모르겠다. 그리고 더 이상 루페와 동행하지 않는다고 해도, 아마 나는 후배들을 새로운 길동무 삼아술 한잔 걸칠 수 있는 일상에 만족하고 있지 않을까?



## 과정의 묘미

가구 디자이너 이종명과 가구

기계로 손쉽게 만드는 것보다 수작업을 통해 가치를 더하는 과정을 사랑한다. 하나하나 칠하고 그리며 작업하는 동안 가구를 만나고 있는 것이 좋고, 돌아서면 금세 보고 싶다.



하루 일과를 끝내고 작업실 문을 닫고 나서면 금세 방금 전까지 작업하던 가구가 보고 싶어진다. 내일 또 보고 작업해야 할 가구인데도 벌써부터 그립다. 내겐 가구, 아니 내 감성의 소산물이라면 전부 그렇다. 그것을 완성했을 때보다 완성되기까지 사포질과 못질을 하고 꽃과 나비를 그려 넣는 '과정'을 지독히도 사랑하기 때문일까? 아날로그를 선호하는, 어쩔 수 없는 천성 탓이기도 하다. 그래서 나는 누군가가 수고스럽게 촛불을 하나하나 켜야 하는 '촛불 스탠드'를 만들고, 마치 오래 쓴 것 같은 느낌이 묻어나는 '헌것' 같은 새 가구를 만든다. 건축 일을 하시는 아버지를 따라 이사를 자주 해야 했다. 각양각색의 집에서 살아본 나는 어릴 적부터 내 방을 어떻게 꾸밀지 상상하는 게 좋았다. 항상 뭔가 그랬고, 네모난 종이 상자를 깔로 잘라서 뭔가 만드는 일에 몰두했다. 그러니 가구 디자이너가 된 건 본능에 충실한 결정이었는지도 모른다. 처음부터 그저 바라보는 예술 작품을 창조하고 싶지는 않았다. 내가 만든 가구를 매일 만지고 사용하면서 누군가가

'쓰는 재미'를 느끼길 바랐다. 흠집이라도 날까 반질반질하게 닦고 모셔야 하는 가구가 싫었다. 좋은 가구라면 일단 튼튼해야 했고 사용하면서 불편하지 않아야 한다고 생각했다. 그때까지 모양새가 친편일률적인 가구도 답답하게만 느껴졌다. 이종명만의 아이덴티티를 부여받은, 세상에 이종명만이 만들 수 있는 가구를 내놓고 싶었다. 알록달록한 컬러와 그림이 함께하는 나의 가구를 보면서 사람들은 행복하다고 말한다. 그건 아마도 내 가구가 사람들에게 호소하는 무언가가 있기 때문일 것이다. 내가 가구를 만들 때 담고 싶은 스토리도 '우리 동네'다. 주변에서 흔히 볼 수 있는 친근하고 정겨운 느낌이 내 가구에는 담겨 있다.

물론 나는 가구 디자이너로만 남을 생각은 없다. 가만히 쉬지 못하는 내 성격은 항상 새로운 작업을 찾아다니게 만든다. 인테리어 디자인이나 영화 세트 등에도 관심이 많다. 성격이 조금씩 다른 작업이지만 나는 그 모든 것에 분명 이종명만의 뭔가가 있을 거라고 확신한다. 지금까지 그래 왔듯이.



## 내가 사는 방법

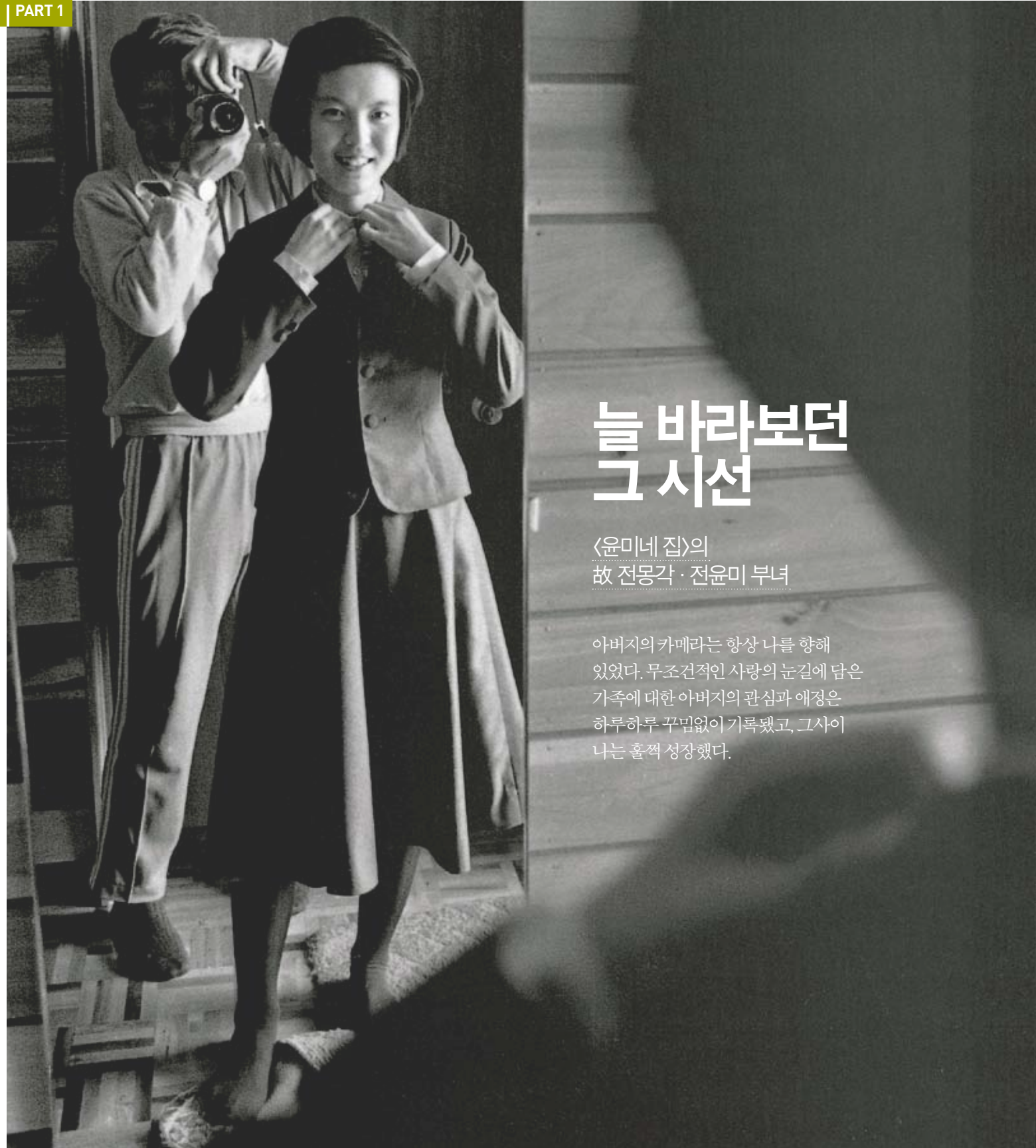
영화음악 감독  
이병우와 기타

인생의 중요한 장면마다 기타가 있었다. 삶의 이유였고 또 목적이었다가 수단이 되기도 했다. 기타로 소통하며 살다 보니, 세상의 다른 누군가에게 기타를 참으로 알리고 싶어졌다.

지난 10년간 '기회가 오는 대로' 음악을 만들었다. 끊임없이 영화음악을 하게 된 것은 내 의지라기보다는 그런 기회가 주어졌기 때문이다. 모교인 존스 홉킨스 대학교(피바디 음악원)에서 올해 처음으로 제정된 상 'Johns Hopkins Knowledge for the World Award' 수상자로 결정되는 영광을 얻은 것도 내겐 또 다른 기회였다. 일종의 자랑스러운 동문에게 주는 이 상을 수상하기 위해 미국으로 날아갔고, 그곳에서 마스터 클래스를 열면서 어렵פות이 품고 있던 생각과 마주하게 된 것이다.

음악 인생을 기타로 출발해서인지 기타는 '내가 사는 방법'이었다. 기타로 세상과 소통했고, 세상으로부터 인정받았다. 자연스럽게 다른 누군가도 나처럼 기타에 관심을 가지고 즐겼으면 하는 바람이 생긴 걸 소명 의식이라고까지 할 수 있을까? 나는 그저 누군가는 내가 기타를 치면서 겪은 문제를 경험하지 않았으면 좋겠다고 생각했을 뿐이다(인체의 생김새를 고려하지 않고 소리만 위해 만든 악기를 쓰면서 연주자의 몸이 함께 망가지는 건 피할 수 없는 결과다). 나는 기타의 몸체가 없는 '기타바'를 만들었다. 일단 가벼워서 어깨 통증을 일으킬 우려도 적고, 휴대하기도 간편해서 언제 어디서나 연주할 수 있다. 클래식 기타와 어쿠스틱 기타가 앞뒤로 연결된 '듀얼 기타'를 만들기도 했다. 소리에 문제를 제기할 수도 있겠지만, 나는 '좋다', '나쁘다'의 개념은 상대적이라고 생각한다. 소리가 조금 부족하다고 해도 연주자의 입장에서 쓰기가 편하다면 더 좋은 연주가 나올 수도 있는 것 아닌가(도쿄에서 1만 엔을 주고 산 기타는 소리가 탁했지만, 그런 소리가 필요한 영화 장면도 있다. 각양각색의 사람처럼 기타는 저마다의 소리가 있고, 그런대로 다 제 역할을 하는 법이다).

나는 그렇게 지금까지 기타의 대중화를 위해 하드웨어적인 접근 방식을 취해왔다. 기타를 좀 더 널리 보급하기 위한 외형적 개조 작업에 열심이었으니까. 그러나 나는 이제 기타리스트를 꿈꾸는 젊은이들에게 눈을 돌리려고 한다. 먼저 그 길을 간 선배로서 그들이 겪을 좌절과 고민을 잘 알고 있기 때문이다. 기타를 사랑하고 열심히 하는 것만으로는 해결되지 않는 많은 것 중 한두 가지 정도는 내가 이야기해줄 수 있지 않을까?



## 늘 바라보던 그 시선

〈윤미네 집〉의  
故 전몽각·전유미 부녀

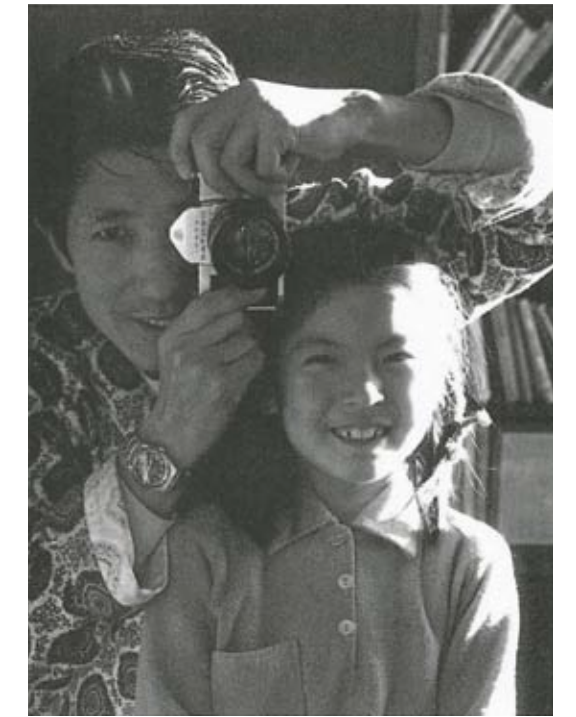
아버지의 카메라는 항상 나를 향해 있었다. 무조건적인 사랑의 눈길에 담은 가족에 대한 아버지의 관심과 애정은 하루하루 꾸밈없이 기록됐고, 그사이 나는 훌쩍 성장했다.

“ 아버지의 카메라를 언제부터 의식했는지 정확하게 기억나지는 않는다. 돌이켜보면 아버지는 카메라 너머에서 늘 나를 지켜보셨다. 놀이터에서 동네 언니들의 공기놀이에 끼지 못해 서러울 때도, 어린이날 인파에 치인 하루를 보낸 후 귀갓길 택시 안에서 까부라져 즐기고 있을 때도. ”

기억 속의 아버지는 일상 속에서 소소한 재미를 찾을 줄 아는 분이셨다. 아내와 함께 시장에 들러 들국화 한 다발 사길 좋아하는 다정한 남편이자, 집 안에 필요한 가구나 소품이 있으면 맥가이버처럼 몇 시간씩 톱질하고 망치질해서 똑딱 만들어내곤 하는 든든한 가장이셨다. 아버지는 일단 뭘 했다 하면 열정적인 구석이 있었다. 클래식 음악을 사랑해서 LP판을 수집하는 일에도 열심이었고, 두말할 필요 없이 카메라라는 평생 손에서 놓지 않을 만큼 사진에 대한 애정은 대단했다. 가족이나 좋아하는 대상을 사진으로 기록하는 일에 아버지는 때때로 놀라우리만치 집요해 보였다. 한번은 어린 내가 밖에서 돌아와 울고 있는데, 아버지는 나를 달래주는 대신 급히 카메라를 가져와 찍으셨고, 산 정상에서 우리 삼 남매가 무서워 고개도 못 들고 울고 있을 때도, 아버지는 우리의 모습을 놓치지 않기 위해 아슬아슬한 곳에 위치를 잡고 카메라를 꺼내 드셨다.

아버지의 꼼꼼함은, 일단 찍은 필름은 반드시 밀착 인화해 필름과 같이 연도마다 파일에 정리해두신 것에서도 드러난다. 변변한 암실도 없이 화장실에서 현상하며 프린트를 하던 시절이었다.

아버지의 카메라를 언제부터 의식했는지 정확하게 기억나지는 않는다. 돌이켜보면 아버지는 카메라 너머에서 늘 나를 지켜보셨다. 놀이터에서 동네 언니들의 공기놀이에 끼지 못해 서러울 때도, 어린이날 인파에 치인 하루를 보낸 후 귀갓길 택시 안에서 까부라져 즐기고 있을 때도, 아버지께서 내가 결혼할 때 사진들을 모아 책으로 만들어주시겠다고 다짐하듯 말씀하신 적은 있었지만, 그때는 아버지의 이사적이고 일상적인 기록이 이토록 특별한 가족사로 다시 태어날 줄은 상상조차 하지 못했다. 문득 초등학교 시절 아버지와 함께 TV 대담 프로그램에



나가서 아버지에게 사진을 찍히는 느낌에 대해 김동건 아나운서로부터 질문을 받은 일이 생각난다. 나는 그때 아주 솔직히 “귀찮은데요”라고 대답해 모두를 웃게 한 걸로 기억한다. 확실히 우리 삼 남매가 커가면서 아버지는 카메라를 의식하는 우리를 뷰파인더에 담길 주저하신 것 같다. 우리가 더 이상 카메라를 향해 친진한 표정을 드러내지 않기 때문이기도 했지만, 아버지는 우리의 공부에 방해가 될까 걱정스러워하신 것이다.

이제 내가 두 아이의 엄마가 되고 보니 아버지가 내게 남겨준 보석 같은 기록이 새삼 소중하게 다가온다. 아버지의 렌즈를 통해 어떤 꾸밈도 없는 순수한 그때 그 모습의 내가 남아 있다. 내 아이들에게 아버지처럼 나도 ‘책 하나 만들어줘야지’라고 생각한 적도 있었다. 그러나 나의 원대한 포부는 그 일이 얼마나 지속적인 노력을 요하는 것인지 깨닫는 순간 단념으로 이어졌다. 역설적으로 나는 내가 할 수 없는 일이기 때문에 아버지의 자식 사랑을 다시 한번 생각하게 됐다. 그런 ‘대기록’은 큰 사랑 없이 이룰 수 없는 일이지 않은가! 이제 아버지는 내 곁에 없지만, 나는 〈윤미네 집〉을 통해 나를 응원하시던 아버지의 시선을 만난다.

# 내 인생의 황금기

## 외과 의사 양승봉과 네팔

‘외과 전공의’라는 계급장도 떼어버린 채 분야를 가리지 않고 밤낮없이 메스를 잡아야 했다. 그러나 문명의 이기와는 거리가 먼 척박한 땅, 네팔은 그에게 생애 최고의 충만한 시간을 선사했다.

네팔을 향해 뜨거운 사랑을 쏟아부었노라고 그는 말하지 않았다. “다른 많은 의사처럼 과거에 의료 사역으로부터 한국이 받은 혜택을 돌려줘야 한다고 생각했다”라고 담담하게 말하는 의사 양승봉. 그는 네팔에서 15년여를 보낸 동기에 대해, 이를 미화시키는 어떤 말도 아끼는 기색이다. 1997년, 막내 인모를 임신했을 때 그의 아내는 몸 상태가 심각했다. 그가 근무하던 탄센 병원의 동료 의사들은 결국 한국에 돌아가서 출산하라고 권했다. 탄센에서 카트만두까지 울퉁불퉁한 비포장도로를 달렸다. 절대안정을 취해야 하는 산모를 위해 해줄 수 있는 건 담요 두 장을



“  
마음을 줄이며  
구불구불한 산길을  
내려오는데 자꾸 네팔  
사람들이 보이는 거예요.  
그 와중에 이런 생각이  
들더라고요. ‘무슨  
일이 있어도 여길 꼭  
다시 와야겠다.’ 그는  
여기서 그 감정에 대해  
‘동정심’이란 표현을  
썼다. 말 그대로  
‘누군가의 어려움을  
안타깝게 여기는 마음.’  
”

같이주는 것뿐. “아내의 상태가 그러니 언제 다시 돌아올지 기약할 수 없었어요. 동료 의사들도 ‘짐을 미리 싸두고 가라’고 하더군요. 네팔에 들어간 지 2년이 채 안 된 시점이었지요. 그런데 마음을 줄이며 구불구불한 산길을 내려오는데 자꾸 네팔 사람들이 보이는 거예요. 그 와중에 이런 생각이 들더라고요. ‘무슨 일이 있어도 여길 꼭 다시 와야겠다.’ 그는 여기서 그 감정에 대해 ‘동정심’이란 표현을 썼다. 말 그대로 ‘누군가의 어려움을 안타깝게 여기는 마음.’

외과 의사였지만 의료진이 턱없이 부족한 네팔에서 그는 산부인과, 신경외과, 비뇨기과, 이비인후과 등 모든 분야를 오가는 전천후 의사가 돼야 했다. 모르면 배워서 수술을 감당하느라 몸은 고됐고, 환경도 한국과 비교할 수 없이 열악했다. 그러나 의사로서 환자만 생각하고 소신껏 진료할 수 있는 환경만큼은 그에게 스스로 ‘인생 최고의 시기’라고 할 정도로 자족감을 줬다. “순박한 네팔 환자들은 의사를 무조건 신뢰하죠. 의사에게 막강한 권한이 있으니 누구 눈치 볼 필요도 없고, 그래서 또 의사는 무한 책임을 지고자 하죠.”

서구권에서 온 동료 의사들보다 네팔 사람들과의 동화도 빨랐다. “같은 동양권이어서인지 설명하지 않아도 통하는 부분이 많았어요. 한국말과 어순도 같고, 서양 사람들처럼 직설 화법으로 말하지 않는 문화다 보니 아무래도 친화력을 발휘할 수 있었던 것 같아요.” 그는 ‘네팔 스타프들과 단 한 번도 트러블을 일으키지 않은’ 유일한 의사였다.

그는 어디서나 ‘유익한 사람’이 되고자 했다. 한국에서의 보장된 삶을 뒤로한 채, 묵묵히 주어진 길을 최선을 다해 걸었다. 자신보다 먼저 그 길은 간 사람들처럼 한 톨의 ‘찍은 밀알’이 되고 싶었다. 현재 그는 치료비가 무서워 병원에 가지 못하는 네팔 사람들에게 좀 더 근본적인 대책을 세워주기 위해 의료보험제도 도입을 추진하고 있다. 그러나 이것 역시 ‘하는 데까지 열심으로 해보자’는 마음으로 출발한 것일 뿐이다. 그가 앞일을 치밀하게 계산하는 사람이었다면 네팔에 가지도 않았을 것이다.

‘기왕이면’ 의사로서 가장 빛나는 전성기를 네팔에 바치고 싶었던 젊은 이는 이제 머리카락이 희끗희끗한 중년이 됐다. 그러나 “누구든지 자기를 높이면 낮아질 것이요, 자기를 낮추면 높아질 것이다”라는 성경 말씀이 그만큼 어울리는 사람도 없다. 그가 빈자의 땅에서 의술로 그들을 돕고 하루하루를 부딪치며 감당하는 그 진솔한 과정에 세상은 감동했다. 이제 그는 한국에서 2년여의 시간을 보낼 계획이다. 그리고 그마저도 네팔에서 뜻있는 시간이 되도록 사용할 것이라는 희망을 품고 있다.





true friend

# 한국투자 벨류자산운용

## 인연은 기회를 낳는다

김남구 부회장과 이채원 부사장

한 사람이 소유할 수 있는 자산은 여러 형태다. 그러나 사람과 사람의 인연이야말로 때에 따라서는 유형의 가치를 지닌 존재보다 더 큰 힘이 될 수도 있다.

‘한국의 워런 버핏’이라는 공공연한 별칭이 부담스럽다는 듯한 눈빛을 보내면서도 이 남자는 이렇게 말한다. “어렵잖아요. 평생을 해도 워런 버핏이나 피터 린치처럼 될 수는 없을 겁니다. 하지만 그들이 못하는 걸 제가 할 수 있는 부분도 있겠죠.” 본인의 입으로 “겁이 많고, 소심하다”고 하지만, 기실 그는 과감할 때는 엄청나게 과감하고, 꼭 해야 할 말이 있다면 머뭇거림이 없다. 그러니 그의 고집과 배짱을 아는 사람이 이 겸손함 섞인 ‘소심한’이라는 단어를 듣는다면 의아할지도 모르겠다. 그는 그저 ‘과유불급’을 모토로 자신이 납득할 수 있는 일에만 신중하게 움직이는 사람이니까.

특별한 취미도 없어서 그 흔한 골프도 치지 않는다. 투자 세

계로 입문한 이후 그에게는 취미도 직업도 오직 ‘주식’이었을 정도로 외골수로 살아왔다. 증권사 신출내기 시절에는 상장 기업 600개의 전 종목 코드를 몽땅 외울 정도였다. 재미없는 영화를 한 번 보느니 재밌는 영화를 열 번 반복해 보는 게 좋고, 감명 깊은 책은 두 번이고 세 번이고 반복해서 읽는다. 또 변화를 싫어해 한번 맘에 든 브랜드의 옷은 끝까지 고수한다. 어쩌면 남들에게는 지루하기 짝이 없는 가치투자가 체질적으로 그에게는 더할 나위 없이 완벽한 선택이었는지 모른다. 인내력과 지구력이 필요하고 철저한 분석이 성공과 불가분의 관계를 맺고 있는 투자 방식이니까.

그러나 그의 이런 성품과 노력 외에 또 다른 성공의 열쇠가 있다고 한다면? 99%의 노력과 1%의 인연. 그에게는 인생의 터닝 포인트마다 어떤 인연이 있었다.

‘가치 투자’라는 개념조차 없던 시절부터 그는 벤저민 그레이엄, 피터 린치 같은 월가의 영웅 이야기에 빠져 있었다. 동원증권 국제영업부 동경사무소에서 근무하던 시절, 남들이 선망하는 ‘주재원’ 신분이 됐는데도 시선이 늘 서울로 향해 있



“  
”

국내 최초로 장기펀드를 론칭하고 그는 이제 “기어이 성공해야 한다”는 투지를 불태우고 있다. 10년을 보고 투자한 고객들과의 인연을 그는 사명을 다해 지키려고 한다. 인연이 기회가 됐고 또 성공으로 이루어진 바가 있기에, 그의 꿈은 아마도 허황된 것이 아닐 것이다.

는 건 주식에 대한 열망 때문이었다. 신화 같은 이야기를 그저 읽기만 하는 것으로는 성에 차지 않았다. 그러던 차, 배운 것을 펼쳐 보일 기회가 없던 그에게 놀라운 인연이 찾아왔다. 동경 사무소를 찾은 동원그룹의 총수 김재철 회장을 하루 보필하게 된 것. 그룹 총수와의 점심 식사 자리에서 일개 사원에 불과하던 남자는 거침없이 말했다. “회장님, 저는 여기가 아니라 서울에 가서 해야 할 일이 많은 것 같습니다.” 역세계 운이 좋았던 걸까? 당돌한 남자의 청은 다행스럽게도 받아들여졌다. 서울 본사로 복귀한 그는 1000만 달러짜리 역외펀드를 위탁 받아 운용하기 시작했고 양호한 수익률을 기록했다. 그러나 펀드매니저로 입성하기란 쉽지 않았다. 이번에는 김재철 회장의 장남인 김남구 상무(현 한국금융지주 대표 겸 한국투자증권 부회장)를 찾아갔다. 부서를 돌며 경영 수업을 받던 시절부터 그와 안면이 있던 김남구 상무는 그에게 주식 대신 채권 쪽 업무를 맡아보라고 권유했다. 그러나 그는 그 자리에서 생활 시간을 달라고 했다. 일보 전진을 위한 일보 후퇴. 다음 날 그와 다시 마주한 김남구 상무는 그의 눈빛을 보고 두말없이 주식운용부로 발령을 냈다. 1996년의 일이다. 일단 제 궤도를 찾기 시작하자 그는 투자의 재미에 맹렬하게 빠져들었다. 그 자신은 껌블이라도 하는 느낌이었다고 고백하지만, 그 밑바탕에는 누구도 따라올 수 없는 성실함이 있었다. 주변보다 먼저 등교해서 청소를 하던 중학생이 어디 갔겠는가? 그는 전 직원 중 제일 먼저 출근해서 가장 늦게 퇴근하기로 명성이 자자한 사람이다. 아직 깊이 있게 분석할 만한

내공은 없었지만 가치투자에 대한 실제적인 실천에 한발 다가설 수 있었다. 삼성전자나 포스코처럼 절대 망하지 않을 기업 위주로 포트폴리오를 재구성했다. 1998년, 그는 국내 최초로 가치투자 전용 펀드 ‘동원밸류1호’ 운용을 맡았다. 그리고 1년도 되지 않아 127%의 수익률을 냈다. 그러나 1999년 위기가 찾아왔다. 코스닥을 중심으로 기술주 열풍이 불면서 그가 투자한 대부분의 가치주 종목은 하락했고 외면의 대상이 됐다. 당시 기술주를 하나도 갖고 있지 않던 그는 투자자에게 원망과 항의를 받아야 했다. 가치투자에 대해 어느 정도 확신이 설 무렵이었다. 스트레스로 라식수술이 실패했고, 몸 상태는 엉망이었다. 2000년 2월 마침내 그는 펀드운용을 그만둘 결심으로 휴가를 냈다. 몸도 마음도 지친 그에게 회사는 원한다면 부서까지 만들어주겠다고 제의할 정도였지만, 결정적으로 그가 주식운용을 계속하게 된 계기는 김남구 부회장과 그의 면담 때문이었다. “너무 싸서 사고 싶은 주식이 지천에 널려 있습니다. 정말 사고 싶은 주식이 많습니다.” 김남구 부회장에게 하소연처럼 던진 그의 한마디에 이런 말이 돌아왔다. “그러면 주식을 많이 사면 되는 것 아닌가?” 평소 포용력이 넓고 의사 결정이 빠르며, 배포가 큰 김 부회장다운 한마디였다. 여유 자금 한도 내에서 최대한 운용해보라는 김 부회장의 격려로 그는 천군만마를 얻은 것 같았다. 물론 서로에 대한 신뢰가 있었기에 가능한 대화였다. 그의 눈부신 전성기가 시작되는 순간이었다. 기회는 잡는 자에게만 다가오는 것이고, 그는 인연을 기회로 만들 줄 아는 사람이었다. 그의 가치투자가 지금껏 달려올 수 있었던 것도 ‘투자 환경’, 즉 고객과 경영진의 신뢰가 밑받침됐기 때문이다. 국내 최초로 장기펀드를 론칭한 그는 이제 성공해야 한다는 투지를 불태우고 있다. 10년을 보고 투자한 고객들과의 인연을 그는 사명을 다해 지키려고 한다. 인연이 기회가 됐고 또 성공으로 이루어진 바가 있기에, 그의 꿈은 아마도 허황된 것이 아닐 것이다.

# 10년투자펀드의 길 그리고 사람들

- 1 숫자로 본 10년투자펀드
- 2 2006~2010 10년투자펀드 그리고 길
- 3 가치, 함께 키우고 같이 성장하다
- 4 자산운용에 새바람을 일으키다
- 5 10년투자펀드를 움직이는 사람들, TEAM VALUE



# 2006~2010 10년투자펀드 그리고 길

맞잡은 손으로  
새로운 아침을 열고  
박차오르다

## | 외롭봉추 | 비록 몸은 초야에 있으나 원대한 꿈을 품다

아직 척박하기만 한 간접투자시장에 '가치투자'라는 새로운 나무의 새싹을 틔우려는 시도가 있었다. 바로 가치투자 전도사로 불리는 이재원 CIO. 1998년 구 동원증권(현 한국투자증권)에서 국내 처음으로 가치투자를 시작했지만 시장은 냉담했다. 버블 시대의 욕망은 '미련한' 가치투자의 길을 외면했다. 아직 어린 새싹에 불과하던 가치투자는 처음부터 시련의 연속이었다. 하지만 희망이 아예 꺾인 것은 아니었다. 그 후 이재원 CIO의 투자 철학을 담은 구 동원증권의 고유 계정인 6년 동안 435%라는 경이적인 수익률을 기록했다. 한국에서 가치투자는 성공할 수 없다는 편견을 깨뜨린 것이다. 하지만 여기에서 만족할 수 없었다. 일반 투자자에게도 가치투자의 풍성한 열매를 수확할 수 있는 기회를 만들어야 한다는 열망에 사로잡혔다. '평범한 내이웃을 위한' 가치투자펀드라는 꿈은 그렇게 무르익어갔다. 그리고 마침내, 2006년 4월 한국밸류 10년투자 증권투자신탁1호(주식)가 탄생했다.

**2006 桃園結義**  
척박한 대지에 가치투자의 씨앗을 뿌리다

## | 도원결의 | 오랜 벗들과 함께 큰일을 도모하다

한국투자밸류자산운용은 가치투자 철학의 외길을 가기 위해 설립한 국내 최초의 전문 자산운용사다. 국내 자산운용시장에서 장기 가치투자 문화를 정착시키는 것은 아무도 가지 않은 길을 닦는 것이었다. 항해하는 오랫동안 한국투자증권에 몸담았고 전문 운용사만의 차별화된 경영 철학에 이해가 깊은 이용재 CEO와 가치투자의 선구자 이재원 CIO였다. 2006년 2월 밸류운용은 가치투자라는 강력한 동력으로 자산운용시장에 출사표를 던졌다. 한편 일선에서 자산운용을 책임질 펀드매니저팀도 구성되었다. 이재원 CIO는 한국투자증권에서 수년간 팀워크를 다져온 펀드매니저를 모두 불러들였다. 시작부터 함께한 그야말로 '한 팀'이었다. 힘들 때와 좋을 때를 함께 겪으면서 서로 눈빛만 봐도 생각이 통할 정도였다. 이는 가치투자를 위한 가장 중요한 조건이기도 했다. 같은 철학을 공유하면서 서로를 믿고 호흡을 같이할 진정한 파트너들이었다. 환상의 팀이 10년투자펀드를 위해 다시 뭉친 것이다.

**2007 破竹之勢**  
거침없는 기세로 명품 펀드의 반열에 올라서다

## | 관목상대 | 눈을 비비고 다시 볼 만큼 주위를 놀라게 하다

일반 투자자의 펀드 보유 기간이 3년이 채 되지 않던 때에 '10년 투자'를 자랑스럽게 내걸고 '3년 환매 제한'이라는 강력한 정책을 단 10년투자펀드는 어쩌면 모험이었다. 하지만 그것은 기우였다. 설정한 지 채 1년도 되지 않아 설정액 3000억원을 상회할 정도로 급성장했다. 대박의 환상을 좇던 펀드의 패러다임이 변하고 있었다. 또 안정적 수익률 역시 급격한 성장에 큰 힘을 보탤다. 2006년 4월부터 2007년 4월까지 23.35%의 수익률을 거두었는데, 같은 기간 주식시장은 7.45% 상승에 그쳤다. 주식시장은 지지부진했지만 10년투자펀드의 가치주들이 진가를 발휘하기 시작했다. 2008년 4월에는 수탁고가 1조를 돌파하는 기염을 토했다. 고객의 투자 목적과 가치투자의 공합을 잘 실려줄 상품도 연이어 출시되었다. 2007년 3월에는 한국밸류 10년투자연금증권투자신탁1호(주식)를, 6월에는 한국밸류 10년투자퇴직연금증권투자신탁 1호(채권 혼합)를 출시했다. 2008년 5월에는 한국밸류 10년장기주택주식형펀드 출시로 장기 가치투자의 라인업을 강화해나갔다.

**2008 談笑自若**  
금융 위기와 가치주 소외로 성장통을 겪다

## | 담소자약 | 코앞에 닥친 위험에도 의연하게 대처하다

성장통은 누구에게나 찾아온다. 성장통 없이 어른이 되는 건 불가능하다. 10년투자펀드도 그런 성장통을 피해갈 수는 없었다. 그 시작은 2008년 9월이었다. 미국 서브프라임 모기지 사태로 국제 금융시장이 점차 경색되었고, 글로벌 증시가 동반 붕괴하는 사상 초유의 사태에 직면했다. 국내 증시 역시 코스피지수가 한때 900포인트가 무너지는 단기 폭락 장세가 펼쳐졌다. 문제는 튼튼할 것으로 생각한 가치주가 펀드멘털과는 상관없이 시장의 추락과 함께 흔들리기 시작한 것이다. 오히려 일부 가치주는 주식시장보다 더크게 하락하며 그동안 상대적으로 견고했던 10년투자펀드 수익률에 큰 타격을 주었다. 거센 폭풍에 모든 것이 다 쓸려버릴지도 모른다는 공포가 시장과 투자자 사이에 만연했다. 그러나 10년투자펀드는 이런 상황에서 결코 흔들리지 않았다. 10년투자펀드는 한국 경제의 내일을 믿기 때문이었다. 지금의 이 거센 폭풍만 잘 견뎌내면 한국 경제의 뿌리는 더욱 견고해지고 나무는 무성해질 것이었다.

## | 파죽지세 | 거칠 것 없는 기세로 새로운 목표를 향해 내달리다

10년투자펀드주식1호는 출범 첫해에 23.35%의 수익률을 올리며 주목을 받은 데 이어 다음 해에도 24.55%의 수익을 거두어 2년 연속 20%대 수익률을 기록한 유일한 주식형 펀드가 되었다. 짧은 기간 동안이지만 10년투자펀드는 고유한 브랜드로서 힘을 갖게 되었다. 대한민국금융명품대상 최우수상, 한국펀드대상 우수상, 대한민국금융혁신대상 서비스혁신상 등을 수상하며 대한민국 가치투자를 대표하는 명품 펀드로 자리 잡았다. 기대 반 우려 반으로 시작한 서툰 발걸음은 이제 거칠 것 없는 적토마의 힘찬 뿔박질로 바뀌었다. 최고의 성적과 뚜렷한 운용 철학을 바탕으로 2009년에는 보수적인 운용과 엄격한 기준을 통과해야만 자금을 받을 수 있는 국민연금으로부터 1000억원의 장기투자자금을 유치하는 성과를 이루었다.

**2009~2010 風雲魚水**  
투자자와 기업 모두에게 소중한 동반자를 꿈꾸다

## | 풍운어수 | 서로를 돕고 위하는 상생의 길을 걷다

10년투자펀드의 처음은 투자자와의 약속, 기업에 대한 믿음에서 시작되었다. 일반 투자자에게 가치투자를 전파하고 동반자가 되기 위해 10년투자펀드는 남들이 생각조차 하지 않는 일을 해왔다. 솔직하고, 쉽고, 자세한 운용보고서를 매해 만들었다. 또 투자자와 투자 기업의 축제 마당인 운용보고대회도 개최했다. 이 모든 것 속에 고객 인생의 동반자이자 친구, 조안기로 함께하려는 노력이 담겨 있다. 10년투자펀드가 투자하는 많은 기업 역시 단순히 펀드 수익률을 올려주는 대상이 아니다. 좋은 기업을 세상에 알리고 그 기업들과 같이 성장해나가기 위해 1년에 1400여 번 넘게 탐방을 한다. 인내하고 기다리면 풍성한 열매를 거둬들일 수 있다는 투자자와의 약속, 기초가 튼튼한 기업은 언젠가 가치를 인정받으리라는 믿음이 10년투자펀드를 이끌어온 두 가지 힘이다.

# 가치, 함께 키우고 같이 성장하다

가치가 커가는 곳, 한국투자밸류



펀드는 경제를 엮는 씨줄과 날줄이다. 펀드가 흘러가는 곳을 보면 이 나라 경제의 가장 중요한 부분을 다 보았다고 해도 과언이 아닐 듯. 펀드의 진정한 주인인 투자자의 자산은 자산운용사라는 아무진 살림꾼을 만나 좋은 기업으로 한데 모여 흘러간다. 기업은 실질적인 가치를 만들어내는 친하제일의 일꾼. 펀드를 양분 삼아 크게 자란 나무의 열매는 모두에게 고루 배분된다. 그러나 펀드는 자산 증식의 수단이며 이 나라 경제를 숨 쉬게 하고 자라게 만드는 소중한 자양분인 셈이다.

### 자산운용사는 펀드 살림꾼

10년투자펀드가 시작되는 곳은 물론 기획과 운용을 책임지는 한국투자밸류 자산운용이다. 이곳은 아무진 손끝으로 큰 살림을 척척 해내는 살림꾼의 모습을 떠올리게 한다. 이들의 가장 큰 임무는 투자자와 투자 기업을 씨줄과 날줄로 엮어주는 것. 견우와 직녀처럼 서로 너무나 먼 거리에 있는 이들을 연결해준다. 큰 살림의 밑그림을 그리고, 계획대로 집안을 이끌어가지만 공간 열쇠는 가지고 있지 않다. 한 점 의혹 없이 큰 살림을 해나가려면 공간 열쇠를 맡는 공정하고 객관적인 사람이 따로 있어야 한다. 바로 돈을 맡겨두는 곳, 수탁 회사다.

### 펀드의 진정한 주인은 투자자

펀드에 미래의 소중한 희망을 담은 투자자야말로 10년투자펀드의 진정한 주인이라고 할 수 있다. 그러나 일반 투자자가 펀드 살림꾼을 직접 만나는 기회는 거의 없다. 그들을 대신해 판매를 책임지는 판매 회사가 따로 있기 때문이다. 투자자들이 십시일반으로 모은 돈은 커다란 강물이 되어 우리 경제를 살찌우는 중요한 젖줄이 된다. 물이 흐르지 않는 땅에서는 나무가 자랄 수 없다. 투자자 없는 펀드와 경제는 생각할 수조차 없다. 그래서 펀드의 진정한 주인은 투자자다.

### 투자 기업은 가치를 키우고 열매를 나누는 펀드 일꾼

실제로 가치를 만들어내는 것은 바로 투자 기업이다. 펀드를 양분 삼아 줄기와 잎을 키우고 열매를 맺는 나무 역할을 한다. 이들이야말로 10년투자펀드의 가장 믿음직한 일꾼이라고 할 수 있다. 돈이 돈을 낳는 일은 없다. 투자 기업의 굵은 땀방울과 쉽 없는 노력이 새로운 가치를 만들어내는 원동력이다. 이를 통해 기업은 커가고 성장의 단 열매는 펀드 주인에게도 나눠진다.



“ 투자자들이 십시일반으로 모은 돈은 커다란 강물이 되어 우리 경제를 살찌우는 중요한 젖줄이 된다. 물이 흐르지 않는 땅에서는 나무가 자랄 수 없다. 투자자 없는 펀드와 경제는 생각할 수조차 없다. 그래서 펀드의 진정한 주인은 투자자다. ”



# 자산운용에 새바람을 일으키다

투자자 곁으로 더 가까이, 더 친근하게!



“ 투자자들은 상세한 포트폴리오를 접하면서 10년투자펀드가 말로만 가치투자를 외치는 게 아님을 확실히 깨닫게 되었다는 반응을 보였다. 나아가 10년투자펀드의 운용보고서에서 투자아이디어를 얻으려는 직접투자자도 많이 생겨났다. ”



가치투자 전문 자산운용사로 출범한 한국투자밸류. 2006년 설립한 후 겨우 4년이라는 시간을 달려왔을 뿐이다. 그러나 투자자와 고객과의 장기적인 동반자 관계를 중시하는 기업활동으로 자산운용업계에 새바람을 불러일으키고 있다. 가치투자는 멀고도 어려운 길이다. 그렇기에 투자자가 가치투자 철학을 좀 더 쉽고 편안하게 이해할 수 있도록 다양한 기업 활동을 고민하고 실천에 옮기고 있다.

### 1. 자산운용업계의 일대 파란, 친절한 운용보고서

지난 2007년 5월, 한국투자밸류는 25쪽 분량의 연간 자산운용보고서를 내면서 업계에 일대 파란을 일으켰다. 2008년에는 100페이지가 넘는 책자형으로, 이듬해는 국내 최초로 멀티미디어 형태로 발전했다. 이전까지만 해도 펀드 투자자는 불친절한 자산운용보고서에 익숙한 상태였다. 펀드 선진국으로 불리는 미국에서는 수백 페이지짜리 자산운용보고서가 일반적인 현상이었는데도 말이다.

오히려 너무 늦은 감이 없지 않지만 한국투자밸류가 시도한 친절한 운용보고서 바람은 업계에 새로운 바람을 불러일으키기에 충분했다. 10년투자펀드의 운용보고서에는 수익률뿐만 아니라 상세한 포트폴리오, 투자하게 된 이유 등을 조목조목 설명해놓았다. 투자자는 상세한 포트폴리오를 접하면서 10년투자펀드가 말로만 가치투자를 외치는 것이 아님을 확실히 깨달았다는 반응을 보였다. 나아가 10년투자펀드의 운용보고서에서 투자아이디어를 얻으려는 직접투자자도 많이 생겨났다.

또 한 가지 신선하게 받아들여진 것은 보고서에서 펀드매니저들의 실수와 잘못까지 인정하는 솔직하고 정직한 자세였다. 이런 새로운 노력에 투자자는 더욱 큰 믿음으로 화답해 주었다.

### 2. 모든 투자자를 위한 축제 한마당, 자산운용 보고 대회

10년투자펀드 설정 3주년이던 2009년 4월, 한국투자밸류는 또 하나의 신선한 사건을 일으켰다. 자산운용사와 투자자, 투자 기업이 한자리에 모여 축제의 한마당을 여는 한국형 '오마하 축제'를 기획한 것이다. 자산운용사에서 일반 투자자를 초청해서 운용

보고 대회를 연 것은 국내 최초였다.

'오마하 축제'는 투자 귀재로 불리는 미국의 워런 버핏의 투자 회사 버크셔 해서웨이의 주주총회를 일컫는 말로, 파티 형식의 전야제, 버핏과의 대화, 주주를 위한 쇼핑 행사 등 다양한 프로그램이 축제 분위기 속에서 열린다고 해서 붙은 이름이다.

10년투자펀드의 자산운용 보고 대회에도 1000명이 넘는 투자자가 모여들어 분위기가 한껏 고조되었다. 2008년 추가 대폭락으로 속앓이를 한 투자자에게는 궁금근과 우려를 해소할 수 있는 자리였다. 또 신뢰받는 기업이 되기 위해서는 판매뿐만 아니라 애프터서비스가 더욱 중요하다는 평범한 진리를 다시 한번 눈으로 확인하는 계기가 됐다. 또 10년투자펀드의 투자 기업 30여 곳도 부스를 열어 투자자와 직접 만남을 가졌다. 이런 축제 한마당은 투자자와 자산운용사, 투자 기업 간의 동반자 관계를 더욱 돈독하게 만드는 계기가 되었다.

### 3. 역사를 써가다, 펀드 전시회 <생활 속의 펀드 이야기>

지난 10여 년 동안 펀드의 규모는 비약적으로 성장하고, 점점마다 펀드 하나 씩은 가입한 국민 펀드 시대가 열렸다. 하지만 지난 시절 펀드가 어떻게 성장하고 발전해 왔는가에 대한 진지한 모색은 어디에서도 진행하지 않았다. 이에 한국투자밸류는 우리나라 펀드의 역사와 발전을 더듬어보면서 투자자의 이해를 높일 수 있는 펀드 전시회를 마련했다. 2010년 2월부터 열린 <생활 속의 펀드 이야기>가 그것이다.

1970년대부터 현재까지 한국 펀드산업의 성장을 한눈에 볼 수 있는 '펀드역사관', 사료를 볼 수 있는 '펀드역사자료관', 고객이 투자한 돈이 어떻게 경제 발전에 기여하는지 보여주는 '펀드와 우리의 생활' 등등 누구도 시도하지 않은 것이었기에 사료를 모으고 정리하는 과정은 결코 쉽지 않았다. 그러나 어렵게 모아 재구성한 '펀드의 역사'는 투자자의 뜨거운 호응을 얻었다. 또 일반 투자자가 직접 참여할 수 있는 기회도 더욱 넓혀놓았다. 전시회에는 투자자가 펀드투자에 대한 생각을 직접 적을 수 있는 코너도 마련해놓았다. 이를 통해 투자자와 함께 만들어가는 전시회를 지향했다. 투자자야말로 10년투자펀드의 진정한 주인이기 때문이다.

## Advertising



# 펀드매니저, 10년투자펀드를 움직이는 사람들 우리는 Team Value입니다



펀드 매니저들의 한마디

**펀드는 빨간 돼지 저금통입니다**  
빨간 돼지 저금통은 안의 내용물을 볼 수 없어서 얼마나 모았는지 그 상황에서는 알기 힘들지요. 하지만 나중에 배를 갈랐을 때 얻는 기쁨은 아주 큼니다. 펀드도 마찬가지로 하루하루 펀드의 내역을 보기보다 꾸준히 모으다 보면 빨간 돼지 저금통의 배를 갈랐을 때 느끼는 기쁨을 언젠가는 누릴 수 있을 것입니다. - 정재원 매니저

**펀드는 연애와 같습니다**  
가끔 변덕 때문에 맘고생하기도 하지만 꾸준히 노력(납입)하고 지켜봐(기다려)준다면 큰 기쁨이 되어 돌아옵니다. - 정신욱 매니저

**펀드란 행복입니다**  
펀드가 대박이 나면 기분이 날아갈 듯합니다. 펀드가 반토막이 나면 세상이 두 쪽 난 듯합니다. 펀드의 수익이 꾸준히 늘어나면 꾸준히 행복합니다. 그래서 전 가치투자 펀드가 좋습니다. - 강병구 매니저

**펀드는 새로운 꿈을 위한 투자입니다**  
For Your New Dream! 아이의 꿈을 이루기 위해서도, 꿈꾸던 사업을 시작하기 위해서도, 행복한 노년을 위해서도 투자가 필요합니다. 펀드는 당신의 새로운 꿈을 위한 투자입니다. - 박문창 매니저

**펀드는 목은지입니다**  
좋은 김치를 장기간 폭 묻어두어야 맛있는 목은지가 되듯이, 좋은 기업의 주식을 많이 보유한 펀드에 돈을 폭 묻어두면 높은 수익률을 낼 수 있을 것입니다. - 남영구 매니저

**펀드란 믿음입니다**  
펀드에 처음 가입할 때는 집이나 자동차를 처음 사는 것처럼 꼼꼼히 뜯어 봐야 합니다. 한번 가입한 펀드는 계획한 투자 기간과 투자 목적이 달성될 때까지 믿음을 가지고 기다려야 합니다. 믿음을 가지고 함께하는 펀드는 언제나 당신 편입니다. - 정동원 매니저

**펀드는 대안 없는 선택입니다**  
저금리 시대에 예금은 인플레이션을 방어하기도 어렵습니다. 고령화로 경제 활동 인구가 줄어드는 마당에 부동산에 마냥 기댈 수 있을까요? 미래를 위한 저축 수단, 펀드밖에는 대안이 없습니다. - 강대권 매니저

# Team Value, 세 가지 키워드 팀으로 한데 뭉쳐 더 강하다!



“어떤 때 하루에 3곳이 넘는 기업을 돌아보기도 해요. 물론 자료를 분석하고 연구 검토하는 것도 중요하지만 직접 내 눈으로 확인을 해야 직성이 풀려요. 장부상으로는 결코 나타나지 않는 그 기업의 진짜 얼굴을 발견하기도 하죠.”

1조원이 넘는 남의 돈을 굴리는 펀드매니저. 냉정하고 정확한 매의 눈을 가진 사람일 것이다. 찢러도 피한 망을 안 나올 것이다. 자기 성과를 위해선 철저한 개인주의자일 것이다. 하루 종일 주식 시황 모니터를 주시하고 있을 것이다. 이러한 상상을 했다면 당신은 잘못 안 것이다. 적어도 10년투자펀드를 움직이는 펀드매니저에 대해서는 말이다. 우리가 잘 알지 못했던, 그래서 더 궁금한 10년투자펀드 매니저들의 세계 속으로 들어가보자.

## 01 성실한 발이 최고의 무기다 -발로 뛰는 펀드매니저

하루 종일 주식 시황 모니터 쳐다보기. 10년투자펀드의 펀드매니저에게는 있을 수 없는 일이다. 그들은 1년 내내 돌아다닌다. 그들이 돌아다니는 곳은 기업이다. 현재 투자 대상인 기업만 돌아다니는 것도 아니다. 투자를 고려 중인 기업, 심지어 주식을 이미 처분한 기업까지 쫓아다닌다.

“어떤 맨 하루에 세 곳이 넘는 기업을 돌아보기도 해요. 물론 자료를 분석하고 연구 검토하는 것도 중요하지만 직접 내 눈으로 확인해야 직성이 풀리거든요. 장부상으로는 결코 나타나지 않는 그 기업의 진짜 얼굴을 발견하기도 하죠.”

1년에 총 1400여 회가 넘는 기업 탐방을 다니다니 이쯤 되면 발로 뛰는 펀드매니저라는 말이 전혀 어색하지 않다. 가치투자는 숨어 있는 진주 같은 좋은 기업을 찾아내는 게 관건이다. 이들에게 종합주가지수보다는 실제 현장에서 느끼는 기업의 참모습이 더 중요한 이유다.

“10년투자펀드는 매매 회전율이 높지 않아요. 다른

펀드매니저가 매매에 쏟아붓는 시간을 우리는 기업을 찾아다니는 데 쓰는 거죠. 가치투자를 전문으로 하는 펀드매니저라면 당연히 그래야 한다는 게 저희 모두의 생각입니다.”

10년투자펀드 매니저는 각각 담당하는 기업 분야가 따로 있다. 그러나 꼭 자기 분야가 아니더라도 궁금한 기업이 있으면 주저없이 함께 기업 탐방에 나선다. 궁금증과 호기심을 억누르지 못하기 때문이다. 이렇게 기업 현장을 발로 뛰는 펀드매니저들의 결론 하나. 기본이 튼튼한 좋은 기업은 몇십 년 후에도 좋은 기업일 가능성이 크다. 그러니 단 한순간도 관심의 끈을 놓지 않고 예의주시할 수밖에 없다. 이것이 가치주를 발굴해내는 핵심 포인트.

## 02 팀으로 뭉쳐 더 강하다 -끈끈한 매트릭스 팀워크

10년투자펀드 계열의 펀드 상품은 5개. 이 펀드를 운용하는 펀드매니저는 13명이다. 펀드매니저 한 사람당 0.38개의 펀드를 운용하는 셈이다. 업계 평균으로는 펀드매니저 한 명이 7개의 펀드를 운용한다. 이 단순한 통계만 보아도 10년투자펀드에서 팀워크를 얼마나 중시하는지 짐작이 가고도 남는다.

“각각의 펀드를 책임지는 매니저가 정해져 있긴 하지만 다른 매니저도 끊임없이 좋은 기업, 좋은 정보를 물어다 준다. 그래서 서로의 존재를 정말 필요로 하죠. 아주 끈끈한 매트릭스 조직 같다고 할까요?” 팀워크가 빛날 수 있는 또 하나의 요인은 모두가 가치투자 철학 신봉자라는 점이다. 이체원 CIO와 함께 10년이 넘게 동고동락해온 고참 매니저는 물론이고, 이제 막 10년투자펀드에 합류한 새내기 매니저도 마찬가지다. 그래서 이들은 10년투자펀드의 운용자



인 동시에 열렬한 투자자이기도 하다. 내가 가치투자에 확신을 가지고 있을 때 다른 사람들에게도 그 믿음을 줄 수 있다고 생각한다.

## 03 힘든 길 같이 가는 투자자, 기업에 정이 간다 -‘우리가 남이가?’

“이체원 CIO가 대리였을 때 탐방 갔던 기업에 다시 탐방을 간 적이 있었어요. 그때 같은 대리 입장에서 이체원 대리를 만났던 담당자는 임원이 되었던군요. 다시 탐방 온 우리를 보고 참 감개무량했어요.” 매니저에게 기업은 단순히 투자 대상이 아니다. 10년 투자펀드와 함께 어려운 시절을 딛고 성장해가는 동

반자라는 느낌이 강하다. 투자 기업의 경우 더 이상 남일 수 없다. 투자해서 수익을 내야 하는 대상이 아니라, 기업을 같이 키워나가는 주인의 입장인 것이다. 투자자에 대해서도 마찬가지다. 척박하지만 한 국내 간접투자시장에 생소한 가치투자펀드를 겁없이 들고 나왔을 때 조용히 믿고 따라와준 투자자들이 없었다면 오늘의 10년투자펀드는 존재할 수 없었을 것이라고 생각한다.

“장기투자를 하기에 좋은 환경이 아니던 설정 첫해부터 투자자들이 ‘이체원 팀’에 보내준 조용한 믿음이 정말 큰 힘이 되었습니다. 좋은 수익률이 나와서 우리도 기뻐요. 어려운 시절을 함께하고 맞는 봄이 가장 아름답잖아요?”

세상의 모든 펀드매니저와 마찬가지로 10년투자펀드 매니저도 수익률이 떨어질 때가 가장 괴롭고 힘들다. 하지만 이들이 가장 기쁠 때는 좀 색다르다. 길고 지루하고 참기 힘든 가치투자, 장기투자를 이해하고 믿고 따라주는 투자자 이야기를 전해 들을 때이다. 그런 투자자를 통해서만이 자신들의 존재가 빛날 수 있기 때문이다.



# 친절한 밸류 氏가 재미있고 맛깔나게 풀어준다

- 1 나에게 펀드는 ○○○대!
- 2 스타일 있는 펀드의 색다른 맛 이야기
- 3 가치투자로 키워가는 머니 트리
- 4 투자 대가에게 길을 묻다
- 5 도깨비 방망이보다 더 신기한 복리의 마법
- 6 10년투자펀드의 동반자를 찾아서  
(덕성사 대표 김정 & KBS 아나운서 이지연)
- 7 자산운용보고서 탐구 생활

# 나에게 펀드는 ○○○다!

국민 펀드 시대, 펀드에 대한 사람들의 속마음이 궁금하다

누구나 펀드 하나쯤은 가입한, 그야말로 국민 펀드 시대. 사람들은 펀드에 대해 어떻게 생각하고 있을까? <생활 속의 펀드 이야기> 전시회에서 만난 일반 사람들의 펀드에 대한 솔직담백한 느낌과 생각을 옮겨 담았다.



**펀드는 내비의 날갯짓이다.**  
작은 알이던 시절부터 한 점의 공간을 우주로 삼고 소중히 생명을 간직해오다 징그러운 번데기 옷을 입고도 한시도 성장을 멈추지 않는 각고의 시절을 이겨냈다. 이제 꽃잎처럼 날개를 펼쳐 찬란히 솟아오른 나비의 날갯짓이야말로 가치투자자의 상징이다.

**펀드는 서민의 꿈과 미래를 디자인하는 설계도다.**  
펀드의 규모가 커질수록, 수익률이 높아질수록 서민의 희망도 커지고 미래도 밝아질 것이다.

**펀드는 뽀얀 시골 국물이야.**  
아주 오랜 시간 천천히 달여야 진국이 나온다.

**펀드는 풍선이다.**  
생일이나 프레포즈할 때, 기념식이나 행사장에 빠지지 않는 알록달록한 풍선. 우리 인생의 기쁨과 함께하는 풍선처럼 펀드도 우리 인생을 예쁘게 장식해준다. 하지만 풍선을 더 크게 불려고 욕심을 부리면 뽕 터져버리듯, 펀드도 욕심은 절대 금물이다.

**펀드는 연금술이다.**  
연금술은 구리, 주석으로 금과 은을 제조하는 기술로 고대 이집트에서 전해 내려오는 비법이다. 내가 투자한 펀드는 금과 은을 능가하는 가치를 안겨줄 비법이다.



**펀드는 농사다.**  
농부는 생명을 품은 씨앗을 정성스레 심고 키워서 수확을 통해 기쁨을 누린다. 펀드도 가능성 있는 상품(씨앗)에 투자해서 오랜 기간 잘 운용하면 나중에 풍성한 수확을 거둘 수 있다.

**펀드는 지렁이이다.**  
키우기 힘들고 신경 쓸 일도 많지만 시간이 흐르고 나면 제 값어치를 한다.

**펀드는 엘리베이터이다.**  
올라갔다 내려가고, 잠시 멈추기도 하지만, 결국에는 원하는 층에 데려다준다.

**펀드는 골동품이다.**  
세월이 흐를수록 그 가치가 더욱 발하기 때문이다. 그래서 골동품처럼 자신에게 물려주고 싶은 것이 좋은 펀드다.



**펀드는 보퐁수다.**  
골목이 생긴 어메니티의 주름을 펴드린다.

**펀드는 나무이다.**  
나무는 겨울에도 자란다. 겨울에 자란 부분은 여름에 자란 부분보다 훨씬 단단하다. 어려운 상황에서도 곳곳이 가치를 찾아가는 것이 펀드 투자다.

**펀드는 진주다.**  
오랜 기다림과 고통을 참은 조개는 아름답고 가치 있는 진주를 만들어낸다. 펀드 투자는 오래 기다려야 하지만 그에 상응하는 대가는 큰 몫으로 돌아온다.

**펀드는 인생의 방앗간이다.**  
신중히 선택해야 하고, 좋은 일 나쁜 일을 같이 겪으면서 행복을 향해 달려간다.

**펀드는 쇠똥구리가 굴리는 쇠똥이다.**  
쇠똥구리는 온 힘을 다해 작은 쇠똥을 굴려 자신보다 큰 쇠똥을 만들어 양식으로 사용하고, 그 속에 알을 낳고 번식한다. 쇠똥구리의 쇠똥처럼 비록 소액으로 시작하지만 장기투자가 복리의 마술을 이끌어내고, 평생 굴린 펀드는 삶을 풍요롭게 만든다.

**펀드는 제임스 본드다.**  
아무리 어려운 상황이라도 이를 극복하고, 할 수 있는 밑바탕을 마련해주는 내 인생의 특수 요원이다.



**펀드는 배합밥이다.**  
채소, 고기, 참기름, 달걀 등 여러 가지 재료가 들어가야 결과적으로 맛있는 음식 맛을 내고 영양가도 높아진다. 펀드도 다채로운 종목의 조합으로, 전문가가 좋은 결과를 내는 것이다.

**펀드는 와인이다.**  
좋은 재료를 골라 선택과 인내심을 가지고 오래 숙성시켜야 제맛을 낼 수 있다. 와인의 참맛을 기대하며 장기적인 안목으로 투자해야 한다.

“ 펀드는 쇠똥구리가 굴리는 쇠똥이다. 쇠똥구리는 온 힘을 다해 작은 쇠똥을 굴려 자신보다 큰 쇠똥을 만들어 양식으로 사용하고, 그 속에 알을 낳고 번식한다. 쇠똥구리의 쇠똥처럼 비록 소액으로 시작하지만 장기투자가 복리의 마술을 이끌어내고, 평생 굴린 펀드는 삶을 풍요롭게 만든다. ”

**펀드는 거름이다.**  
씨앗을 뿌리고 거름을 주면 새싹이 움트는 것처럼, 펀드 역시 투자해놓고 기다리면 이익이나 자산이 불려준다.

**펀드는 내 인생의 기초 투자다.**  
펀드는 뻘뻘하게 오래가지고 있을수록 'fun fun'한 결과를 가져온다.

**펀드는 놀이동산이다.**  
놀이거구도 골라 타는 재미가 있듯이, 펀드는 내가 좋아하는 것만 골라서 할 수 있다.

# 주식형 펀드, 스타일에 따라 맛도 다르다

스타일 있는 펀드의 색다른 맛 이야기

요즘 출시하는 주식형 펀드는 다른 것과 차별화되는 운용 철학과 전략을 내세우는 경우가 많다. 성장형, 가치형, 인덱스형, 테마형... 독특한 스타일을 중시하는 것이니 가치 펀드도 스타일 시대라 할 만하다. 문제는 음식을 고를 때처럼 펀드를 고를 때도 자기 스타일에 맞는 것을 골라야 한다는 것. 내 입맛에 맞지 않는 펀드는 언제나 불만족스럽다. 성공하는 투자자가 되려면 각각의 펀드가 과연 어떤 재료로 어떤 맛을 내고자 하는지, 그것이 내 입맛과 맞는지 살펴봐야 한다. 스타일이 살아 있는 펀드는 어떤 맛을 내는지 탐구해보자.



## [성장형 펀드] 화려하고 먹음직스럽다

다른 주식에 비해 성장 가능성이 높은 종목에 집중적으로 투자하는 전략을 가지고 있다. 장밋빛 미래에 대한 기대감이 강하다면 현재 주가 수준이 높아도 상관없다는 스타일이다. 기업의 성장성을 충분히 검토하고 매수했다면 이제 기대대로 주가가 오르기만 기다리면 된다. 기대대로 된다면 수익률은 매우 높을 것이나 그렇지 않을 경우 큰 손실을 볼 위험도 감수해야 한다. 성장형 펀드는 아주 질 좋은 고기를 요리사가 솜씨를 발휘해 만든 스테이크 맛에 비유할 수 있다. 한 가지 음식만으로도 만족할 수 있고, 포만감도 크고, 기분도 좋아진다. 하지만 먹음직스러워 보이는 이 음식에도 위험은 도사리고 있다. 재료나 요리사 솜씨가 기대 이하로 판명 날 수도 있고, 무엇보다 음식에 욕심을 내다 보면 소화불량에 걸리기 쉽상이다.



## [인덱스형 펀드] 실망을 최소화하는 표준 맛

KOSPI 200의 수익률을 따라가도록 설계한 것이 인덱스형 펀드다. 인덱스형 펀드의 경우 펀드매니저가 적극 개입하는 액티브 펀드에 비해 적은 수수료를 받으면서 시장 평균 수익률을 기대하는 전략을 취한다. 인덱스형 펀드의 제일가는 장점은 길게 보았을 때 우수한 수익률을 비교적 '안심하고' 기대할 수 있다는 것이다. 마치 생선 처음 가보는 나라로 여행 갔을 때 패스트푸드나 글로벌 체인 음식점을 찾는 것과 비슷하다. 어디를 가나 비슷한 맛을 보장하는 음식을 고르면 적어도 한 끼 식사를 망치는 위험을 피할 수는 있다. 하지만 적은 비용으로 위험을 최대한 피하려 보니 싫어하는 재료가 함께 들어갔을 수도 있고, 식사에 대한 만족감 역시 일정 수준 이상 넘기 힘들다는 단점이 있다.

## [테마형 펀드] 유행하는 재료로 강렬한 맛을 낸다

주식시장의 관심을 한 몸에 받는 특정 부문에 집중해서 투자하는 전략을 취하는 것이 테마형 펀드다. 특정 그룹에만 집중적으로 투자하거나 미래의 성장산업이라 일컫는 녹색산업 부문, 정보통신기술 부문 등에 집중 투자하는 등 종류는 다양하다. 일반 주식형 펀드의 '심심한' 맛을 보완해줄 수 있는 가장 특쓰는 맛을 내는 펀드라고 할 수 있다. 음식으로 치면 지금 유행하고 자신이 가장 좋아하는 재료를 골라 맵고 특 쓰게 조리하는 것과 비유할 수 있다. 하지만 유행하고 선호하는 재료로만 만든 음식이 반드시 맛도 성공적이라는 보장은 없다. 오히려 맛에서는 실패할 가능성도 꽤 있다.

## [가치형 펀드] 자연 재료로 오랜 시간 숙성시킨다

가치형 펀드에서 찾는 것은 2만원의 가치가 있는데도 이런 저런 사정 때문에 시장에 1만원에 나온 상품들이다. 좋은 기업과 좋은 주식이 꼭 일치하지는 않는다는 것이 가치형 펀드의 기본 전제다. 좋은 기업의 주식이 비정상적으로 값이 떨어졌을 때가 가치형 펀드가 노리는 시점이다. 이런 종목을 일단 발견하면 무섭게 달려든다. 그리고 저평가된 종목이 제대로 평가를 받을 때까지 참고 기다린다. 이런 전략은 최근 웰빙 열풍과 함께 주목받는 슬로 푸드와 닮았다. 자연에서 나는 값싸고 흔한 재료를 가지고 오랜 시간 동안 정성을 들여 조리한 음식이다. 처음 볼 땐 보잘것없지만 세월과 함께 숙성된 맛은 그 어떤 고급 요리도 능가한다. 그러나 서두르면 장맛이 변질되기 쉬운 것처럼 인내심 없이는 성과를 보기 힘든 스타일이기도 하다.

### 성장형 펀드

보기에 먹음직하고 약간 자극적인 맛



### 가치형 펀드

자연 재료에 정성을 더해 식욕을 돋우는 맛



### 인덱스형 펀드

안전하고 순하지만 조금 심심한 맛



### 테마형 펀드

끼리끼리 모아놓은 맵고 강렬한 맛



# 가치투자로 키워가는 머니 트리

## 싸고, 귀하고, 소외된 자산에 오래 투자하라

가치투자는 나무를 키우는 과정과 비슷하다. 될 성부른 씨앗을 잘 골라 햇볕과 양분, 물을 적당히 주어 튼튼하게 키운다. 어느 것 하나만 부족하거나 넘쳐도 나무는 병들게 마련이다. 지루하고 견디기 힘든 과정이지만 나중에 줄기를 튼튼하게 뻗으며 큰 나무로 성장한 모습은 대견하기만 하다. 가치투자라면 우리 자산도 언젠가 그런 울창하고 멋진 나무가 될 수 있다.



### STEP 1 어떤 씨앗을 골라야 할까?

가치투자에서 주목하는 씨앗은 제 값어치보다 싸게 팔리는 것이다. 즉 열심히 정성을 다해 키우면 나중에 훌륭하게 성장할 수 있지만, 시장의 변동 때문에 터무니없이 싸게 팔리는 주식이다. 즉 매일매일 변하는 주가가 아니라 주식에 내재된 진짜 가치에 주목하는 것이 가치투자다. 좋은 씨앗이지만 비싸게 팔린다면 가치투자자는 사고 싶은 마음이 생기지 않는다. 좋은 기업과 좋은 주식은 다르다는 말이 그래서 나온다. 좋은 주식은 땀치로 나온 좋은 기업의 주식이다. 가치투자가 이렇게 자린고비 노릇을 하는 것은 가진 돈을 잃지 않으려는 심리 때문이다.



### STEP 2 튼튼하게 키워나가기

#### 수익성 전략

나무를 키워 돈을 많이 벌려면 나무에 열매가 많이 열리도록 해야 한다. 어떤 사과나무에서는 한 그루에 50개의 사과가 열리고 다른 나무에서는 100개의 사과가 열린다고 하자. 어떤 나무를 키우는 것이 더 유리할까? 기업도 마찬가지다. 현재 주가에 비해 이익을 많이 내는 기업을 찾는 게 무엇보다 중요한 일이다. 이것이 바로 저PER 전략으로 가치투자자의 가장 기본 투자 전략에 속한다.

#### 안정성 전략

열매가 많이 열리는 나무도 좋지만 워니 워니 해도 나무는 튼튼한 게 제일이다. 병들지 않고 튼튼하고 곧게 자라준다면 안정적 수익을 기대할 수 있다. 이처럼 주가에 비해 재무 구조가 튼튼하고 자산이 많은 기업을 골라 투자하는 것을 보통 저PBR 전략이라고 한다. 기업이 얼마나 안정적인가를 나타내주는 중요한 지표이기 때문이다.

#### 성장성 전략

줄기가 굵고 곧게 뻗은 나무를 키워내려면 간벌이라는 것을 해주어야 한다. 나무와 나무가 너무 다닥다닥 붙어 있으면 어느 하나도 잘 자라지 못하기 때문이다. 기업도 마찬가지다. 강력한 진입 장벽을 가진 기업이 미래에 청량한 나무로 곧게 뻗어나갈 가능성이 크다. 시장 지배력이 높은 기업은 앞으로도 투자 자본의 수익률이 계속 늘어나게 된다. 투자의 귀재 워런 버핏이 코카콜라 주식을 선택한 이유도 바로 '프랜차이즈 가치' 때문이다.



### STEP 3 느긋하게 나무의 성장을 지켜보자

나무를 키우는 일은 사람의 힘만으로는 되지 않는다. 사람이 할 수 있는 일을 다한 뒤에는 자연에 맡겨야 한다. 가치투자에서 중요시하는 장기투자 역시 바로 이런 마음가짐과 비슷하다. 귀한 주식을 싸게 샀다면 이제 그 주식이 제대로 평가받기만을 기다리면 되는 것이다. 바바람이 몰아쳐서 가치가 꺾였다고 나무를 포기하는 것은 어리석은 일이다. 시장의 변덕을 감내하며 느긋하게 기다리다 보면 당신의 머니 트리를 울창하게 키워낼 수 있을 것이다.



# 투자 대가에게 길을 묻다

PART 3

궁금하고 조급한 마음을 풀어줄 촌철살인의 지혜



투자를 하다 보면 마음속에는 언제나 희망과 불안, 조급함과 공포가 어지럽게 교차한다. 하지만 마음을 잘 다스려야 투자에도 성공한다는 말이 있다. 궁금하고 조급한 마음의 갈증을 풀어줄 투자 대가들의 촌철살인 한마디를 모았다.

## 워런 버핏에게 묻다

**Q** 종합주가지수가 계속 오른다는 전망을 들을 때, 남들이 펀드로 돈을 많이 불렀다는 얘기를 들을 때 따라 하고 싶은 욕심이 생깁니다. 펀드에 투자하는 좋은 타이밍이라는 게 과연 있는 건가요?  
 “남들이 탐욕을 부릴 때 공포를 느끼고, 남들이 공포를 느낄 때 탐욕을 부려라. 불행한 이들은 마음이 편안할 때 주식을 사고, 헤드라인이 그들을 불안하게 할 때 주식을 팔기 시작한다.” -〈뉴욕 타임스〉 기고문 중에서  
 미국발 금융 위기 여파로 전 세계 주식시장이 쾅쾅 얼어붙은 2008년 10월, 투자의 귀재라 불리는 워런 버핏은 이례적으로 〈뉴욕 타임스〉에 칼럼을 기고했다. 칼럼의 제목은 ‘나는 지금 미국을 산다’였다. 전 세계 투자자들이 공황에 대한 공포심에 떨고 몸을 사리고 있을 때 그는 거꾸로 적극적 투자를 하고 나선 것이다. 그의 매수 원칙은 참으로 간단했다. 다른 투자자가 더 높은 수익을 노리며 탐욕에 젖어 있을 때 공포를 느끼고, 남들이 공포에 오그라들어 있을 때 배고픈 하이어나처럼 공격적으로 달려들어야 한다는 것이다. 아무리 좋은 기업의 주식이라도 비쌀 때는 절대로 사지 않는다는 가치투자자의 전형을 보여준 셈이다. 좋은 기업의 주식이 비정상적으로 싸게 형성된 시점에 사서 가치가 오를 때까지 참을성 있게 기다린다는 것이다.

## 벤저민 그레이엄에게 묻다

**Q** 앞으로 주식시장이 어떻게 될 것이라는 수많은 뉴스를 접합니다. 그 많은 것 중 어떤 걸 믿어야 할까요?  
 “주식은 대부분 비이성적이고 과도한 상하 가격 변동 대상이 된다. 이는 대다수 사람의 투기와 도박이라는 뿌리 깊은 성향에 기인한다.” -〈현명한 투자자 중에서〉  
 가치투자의 아버지라 불리는 벤저민 그레이엄은 시장을 ‘미스터 마켓’이라는 별명으로 의인화해 그 속성을 날날이 보여준다. 투자자에게 ‘미스터 마켓’은 때려야 뗄 수 없는 동반자이지만 도대체 기본을 맞출 수 없는 알미운 적이기도 하다. 기분 좋은 날은 산뜻한 옷을 입고 나와서 투자자가 갖고 있는 주식을 높은 가격에 사겠다고 말한다. 그러다가 다음 날은 풀 죽은 모습으로 다시 나타나서 자기가 갖고 있는 주식을 싼 가격에 사라고 말한다.  
 무엇 때문에 시장은 이렇게 요동치는 걸까? 벤저민 그레이엄은 시장을 구성하는 인간의 투기심과 비합리성 때문이라고 설파한다. 그러면서 투자는 투기와 달리 “세밀하게 검토한 후에 투자 원금이 보장되고 만족할 만한 수익이 예상되는 대상에 자금을 투입하는 것”이라고 말한다.

## 사와카미 아쓰토에게 묻다

**Q** 돈을 한곳에 오랫동안 물어둔다는 게 미련하게 느껴질 때가 있어요. 더 나은 수익을 보고 재빠르게 움직여야 하는 건 아닐까 자주 조급한 마음이 생깁니다  
 “모든 일은 생각하기 나름이어서 연 10%의 성적을 7년간 유지하면 운용 자산은 두 배가 된다. 매년 10%의 성적을 올리겠다고 혈안이 되기보다 ‘7년 동안 두 배로 만들면 된다’고 생각하는 편이 훨씬 편안하다. 이것이 장기투자 최대의 장점이다.” -〈불황에도 승리하는 사와카미 투자법〉 중에서  
 ‘샐러리맨을 위한 농경식 투자법’으로 일본 주식투자의 패러다임에 일대 혁신을 일으켰다는 평가를 받는 사와카미 아쓰토. 그가 목표로 하는 것은 정해진 월급을 받는 보통 샐러리맨을 부자로 만드는 것이다. 그러기 위해서는 ‘바보 같고 무딘 장기투자’만이 해답이라고 주장한다. ‘기업 실적 변화를 면밀히 분석한 다음 시세 동향을 적절히 파악해 기민하게 매매하는 것’이라는 팬시한 이미지를 철저히 배격하는 것이다. 대신 사와카미는 우직하게 싼 주식만 찾아내 매수한다. 매수한 주식이 상승해도 좀처럼 내다 팔지 않는다. 이렇게 무딘 펀드가 시간이 흐르면 평균 이상의 수익률을 낸다.

## 랄프 웬저에게 묻다

**Q** 폭락장에서 펀드 수익률이 형편없이 떨어지는 걸 경험하고 나면 다시는 주식시장 근처에 일선도 하지 말아야겠다는 마음이 듭니다. 이럴 땐 어떻게 대처해야 할까요?  
 “주식시장의 가치, 즉 기업의 진정한 가치는 현실 세계의 모든 것과 동떨어져 있을 수 없다. 주식도 사회의 일부이고, 현실 세계의 한 부분이다.” -〈작지만 강한 기업에 투자하라〉 중에서  
 교통사고를 당한 사람은 한동안 자동차 가까이 얼씬도 하지 못한다. 이런 경우처럼 폭락장에서 수익률이 형편없이 떨어져서 수익은 고사하고 투자 원금마저 손해 본 사람은 다시는 주식시장에 투자하지 않겠다고 결심하기도 한다. 그만큼 그때 받은 몸과 마음의 상처가 큰 것이다. 하지만 알려지지 않은 중·소형주에 집중 투자하는 ‘에이콘 펀드’로 큰 성공을 거둔 랄프 웬저의 생각은 다르다.  
 주가는 하루 사이에서 천국과 지옥을 오가지만 현실의 변화는 지극히 천천히 진행된다. 기업의 가치를 나타내는 지표일 뿐인 주가는 결국 현실에 수렴된다. 지금은 어려워도 경제가 꾸준히 발전해나가기라는 믿음, 나아가 사회가 진보하리라는 믿음이 있는 한 주식투자의 유효성은 절대 사라지지 않는다.

일러스트 최익건

# 도깨비 방망이보다 더 신기한 복리의 마법

아이와 아빠가 함께 읽는 가치투자 동화



아름아, 오늘은 아빠가 재미있는 동화 몇 편을 들려줄게. 아름답이는 가치투자, 복리 같은 말을 들어본 적 있니? 벌써 고개를 설레설레 젓고 있을 네 모습이 상상되는구나. 하지만 아빠의 동화를 듣고 나면 생각이 달라질걸? 아빠와 엄마가 매달 생활비를 아껴가며 꼬박꼬박 펀드에 돈을 투자하고 있는 건 너도 알고 있지? 펀드 회사에선 투자된 돈을 모아 다시 좋은 기업에 투자한다. 그러면 기업은 그 돈을 가지고 열심히 물건을 만들어서 더 많은 돈을 벌어들이지. 그리고 그 기업에 투자한 사람들에게 이익의 일부분을 나눠주는 거야. 그래서 엄마, 아빠도 원래 투자한 것보다 더 많은 금액을 돌려받을 수 있는 거고.

“돈이 돈을 낳는 거네?”

하하. 돈이 생물처럼 새끼를 낳는 건 아니란다. 돈으로 여러 사람이 열심히 일을 한 덕분이야. 돈이 낳는 돈을 이자라고 해. 그런데 이자가 붙는 방법에는 단리와 복리라는 두 가지가 있단다. 단리는 원래 자기가 넣은 원금에만 이자가 계속 붙는 것이고, 복리는 원금뿐만 아니라 그 전 이자에까지 이자가 또 붙는 것이란다. 돈이 낳은 아이가 커서 또 다른 아이를 낳는 셈이지. 그러다 보면 돈의 가족 수가 급격히 불어나겠지? 오늘 너에게 들려줄 동화는 바로 복리가 부리는 마법 이야기란다. 너도 읽다 보면 이렇게 신기한 것이 있을까 하면서 놀라게 될 거야. 지금부터 귀를 쫑긋 세우고 아빠의 이야기를 잘 들어보렴.

## 이야기 하나 영리한 소년과 어리석은 주인 이야기

옛날 옛날 어느 마을에 넓디넓은 사과밭을 가진 주인이 살고 있었어. 주인은 아주 욕심이 많고 다른 사람들에게 인색했어. 사과밭에서 일하던 머슴들은 1년을 견디지 못하고 도망가버리곤 했지.

그러던 어느 날, 한 소년이 제 밭로 찾아왔어. 눈이 반짝반짝 빛나는 게 아주 영리해 보이는 소년이었지. 바로 네 눈처럼 말이야.

“그래, 너는 품삯을 얼마나 받으면 좋겠느냐?”

욕심 많은 주인이 짐짓 떠보듯 물어보았어.

욕심 많은 주인에 대한 소문을 벌써 듣고 온 소년은 이렇게 말했지.

“저한테는 품삯을 주지 않으셔도 됩니다.”

“뭐라고?”

주인은 깜짝 놀라고 말았어. 일한 품삯을 받지 않겠다고, 도저히 믿을 수 없는 이야기였지.

“저는 사과라면 사족을 쓰지 못할 정도로 좋아해요. 품삯 대신 사과를 주십시오. 첫째 날은 사과를 하나만 주십시오. 그다음 날은 첫째 날의 두 배를 주십시오. 셋째 날은 둘째 날의 두 배를 주십시오. 그렇게 매일 전날의 두 배만큼 사과를 주시면 됩니다.”

욕심 많은 주인은 얼른 머리를 굴러보았지. 수학엔 쟁쟁이지만 말이야.

‘첫날엔 사과 하나면 되고, 둘째 날은 두 배라고 해봐야 사과 두 개, 셋째 날은 네 개, 넷째 날은 여덟 개... 한 달을 부러먹어도 사과 한 상자면 족하겠구먼. 호호호.’

주인은 뿔 듯이 기뻐지. 이렇게 바보 같은 머슴이 있다니, 하면서 말이야. 그래서 냉큼 그러자고 대답했어.

소년은 사과밭에서 일하기 시작했어. 아주 열심히 일했지. 욕심 많은 주인은 마음이 흐뭇했어. 아주 싼값에 좋은 일꾼을 얻었다고 생각했거든. 그런데 날이 갈수록 그게 아니라는 생각이 들기 시작했단다. 처음에 사과 한 개로 시작한 품삯은 두 개, 네 개, 여덟 개로 늘어나는 게 싫더니 열흘이 넘으니 천 개가 훌쩍 넘어버린 거야. 열닷새가 지나고 나니 품삯으로 줄 사과를 3만 개가 훌쩍 넘어버렸단다. 마침내 한 달이 되었어. 어리석은 주인은 이제 품삯을 계산할 능력도 힘도 없었어. 소년이 말했지.

“오늘 제가 받을 사과를 10억7374만1824개입니다. 그런데 보아하니 이 사과밭에 달린 사과로는 많이 부족한 것 같군요. 사과 밭 전체를 제게 주셔야 할 것 같네요.”



욕심 많은 주인은 그제야 땅을 치며 후회했어. 소년의 비상한 머리 때문에 전 재산인 사과밭을 날렸기 때문이지. 영리한 소년은 복리가 부리는 마법을 알았던 거야.

## 이야기 둘 맨해튼을 24달러에 판 인디언은 정말 바보일까?

이 이야기는 주식투자로 투자자에게 큰돈을 벌여준 피터 린치라는 할아버지가 해준 이야기란다. 전 세계 금융 중심지라 할 수 있는 미국 월가(Wall Street)가 있는 맨해튼이라는 곳 들어봤지? 어마어마하게 높은 빌딩이 몰려 있는 곳이지. 땅도 무지 비싼 곳이야. 아마 전 세계에서 가장 비싼 곳일걸? 하지만 아주 옛날엔 원주민인 앨گون 퀸 인디언이 살던 조그만 섬에 불과했단다. 지금으로부터 380년 전인 1626년, 당시 이곳을 지배하던 네덜란드 서인도 총독 미뉴이트라는 사람이 인디언에게 24달러 정도의 구슬을 주고 맨해튼을 사들였어. 세월이 지난 후 사람들은 그 사건을 두고 아주 말이 많았단다. 금싸라기 땅을 단돈 24달러에 사들이다니. 네덜란드 총독이 인디언에게서 땅을 강제로 빼앗은 것이 나 다름없다고 비난하기도 했단다.

사실 그 당시 인디언에게 구슬이 그만큼 소중한 것이었을 수도 있지만, 그렇다고 맨해튼을 판 대가치곤 너무





초라했지. 엄청난 무력을 앞세운 백인이 인디언에게서 맨해튼을 빼앗은 것이나 거의 다름없지.

하지만 여기에서 가정을 하나 해보자. 인디언이 그때 받은 24달러를 은행에 넣어두었다고 말이야. 8%의 복리 이자를 주는 은행에 지금까지 돈을 넣어두었다면 얼마나 되었을 것 같니? 해약하지 않고 지금까지 놔두었다면 그 돈은 아마 30조 달러에 이를 것이라고 해. 지금의 맨해튼을 수십 번도 더 살 수 있는 돈이지. 그때 만약 인디언이 복리를 주는 은행에 그 돈을 넣어두었다면 남은 장사를 한 셈이지. 하하. 이래도 24달러를 받고 맨해튼을 판 인디언을 바보라고 불렀을까?

하지만 안타깝게도 인디언은 그 당시에 복리가 부리는 마법을 알지 못했고 돈을 은행에 넣어두지도 않았어. 너무 안타까운 일이지.

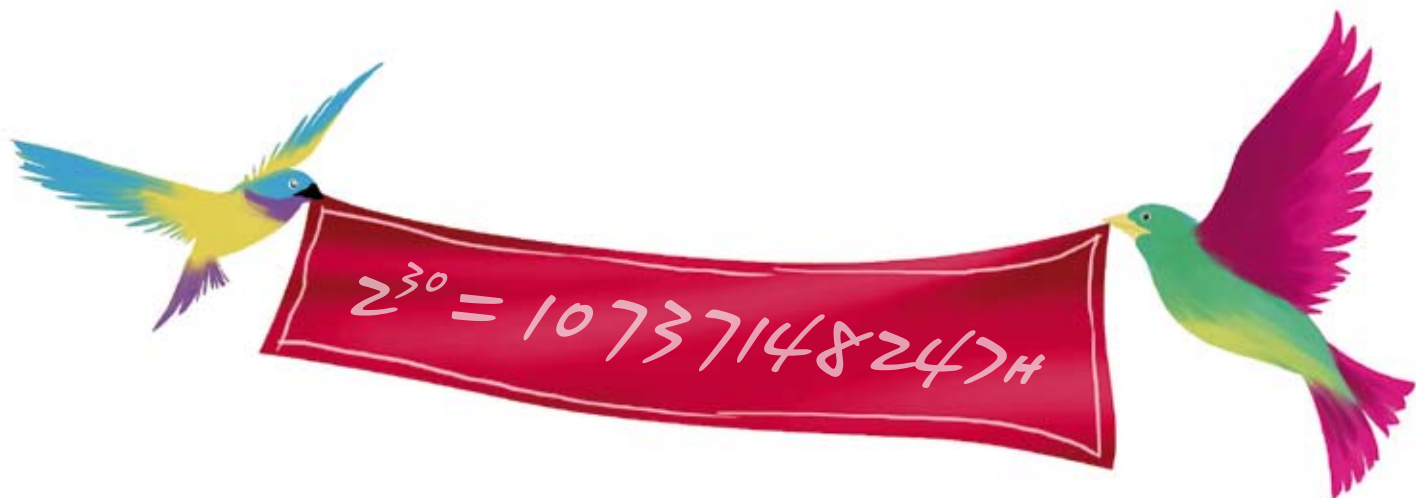
### 이야기셋 세계에서 가장 비싼 그림을 산 프랑수아 왕

아름아, 전 세계에서 가장 비싼 그림이 뭔지 아니? 바로 레오나르도 다빈치의 '모나리자'란다. 아름다운 귀족 부인이 신비로운 미소를 짓고 있는 초상화 말이야. 1540년에 프랑스의 왕 프랑수아 1세는 2만 달러를 주고 그 그림을 사들였단다. 투자의 귀재라는 별명으로 불리는 워런 버핏이라는 할아버지는 이 '모나리자'를 두고 참 재미있는 상상을 했단다. 피터 린치 할아버지와 비슷한 점이 참 많지. 만약 그때 프랑수아 1세가 '모나리자'를 사들이지 않고 그 돈을 모두 투자해서 해마다 6%의 이자를 받았다면 어떻게 되었을까? 1964년 무렵이면 그 돈은 약 1000조 달러에 이른다고 하는구나. 프랑수아 1세가 '모나리자' 그림을 사지 않고 다른 데 2만 달러를 투자했다면 그의 재산이 1000조 달러나 되었을 거라는 이야기야. 1000조 달러와 맞바꾼 그림이니 전 세계에서 가장 비싼 그림이라고 치켜세울 만하지? 물론 가장 귀중하고 아름다운 예술품인 '모나리자'는 더 이상 가격을 매길 수조차 없지만 말이야. 복리가 부리는 마법은 이렇게 힘이 세단다.

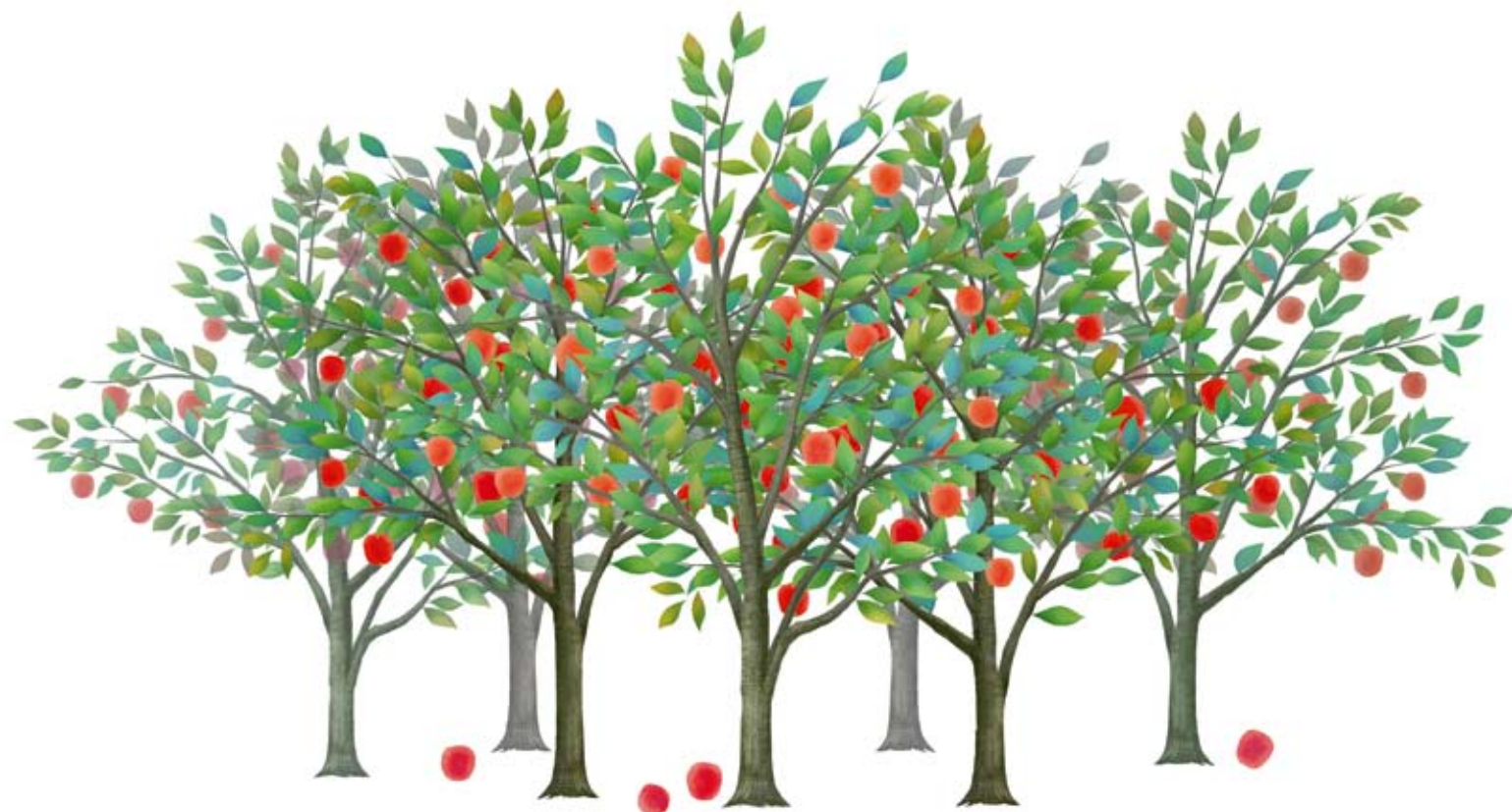


너 천재 물리학자 아인슈타인 알지? 그 사람이 이런 말을 했다는구나. "세상에서 가장 강한 힘은 핵폭탄이 아니라 복리의 힘"이라고. 복리가 부리는 마법이 그만큼 강하고 대단하다는 이야기겠지. 하지만 복리의 마법이 힘을 쓰려면 시간의 도움이 많이 필요하단다. 복리라는 건 시간에 따라 급속하게 늘어나는 것이기 때문에 짧은 기간 동안 투자를 해서는 복리의 단 열매를 따 먹을 수 없단다.

아름아, 너 전에 금붕어 길러본 적 있지? 그때 년 금붕어가 얼마만큼 자랐는지 알아본다고 계속 물 밖으로 꺼내서 자로 재어보곤 했어. 결국 금붕어는 며칠 못 가 죽고 말았지. 투자도 마찬가지란다. 자꾸 조바심을 내면서 돈이 얼마나 불어났나 확인하고 싶어 하면 절대로 성공할 수 없단다. 복리가 부리는 마법을 볼 수 있으려면 느긋하게 기다릴 줄 아는 여유와 인내가 꼭 필요한 법이지. 이런 걸 장기투자라고 한단다. 장기투자를 해야 우리 이름이 하고 싶은 공부도 다 시키고 엄마 아빠의 노후도 좀 편안해지겠지. 어때, 하나도 어렵지 않지?



전에 금붕어 길러본 적 있지? 그때 년 금붕어가 얼마만큼 자랐는지 알아본다고 계속 물 밖으로 꺼내서 자로 재어보곤 했어. 결국 금붕어는 며칠 못 가 죽고 말았지. 투자도 마찬가지란다. 자꾸 조바심을 내면서 돈이 얼마나 불어났나 확인하고 싶어 하면 절대로 성공할 수 없단다. 복리가 부리는 마법을 볼 수 있으려면 느긋하게 기다릴 줄 아는 여유와 인내가 꼭 필요한 법이란다.





김정(덕성사 대표)  
“어려울 때 함께  
견디자고 편지 보낸 건  
10년투자펀드 뿐이었죠”

인쇄 회로기판을 생산하는 전문 기업 덕성사의 김정 대표. 10년투자펀드를 출시하기 전부터 이채원 CIO에게 깊은 신뢰를 가지고 있었다고 한다. 과거 주식투자를 했다가 실패를 경험한 김 대표는 꽤 오래전부터 '가치주를 발굴해서 기다려야 한다'는 가치투자자의 기본 원칙에 공감하고 있었다. 관심 있는 것에 대해선 더 많이 알고 싶은 것이 인자상정. 김정 대표는 10년투자펀드에 대해 궁금한 점이 생길 때마다 직원을 붙잡고 의문이 풀릴 때까지 물어보았다고 한다. 그래서일까? 김 대표 역시 가치투자자의 전도사라고 불려도 손색이 없을 정도로 명쾌하고 해박한 지식을 자랑한다.

“10년투자펀드가 나와서 컨셉트가 맞다고 생각했어요. 일단 버티는 것에는 자신 있었으니까요. 게다가 3년 동안 환매를 제한한다는 점도 마음에 들었어요. 어쨌든 펀드매니저를 믿고 맡겨야 제 실력을 발휘할 수 있을 테니까요. 그 정도 시간은 주어야죠.”

물론 이런 김 대표에게도 글로벌 금융 위기는 쓰라리고 힘든 시간이었다고 한다. 한 치 앞을 내다볼 수 없어 공포는 커져가는데 자산운용을 책임지는 사람들은 한마디 설명이 없었다. 그때 유일하게 날아든 편지가 10년투자펀드 이채원 CIO의 편지였다. 어려운 상황을 솔직하게 털어놓으며 어려울 때 함께 견디면 언젠가 좋은 날이 올 거라는 메시지가 담겨 있었다.

“잘못한 부분을 스스로 인정하는 점이 오히려 더 큰 신뢰감을 준 것 같아요. 그래서인지 10년투자펀드에 대해선서는 느낌이 남달라요. 정말 공동 투자자, 동반자 같은 느낌이랄까요?”



이지연 (KBS 아나운서)  
“제가 일해서 번  
소중한 원금을 잃지  
않는 투자를 하고  
싶어요”

이지연 KBS 아나운서와 만나는 사람은 아주 색다른 경험을 한다. 일단 아나운서는 쉽게 다가가기 어려운 사람일 것이라는 고정관념부터 깨진다. 그녀는 솔직하고 화통하다. 만나는 사람이 누구든 5분 안에 친해진다. 그리고 아나운서는 화려하게 살 것이라는 고정관념도 깨진다. 그녀는 기본 생활비 말고는 큰돈 쓸 일을 절대 만들지 않는 짚순이다.

“우리 부부는 맞벌이를 하는데 여윌돈이 생기면 꼬박꼬박 펀드에 붓고 있어요. 예상한 수익이 나고 목표 금액이 달성되면 또 다른 상품에 가입하는 식으로 종잣돈을 불리고 있어요.”

돈 불리는 법에 대해선 아무것도 몰라 주위 사람에게 많이 물어보고 다닌다는 이지연 아나운서. ‘좋은 상품을 놓치고 후회하지 말자’가 그녀의 재테크 모토다. 하지만 투자에 대한 기본 원칙은 확실하게 서 있다.

“일단 여유 자금으로 투자한다는 게 제일 큰 원칙이에요. 급하게 써야 할지도 모르는 자금이 라면 마음이 자꾸 조급해지거든요. 투자도 잘 살자고 하는 일인데 일단 마음이 편해야죠.”

두 번째 원칙은 원금을 손해 보지 말자는 것이다. 원금은 내가 열심히 일해서 번 소중한 일어서는 안 될 재산이다. 반면 이자는 그렇지 않다. 어릴 적 친척한테서 받은 용돈처럼 나에게 뜻하지 않은 선물로 다가오는 돈이라고 생각한다. 그래서 많이 생기면 감사한 일이지만, 적게 생겨도 크게 미련을 두지 않는다고 한다. 이 아나운서는 이렇게 10년투자펀드의 기본인 잃지 않는 투자, 장기투자 원칙을 실생활에서 아무자게 실천해나가고 있다.

“잇고 지낸다고는 하지만 관심을 두지 않는 건 절대 아니에요. 관심은 가지되 여유를 잃지 않는 게 장기투자의 기본 아닐까요?”

# 자산운용보고서 탐구 생활

현명한 펀드 관리의 첫 단추!

펀드에 가입했다니 자산운용보고서라는 것이 날아온다. 펼쳐보니 검은 것은 글씨요, 흰 것은 중이다. 수많은 표와 단위조차 헷갈리는 숫자들. 수와 표의 미로에 갇혀 투자자는 혼란스럽기만 하다. 그러나 10년투자펀드의 자산운용보고서는 다르다. 2분만 투자해 탐구 생활을 정복해보자. 10년투자펀드의 자산운용보고서 완벽 독해에 성공할 수 있다. 자산운용보고서만 잘 봐도 아무진 펀드 관리에 절반은 다가간 셈이다.

## Route 1

긴 말은 필요 없다, 핵심만 알고 싶다-20분 독해법

하나, 요약 정리만 독파한다!

CIO는 자산운용의 최고 책임자다. 따라서 CIO의 편지를 읽으면 가장 중요한 밑그림은 그려지는 셈. 한 해 동안 겪은 솔직한 소회를 읽는 쓸쓸한 재미도 느낄 수 있다. 자산운용부장의 편지는 좀 더 구체적인 운용 경과와 운용 계획을 설명해준다.

둘, 수익률과 운용 인력 변동은 꼭 체크하자

펀드 투자자의 관심사는 뭐니 뭐니 해도 수익률일 것. 그렇다고 분기 수익률, 최근 1년간 수익률에 너무 집착하지는 말자. 10년투자펀드는 장기전이다. 최소한 3년 수익률은 비교해야 의미가 있다. 운용 인력 부분 또한 펀드의 주요한 정체성을 드러내준다. 운용 인력이 너무 빨리 바뀌지는 않는지 점검해준다.

## Route 2

공부하는 마음으로 모든 걸 읽겠다-2시간 독해법

하나, 투자 아이디어를 섭렵한다

10년투자펀드의 구체적인 운용 전략을 이해하려면 우선 투자 아이디어를 꼼꼼히 읽어본다. 가치투자를 구현하는 운용 전략을 저PER, 저PBR, 프랜차이즈, 지주회사, 성장주 등 크게 다섯 가지로 구분해놓았다.

둘, 종목별 투자 아이디어를 선별해 읽는다

운용 철학과 운용 전략대로 10년투자펀드가 굴러가고 있는가는 투자 종목을 보면 확실히 알 수 있다. 수많은 투자 종목을 다 읽을 수는 없으므로 자신의 관심사에 맞게 선별해서 읽어본다. 관심 있는 기업이라면 주가의 흐름도 살펴보고 기사 검색도 해보자. 종목별로 좋은 투자 아이디어를 덤으로 얻을 수도 있다.

## 종목별 투자 아이디어 보는 법

**세부 운용 전략 다섯 가지 중 어디에 해당하는지 나타낸다.**

**펀드매니저가 보는 투자의 핵심 포인트를 요약해서 보여준다**

**투자 기업의 최근 5년간 재무제표, 자기자본, 영업이익과 순이익의 증감을 자세히 살펴보자.**

**투자 기업에 대한 소개, 투자 근거, 앞으로의 전망 등의 순서로 서술되어 있다. 시간이 없다면 앞으로의 전망 부분만 꼼꼼히 챙겨 읽자.**

**자산운용보고서 미니 사전**  
**주가수익비율(PER)** 주가가 1주당 이익금의 몇 배나 되는지 나타내는 지표다. 기업이 내는 수익에 비해 주가가 높는지 낮는지 판단하는 데 쓴다. PER 값이 높으면 기업이 올리는 수익에 비해 주가가 높다는 것이고, 반대로 PER 값이 낮으면 수익은 많이 올리는데 주가가 상대적으로 낮다는 뜻.  
**주가순자산비율(PBR)** 주가가 1주당 기업 순자산의 몇 배로 매매되고 있는지 나타낸다. 예를 들어 주가가 2만원이고 순자산이 1만원이라면 PBR은 2배가 된다. PBR은 낮을수록 저평가되었다고 본다.  
**표준편차** 투자 기간 동안 펀드 수익률을 평균 수익률과 비교했을 때 변동한 범위를 잴 값. 펀드가 얼마나 위험한지를 나타낸다. 값이 클수록 변동이 심하므로 위험이 크다고 본다.  
**베타** 쉬운 말로 시장인감도라고 한다. 베타값이 높을수록 시장 변동에 크게 반응한다는 뜻이다.  
**벤치마크** 펀드 수익률이 좋은지 나쁜지를 판단하는 데 쓰는 일종의 잣대. 보통 코스피지수, CD금리 등의 지표를 상품별로 혼합해서 사용한다. 벤치마크와 비교해서 펀드 수익률의 좋고 나쁨을 판단할 수 있다.

# 자산운용보고서

## 한국밸류10년투자증권투자신탁 1호(주식)

### 산을 오르는 방법

등산을 하려면 여러 가지를 준비해야 합니다. 등산화를 신어야 하고, 통풍이 잘되는 등산복도 입어야 하고, 배낭에 챙길 것도 많습니다. 그러나 막상 산에 오르는 데는 별다른 묘책이 필요하지 않습니다. 묵묵히 꾸준히, 걸어 오르는 것이 최고지요. 그렇게 인내심을 가지고 오르다 보면 언젠가는 반드시 정상에 다다를 수 있습니다. 검증된 투자 방식인 가치투자도 마찬가지입니다. 그러나 장기적 안목을 가지고 투자하는 일이란 쉽지 않은 않습니다. 그래도 투자를 한 기업의 미래성에 대해, 재무 구조에 대해 미리 알고 접근하는 투자와 그렇지 않은 투자는 질적인 차이가 있습니다. 일단 그 가치가 오를 때까지 기다릴 수 있는 여유가 생깁니다. 만일 철저한 펀더멘털 분석을 통해 비즈니스

모델과 사업의 질을 판단하지 않은 투자라고 한다면, 아마 단기간의 수익률만 고려해 쉽게 주식을 매각하는 일도 생길 겁니다. 그 주식이 가치를 회복할 때가 되면 어떤 기분이 들까요?

가치투자자는 남들이 알아보지 못한 가치주를 귀신같이 찾아내어 헐값에 사들인 후, 남들이 그 주식을 사기 시작할 때 팔아서 수익을 챙깁니다. 곧 '재미 삼아'라는 투기의 물이 통하지 않는 냉철한 필드임으로 돈을 잃지 않기 위해 재빠르게 움직입니다. 그것이 가치투자임을 잘 아시리라고 생각합니다.

10년투자펀드의 운용 내용과 종목별 투자 아이디어를 고객님과 공유할 수 있도록 올해도 보내드리게 되었습니다. 세부 운용 전략별로 나뉜 세심한 리포트가 절대적 근거 지표가 될 수는 없습니다. 그러나 객관적 눈을 가지고 계신 고객님의 좋은 투자 내비게이터가 될 수 있기를 기원합니다.

- 1 CIO 편지 <sup>54-55</sup>
- 2 자산운용부장 편지 <sup>56-60</sup>
- 3 집합투자기구의 개요 <sup>61</sup>
- 4 운용경과 및 수익률 현황 <sup>62</sup>
- 5 자산현황 <sup>63-66</sup>
- 6 포트폴리오 이야기 <sup>67-69</sup>
- 7 종목별 투자아이디어 <sup>70-163</sup>
- 8 투자운용전문인력 현황 <sup>164</sup>
- 9 비용현황과 투자자산매매내역 <sup>165</sup>
- 10 공지사항과 펀드용어정리 <sup>166</sup>



# 한국투자

## CIO가 고객님께 드리는 편지

지난 1년간 잘 지내셨는지요. 이채원입니다.

10년펀드가 출범하고 벌써 4년이 지나 네 번째 연간 운용보고서를 보내드리게 되었습니다. 운용보고서를 작성할 때면 저는 매년 아쉬움을 곱씹곤 합니다. 조금 더 현명한 판단을 내렸다면 성과가 조금이나마 더 좋을 수 있었기 때문입니다. 그리고 이번 보고서를 작성하며 아쉬움은 평소보다 클 수밖에 없었습니다. 이번 년도의 성과가 상대적으로 부진했기 때문입니다.

10년펀드는 지난 1년간 25%를 약간 넘는 수익률을 기록했습니다. 25%라는 수치는 절대적 관점에서는 사실 매우 좋은 결과입니다. 매년 25% 수익을 기록한다면 누적수익은 5년 후에는 200%, 10년 후에는 800%를 넘게 되니까 말입니다. 그러나 대부분의 고객님은 이번 결과에 아마도 만족하기 어려울 것이라 생각합니다. 같은 기간에 KOSPI는 30%가 넘게 상승했으니 말입니다.

10년펀드의 1년 성과가 상대적으로 부진한 것에 대해 고객님께서 걱정하실 수 있으리라 생각합니다. 하지만 장기성과를 목표로 하는 10년펀드에 투자하셨다면 1년, 1년의 수익률에 —喜—悲(일희일비) 하실 필요는 없습니다. 가치투자는 투자기간이 장기로 갈수록 시장과 비교해서는 물론이거니와 절대수익 측면에서도 좋은 결과를 얻을 수 있음이 이미 검증된 투자방법이기 때문입니다. 짧은 부진은 일시적인 현상이라 생각하고 느긋한 마음으로 기다리신다면 장기투자의 풍요로운 결실을 누리실 수 있을 것입니다.

옛말에 행운은 준비된 자에게만 찾아온다고 합니다. 평소에 노력하고 열심히 미래를 준비하는 사람만이 찾아온 기회를 성공으로 바꿀 수 있다는 얘기겠지요. 저희 역시 지난 1년의 아쉬움을 잊고 새로운 발전을 준비하려 합니다. 지금의 시장상황은 사실 가치투자자에게 그리 우호적이지 않습니다. 그러나 저희는 경험상 이런 시기가 그리 오래 지속되지 않을 것을 잘 알고 있습니다. 어려운 시기에 많은 준비를 할 수 있다면 10년펀드는 조만간 찾아올 기회를 성공으로 바꿀 수 있으리라 확신합니다.

저희는 2009년 말에 우수한 신입사원 3명을 채용하여 10년 후에 10년펀드를 책임질 인적자원을 더 두텁게 만들었고, 최근에는 기업분석의 깊이를 더해줄 수 있는 IT 인프라에 대한 투자도 진행하고 있습니다. 이 모든 노력들은 몇 년 후 기회를 성공으로 이끄는데 많은 기여를 할 것입니다.

이번 연간보고서는 많은 변화가 있습니다. 사실만 전달하는 보고서에 더해 고객님께 벨류언용과 10년펀드를 잘 이해할 수 있는 내용이 추가되었습니다. 그리고 예년과 같이 운용경과를 설명드리고 향후 운용계획을 말씀드릴 것입니다. 그리고 많은 분들이 궁금해 하시는 10년펀드의 투자종목에 대한 종목별 투자아이디어가 준비되어 있습니다. 저희가 어떤 생각으로 어떤 기업에 투자했는지를 고객님께 설명드릴 수 있을 것입니다. 그리고 연간보고서 형식은 다시 책자로 복귀하게 되었습니다. 비용부담을 줄이고 동영상 등 다양한 내용을 전달하기 위해 작년에 CD를 도입했습니다만 많은 고객께서 아직까지는 책자가 더 좋다는 반응을 보였기 때문입니다.

10년 이후를 내다보는 10년펀드의 여정에 동반자가 되어 주신 고객님의 성원에 다시 한번 감사하다는 말씀을 올립니다. 호랑이처럼 예리하게 살피고 소처럼 신중하게 행보하는 虎視牛步(호시우보)의 마음가짐으로 더 좋은 성과를 위해 노력하겠습니다.

한국투자벨류자산운용 CIO 이채원

“ 짧은 부진은 일시적인 현상이라 생각하시고 느긋한 마음으로 기다리신다면 장기투자의 풍요로운 결실을 누리실 수 있을 것입니다. ”

## 자산운용부장의 편지

10년펀드의 운용성과는 장기로 평가 받아야 합니다. 하지만 저희에게는 고객님께 매년 그 성과를 알려드려야 할 책임과 의무가 있다고 생각합니다. 지금까지의 운용경과와 앞으로의 계획을 차분히 말씀 드리고자 하니, 한번 읽어봐주시겠습니까?

### ■ 설정 이후 10년펀드 수익률 추이

년차	기간	변동		
		10년펀드	KOSPI	상대성과
1년	2006년 4월 18일 ~ 2007년 4월 17일	23.35%	7.45%	15.89%p
2년	2007년 4월 18일 ~ 2008년 4월 18일	24.55%	15.70%	8.85%p
3년	2008년 4월 18일 ~ 2009년 4월 19일	-19.34%	-24.86%	5.52%p
4년	2009년 4월 18일 ~ 2010년 4월 20일	25.62%	30.51%	-4.89%p
누적		55.68%	21.92%	33.75%p
연평균		11.70%	5.08%	

이번 연간보고서부터는 설정 이후 연간수익률과 누적 수익률을 운용경과 보고에 앞서 고객님께 보여드릴 것입니다. 이 표로 10년펀드가 매년 고객님께 평가 받으려는 것은 아닙니다. 저희는 운용성과는 장기로 평가해야 한다는 신념을 가지고 있으며, 실제 회사에서 매니저의 성과를 평가할 때에도 3년 이상의 기간을 평가대상으로 하고 있습니다. 이 표는 고객님이 10년펀드의 장기 성과를 한눈에 보실 수 있도록 제공하는 것이며, 버크셔 헤더웨이와 같이 몇 십 년에 걸쳐 장기성과를 함께 하는 고객께 좋은 자료가 되리라 생각하고 있습니다.

### ■ 운용경과

1년간 10년펀드는 25.62%의 수익률을 기록했습니다. 같은 기간 KOSPI는 30.51% 상승했으며 10년펀드는 시장 대비 4.89%p 저조한 수익을 기록했습니다. 금년 성과에 많은 아쉬움이 남습니다만 아무리 좋은 펀드라도 몇 년에 한번은 상대적 성과가 부진한 연도가 있는 것이 당연하며 10년펀드에게는 지난 1년이 그 시기였던 것 같습니다.

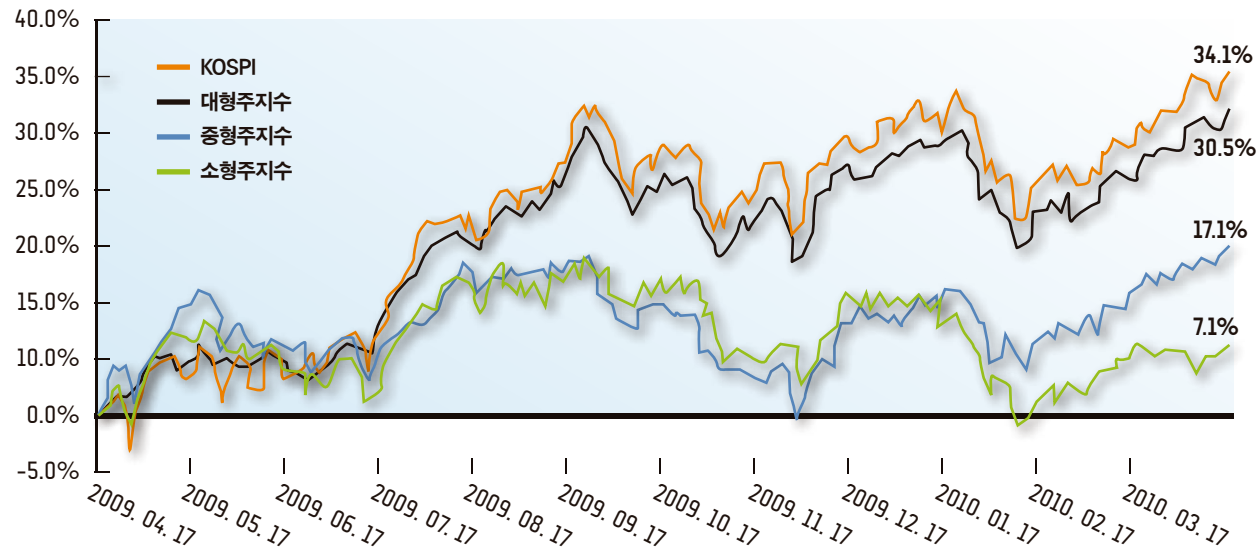
거의 모든 펀드는 4년 연속 시장을 상회하는 성과를 거두기 어렵습니다. 이는 펀드에 문제가 있어서가 아니고 운용스타일의 사이클과 시장 사이클이 어긋나는 시기가 반드시 있기 때문입니다. 특히 10년펀드와 같이 운용 스타일이 뚜렷한 펀드는 필연적으로 시장 대비 부침을 겪는 시기가 있을 수밖에 없습니다. 가치투자라는 스타일을 포기하지 않는 이상 시장의 사이클과 크게 어긋나 시장 대비 수익률이 저조한 구간이 나타난다는 것입니다.

그런 점에서 작년이 10년펀드가 시장과 크게 어긋난 시기가 아니었을까 싶습니다. 설정 이후 10년펀드는 3년 연속 시장보다 우수한 성과를 거둔 만큼 1년 정도는 시장 대비 부진한 것이 어찌 보면 자연스러운 것이며, 이런 현상을 저희는 몇 번 겪은 경험이 있습니다.

10년펀드를 운용하기 이전 저희는 한국투자증권에서 가치투자 철학에 따라 회사자금을 운용하던 시기가 있었습니다. 만 6년 동안 매우 좋은 누적수익을 기록했지만 그 시기에도 작년과 같은 상대적 부진은 주기적으로 나타났습니다. 2~3년 시장 대비 우수한 성과를 기록한 다음에는 1년 정도는 상대적으로 수익률이 부진했다는 것이지요. 지난 1년의 상대적 부진을 우수한 장기성과를 얻는 과정에서 어쩔 수 없이 발생하는 현상으로 너그럽게 이해해 주시기를 어렵게 부탁 드립니다.

10년펀드의 1년 성과가 KOSPI에 미치지 못한 이유는 크게 2개로 정리될 수 있을 것입니다.

[각 지수별 등락: 2009년 4월 18일 ~ 2010년 4월 17일]



우선 대형주 중심으로 시장이 상승했다는 점입니다. KOSPI는 시가총액의 크기에 따라 대형주, 중형주, 소형주로 나누어 각각의 지수를 산출합니다. 대형주지수, 중형주지수 이런 식으로 말합니다. 그리고 시기 별로 약간의 차이는 있지만 지난 1년간 10년펀드는 대형주 25%, 중형주 50%, 소형주 25%의 구성으로 운용되고 있었습니다.

그런데 그래프에서 보시는 바와 같이 지난 1년은 대형주지수의 성과가 KOSPI를 상회했으며 중형주지수, 소형주지수는 부진을 면치 못했습니다. 10년펀드가 보유한 중형주, 소형주는 대부분 자신이 속한 지수보다 좋은 성과를 기록했습니다만 결과적으로 대형주에 비해 낮은 성과를 피할 수 없었습니다. 그런 이유로 10년펀드의 전반적인 수익률 역시 시장 대비 낮은 수준에 머무르게 되었습니다.

그러면 이러한 결과가 나온 이유가 무엇일까요?

다양한 원인분석이 있겠지만 저희는 그 이유를 '종목이 아닌 시장을 매수한 외국인 자금의 유입'으로 보고 있습니다. 외국인이 연일 한국주식을 매수하고 있다는 사실은 고객님도 잘 아실 것입니다. 외국인이 한국주식을 매수하는 이유는 많습니다. 특정 기업이 매력적인 투자대상이라 생각할 수도 있고, 한국 경제의 미래를 긍정적으로 보는 경우도 있을 것입니다. 그런데 지난 1년 동안 한국주식을 매수한 자금의 특징은 후자에 가까웠습니다.

한국 경제가 뚜렷한 회복세를 보이고 있는 상황에서 외국인이 한국 주식시장의 상승에 동참하는 방법은 종목별 접근보다는 주식시장에서 큰 비중을 차지하고 있는 대표기업의 주식을 매수하는 것이 더 안전합니다. 이런 방법은 글로벌 자산배분 측면에서도 좋은 선택이 될 것이며 그 결과로 많은 대형주들은 외국인의 매수세가 지속되면서 뚜렷한 상승을 기록한 반면에 중소형주의 성과는 상대적으로 저조했습니다.

다음으로는 '성장'에 대한 기대감이 시장을 지배했다는 것입니다. 경제적으로 어려운 시기를 겪고 나면 정부와 많은 기업들은 '새로운 성장동력'에 대한 갈망을 느끼게 됩니다. 과거에 없었던 새로운 기술을 바탕으로 성장을 이끌어내고자 하는 것이지요. 따라서 정부의 지원이나 기업의 투자는 기존의 산업보다는 신산업에 많이 집중되기 마련이고 주식시장의 관심 역시 이러한 쪽에 쏠리게 됩니다.

시계를 10년 전으로 돌려본다면 인터넷산업이 좋은 예가 될 것입니다. 외환위기를 겪으면서 성장을 찾아 정부와 기업들이 눈을 돌린 것은 세계를 빛의 속도로 연결하는 인터넷산업이었습니다. 정부는 인터넷산업에 자금지원, 병역특례 등 아낌 없는 지원을 제공했고 삼성, LG, SK 등 대기업들도 미래의 성장산업에 앞다투어 뛰어든 사실을 고객님도 기억하실 것입니다. 주식시장도 이에 뜨겁게 반응하여 KT, SKT, 데이콤 등 인터넷 서비스를 제공하는 기업들의 주가는 연일 치솟았고 새롭기기술로 대표되는 코스닥 IT기업들의 주가는 납득하기 어려운 수준까지 상승했습니다. 위기 후 신산업에 대한 뜨거운 열망이 주식시장에 표출된 결과라고 하겠습니다.

저희는 작년 주식시장의 흐름 역시 정도의 차이는 있으나 10년 전과 많이 닮았다고 생각합니다. 2008년 전세계를 강타한 금융위기 이후 새로운 성장동력에 대한 열망은 한국 뿐만 아니라 대부분 국가의 관심사였습니다. 한국 역시 떨어진 성장동력을 회복하기 위해 여러 분야에 정부와 기업들이 지원과 투자를 아끼지 않았다고 보시면 될 것입니다. 그런 면에서 새로운 성장산업으로 부각된 것이 2차전지, IED, 원자력발전 등입니다.

인터넷만큼은 아니더라도 2차전지, IED, 원자력발전 등은 환경문제를 해결하고 우리의 삶을 보다 풍요롭게 만드는 기술이 될 것이라는 것에 대해 저희도 전적으로 공감하고 있습니다. 문제는 가치투자자 입장에서 이런 산업을 영위하는 기업의 주식을 적절한 가격에 살 수 있느냐일 것입니다. 안타깝게도 새로운 성장산업과 관련된 주식들은 빠른 속도로 저희가 생각하는 적절한 가격의 범위를 넘어섰으며 그 이후의 상승에서 10년펀드가 얻을 수 있는 수익은 거의 없었습니다.

돌이켜보면 저희가 너무 엄격한 기준을 적용한 것이 아닐까 싶은 생각도 들곤 합니다. 그러나 일시적인 수익을 얻기 위해 알기 어려운 먼 미래에 투자하는 것은 저희와 고객님 모두에게 결국은 좋지 못한 결과로 돌아올 가능성이 높기 때문에 10년펀드는 가치투자 스타일을 고수했습니다. 고객의 자산을 안정적으로 운용하겠다는 약속을 저버릴 수 없었던 것이지요.

지금 인기가 좋은 주식에서 수익을 얻지 못했다고 걱정하실 필요는 없습니다. 성장에 대한 축제가 끝나면 기업의 가치가 주목받는 시기가 찾아오는 것은 오랜 투자의 역사가 입증하고 있기 때문입니다. 지금은 10년펀드가 보유한 많은 종목이 소외되고 인기가 없지만 머지않아 이들의 가치가 인정 받을 것을 저희는 조금도 의심하지 않습니다. 10년 전 IT 축제의 주인공은 인터넷 기업들이었습니다만 투자자에게 최종적인 수익을 안겨준 것은 롯데칠성과 신세계, 태평양으로 대표되는 가치주였다는 것은 어떤 선택이 실제로 효과적인지에 대한 해답을 알려주고 있습니다.

■ 운용계획

**운용의 큰 틀은 당분간 지금과 크게 달라지지 않을 것 같습니다. 그 이유는 두 가지 정도를 꼽을 수 있는데, 하나는 경제상황이고 다른 하나는 주가 수준입니다.**

한국경제는 2009년 초에 경기 저점을 확인하고 꾸준한 회복세에 있습니다. 여기서 주목할 사안은 미국, 유럽 등 해외에 비해 회

복의 시점이 상당히 빨랐다는 점입니다. 아시다시피 한국경제는 수출 비중이 높아 해외경기의 변동에 많은 영향을 받습니다. 해외 경기가 나쁘면 국내 경기만 좋기는 어렵다는 얘기지요.

그런데 글로벌 경기가 최악인 국면에서 한국은 적절한 경기부양책을 통해 외국보다 한발 빨리 경기가 회복세로 돌아섰습니다. 해외의 경우 빨라야 2009년 하반기부터 회복의 징후가 보이기 시작했으니까요. 그리고 미국을 포함한 대부분의 국가들은 아직도 경기회복이 미약하기 때문에 지속적으로 경기부양을 위한 조치가 시행되고 있습니다.

일반적으로 주식시장의 순환은 경기 순환과 비슷한 궤를 그립니다. 즉 경기정점 근방에서 주식시장 역시 정점을 기록하는 예가 많다는 것입니다. 남들보다 빨리 저점을 벗어난 한국경제는 비교적 여유를 가지고 해외 경기회복의 수혜를 누릴 수 있을 것으로 판단됩니다. 즉 글로벌 경기가 정점을 기록하는 시점까지 한국경제의 상승국면이 연장될 가능성이 높다는 것입니다.

이런 의미에서 한국경제의 정점은 당초 예상보다 늦은 시기가 될 가능성이 높으며 경기회복 국면은 계속 연장될 것으로 저희는 판단하고 있습니다. 경기회복이 진행되는 상황에서 주식시장이 추세적으로 하락할 가능성은 거의 없습니다. 일시적인 조정을 있을 수 있어도 주식시장이 정점에 도달하기까지 상당한 시간이 걸릴 것으로 생각해도 큰 무리가 없을 것입니다. 따라서 대세 하락에 대한 부담 없이 종목선택에만 집중할 수 있는 환경이 당분간 지속되리라 생각합니다.

다른 하나로는 기업가치 대비 주가가 낮은 종목이 많이 증가했다는 점입니다. 이런 현상은 실적과 주가 2가지 측면 모두에서 원인을 찾을 수 있습니다.

우선 기업들의 실적이 계속 좋아지고 있습니다. 2008년의 금융위기를 겪으면서 저희가 얻은 결론은 한국기업들의 체력이 과거 보다 정말로 좋아졌다는 것입니다. 금융위기의 후유증을 겪고 있는 기업이나 업종이 없는 것은 아닙니다만 많은 기업들은 일시적인 부진 이후 빠르게 회복되는 모습을 보여주고 있고, 심지어 금융위기 이전보다 좋은 실적을 올리고 있는 기업들도 적지 않습니다.

그와 동시에 작년 하반기부터 종목별, 업종별로 주가상승의 차별화가 과도했다는 점이 또 하나의 원인이 되겠습니다. 앞에서 말씀 드린 바와 같이 성장주 중심으로 시장이 상승하는 국면이 상당 기간 지속되었고, 상승에 참여하지 못한 주식들은 주가가 빠지는 경우도 적지 않았습니다. 그렇기 때문에 실적은 좋아졌는데 주가는 오히려 빠진 기업들을 싸게 살 수 있는 기회가 상당히 많아졌습니다. 가치투자와 궁합이 잘 맞는 시장 환경이지요.

정리하면 10년펀드는 당분간 지속될 경기상승의 국면에서 기업가치의 상승을 주가가 따라가지 못한 기업들을 새로 매수하거나 보유 수량을 확대하는 방향으로 운용될 것입니다. 이는 현재의 운용전략과 큰 차이가 없으며 경제상황이 급변하지 않는다면 좋은 결과를 안겨줄 것입니다.

“3년 동안 순항하던 10년펀드는 작년에 강한 逆風(역풍)을 맞아 일시적으로 주춤했습니다. 그러나 이는 장기가치투자라는 긴 항해에서 겪는 어려움의 일부일 따름입니다. 앞으로도 저희 운용인력은 가치에 대한 굳은 신념으로 고객님의 자산을 소중히 지키고 키워나가겠습니다. 믿음으로 저희를 지켜봐 주시고 저희의 잘못에는 따끔한 질책을 아끼지 말아 주십시오. 감사합니다.”

자산운용부장 배준범

## 집합투자기구의 개요

### 1. 기본정보

[적용법률 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 위험등급 1등급 (매우높은위험)]

집합투자기구명칭		금융투자협회 펀드코드	
한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)		56287	
집합투자기구의 종류	투자신탁, 증권집합투자기구, 주식형, 추가형, 개방형	최초설정일	2006.04.18
운용기간	2010.01.18 ~ 2010.04.17	존속기간	종료일이 따로 없습니다.
신탁업자	하나은행	일반사무관리회사	신한아이타스
투자매매, 증개업자	광주은행, 교보생명, 교보증권, 국민은행, 금호생명보험, 기업은행, 농협, 대구은행, 대신증권, 대우증권, 대한생명, 동부증권, 동양종합금융증권, 메리츠증권, 미래에셋생명, 미래에셋증권, 삼성생명보험, 삼성증권, 신영증권, 신한금융투자회사, 신한은행, 외환은행, 우리은행, 우리투자증권, 유진증권, 전북은행, 키움증권, 토러스투자증권, 푸르덴셜증권, 하나대투증권, 하나은행, 한국산업은행, 한국투자증권, 한화증권, 현대증권, 이트레이드증권, 하이투자증권, HMC투자증권, IBK투자증권, KB투자증권, LIG투자증권, NH투자증권, SC제일은행, SK증권		
상품의 특징	주식편입비가 70%이상인 주식형펀드로 기업의 내재가치 대비 저평가된 주식에 투자하는 가치투자를 운용 철학으로 하여 저위험 적정수익 추구		

### 2. 재산현황

(단위: 원, 좌, %)

집합투자기구명칭	구분	전기말 (10.1.17)	당기말 (10.4.17)	증감률
한국밸류10년투자증권투자신탁1호 (주식)	자산총액(A)	1,151,643,092,603	1,149,563,625,005	-0.18
	부채총액(B)	5,387,095,522	9,779,288,058	81.53
	순자산총액(C=A-B)	1,146,255,997,081	1,139,784,336,947	-0.56
	발행 수익증권 총 수(D)	1,151,703,185,813	1,124,831,828,337	-2.33
	기준가격(E=C/D×1000)	995.27	1,013.29	1.81

\* 기준가격이란 투자자가 집합투자증권을 입금(매입), 출금(환매)하는 경우 또는 분배금(상환금포함) 수령시에 적용되는 가격으로 집합투자기구의 순자산총액을 발행한 수익증권 총 좌수로 나눈 가격임.

### 3. 분배금 내역

(단위: 백만원, 백만좌)

분배금 지급일	분배금 지급금액	분배후 수탁고	기준가격(원)		비고
			분배금 지급 전	분배금 지급 후	
2010.04.19	14,953	1,124,832	1,013.29	1,000.00	

# 운용경과 및 수익률 현황

## 1. 기간 수익률

(단위 : %)

펀드명	최근 3개월	최근 6개월	최근 9개월	최근 12개월
한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)	1.81	6.10	14.56	25.62
(비교지수대비 성과)	(-0.10)	(0.54)	(-5.11)	(-4.12)
비교지수	1.91	5.56	19.67	29.74

\* 비교지수 : 한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)는 국고채3년지표금리+α를 벤치마크로 사용하고 있으나, 지수변화에 따른 수익률 변화를 볼 수 있도록 비교지수(주식 약관비\*0.9 \* [KOSPI200]) + ((1-[주식 약관비]\*0.9) \* [CD금리])를 사용하였음

\* 이 투자실적은 과거 성과를 나타낼 뿐 미래의 운용성과를 보장하는 것은 아닙니다.

## 2. 연평균 수익률

(단위 : %)

펀드명	최근 1년	최근 2년	최근 3년	최근 5년
한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)	25.62	0.66	8.07	-
(비교지수대비 성과)	(-4.12)	(-0.32)	(2.66)	-
비교지수	29.74	0.98	5.40	-

\* 비교지수 : 한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)는 국고채3년지표금리+α를 벤치마크로 사용하고 있으나, 지수변화에 따른 수익률 변화를 볼 수 있도록 비교지수(주식 약관비\*0.9 \* [KOSPI200]) + ((1-[주식 약관비]\*0.9) \* [CD금리])를 사용하였음

\* 이 투자실적은 과거 성과를 나타낼 뿐 미래의 운용성과를 보장하는 것은 아닙니다.

## 3. 손익현황

(단위 : 백만원)

구분	증권				파생상품		부동산	특별자산		단기대출 및 예금	기타	손익합계
	주식	채권	어음	집합투자증권	장내	장외		실물자산	기타			
전기	53,436	0	0	0	0	0	0	0	0	350	-7,228	46,558
당기	27,810	0	0	0	0	0	0	0	0	184	-7,315	20,679

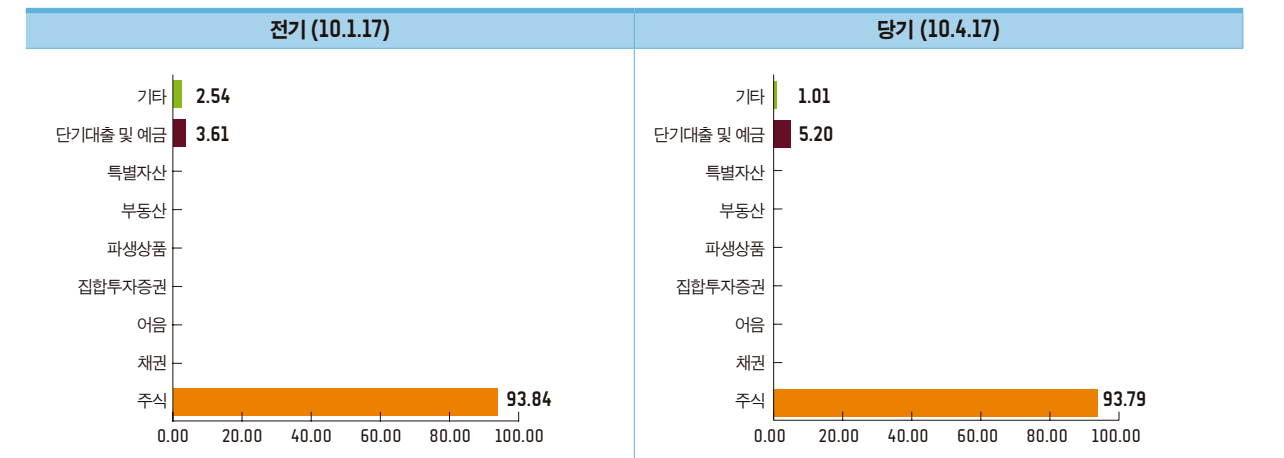
# 자산현황

## 1. 자산구성현황

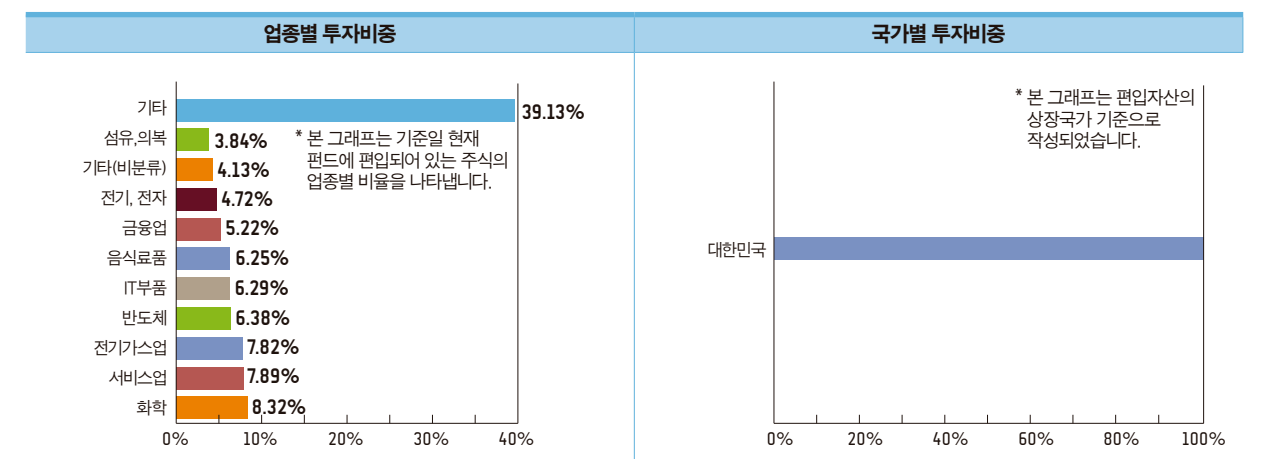
(단위 : 백만원, %)

통화별 구분	증권			집합투자증권	파생상품		부동산	특별 자산		단기 대출 및 예금	기타	자산총액
	주식	채권	어음		장내	장외		실물자산	기타			
KRW	1,078,194	0	0	0	0	0	0	0	0	59,764	11,606	1,149,564
	(93.79)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(5.20)	(1.01)	(100.00)
합계	1,078,194	0	0	0	0	0	0	0	0	59,764	11,606	1,149,564
	(93.79)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(5.20)	(1.01)	(100.00)

\* ( ) : 구성비중 : 집합투자지구 총자산 중 각 자산이 차지하는 비율



## 2. 업종별, 국가별 투자비중



### 3. 투자대상 상위 10종목

(단위 : %)

구분	종목	비중	구분	종목	비중
단기대출 및 예금	농협중앙회(골)	5.19	주식	남양유업	1.73
주식	한국전력	4.74	주식	롯데칠성	1.68
주식	KT	3.21	주식	E1	1.65
주식	우리금융	2.27	주식	이오테크닉스	1.61
주식	KPX케미칼	1.79	주식	우주일렉트로	1.53

\* 비중 : 집합투자기구 총자산 중 해당 종목이 차지하는 비율

\* 보다 상세한 투자대상자산 내역은 금융투자협회 전자공시사이트의 펀드 분기영업보고서 및 결산보고서를 참고하실 수 있습니다.

(인터넷 주소 : <http://dis.kofia.or.kr>) 단, 협회 전자공시사이트에서 조회한 분기영업보고서 및 결산보고서는 본 자산운용보고서와 작성기준일이 상이할 수 있습니다.

### 4. 각 자산별 보유종목 내역

#### 가. 주식

##### ■ 상위 5개 종목

\* 투자대상 상위 10종목에 포함되어있어 생략함.

##### ■ 총 발행수량의 1% 초과 종목

(단위 : 주, 백만원, %)

종 목 명	보유수량	평가액	비중	비고
KPX케미칼	419,973	20,557	1.90	8.67
남양유업	35,386	19,851	1.84	4.91
롯데칠성	22,788	19,369	1.79	1.84
E1	309,857	18,932	1.75	4.51
이오테크닉스	814,998	18,541	1.72	7.44
우주일렉트로	700,000	17,570	1.63	7.66
KPX홀딩스	296,223	17,477	1.62	7.01
동아타이어	2,103,250	17,351	1.61	8.86
CJ제일제당 우	248,879	17,023	1.58	18.74
DMS	1,450,000	16,892	1.56	7.29
대덕GDS	1,700,000	16,558	1.53	8.26
한국금융지주우	1,220,000	16,104	1.49	20.82
아세아시멘트	291,000	15,510	1.43	6.14
신도리코	287,449	15,493	1.43	2.85
삼천리	135,814	15,482	1.43	3.34
파트론	929,161	15,145	1.40	4.64
코리안리	1,493,620	14,936	1.38	1.31
경동가스	312,000	14,352	1.33	9.84
아이디스	980,000	14,210	1.31	9.78
동원산업	120,635	13,993	1.29	3.58
송원산업	1,285,270	13,880	1.28	5.35
동서	408,254	13,513	1.25	1.36
유니드	338,000	13,384	1.24	5.13
유진테크	1,153,545	13,035	1.20	8.95
농우바이오	1,370,000	12,905	1.19	9.58
포스텍	225,000	12,577	1.16	3.80
신라교역	1,060,000	12,455	1.15	6.62

한신정	556,000	12,148	1.12	8.29
동국제약	851,022	12,041	1.11	9.57
가온전선	403,305	11,816	1.09	9.87
농심홀딩스	187,000	11,612	1.07	4.03
리노공업	785,000	11,578	1.07	9.78
다함이텍	393,000	11,397	1.05	9.85
중국원양자원	1,550,000	11,361	1.05	2.08
동일방직	220,977	11,203	1.03	9.98
세방	750,000	10,950	1.01	4.46
나노엔텍	1,514,390	10,767	0.99	8.58
KH바텍	590,000	10,679	0.99	3.68
한섬	740,000	10,212	0.94	3.00
하림	2,900,000	10,150	0.94	3.53
텔레칩스	800,000	10,040	0.93	7.56
세실	990,000	9,900	0.91	8.04
한국개발금융	315,000	9,702	0.90	4.96
피에스케이	1,129,446	9,182	0.85	5.71
무학	1,859,608	8,777	0.81	7.09
인터플렉스	633,000	8,767	0.81	5.14
모토닉	1,016,990	8,664	0.80	3.08
나노트로닉스	1,200,000	8,592	0.79	9.54
한솔케미칼	662,060	8,110	0.75	5.86
계룡건설	420,000	8,001	0.74	4.70
선진	218,760	7,940	0.73	9.94
삼정피앤에이	295,800	7,365	0.68	9.86
테크노세미켐	380,000	7,315	0.67	2.58
신성델타테크	885,000	7,168	0.66	7.37
동양고속	260,000	7,150	0.66	9.80
BYC	44,000	7,106	0.65	7.04
경동나비엔	225,940	7,015	0.65	9.80
노루홀딩스	1,282,450	6,950	0.64	9.71
삼양통상	280,000	6,734	0.62	9.33
한일시멘트	89,126	6,639	0.61	1.18
고영	496,642	6,630	0.61	9.24
위닉스	1,115,000	6,589	0.61	8.67
일진에너지	393,535	6,375	0.59	5.21
유신	230,972	6,351	0.58	7.69
디씨엠	759,740	6,115	0.56	6.49
경농	1,497,000	6,107	0.56	6.90
대웅	327,060	6,099	0.56	2.87
삼성공조	810,000	5,953	0.55	9.96
방림	417,000	5,942	0.55	9.85
성신양회	872,550	5,933	0.55	4.55
성창기업지주	310,000	5,874	0.54	5.16
알에프세미	520,000	5,824	0.54	9.60
휴온스	793,978	5,748	0.53	8.82
이엔에프테크놀로지	650,000	5,577	0.51	4.57
넥센	124,000	5,567	0.51	4.63
삼영이앤씨	700,000	5,383	0.49	7.95
대원제약	860,000	4,841	0.44	7.23
삼화페인트	1,081,000	4,772	0.44	4.82
TJ미디어	1,250,000	4,737	0.43	9.70

에스씨엔지니어링	984,030	4,624	0.42	9.66
나노캠펙	509,599	4,596	0.42	9.59
TSC 멤시스	1,700,000	4,488	0.41	5.31
KCI	1,060,000	4,277	0.39	9.63
SKC 솔믹스	606,389	4,220	0.39	4.88
아트라스BX	253,555	4,069	0.37	2.77
신영와코루	37,419	4,041	0.37	4.15
바텍	383,000	3,672	0.34	4.25
토비스	810,000	3,649	0.33	6.27
삼양엔텍	121,500	3,638	0.33	9.83
국제일렉트릭	598,569	3,435	0.31	6.07
아주캐피탈	679,980	3,393	0.31	1.18
MH에탄올	675,000	3,189	0.29	9.64
뉴웍스	222,000	3,130	0.29	3.53
와토스코리아	336,880	3,116	0.28	9.62
황금에스티	360,000	3,056	0.28	3.00
대한방직	103,500	2,949	0.27	9.76
평화정공	345,767	2,887	0.26	1.64
금화피에스시	210,000	2,551	0.23	3.50
리드코프	1,067,287	2,486	0.23	3.93
한국경제TV	620,301	2,419	0.22	2.69
효성오앤비	550,000	2,197	0.20	9.48
한신평정보	86,156	1,960	0.18	1.80
한텍	387,478	1,846	0.17	6.45
에이치디시에스	108,512	1,801	0.16	1.93
신세계 I&C	29,500	1,740	0.16	1.71
화천기공	38,410	1,497	0.13	1.74
세원정공	17,000	1,295	0.12	1.70
제일저축은행	143,770	934	0.08	1.38
KPX생명과학	180,000	792	0.07	1.20

\* 비중 : 1%초과종목의 총액 중 해당 종목이 차지하는 비율

\* 비교 : 총 발행주식수 중 해당 종목이 차지하는 비율

나. 채권, 어음, 집합투자증권, 파생상품, 부동산, 특별자산, 기타자산

(단위 : 주, 백만원, %)

구분	보유수량	평가액	비중	비고
채권	-	-	-	-
어음	-	-	-	-
집합투자증권	-	-	-	-
장내파생상품	-	-	-	-
장외파생상품	-	-	-	-
부동산(임대)	-	-	-	-
부동산(자금대여/차입)	-	-	-	-
특별자산	-	-	-	-
기타자산	-	-	-	-

다. 단기대출 및 예금

(단위 : 백만원, %)

종류	금융기관	취득일자	금액	금리	만기일	비고
콜론	농협중앙회	2010-04-16	59,698	1.94	2010-04-19	

\* 평가 금액이 자산 총액의 5%를 초과하는 경우 기재

## 포트폴리오 이야기

10년펀드의 포트폴리오는 일반적인 시장의 흐름과 많이 다릅니다. 기업가치대비 주가가 낮은 주식들을 매수하므로 어떻게 보면 일반적인 투자자들의 관심에서 벗어난 종목들이 많습니다. 그러다 보니 의외의 포트폴리오가 구성되기도 합니다. 여기서는 저희가 보유한, 특히 IT와 유틸리티 업종에 대한 이야기를 해볼까 합니다. 혹시라도 저희의 포트폴리오에 고개를 갸우뚱하셨던 분이 계시다면 한번 천천히 읽어봐 주시길 바랍니다. 미흡하나마 그 의문점을 풀어드릴 수 있지 않을까요?

### ■ 포트폴리오에 대하여

10년펀드의 포트폴리오에 대해 질문을 하시는 분들이 많습니다. 이런저런 질문 가운데 가장 많이 받는 질문 중 하나는 “포트폴리오에 왜 삼성전자 없습니까?” 입니다. 이 질문과 이에 대한 답변은 아마도 많은 의미를 담고 있을 것입니다. 삼성전자를 보유하지 않는 것은 단순히 종목 하나를 보유하지 않는다는 의미를 넘어 10년펀드의 포트폴리오가 시장의 일반적인 흐름과 상당히 다르다는 것을 상징하기 때문입니다.

많은 분들이 아시는 바와 같이 10년펀드의 포트폴리오는 시장 흐름의 주류와는 상당히 괴리가 큼니다. 그러나 이는 저희가 의도적으로 시장과 닮지 않은 포트폴리오를 구축하려 했기 때문은 아닙니다. 시장에서 비중이 큰 종목들인 삼성전자나 포스코, 현대차와 같은 주식 기업가치 대비 주가가 충분히 낮은 수준이라면 저희도 기꺼이 이들 종목을 보유하려 할 것입니다. 그리고 잘 알려지지 않은 사실이지만 2002년~2003년과 같이 주식시장 전체가 극도로 저평가되어 시장의 주요 종목들도 기업가치 대비 주가가 충분히 낮았던 시기에는 저희도 삼성전자, 포스코에 많은 금액을 투자한 바 있습니다.

시가총액이 크고 시장의 관심이 모아진 종목은 일반적으로 주가가 기업가치에서 크게 괴리되는 경우가 드뭅니다. 거의 언제나 주가가 적절한 범위에 형성되기 때문에 가치투자자가 마음 놓고 매수할 기회를 잘 주지 않는다는 것이지요.

이런 이유로 10년펀드의 포트폴리오에는 이른바 ‘인기가 없는’ 종목들의 비중이 높습니다. 시장의 관심을 받지 못하기 때문에 기업가치 대비 주가가 낮은 수준에 머물러 있는 주식들을 매수하여 그 가치가 인정받을 때까지 보유한다는 것이지요. 시장의 무관심은 종목 뿐만 아니라 특정 업종에 전반적으로 나타나기도 합니다. 그래서 의도한 바는 아니더라도 10년펀드가 보유한 종목들이 몇몇 업종에 집중되는 경우가 있습니다.싼 종목들을 사서 모으다 보니 주요 투자 업종이 되는 것이지요. 10년펀드가 시장의 무관심을 이용해 현재 많이 보유한 업종은 아마도 IT와 유틸리티 정도가 아닐까 싶습니다.

## → IT

10년펀드에 IT업종의 비중이 높다는 사실에 놀라시는 분들이 상당히 많습니다. 'IT산업이 가치투자의 대상이 될 수 있을까?'라는 생각 때문이겠지요. 이런 반응이 나오는 이유는 아무래도 10년 전의 극단적인 IT 버블에 대한 기억 때문일 것입니다. 그 당시는 시장이 IT와 비IT로 나뉘질 정도로 이분화 됐었고 IT 주식은 엄청난 각광을, 비IT주식은 엄청난 소외를 받았습니다. 따라서 많은 IT주식이 기업가치 대비 높은 수준에 거래된 것이 사실입니다.

그러나 IT프리미엄은 2000년을 정점으로 꾸준히 하락했습니다. IT업종의 대표기업인 삼성전자의 경우 글로벌 1등 기업임에도 기업가치 대비 주가수준인 PER, PBR이 시장평균보다 그리 높지 않습니다. 다른 대표 IT기업인 LG전자, LG디스플레이, 하이닉스 역시 글로벌 시장에서 강력한 경쟁력을 보유하고 있음에도 주가 수준은 시장평균이거나 오히려 시장평균을 하회하는 경우가 종종 발생합니다. 대표 기업들의 상황이 이러니 다른 IT기업들은 말할 필요도 없습니다. 최근까지 IT업종은 역차별과 무관심의 대상이었다 해도 과언이 아닐 것입니다.

10년 전의 거품이 대부분 사라진 지금 10년펀드는 IT업종을 매우 긍정적인 시각으로 바라보고 있습니다. 이유는 여러 가지가 있겠지만 가장 큰 이유는 IT업종이 다른 어느 업종보다도 강력한 글로벌 경쟁력을 가지고 있으며 그 경쟁력은 시간이 지날수록 더 강해지고 있기 때문입니다. 따라서 저희는 IT업종에서 소외된 우량한 IT기업의 주식을 많이 보유하게 되었습니다.

10년펀드가 IT업종에서 매수할 주식을 선별하는 기준은 매우 간단합니다. 해당 기업이 글로벌 경쟁을 주도할 수 있는 경쟁력을 보유하고 있으며, 기업가치에 비해 주가가 낮아야 한다는 것입니다. 주가가 현재보다 크게 낮은 수준이라면 이 기준에 제일 부합하는 주식은 아마 삼성전자가 될 것입니다. 삼성전자는 한국은 물론이고 전세계에서 가장 뛰어난 경쟁력을 보유한 IT기업이기 때문입니다. 문제는 그런 기회가 좀처럼 주어지지 않는다는 것이지요.

10년펀드가 본격적으로 IT주식을 매수한 시기는 대체로 2007년~2008년입니다. 이 때는 한국 IT기업의 대부분이 연관되어 있는 반도체, LCD 산업이 극도의 불황에 빠져 업황이 워낙 나쁘다 보니 경쟁력을 갖춘 기업들도 일감 자체가 없어 실적이 나쁠 수 밖에 없었습니다. 실적이 나쁘다 보니 우량한 기업들도 시장의 관심에서 소외돼 있었고 이러한 주식들을 10년펀드는 헐값에 충분히 매수할 수 있었습니다.

저희가 펀드에 상당한 비중으로 보유하고 있는 이오테크닉스, 우주일렉트론, DMS, 대덕GDS, 유진테크, 파트론과 같은 기업들은 해당 분야에서 탁월한 글로벌 경쟁력을 보유하고 있었으나 낮은 가격에 많이 살 수 있었던 종목입니다. 최근 IT업황의 회복에 힘입어 주가가 많이 상승했으나 이들 기업의 주가는 저희가 생각하는 적절한 수준과는 아직도 거리가 있어 보입니다.

## → 유틸리티

유틸리티 업종은 사실 명확한 정의를 내리기 어렵습니다. 일반적으로 전기, 물, 가스와 같이 우리 생활에 반드시 필요한 公共財(공공재) 성격이 강한 사업을 영위하는 업종을 지칭하는데 국가별로 상장, 비상장에 차이가 있기 때문에 구분이 명확하지는 않습니다. 한국의 경우라면 아마도 전기, 가스, 통신 3개업종이 유틸리티에 속한다고 볼 수 있습니다.

유틸리티 사업은 일반적으로 초기 설비 구축에 많은 자금이 소요됩니다. 발전소를 짓거나 기간통신망을 설치하기 위해서는 적게는 수천억원, 많게는 수조원에 이르는 자금이 필요합니다. 이처럼 초기 투자 부담이 크기 때문에 유틸리티 사업은 일반적으로 국가가 직접 운영하는 경우가 많고, 민간에게 사업을 맡기는 경우에는 경쟁을 제한하여 사업자에게 투자 비용을 회수할 수 있도록 배려하는 것이 일반적입니다.

10년펀드가 유틸리티 주식을 많이 보유하고 있는 것은 바로 '경쟁을 제한'하는 사업의 특징 때문입니다. 경쟁이 제한되어 있기 때문에 유틸리티 기업의 이익은 일반적으로 매우 안정적인 모습을 나타냅니다. 특히 초기 설비 투자가 완료되고 일정 시간이 지나면 좋은 현금흐름이 발생하기 때문에 주주들은 높은 배당금을 받을 수 있습니다. 경쟁이 제한적이므로 높은 배당이 꾸준하기 때문에 매력적인 투자대상이 되는 것이지요.

하지만 유틸리티 사업은 경쟁이 제한된 반면에 가격결정에서 정부의 허락을 받아야 하는 약점을 동시에 가지고 있습니다. 전기요금, 통신요금 등은 물가에 미치는 영향이 크기 때문에 원가상승 요인이 있더라도 요금에 즉시 반영하지 못하는 경우가 종종 발생한다는 것이지요. 2008년의 한국전력의 경우가 이런 사례입니다. 원유, 석탄 가격의 급등으로 발전원가가 큰 폭으로 올랐음에도 불구하고 물가안정을 위해 정부가 가격인상을 제한했기 때문에 매년 2조원 정도 순이익을 기록하던 회사가 갑자기 3조원에 가까운 적자를 기록한 것입니다.

그러나 물가안정을 위해 정부가 무한정 가격을 제한할 수는 없습니다. 일정 시간이 지나면 가격에 원가 상승은 반영될 것이고 한국전력의 이익은 정상 수준으로 복귀할 것입니다. 유틸리티 산업의 매력은 바로 이런 것이지요.

이익의 안정성과 좋은 배당수익 때문에 10년펀드는 유틸리티 비중을 높게 가져가고 있습니다. 국내 유일의 전력사업자인 한국전력, 최고의 유무선 통신망을 보유한 KT, IPG사업을 과점하고 있는 E1, 지역별 독점체제를 보장 받은 삼천리, 경동가스 등은 저희가 장기투자 관점에서 보유하고 있는 종목들이며 언젠가는 그 진가를 주식시장이 인정할 것입니다.

“사족을 달자면 금융위기 시기에 워렌 버핏은 대규모로 철도사업에 투자했습니다.(미국은 한국과 달리 철도가 민간기업 소유입니다) 장기투자 관점에서 유틸리티 산업의 매력을 투자의 대가가 인정한 사례라 하겠습니다.”

# 종목별 투자아이디어

종목별 투자아이디어를 보내드리는 일은 10년펀드가 운용 내용을 투자자와 공유할 수 있는 거의 유일한 방법이며 동시에 좋은 기회입니다. 장기투자의 여정에서 고객이 편안한 마음을 유지하기 위해서는 운용 현황에 대해 잘 알고 있어야 한다고 저희는 생각하기 때문입니다.

하지만 과거에도 여러 번 말씀 드린 바와 같이 우려도 적지 않습니다. 많은 분석과 노력을 기울인다 해도 실패하는 종목들은 반드시 있기 마련인데, 혹시라도 실패한 종목에 고객님의 투자하여 손해를 본 이유가 저희의 보고서 때문일 수 있다는 걱정 때문입니다. 투자에서 보고서는 참고로만 활용하시고 많은 주의를 기울이시기를 부탁드립니다.

종목별 투자아이디어의 내용은 3가지 정도입니다. 우선 그 종목을 담당하는 매니저의 짧은 코멘트로 핵심을 짚도록 했습니다. 내용 전체를 읽는 것이 부담스럽다면 짧은 코멘트만 보셔도 될 것입니다. 그리고 5년 재무현황을 간략히 정리해 이해를 돕고자 했으며, 그다음에 저희의 투자아이디어를 정리했습니다.

예년과 달리 이번에는 10년펀드가 보유한 모든 종목에 대한 설명을 담지는 않았습니다. 기업가치에 변동이 생겨 추가적인 매수나 매도를 고려하는 종목, 주가가 기업가치에 도달하여 전량 매도가 진행 중인 종목, 초기 매수가 진행 중이어서 저희의 전략이 노출되면 곤란한 종목 등은 설명에서 제외했습니다. 몇 종목을 제외하더라도 운용의 핵심 내용을 전달하는데 큰 영향을 없을 것으로 생각합니다.

저희의 세부 운용전략은 크게 5가지로 나눌 수 있습니다.

# 저PER

가치투자를 실행하는 가장 전통적인 방법은 저PER, 저PBR 2가지입니다. 종합주가지수가 높은 시기에는 저PER에 해당되는 종목들의 숫자가 크게 감소하여 저PER 발굴이 쉽지 않았지만, 지금은 좋은 저PER주를 충분히 찾을 수 있는 상황입니다. 앞에서 말씀 드린 바와 같이 기업들의 실적이 크게 회복되어 기업가치가 상승한 종목은 많은 반면에, 일부 종목군 중심으로만 시장이 상승하여 주가가 오르지 못한 종목수가 그 어느 때보다도 많아졌기 때문입니다.

현재 은행 금리는 3%를 약간 상회하고 있으며, 이에 따라 가치투자의 대상에 포함시킬 수 있는 주식은 이익률 7%, PER 기준으로는 14배 이하에서 거래되는 종목이라 할 수 있습니다. 그러나 싸게 거래되는 주식이 많기 때문에 현재 기준은 PER 7~8배 이하에 거래되는 종목들에 맞춰져 있습니다.

일시적인 이익의 증가로 PER가 낮아진 종목은 가치투자에 적합한 대상이 아닐 것입니다. 꾸준히 기록할 수 있는 이익의 안정성을 우선적으로 고려하여 10년펀드는 저PER 투자대상을 가려내고 있습니다.



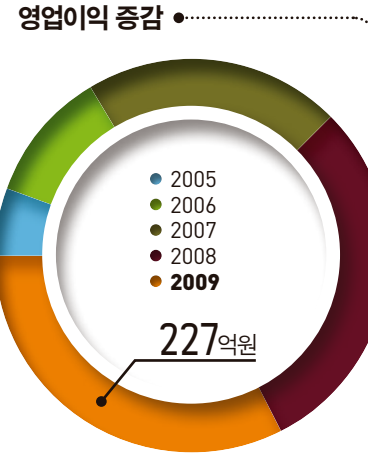
규모와 원칙 가진 건전한 대부업  
**리드코프** 012700

“일반적으로 대부업 하면 고리의 사채업자를 떠올리는 경우가 많습니다. 탐욕스러운 사채업자가 불쌍한 채무자를 협박하는 드라마 속의 장면도 함께 연상하면서 말입니다. 대부업에 대한 이미지가 악화된 것은, 제도권 금융기관들이 신용등급이 낮은 채무자에 대한 대출을 취급하지 않으면서 정상적인 금융의 기능을 수행할 능력이 없는 이들에게 대부업 시장을 내주었기 때문입니다.

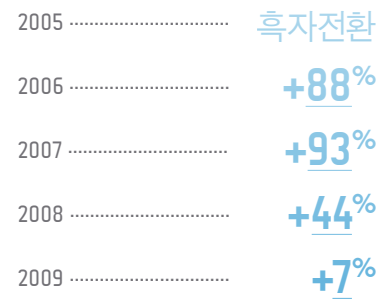
돈을 갚을 수 없는 사람에게 고금리로 대출을 해주고, 이를 억지로 받아내려 하는 일들이 일어나면서 사채업로 대표되는 사금융과 정상적인 대부업을 동일시하게 된 것입니다. 그러나 상장된 유일한 대부업체인 리드코프에 대해서는 이런 부정적인 이미지를 거두셔도 좋을 것 같습니다.

리드코프는 국내 자본을 기반으로 한 선도적인 대부업체로 국내 대부업체 중 3~4위권 규모의 자산을 보유하고 있습니다. 일정 규모를 갖추고 합리적인 대출 심사 시스템을 구축하여 갚을 능력이 있는 채무자에게 대출을 진행하고, 연체된 채권에 대한 추심도 은행, 보험과 같이 적절한 절차로 진행하고 있습니다. 이와 같이 제도권 금융기관 수준의 정상적인 영업방식을 통한 리드코프의 성과는 눈부십니다. 5% 미만의 연체율과 높은 수익성을 유지하면서 대출 자산은 빠르게 커지고 있습니다.

대부업 시장이 확대되면서 정부나 감독기관에서는 대부업을 제도권으로 통합하려는 노력을 기울이고 있습니다. 이러한 노력이 본격화되고 있는 율해를 기점으로 대부업에 대한 사회적 이미지도 빠르게 개선될 것으로 보입니다. 편견을 버리고 바라보면 리드코프는 주먹구구식으로 운영되는 대부업체가 아닌, 규모와 시스템 그리고 원칙을 가진 대부업체이며, 제도권으로 편입되는 시장 안에서 꾸준한 성장을 지속해 나갈 것입니다.



사금융의 부정적 이미지를 타파한 대부업체로 제도권 금융기관 수준의 정상적 영업방식 통한 성과가 눈부시다.



“시스템과 원칙을 갖춘 제도권 대부업체”  
“높은 수익성과 성장 지속”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	448	606	30%	41	흑자전환	23	흑자전환
2006년	526	782	29%	76	88%	65	185%
2007년	664	1,002	28%	147	93%	71	10%
2008년	721	1,368	37%	212	44%	72	1%
2009년	863	1,444	6%	227	7%	140	95%

단위: 억원

우수한 자산가치 자랑하는 기업  
**세방** 004360

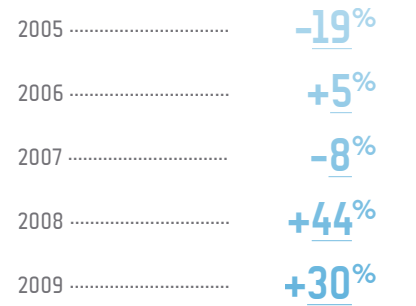
“세방은 항만인프라를 바탕으로 항만하역, 육상운송 등의 서비스를 제공하는 물류기업입니다. 물류사업을 통해 연간 400~500억대의 현금을 창출하고 있고, 컨테이너 물동량이 증가하면서 매출과 이익 역시 꾸준히 성장하고 있습니다. 특히, 2009년 경기침체의 영향으로 매출이 감소하는 중에서도, 우수한 관리능력과 중량물 운송용 자항선 사업의 확대를 바탕으로 오히려 전년대비 30% 신장된 영업이익을 실현하였습니다.

부산/인천에 신항만이 건설되면서 관련 인프라 투자로 감가상각비 부담이 컸지만, 대규모 투자가 일단락되어 세방의 이익은 향후 물동량 증가 속도 이상으로 지속적인 성장세를 보일 것입니다. 물류사업을 통해 연간 500억이 넘는 현금을 창출해내고 있다는 것을 감안하면 2,500억대에 불과한 현재 시가총액은 세방의 수익가치를 충분히 반영하지 못하고 있습니다. 또한 당사는 우수한 자산가치를 가진 기업이기도 합니다. 항만 인프라를 제외하고도 역삼동 본사 부지 등 공시지가 기준 1,000억이 넘는 부동산을 보유하고 있습니다. 그리고 국내 1위의 납 배터리 업체인 세방전지의 지분을 33% 보유하고 있는데, 이 지분의 가치만 시가로 1,200억원 수준이고, 배터리 사업의 상황이 워낙 좋아 매년 250억원에 달하는 지분법 이익이 반영되고 있습니다. 세방전지의 실적은 납 가격에 따라 변동성을 보이긴 하지만, 설비 확장 등에 따라 연간 6~700억대 이상의 이익창출이 지속적으로 가능해 보입니다.

이처럼 세방은 이익 성장이 지속되는 높은 수익가치와 시가총액에 육박하는 자산가치를 겸비한 전형적인 가치투자의 대상이라 할 수 있습니다.



우수한 관리능력과 중량물 운송용자항선 사업의 확대로 인한 전년대비 30% 신장된 영업이익.



“경기침체 속에서도 30%의 이익성장 실현”  
“향후 물동량 증가 이상의 이익성장 가능”  
“보유 부동산과 세방전지 지분 가치만으로도 시가총액 수준”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	2,794	3,817	4%	226	-19%	175	9%
2006년	3,035	4,102	7%	238	5%	254	45%
2007년	3,199	4,612	12%	220	-8%	192	-24%
2008년	3,592	5,024	9%	316	44%	438	128%
2009년	4,033	4,961	-1%	410	30%	469	7%

단위: 억원

수익성에 비해 저평가된 기업  
**아트라스BX** 004360

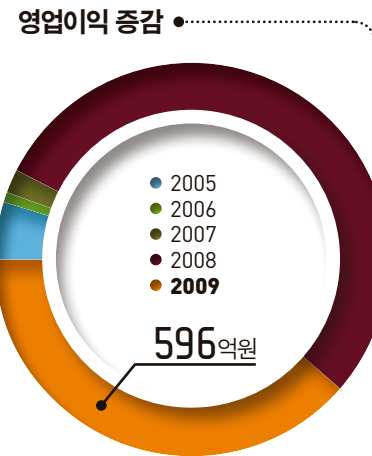
“아트라스BX는 자동차용 납 배터리를 생산하는 기업입니다. 주식시장에서 뜨거운 관심을 받고 있는 리튬 2차전지와 달리 납 배터리에 대한 관심은 미미하기 짝이 없습니다. 하이브리드 자동차나 전기자동차에 대한 관심이 높아지면서, 리튬에 비해 용량이 작은 납 배터리는 언젠가 지구에서 사라질 것이라는 말까지 나오기도 합니다.

그러나 분명한 사실 하나는 아직도 거의 모든 자동차가 납 배터리를 탑재한 채로 출시되고 있습니다. 또 배터리는 소모품이기 때문에 가솔린 자동차가 완전히 사라지기 전까지 납 배터리에 대한 수요는 꾸준히 존재할 것이고, 납 배터리 수요가 사라지는 아주 먼 미래의 일이 도래하기 전까지 납 배터리 업체들은 상상 이상으로 많은 돈을 벌게 될 것입니다.

원래 납 배터리 사업은 이익이 많이 나는 사업이 아니었습니다. 하지만 2007년 원자재 인플레이션의 영향으로 납의 국제시세가 폭등하면서 상황은 달라졌습니다. 원래 국내 납 배터리 기업들은 품질과 무관하게 브랜드와 영업망이 취약해 미국이나 일본의 메이저 업체 대비 20% 이상 할인된 가격에 배터리를 수출하고 있었습니다.

그런데 납 가격 폭등으로 배터리 가격 역시 크게 오르자 해외 바이어들은 납품가격을 낮출 수 있는 방법을 찾게 되었고 그러면서 국내 배터리 업체들에 대한 인식이 개선되기 시작했습니다. 더불어 원가 급등으로 기반이 취약한 해외 군소 배터리 업체들이 시장에서 퇴출되었고 국내 배터리 업체들의 가격 협상력이 개선되었습니다. 아트라스BX의 이익이 2008년에 전년보다 10배 이상 증가한 것이 이 때문입니다.

2009년에는 납 가격이 급락 후 급등하면서 2008년보다 이익이 감소하긴 했지만, 2010년에 다시 수익성이 개선되고 있습니다. 아트라스BX의 현재 주가는 연간 창출되는 현금의 두 배 정도로 수익성에 비해 지금껏 저평가돼 있습니다.



납의 국제시세가 폭등했고, 앞으로도 납 배터리에 대한 수요는 존재할 전망이므로 수익성 또한 안정적이다.

2005	-236%
2006	-81%
2007	+113%
2008	+2604%
2009	-28%

“2007년 납가격 폭등 이후 극적인 수익성 호전”

“2010년 들어 납가격 안정화되면서 호실적 지속”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	492	1,942	24%	75	-236%	60	-275%
2006년	515	2,124	9%	14	-81%	27	-54%
2007년	548	3,089	45%	31	113%	50	82%
2008년	1,139	4,079	32%	828	2604%	623	1152%
2009년	1,569	3,725	-9%	596	-28%	469	-25%

단위: 억원

시장의 높은 성장 수혜할, 1위 육계공업체  
**하림** 024660

“하림은 씨계란의 생산부터 부화, 사료생산, 사육, 가공, 최종제품 유통에 이르기까지 모든 단계를 수직적으로 통합 경영하는, 국내 육계가공업체 중 최고의 경쟁력을 보유한 회사입니다. 동사는 조류인플루엔자로 인한 소비감소 및 2008년의 사료가격 급등으로 업황이 극심한 불황에 빠지면서 부진한 실적을 기록한 적이 있습니다. 그러나 이 때의 불황은 영세한 육계 사육농가의 도태로 이어지면서 하림과 같은 대형계열화 업체의 영향력을 공고하게 만들어주는 계기가 되었습니다.

3대 육류인 쇠고기, 돼지고기, 닭고기 중 닭고기는 단백질, 필수 지방산 함량이 가장 높아 건강에 대한 관심이 높아질수록 닭고기 시장의 지속적인 성장이 예상됩니다. 선진국의 경우에도 백색육인 닭고기 선호현상이 뚜렷하여 적색육인 소고기, 돼지고기보다 높은 소비증가세를 보이고 있습니다. 이처럼 닭고기 시장은 향후 성장가능성이 높아 국내 1위 사업자인 동사의 수혜가 기대됩니다.

2009년에 동사는 닭고기가격 강세, 사료가격 하락에 힘입어 사상 최대의 이익을 실현했습니다. 축산물 원산지표시 및 육계의 개별포장 의무화 등의 관련법안 강화는 규모의 경제를 갖춘 업체들에게 유리하게 작용할 것이고, 닭고기 가격은 점차 상향 안정화될 것으로 예상됩니다. 제조원가에서 비중이 높은 사료가격은 국제육수수 가격의 하락 및 환율하락으로 안정화될 것이기에 동사에 우호적인 업황은 지속될 것으로 예상됩니다.

또한 동사의 지분법투자주식인 농수산홍쇼핑(지분율 약 19%)은 영업외수익에 상당부분 기여하고 있으나 하림의 주가에는 이 지분에 대한 적절한 평가가 이루어지고 있지 않습니다.

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,104	3,655	-5%	286	121%	315	134%
2006년	1,307	3,577	-2%	162	-43%	215	-32%
2007년	1,098	3,614	1%	-163	적자전환	-168	적자전환
2008년	1,306	4,453	23%	66	흑자전환	-99	적자지속
2009년	1,863	5,722	29%	495	655%	616	흑자전환

단위: 억원



제조원가 비중 높은 사료가격 또한 옥수수가격 하락으로 안정화될 전망. 우호적인 상황 지속이 기대된다.

2005	+121%
2006	-43%
2007	적자전환
2008	흑자전환
2009	+655%

“국내 1위 육계가공업체”  
“육계산업의 수직계열화를 통한 이익의 안정성 확보”

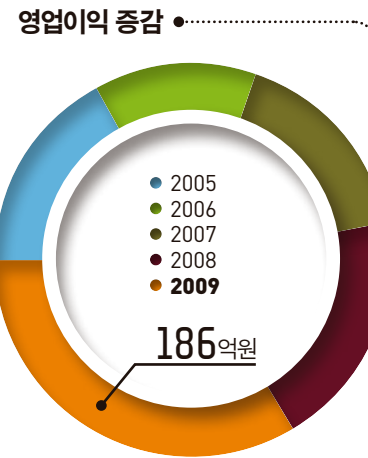
주력사업 분야의 과점적 지위 확보  
**한솔케미칼** 014680

“한솔케미칼은 한솔그룹 계열의 정밀화학업체로 과산화수소와 라텍스가 주력 생산제품입니다. 동사의 가장 큰 장점은 주력 사업분야에서 모두 과점적 지위를 확보하고 있다는 것입니다.

국내 과산화수소 시장은 한솔케미칼과 동양제철화학, 에보닉스 3개 업체가 과점하고 있으며, 운반비용 등의 문제로 수입품이 들어오기는 어려운 상황입니다. 동사의 과산화수소는 반도체와 LCD생산과정에 사용되며, 반도체용은 합작회사인 삼영순화를 통해 삼성전자와 하이닉스로 매출이 이루어지고, LCD용은 테크노세미켐과 ENF에 납품되고 있습니다. 특히 반도체용 고순도 과산화수소는 기술적 진입장벽이 높아, 삼영순화와 동우화인켐 두 회사만이 생산할 수 있습니다.

삼영순화는 동사로부터 반정제된 과산화수소를 공급받아 초고순도로 정제하여 삼성전자와 하이닉스에 공급하는 회사로 2009년 기준 매출액 335억, 영업이익 89억(영업이익률 27%)을 달성한 알짜회사입니다. 전방산업인 반도체와 LCD가 호황을 누리고 있어 테크노세미켐, ENF, 삼영순화에 대한 동사의 매출은 지속적으로 늘어날 것으로 예상됩니다. 이에 따른 영업이익 증가와 삼영순화의 지분법이익 증가로 동사의 기업가치는 지속적으로 상승할 것입니다.

동사의 다른 주력제품인 라텍스는 종이생산 시 표백제로 사용되는데 생산량 대부분이 계열사인 한솔제지로 판매되고 있습니다. 계열사라는 확실한 매출처를 확보하고 있고, 판매가격도 원가에 연동되는 방식이기 때문에 안정적으로 이익을 얻을 수 있습니다. 2008년에는 한솔제지가 아트원제지(舊 이엔페이퍼)를 인수하면서 확실한 매출처가 하나 더 확보되었습니다. 이러한 효과들이 반영되어 동사의 이익은 꾸준히 증가할 것으로 예상되고 이에 따라 기업가치도 지속적으로 증가할 것입니다.



영업이익 증가와 삼영순화의 지분법이익 증가로 인해 지속적인 기업가치 상승 기대할 수 있다.

2005	-14%
2006	-22%
2007	+24%
2008	+18%
2009	+71%

“과점산업인 과산화수소의 높은 매력”  
“반도체, LCD 산업의 호황으로 과산화수소는 지속적으로 성장”  
“계열사로의 안정적인 라텍스 매출도 매력적”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,101	1,648	2%	95	-14%	123	22%
2006년	1,159	1,546	-6%	74	-22%	113	-8%
2007년	1,161	1,579	2%	92	24%	53	-53%
2008년	1,065	1,902	20%	108	18%	32	-40%
2009년	1,129	1,924	1%	186	71%	170	437%

단위: 억원

파워 브랜드 가진 음식료 업종의 강호  
**CJ제일제당우** 097955

“다시다, 햇반, 스펀, 백설표...’, CJ제일제당은 이 모든 브랜드를 가지고 있는 국내 최고의 음식료 기업입니다. 시장의 과점화가 완료된 설탕, 제분, 유지 등의 안정적인 소재사업과 더불어 성장잠재력이 높은 가공 및 상온식품, 해외 바이오사업 부문 등의 다양한 사업군을 영위하고 있기 때문에 음식료 업종의 삼성전자로 비유될 수 있습니다.

동사의 국내사업부는 강력한 브랜드 파워와 유통망을 바탕으로 꾸준히 현금을 창출하고 있으며, 원재료 가격이 하락하고 환율이 안정되는 국면에서는 훨씬 더 좋은 수익가치를 보여줍니다. 2010년이 이런 조건이 갖춰질 시점으로 예상되기 때문에 실적 향상을 기대할 수 있습니다.

중장기적으로 사료첨가제인 라이신 사업과 식품첨가물인 핵산 사업으로 구성된 해외바이오 사업부는 전사매출 중 소재식품군에 이어 2번째로 큰 사업군으로 성장할 것으로 기대되고 있습니다.

동사는 삼성생명 지분을 약 4.8% 보유하고 있으며, 이 중 500만주를 상장 시점에 처분했기 때문에 재무구조의 획기적인 개선이 기대되고 있습니다. 또한 유희부동산으로 가양동 소재 김포공장 및 영등포공장을 보유하고 있어 자산가치도 우수한 기업입니다.

최고의 브랜드 파워를 보유한 제품 포트폴리오를 가지고 있으며, 동시에 그 제품에 대한 가격결정력도 보유한 기업이기 때문에 기업가치는 앞으로도 꾸준히 상승할 것입니다. 특히 우선주와 보통주 간의 가격 괴리율은 여전히 높으며, 우선주의 경우 높은 배당수익률이 기대되기에 기업가치의 상승과 더불어 충분한 배당수익을 얻을 수 있는 안정적인 투자처로 판단됩니다.



강력한 브랜드 파워와 유통망은 현금 창출의 핵심. 높은 배당 수익률을 기대할 수 있는 안정적 투자처.

2007	-
2008	+190%
2009	0%

“대한민국 최고의 브랜드를 다수 보유한 음식료 업종의 강자”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2007년	7,072	10,028	-	903	-	163	-
2008년	15,893	34,949	248%	2,616	190%	254	56%
2009년	18,270	38,387	10%	2,619	0%	2,721	971%

단위: 억원

장기보험판매 신장, 업계최고의 성장률

# LIG손해보험 002550

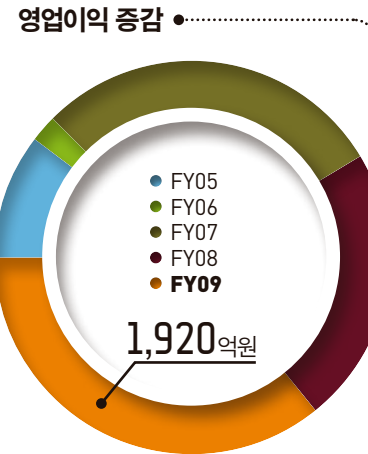
## 현대해상 001450

“보험업의 수익창출 방법에는 두 가지가 있습니다. 먼저 보험영업을 통해 돈을 버는 것입니다. 가입자로부터 수취한 보험료 대비 지급하는 보험금을 줄이거나, 보험사의 비용을 줄여 이익을 확보하는 것입니다. 두 번째 방법은 보험료를 받는 시점과 보험금을 지급하는 시점의 차이를 이용하는 것입니다. 생명보험사의 사망보험과 같은 경우 보험가입 시점과 보험금 지급이 일어나는 시점이 많게는 수십 년까지 차이가 나게 됩니다. 보험금을 지급하기 전까지 보험사는 수취한 보험료를 운용자산으로 회사 내에 유보하게 되고, 이 자산을 채권이나 주식 등에 투자하여 얻은 이익을 보험사 이익에 귀속시킵니다.

만기가 긴 상품이 대부분인 생명보험사의 경우 보험영업을 통해서 버는 이익보다 운용자산을 통해 창출한 투자영업이익의 비중이 더 큼니다. 하지만 손해보험사들은 생명보험사들과 달리 전통적으로 만기가 1년 정도에 불과한 자동차보험이나 일반보험을 주력 상품으로 판매해왔습니다. 만기가 짧으니 운용자산의 형성도 미미하고, 결과적으로 보험영업이익의 비중이 투자영업이익보다 훨씬 크고 한 해 동안 사고가 얼마나 많이 발생했느냐에 따라 이익변동이 심했습니다. 보험사가 사고발생을 통제할 수 없는 노릇이니 만기가 짧은 상품이 중심이었던 손해보험사의 이익은 지속성이 없고 들쭉날쭉할 수 밖에 없었습니다.

손해보험사의 이런 사업구조가 최근 몇 년 사이 급속도로 바뀌고 있습니다. 흔히 실손보험이라 부르는 장기보험 상품의 판매 비중이 확대되면서부터입니다. 경제발전예 따라 건강에 대한 관심이 커졌는데, 그에 비례해 의료비 역시 크게 올라, 건강보험만으로 향후 발생할 수 있는 의료비 지출을 감당하기 어려워졌습니다. 그러다 보니 손해보험사가 판매한 의료비 손해액을 보장하는 장기보험이 2003년 이후 큰 인기를 끌게 되었습니다. 만기가 1년에 불과한 자동차보험과 달리 장기보험의 가입기간은 평균적으로 7~8

### LIG손해보험



동종업계 1위의 삼성화재나 대형생명보험사보다 두 배 가까운 성장률에 주목할 필요가 있다.

FY05	-25%
FY06	-78%
FY07	+1169%
FY08	-20%
FY09	+55%

“운용자산의 고성장을 만든 장기보험”

### LIG손해보험

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
FY05	4,247	37,272	15%	566	-25%	473	-25%
FY06	4,224	41,797	12%	122	-78%	186	-61%
FY07	5,680	41,939	0%	1,548	1169%	1,248	571%
FY08	4,928	45,764	9%	1,239	-20%	1,173	-6%
FY09	7,918	54,744	20%	1,920	55%	1,488	27%

● 두 회사는 모두 3월 결산법인입니다.

● 단위: 억원

### 현대해상



성장속도에도 불구하고 생명보험사에 비해 30~50% 주가는 저평가. 지금이 적절한 투자기회로 판단된다.

FY05	-30%
FY06	+32%
FY07	+205%
FY08	-38%
FY09	+59%

“대형 생명보험사 상장으로 시장의 무관심”

년 이상 유지되기 때문에 손해보험사도 이제 자산의 운용을 통해 수익을 창출하는 기반을 갖게 된 것입니다.

2008~2009년은 손해보험사 장기보험 판매가 최대 호황을 이루었던 시기였습니다. 보험이 판매되면 설계사에게 일시적으로 많은 수수료가 지급되기 때문에, 보험판매가 갑자기 늘어나면 수수료 부담으로 보험사 실적이 일시적으로 악화됩니다. 회계연도 기준으로 2008년, 2009년 손해보험사 실적이 썩 좋지 못했던 이유도 장기보험상품 판매가 급증하면서 수수료 부담이 있었기 때문입니다.

2010년 들어 장기보험 판매가 안정화되면서 수수료 부담으로 실적이 악화될 가능성은 극히 낮아졌습니다. 한편, 2008~2009년에 많이 판매한 장기상품의 보험료가 이제 자산으로 쌓이고 있습니다. 향후 손해보험사 이익의 주축이 될 운용자산이 본격적인 성장기로 접어들고 있는 것입니다. 보험상품 판매 자체는 안정적인 모습을 유지하겠지만 보험사의 이익은 상품판매보다 빠른 속도로 증가하게 될 것입니다.

보험사의 이익창출 능력이 확대되고 있음에도 불구하고, 주가는 이러한 상황을 충분히 반영하지 못하고 있습니다. 특히 2009년 말부터 최근까지 대형 생명보험사의 상장이 이슈화되면서 손해보험사들은 투자자들의 관심에서 소외되어 매력적인 투자기회가 발생했습니다. 유사한 사업구조를 가지고 있음에도 상장 주가 기준으로 신규 상장되는 대형 생명보험사에 비해 손해보험사들의 주가는 30~50% 정도 저평가된 것으로 판단됩니다.

특히 LIG손해보험과 현대해상은 2008~2009년 장기보험 상품 판매를 크게 늘려, 업계 1위인 삼성화재나 대형 생명보험사보다 두 배 가까운 성장 속도를 보이고 있음에도 불구하고 주가는 오히려 저평가상태가 심해져 좋은 투자기회를 주고 있습니다.

### 현대해상

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
FY05	4,693	41,985	29%	636	-30%	443	-35%
FY06	4,747	51,053	22%	840	32%	421	-5%
FY07	6,572	59,893	17%	2,558	205%	1,714	307%
FY08	8,352	66,585	11%	1,585	-38%	1,151	-33%
FY09	10,659	76,960	16%	2,524	59%	1,844	60%

● 두 회사는 모두 3월 결산법인입니다.

● 단위: 억원

# 저PBR

저PBR 주식은 기업의 재무제표에 드러나는 경우도 있습니다만 재무제표에 반영되지 않는 '숨어 있는 자산주' 역시 적지 않습니다. 이는 토지 등 부동산과 유가증권 등에서 자산의 현재 가치를 실시간으로 대차대조표에 반영하지 않아도 되기 때문이지요. 따라서 저회처럼 기업의 내용을 심도 있게 뒤집어 보는 투자자들에게 이러한 '숨은 자산주'는 심심치 않게 발견되곤 합니다. 이러한 기업에 투자할 때 고민할 사안은 "이 자산이 정말 가치가 있는 자산인지"와 "이 자산의 가치가 언제 현실화될 것인가" 2가지입니다.

새로운 회계기준인 IFRS가 도입되면 부동산과 유가증권의 가격변동을 대차대조표에 의무적으로 반영해야 합니다. 저희는 자산가치가 높은 '숨어 있는 자산주'를 하나라도 더 발굴하여 10년펀드에 편입하고자 합니다.



오랜 노하우 돋보이는 업계 선도업체  
**경동나비엔** 009450

“경동나비엔은 어디서나 쉽게 접할 수 있는 보일러를 만드는 회사입니다. 2006년도에 경동보일러에서 경동나비엔으로 사명을 바꾸면서 기업명이 다소 생소할 수도 있겠지만, 보일러 부분의 오랜 노하우로 꾸준히 업계를 선도하고 있습니다.”

경동나비엔은 귀뚜라미보일러와 함께 국내시장의 선두업체입니다만, 국내 시장은 이미 성숙기에 접어든 포화시장입니다. 생활 수준이 향상되면서 이제 보일러가 없는 집을 찾기가 쉽지 않은 것을 보면 알 수 있습니다. 7년에서 10년마다 보일러를 교체하는 수요가 증가하고 있습니다만, 이 시장에서 뚜렷한 성장과 높은 수익성을 기록하기는 쉽지 않습니다.

그런 점에서 10년펀드는 동사의 해외 진출에 많은 기대를 걸고 있습니다. 예상보다 많은 수량을 요구하고 있는 러시아시장의 성장에 더해, 미국시장의 성장이 경동나비엔의 기업가치를 도약시킬 수 있기 때문입니다.

미국시장은 한국과 라이프 스타일이 달라 보일러 대신 난방기능이 없는 온수기를 사용하는데, 동사의 콘텐싱 온수기는 열효율이 좋고 가격 경쟁력이 높아 소비자들의 호평을 받고 있습니다. 온수기 뿐만 아니라 보일러 시장의 진출도 준비하고 있는 동사는 해외 공략에서 많은 것을 얻을 수 있을 것입니다.

경동나비엔의 해외시장 진출은 아직 초기 국면이며, 해외 부문의 의미 있는 성장을 확인할 수 있는 정확한 시기는 알기 어렵습니다. 그러나 동사의 경쟁력을 감안할 때 해외시장의 성공은 그리 먼 미래의 일은 아닐 것입니다. 최근 공장 부지 문제가 해결되면서 성장의 밑바탕은 만들어졌고, 10년펀드는 그 성장을 지켜볼 것입니다.



해외시장 진출 초기 단계지만 보일러부문의 경쟁력을 감안할 때 성공이 어렵지만은 않을 것이다.

2005	-47%
2006	-6%
2007	-37%
2008	+228%
2009	+33%

“미국인과 러시아인들이 경동 제품을 쓰기 시작했다”

“지속적인 R&D를 통한 체질 변화와 설비 투자를 통한 규모 확대”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,143	1,710	-1%	25	-47%	50	-8%
2006년	1,190	1,821	7%	23	-6%	60	20%
2007년	1,278	1,763	-3%	15	-37%	76	28%
2008년	1,408	2,049	16%	48	228%	77	1%
2009년	1,400	2,333	14%	64	33%	37	-52%

단위: 억원

브랜드 가치로 한계 극복한다  
**남양유업** 003920

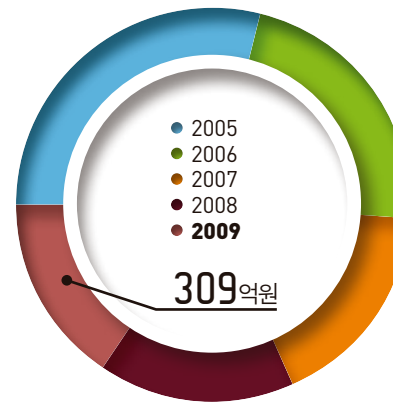
“남양유업은 설명이 필요 없을 정도로 고객님이 잘 알고 있는 기업일 것입니다. 어느 가게에서나 볼 수 있는 ‘맛있는GT 우유’, ‘XO 분유’, ‘불가리스’와 ‘17차’ 등을 생산하고 판매하는 유가공식품 전문업체입니다.

그러나 유명세와는 달리 남양유업의 최근 실적은 사실 그리 좋지 못합니다. 원유(原乳) 등 원료가격이 상승했지만, 매일유업과 같은 경쟁사와의 경쟁이 워낙 치열해 가격을 제대로 올리지 못했기 때문이지요. 이는 우유를 마시는 소비자에게는 즐거운 현상이겠습니까만, 주주 입장에서는 안타까운 일입니다. 그러나 원유(原乳)가격 인상 요인이었던 사료가격이 안정을 찾고 있기 때문에, 원가 상승으로 인한 수익성 악화 국면은 거의 끝난 것으로 생각됩니다.

최근 수익성 악화에도 불구하고 동사의 경쟁력은 지속될 것으로 예상됩니다. 오랜 기간 쌓아온 브랜드 가치와 유통망이 워낙 탄탄하며, 유제품은 우리의 일상생활에서 없어서는 안될 생필품으로 자리를 굳히고 있기 때문입니다. 출산율이 과거보다 현저히 낮아지고 있어 산업의 성장성이 부진하긴 하지만, 남양유업은 각종 프리미엄 제품 출시로 산업 성장성의 한계를 잘 극복해 나가고 있는 것으로 판단합니다.

남양유업이 보유한 현금성 자산은 기업가치에서 빼놓을 수 없는 부분이며 가치투자자의 관점에서는 마음 놓고 주식을 살 수 있게 만드는 요소입니다. 시가총액의 80%에 육박하는 순현금은 어떤 위기에서도 회사의 든든한 안전판이 되어 줄 것이며, 경쟁사와의 치열한 경쟁에서 동사의 우위를 강화시킬 수 있는 수단으로 활용될 것입니다.

영업이익 증감



출산율 저하로 인한 성장성의 한계를 프리미엄 제품을 출시해 극복. 현금 자산이 높아 위기 대처력도 보장됨.

2005	+17%
2006	-23%
2007	-22%
2008	-7%
2009	-5%

“유제품 소비는 계속된다”  
“성장성의 한계를 프리미엄 제품으로 극복”  
“시가총액에 육박하는 현금성 자산은 기업가치의 든든한 안전판”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	5,198	7,944	3%	582	17%	547	28%
2006년	5,663	8,190	3%	446	-23%	490	-10%
2007년	6,177	8,135	-1%	349	-22%	579	18%
2008년	5,854	8,833	9%	323	-7%	-251	적자전환
2009년	6,872	10,089	14%	309	-5%	1,032	흑자전환

단위: 억원

시가총액 두 배의 현금자산  
**다함이텍** 009280

“다함이텍은 카오디오 및 테크메커니즘 생산업체로 천진에 신한정기유한공사라는 생산법인과 골프장 사업을 영위하던 다함넷을 자회사로 두고 있습니다. 자동차용 오디오시스템이 테이프데크에서 DVD데크로 이동하면서 동사가 영위하는 카오디오 및 테크메커니즘 사업은 매출도 감소하고 수익성도 기대하기 어려운 상황입니다.

그러나 이런 기업에도 매력이 숨어 있습니다. 바로 다함이텍이 보유한 자산입니다. 다함이텍은 다함넷 지분을 99.75% 보유하고 있는데, 다함넷은 기존에 운영하던 중원CC를 2008년 1월 1,367억원에 매각했으며, 이 돈을 운용하여 2009년에만 138억원의 이자수익을 기록했습니다. 다함이텍과 자회사가 보유한 현금성자산은 2,500억원에 달하여 현재 시가총액의 두 배를 훨씬 넘어서는 수준입니다.

동사는 블루투스 및 HD라디오 등 신제품 개발을 추진하고 있으나 기존 사업에서 턱어라운드를 기대하기는 어려운 상황입니다. 그러나 막대한 현금성 자산을 보유하고 있기 때문에, 향후 신규사업이나 전략적 M&A를 성공적으로 추진하는 경우 기업가치는 새롭게 평가 받을 수 있을 것입니다.



보유하던 다함넷을 매각한 자금을 운용해 2009년에만 138억이라는 이자수익을 기록하는 기지 발휘.

2005	-44%
2006	+47%
2007	-95%
2008	+36,233%
2009	-86%

“현금을 반값에 드립니다”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,524	441	-3%	29	-44%	158	104%
2006년	1,656	334	-24%	42	47%	146	-8%
2007년	1,778	203	-39%	2	-95%	167	15%
2008년	2,646	952	369%	807	36,223%	860	414%
2009년	2,817	164	-83%	115	-86%	162	-81%

단위: 억원

주류 사업으로까지 영역 확장  
**롯데칠성** 005300

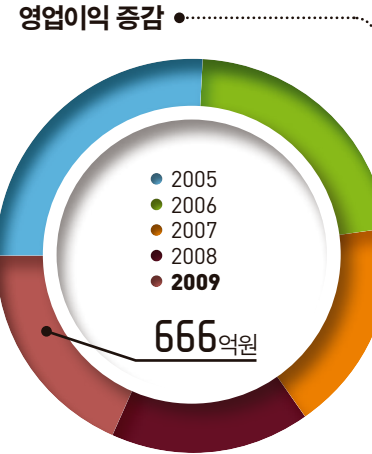
“롯데칠성에게 변화는 현재 진행형입니다. 동사는 오랜 기간 ‘칠성사이다’, ‘2%부족할 때’ 등 많은 히트 상품으로 고객의 사랑을 받아왔지만, 매출 정체와 수익성 감소로 밝은 미래를 예상하기 힘든 어려운 시기가 찾아오기도 했습니다.

그러나 롯데칠성은 2009년 3월 ‘처음처럼’으로 잘 알려진 두산의 주류사업 부문을 인수하면서 새로운 변화를 모색하고 있습니다. 주류사업은 기존의 음료사업과는 달리 수익성이 좋기 때문에 향후 실적에 긍정적인 변화를 기대할 수 있습니다. 실제로 인수 이후 ‘처음처럼’의 시장점유율이 꾸준히 상승하고 있는 점은 동사의 미래에 긍정적인 신호입니다.

또한 알짜 부지임에도 불구하고 오랫동안 동사의 물류부지로만 사용되던 서초동 부지의 개발도 기대됩니다. 동 지역은 2009년 말 상업지역으로의 용도변경이 허용되어 향후 46층의 호텔과 업무시설로 개발될 예정입니다.

롯데칠성은 높은 자산가치를 보유하고 있음에도 불구하고, 성장성과 수익성에 대한 불안감으로 시장에서 저평가를 받아왔지만, 보유자산들이 개발을 통해 수익성 높은 자산으로 변신한다면 동사의 기업가치도 재평가를 받을 것입니다.

기존 사업의 부진 탈출도 기대할 수 있습니다. 수익성을 압박하던 원재료 가격이 안정되고 있고, 수익성 낮은 제품들에 대한 구조조정을 진행하고 있어, 빠르지는 않더라도 점진적으로 수익성은 개선될 것입니다. 장기간 저평가를 받아온 동사의 기업가치에 일어날 변화를 기대해 보시지요.



수익성 낮은 제품에 대한 구조조정 진행하는 등으로 인한 점진적인 수익성 개선을 기대할 수 있을 것이다.

2005	-37%
2006	-16%
2007	-20%
2008	-6%
2009	+11%

“주류사업의 인수시너지 본격화”

“서초동 부지 개발로 자산의 질이 변한다”

“기존사업의 수익성도 개선”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	9,489	10,903	-6%	952	-37%	816	-33%
2006년	14,879	10,782	-1%	803	-16%	720	-12%
2007년	14,681	11,104	3%	639	-20%	647	-10%
2008년	13,635	11,814	6%	601	-6%	590	-9%
2009년	19,880	12,217	3%	666	11%	88	-85%

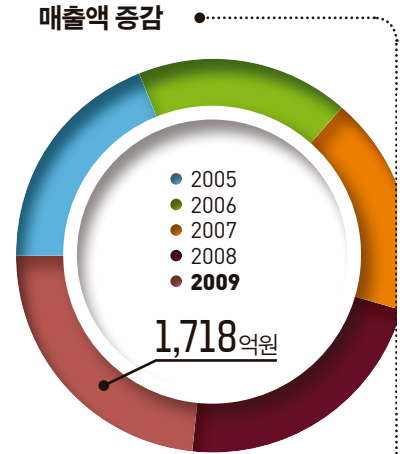
단위: 억원

높은 자산가치 지닌 부동산 보유  
**동일방직** 001530

“동사의 투자포인트는 보유부동산의 높은 자산가치이며, 1천여평 규모의 대치동 본사부지와 인천 요지에 자리잡은 2.3만평 규모의 만석동 공장부지가 보유부동산의 핵심입니다.

코엑스 맞은 편에 위치한 대치동 본사부지는 장부가격이 35억원에 불과하나 공시지가 기준으로는 963억원으로 평가할 수 있으며, 실질 가치는 공시지가를 훌쩍 뛰어 넘습니다. 인천 만석동 공장부지는 설비를 매각하였으나 신규설비투자는 이루어지지 않은 빈 땅으로 향후 개발 가능성이 높습니다. 동사는 과거 안양공장과 자회사 동일페트릭의 매각, 자회사 동일레나운의 인천공장 매각을 단행했으며, 2008년에는 동일드방레 구로공장의 토지매각과 동양섬유의 안양공장 토지매각을 실행했습니다. 이처럼 수익성이 낮은 사업부의 구조조정을 통해 지속적인 경영합리화를 진행 중이며, 매각이익의 많은 부분을 배당을 통해 주주에게 환원하는 긍정적인 모습을 보여 주었습니다.

사양산업인 본업은 부진하지만 높은 자산가치와 보유현금을 바탕으로 바이오기업 VGX의 지분에 참여하는 등 성장의 돌파구를 찾는 동사의 노력은 향후에도 지속될 것입니다.



수익성이 낮은 사업부의 구조조정을 통해 지속적인 경영합리화도 추진 중. 매각이익 또한 주주에게 적극적 환원.

2005	-1%
2006	-10%
2007	+5%
2008	+21%
2009	+6%

“엄청난 자산가치”  
“테헤란로의 알짜 자산, 대치동 본사사옥”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	2,479	1,412	-1%	-15	적자지속	59	31%
2006년	2,957	1,272	-10%	6	흑자전환	596	915%
2007년	2,859	1,340	5%	-4	적자전환	22	-96%
2008년	2,821	1,625	21%	75	흑자전환	24	10%
2009년	2,882	1,718	6%	40	-47%	52	117%

단위: 억원

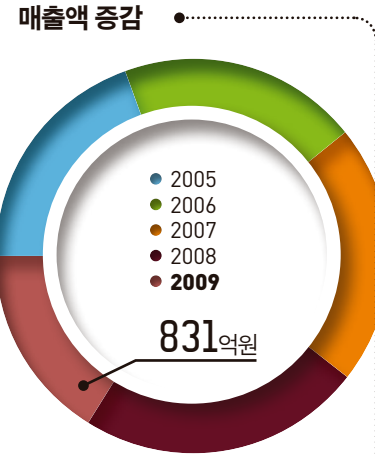
### 매년 규모가증가하는 현금성 자산

## 삼성공조 006660

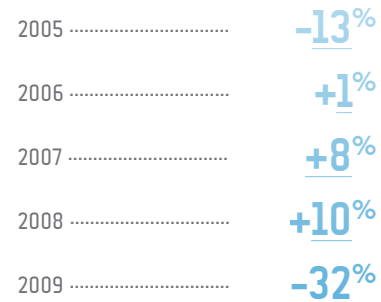
“ 삼성공조는 차량용 라디에이터와 오일쿨러를 만드는 회사입니다. 승용차보다는 주로 상용차와 농기계, 중장비로 제품을 공급하고 있는데, 지난해에는 경기애 민감한 전방산업들의 수요가 급감하면서 매출이 감소했지만, 원재료 가격이 더 크게 하락하면서 영업이익은 오히려 증가했습니다. 금년에는 중장비를 비롯한 전방수요가 살아나면서 전년대비 호실적이 기대되고, 최근 적자회사도 매각하면서 이익의 가시성이 높아졌습니다. 다만 최근 상승세를 나타내고 있는 원자재 가격이 큰 변수가 될 듯합니다.

삼성공조의 기업가치에서 자산가치는 매우 중요합니다. 2009년 말 기준 1,287억원을 보유한 순현금은 시가총액의 2배에 달하고 있으며, 현금성 자산의 규모는 매년 증가하는 모습을 나타내고 있습니다. 가치투자의 아버지인 벤저민 그레이엄이 우리나라에 투자한다면 반드시 매수할 기업이 아닐까 생각합니다.

그러나 지금까지 회사가 보유 현금을 가지고 수익성 높은 사업을 발굴하거나 배당을 늘리는 등의 적극적인 주주정책을 보이지 않은 점은 문제입니다. 그렇지만 기다릴 줄 아는 현명한 투자자라면 언젠가 금고문이 열릴 때, 더 이상 지금 가격에 금고를 살 수 없다는 점을 알고 있을 것입니다.



최근 적자회사를 매각했지만, 수입성 높은 사업을 발굴해야 한다는 문제점을 안고 있다.



“벤저민 그레이엄이 꿈을만한 자산주”  
 “금고속의 돈은 점점 불어나고 있다”  
 “영업환경도 점진적으로 개선 중”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,236	1,020	-13%	-6	적자전환	73	-15%
2006년	1,301	1,029	1%	-18	적자지속	105	43%
2007년	1,266	1,116	8%	-47	적자지속	-29	적자전환
2008년	1,347	1,230	10%	44	흑자전환	86	흑자전환
2009년	1,414	831	-32%	49	12%	47	-46%

단위: 억원

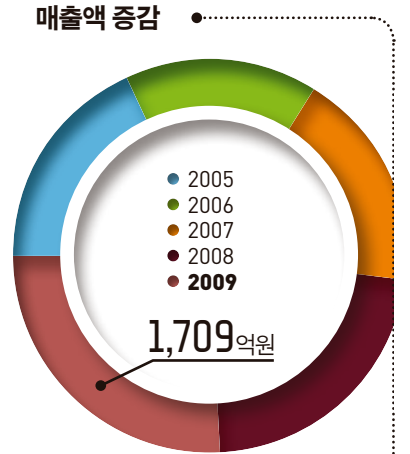
### 시가총액 수준의 현금 보유

## 방림 003610

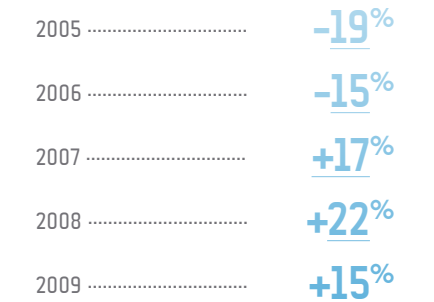
“ 방림은 가치투자의 대가 ‘벤저민 그레이엄’의 투자방식으로 접근한 종목입니다. 동사는 2007년 7월 영등포구 문래동 부지를 570억원에 매각하여 시가총액 수준의 현금을 보유한 기업입니다.

국내 섬유산업은 1990년대 들어 낮은 임금과 용이한 원료조달이 가능한 지역으로 생산거점을 옮기면서 국내설비의 해외이전이 시작됐습니다. 특히 2000년 이후에는 현격한 수익성 저하를 견디지 못하고 해외로 설비를 이전하는 기업들이 줄을 잇고 있습니다. 방림은 이같은 특성으로 막대한 공장부지가 남아 있어 타업종에 비해 자산주로 분류되는 기업이 많습니다. 방림의 보유부동산으로는 임대 중인 약 4,700평 규모의 영등포 문래동 소재 상업복합건물 로테오와 부지와 베트남 생산법인으로 기계설비를 이전하여 현재 대부분이 유휴부지인 약 7.2만평 규모의 구미 공장부지 등이 있습니다.

현재 문래동 잔여부지는 패션아울렛을 운영하는 업체에게 2013년까지 장기기대를 한 상태이며, 구미 공장은 2004년 8월에 신사업 추진의 일환으로 시작된 마그네슘 사업부가 부지의 일부만을 사용하고 있어 장기 관점에서 개발가능성은 항상 열려 있습니다. 동사의 보유부동산은 장부가 기준으로 약 473억원, 공시지가 기준으로는 1천억원 이상으로 보유현금까지 감안하면 자산가치에 비해 주가가 매우 낮은 수준입니다.



보유부동산과 보유현금까지 감안할 때 자산가치에 비해 주가는 매우 낮은 수준이라고 할 수 있다.



“시가총액 수준의 유동성이 확보된 회사”  
 “보유토지의 공시지가도 시가총액을 넘습니다”

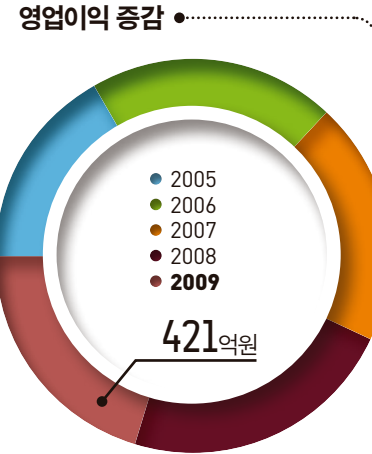
구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,558	1,223	-19%	-123	적자지속	439	흑자전환
2006년	1,522	1,043	-15%	41	흑자전환	31	-93%
2007년	1,512	1,222	17%	5	-87%	18	-42%
2008년	1,763	1,487	22%	-55	적자전환	243	1250%
2009년	1,774	1,709	15%	58	흑자전환	23	-90%

단위: 억원

국내 복사기 시장 점유율 1위  
**신도리코** 029530

“신도리코는 경영능력으로 유명한 개성상인인 **故** 가현 우상기 선생이 1960년에 설립한 복사기, 프린터, 팩시밀리를 생산하는 사무기기 전문업체입니다. 신도리코는 렉스마크와 리코에 프린터 및 복사기를 ODM으로 공급하고 있으며, 국내 복사기 시장에서는 자체 브랜드를 통해 M/S 35%로 1위를 차지하고 있습니다.

신도리코가 영위하는 복사기, 프린터 산업은 꾸준한 성장이 가능하고, 여타 IT 산업 대비 수익성이 높은 특징을 가지고 있습니다. 신도리코는 원천 기술을 보유하고 있는 리코 및 렉스마크와 전략적 제휴를 맺고 있는 ODM 업체이긴 하지만, 글로벌 위탁 생산만 담당하는 다른 OEM/ODM 업체와 달리 내수시장 비중이 매출의 30% 이상을 차지할 정도로 내수 시장에서 자신만의 브랜드와 유통채널로 확고한 사업 기반을 구축하고 있습니다. 또한 내수시장의 판매경험과 마케팅을 통해 고객의 요구사항을 파악하고 이에 대응하여 제품을 기획/제조할 수 있는 역량을 확보하고 있기 때문에 전략적 제휴업체들과의 관계에서 높은 협상력을 가지고 있습니다. 설립 시점부터 현재까지 사무기기에만 기업의 역량을 집중하고 있고, 핵심 부품을 자체 기술력으로 개발, 생산하고 있어 기술력과 원가경쟁력에서 탁월한 능력을 보유하고 있기 때문에 투자매력도가 높은 기업입니다. 신도리코는 공장이라고는 믿을 수 없을 정도로 쾌적한 근무환경 제공으로 종업원의 회사에 대한 충성도를 높이고 있으며, 35% 이상의 꾸준한 배당성향으로 주주정책에 대한 가시성도 높아 주주와 종업원과 기업이 모두 기업의 성과를 누릴 수 있는 경영정책을 가지고 있는 훌륭한 기업입니다. 무차입 경영과 3천억원이 넘는 현금성자산을 보유하고 있는 것도 신도리코의 중요한 투자포인트 중 하나일 것입니다.



고객의 니즈에 부합하는 제품  
제조할 수 있는 역량 확보. 기술력과  
원가경쟁력에서 탁월한 능력 보유.

2005	-46%
2006	+20%
2007	-1%
2008	+13%
2009	-11%

“개성상인의 기업 중에서도  
단연 최고의 기업”  
“기업, 고객, 주주가 모두  
행복한 triple win 기업”

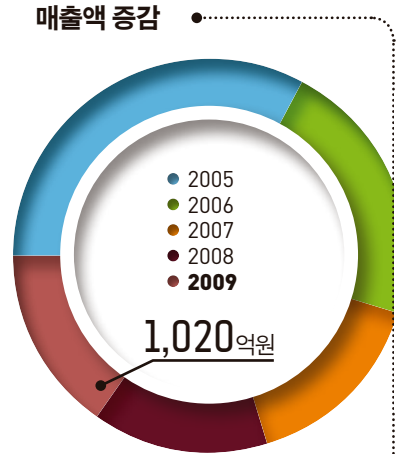
구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	5,485	5,359	-12%	352	-46%	348	-29%
2006년	5,705	5,826	9%	422	20%	467	34%
2007년	6,166	5,912	1%	417	-1%	652	40%
2008년	6,753	6,439	9%	473	13%	680	4%
2009년	6,982	6,106	-5%	421	-11%	566	-17%

단위: 억원

보유부동산 1천억원 넘는 우량자산  
**삼양통상** 002170

“삼양통상은 자산가치가 돋보이는 자산주입니다. 동사는 과거 나이키 운동화를 OEM 생산하는 것을 주력 사업으로 하였으나, 2007년 신발사업부문의 영업부문과 베트남 생산법인 지분 전부를 211억원에 매각했습니다. 신발사업부문의 매각으로 현재는 현대차에 납품하는 가죽시트 생산을 주업으로 하고 있으며 야구장갑 및 미식축구공을 OEM으로 수출하고 있습니다..

동사는 2008년도에 수입에 의존하는 주요 원재료인 원피가격 상승과 고환율 기조 때문에 적자를 기록했습니다. 그러나 2009년에는 원피가격 하락과 환율이 안정되면서 영업이익이 흑자로 전환했으며, 동사 소유의 군포 공장 토지가 도로건설 용도로 수용되면서 유형자산처분이익이 약 122억원 발생했습니다. 저희가 주목하는 것은 보유부동산의 가치입니다. 생산기지였던 창동, 반월, 부산사업소는 현재 임대로 활용되고 있으며, 보유부동산의 장부가는 약 519억원 수준이나 공시지가는 930억원을 상회하고 있습니다. 또한 동사는 분당에 위치한 남서울CC 운영을 주업으로 하는 경원건설 지분의 15%를 보유하고 있습니다. 18홀 규모의 이 골프장은 약 52만평 규모로 장부가는 12억원에 불과하지만 공시지가는 1천억원이 넘는 숨겨진 우량자산입니다. 보유부동산의 가치뿐 아니라 2009년 말 기준 현금성자산 32억원, 단기투자자산 705억원을 보유하고 있어 자산가치대비 명백한 저평가 상태로 판단합니다.



2009년 원피가격 하락과 환율  
안정으로 인해 영업이익의 또한 흑자  
전환되었다.

2005	+5%
2006	-33%
2007	-30%
2008	-6%
2009	+3%

“유휴부동산 가치와  
단기투자자산만으로도  
시가총액의 2배 수준”

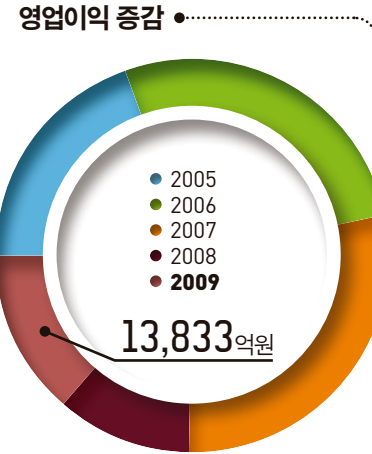
구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,846	2,231	5%	79	26%	26	-73%
2006년	1,919	1,502	-33%	88	11%	91	244%
2007년	1,921	1,055	-30%	22	-75%	26	-72%
2008년	1,712	990	-6%	-148	적자전환	-195	적자전환
2009년	1,938	1,020	3%	63	흑자전환	194	흑자전환

단위: 억원

국내 최대 은행으로의 발돋움 앞둔  
**우리금융** 053000

“우리금융은 우리은행 등 10개의 자회사 및 25개의 손자회사를 보유하고 있는 은행 중심의 금융지주회사로 자산규모에 있어서는 국내 최대 규모이며 자회사인 우리은행 또한 개별 자산규모 2위를 차지하는 대형 은행입니다.

은행의 수익성은 크게 1)순이자마진 2)자산성장 3)자산건전성 세가지 요인에 의해 결정됩니다. 현재 업계 전반적으로 1)순이자마진은 과거 수준을 회복하고 있으며 2)자산성장은 대출성장 자체로 매우 낮은 편입니다. 따라서 3)자산건전성 회복 속도에 따라 이익이 크게 늘어날 가능성이 높습니다. 동사는 대형 은행임에도 불구하고 오랫동안 저평가 상태에 머물렀습니다. 그 이유는 여러 가지가 있겠지만 동사의 자산건전성에 대한 우려가 컸기 때문이라 보여집니다. 기업대출 규모가 시중은행 중 가장 크므로 기업대출 전반에 부실 징후가 나타나면 동사의 이익 감소가 가장 크다는 것이지요. 그러나 전반적인 경기 회복의 기조가 계속되고 있으므로 기업대출의 부실 징후가 감소함에 따라 동사의 자산건전성에 대한 우려는 줄어들 것입니다. 그리고 우리금융은 민영화를 앞두고 있습니다. 최대주인인 예금보호공사의 지분 매각으로 피인수 합병의 절차를 거치게 됩니다. 어느 은행과 합병할 것인지는 아직까지 구체적으로 정해지지 않았지만 우리금융의 입장에서는 누구와 합병하더라도 국내 최대의 은행으로 발돋움하게 됩니다. 이는 향후 조달금리 개선, 내부 비용 절감 등의 합병 시너지로 이어질 것입니다. 민영화 이후의 우리금융은 국내 최대 은행의 프리미엄을 받을 것이며, 합병을 감안하지 않더라도 PBR 1배 미만의 현재 주가는 충분히 매력적입니다.



대형 은행임에도 자산건정성에 대한 우려때문에 오랫동안 저평가. 경기회복 기조로 이런 우려는 감소할 것이다.

2005	+76%
2006	+37%
2007	+6%
2008	-62%
2009	+24%

“시중은행 중 가장 저평가”  
“민영화는 새로이 거듭나는 세기가 될 것”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	111,050	145,645	8%	20,045	76%	18,335	45%
2006년	134,248	198,960	37%	27,484	37%	21,892	19%
2007년	150,173	266,501	34%	29,158	6%	21,144	-3%
2008년	143,086	869,013	226%	11,157	-62%	5,885	-72%
2009년	159,871	540,617	-38%	13,833	24%	11,158	90%

단위: 억원

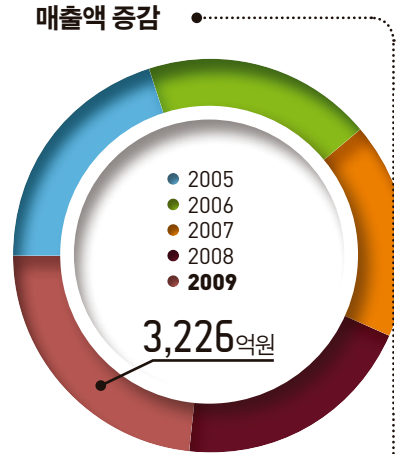
영업이익 안정성 확보  
**아세아시멘트** 002030

“아세아시멘트는 시멘트 생산시설 및 레미콘 제조설비를 갖춘 국내 7위권 업체로 생산규모는 작지만 안정적인 영업이익을 창출하고 있는 기업입니다. 과거에 본업과 무관한 IT업체들에 투자하여 큰 손실을 보았음에도 불구하고 지속적인 이익의 누적으로 높은 자산가치를 가지고 있습니다.

아세아시멘트는 최고의 자산주 중 하나라 할 수 있습니다. 서울 역삼동 아세아타워, 25만 평방미터 면적의 경주월드 등의 부동산과 아세아제지, 아세아페이퍼텍 등 우량 자회사를 소유하고 있으며, 투자 목적으로는 OCI 주식을 보유하고 있습니다.

시멘트 산업은 2003년부터 시작된 극심한 경쟁과 2008년부터 진행된 원재료 가격 상승으로 인해 7년째 업황이 어려웠으며, 2009년 하반기부터 원재료 가격의 하향 한정과 제품 가격 상승으로 어느 정도 수익성이 회복되고 있습니다. 그러나 아직 뚜렷한 1위 업체가 없는 상황에서 상위 3개 업체의 재무구조가 좋지 않아, 1위를 노리는 회사의 돌출적인 공세가 종종 발생하기 때문에 경쟁을 끝내고 시장과점화가 진행되기에는 시간이 더 필요해 보입니다.

이러한 상황에도 불구하고, 정부의 SOC 예산 확대에 꾸준한 매출 증대가 가능할 것으로 보이며, 최악의 상황인 민간 건설 부분에서 회복의 조짐만 보인다면 어려운 상황을 벗어나 업계 전반의 수익성 개선이 기대됩니다. 향후 개선될 영업상황에 동사가 가진 자산가치를 고려한다면 동사의 투자 매력은 더욱 높아질 것이라고 생각합니다.



2009년 하반기부터 원재료 가격이 하향세를 보이고 있고, 제품 가격은 상승해 수익성 회복되는 조짐.

2005	-8%
2006	-4%
2007	+11%
2008	+7%
2009	+8%

“탁월한 자산주”  
“시멘트 업체의 구조조정 이후를 기대”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	5,228	2,831	-8%	233	-58%	154	44%
2006년	5,308	2,605	-4%	84	-64%	71	-53%
2007년	6,534	2,513	11%	50	-40%	432	501%
2008년	6,312	2,799	7%	-54	적자전환	107	-75%
2009년	6,534	3,226	8%	153	흑자전환	268	149%

단위: 억원

일정 규모의 지속적인 이익 창출  
**한일시멘트** 003300

“한일시멘트는 시멘트와 레미콘, 레미탈 사업을 영위하고 있으며 시멘트 매출 기준으로 국내 6위, 전체 매출 기준으로 2위권을 차지하고 있는 기업입니다. 시멘트 산업은 그 특성상 감가상각 규모가 크기 때문에 장부상 이익이 작아 보이더라도 실제 현금흐름은 상당히 좋은 경우가 대부분입니다. 따라서 이익 규모가 작더라도 꾸준한 실적을 기록하면 부채가 감소하고 자산이 건전해지는 구조입니다.

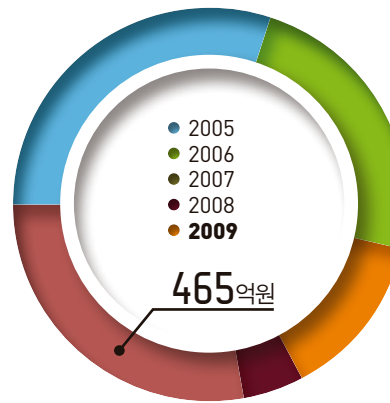
동사는 고려제강, OCI, 한국단자 등 약 1,900억원의 유가증권을 투자목적으로 보유하고 있으며, 여기에 순현금 및 지분법 적용주식을 더하면 현재 시가총액의 대부분이 계산됩니다.

시멘트 산업은 아직 본격적인 회복국면에 진입하지 않은 상황입니다. 특히 전방산업인 건설산업이 미분양 등으로 인해 업황이 부진하기 때문에 본격적인 시멘트 출하 물량 증가와 가격의 상승을 꾀하기는 쉽지 않습니다. 게다가 업체간 출혈경쟁이 종종 발생하기 때문에 업황은 그 어느 때보다도 나쁘다고 할 수도 있습니다.

이러한 상황에도 불구하고 정부 SOC 예산 확대가 꾸준히 진행될 것으로 판단되며, 현재 최악의 상황인 민간 건설 부문이 조금이라도 회복된다면 최악의 상황을 탈출하여 전반적인 수익성 개선이 기대됩니다. 최악의 국면에서도 일정 규모의 이익을 창출하고 있으며 자산가치가 탁월한 동사를 지금 사야 하는 이유는 '최악의 상황에서 최고의 주식을 살 수 있는 기회'이기 때문입니다.

향후 개선될 영업상황에 동사가 가진 자산가치를 고려한다면 동사의 투자 매력은 더욱 높아질 것입니다.

영업이익 증감



정부SOC 예산 확대가 꾸준히 진행될 예정이므로 수익성 개선 기대

2005	-57%
2006	-21%
2007	-43%
2008	-65%
2009	+483%

“안정적인 재무구조와 지속적인 현금유입”  
“시멘트산업 턴어라운드”의 초입”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	8,886	4,489	-19%	503	-57%	587	-46%
2006년	9,156	5,117	6%	398	-21%	445	-24%
2007년	10,237	5,593	9%	228	-43%	583	31%
2008년	9,508	5,940	6%	80	-65%	145	-75%
2009년	10,170	6,502	9%	465	483%	404	179%

단위: 억원

친숙한 브랜드 이미지, 자산가치 뛰어난  
**BYC** 001460

“BYC는 BYC, 백양, 스키피오, 데오니아 등의 브랜드로 속옷, 내복 등 내의류와 양말을 생산하여 판매하는 기업으로 고객께서도 생활 속에서 친숙하게 접해보신 회사일 것입니다.

사실 생활필수품이라 할 수 있는 내의 사업은 이미 성숙기에 진입한지 오래되었으며, 높은 인건비 등을 이유로 국내 생산이 경쟁력을 유지하기 어려운 상황입니다. 또한 동사의 생산품이 속한 합리적 가격대의 내의 시장은 중국산 저가품의 위협을 받고 있으며 경쟁 또한 시간이 지날수록 심화되고 있어 영업환경은 그리 우호적이지 않습니다.

동사 또한 본업의 성장 정체에 많은 고민을 하고 있습니다. 보유한 토지의 개발사업에 진출한 것도 그러한 고민에서 비롯되었을 것이라 생각합니다. 동사는 주식시장에 알짜배기 땅을 많이 보유한 대표자산주로 알려져 있으며 자산가치가 탁월한 사실은 현재 시점에서도 분명한 사실입니다. 본사부지 개발의 경우 시간이 조금 더 필요할 것으로 보이지만 동사의 자산가치는 계속 높아지고 있습니다.

금융위기의 여파로 건설사업 부문이 부진한 가운데 2009년에 보여준 실적은 실로 오랜만에 본업이 호조를 보인 것이라 매우 반갑습니다. 예년에 비해 훨씬 길고 추웠던 날씨는 동사에게 좋은 실적을 선물했습니다. 방한용 내복구매 급증은 매출성장으로 연결되었고 원가율 개선, 건설사업부 관련 비용 절감 등이 뒷받침되며 이익은 오랜만에 크게 증가했습니다.

10년펀드 고객 여러분도 친화적이고 난방비 절감에 도움이 되는 내복을 애용해보시는 것이 어떨까요? 물론 내복 브랜드는 BYC로 고르셔야 합니다.



동절기 한파로 인한 매출 호조, 원가율 개선과 건설사업부 관련 비용 절감등이 맞물려 최근 이익 크게 증가했다.

2005	+78%
2006	+14%
2007	-27%
2008	+14%
2009	+99%

“지난 겨울 내복 입으셨나요?”  
“풍부한 자산가치에 비해 턱없이 낮은 주가”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	2,151	1,509	-4%	140	78%	111	52%
2006년	2,269	1,392	-8%	159	14%	117	5%
2007년	2,368	1,401	1%	116	-27%	92	-21%
2008년	2,416	1,663	19%	133	14%	50	-46%
2009년	2,594	1,772	7%	265	99%	193	285%

단위: 억원

안정성있는 비즈니스 모델

TJ미디어 032540



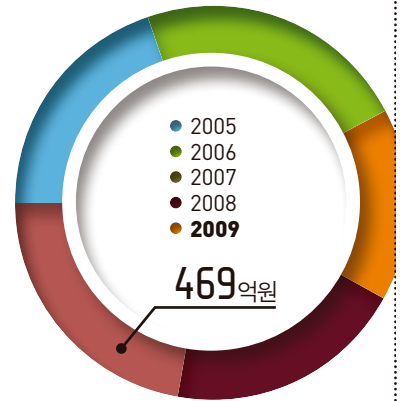
TJ미디어는 금영과 함께 국내 노래반주기 시장을 양분하고 있는 기업으로 M/S 40%를 차지하고 있습니다. 동사는 노래반주기와 주변기기 판매를 주요 사업으로 영위하고 있으며, 일본에 전자인덱스기를 수출하면서 한 단계 성장했습니다.

전자인덱스기는 기존에 우리가 알고 있는 노래책의 대체재입니다. PDA 형태의 리모콘으로 터치스크린에서 검색을 통해 원하는 곡을 쉽게 찾을 수 있는 장비이며, 동사의 노래반주기와 전자인덱스기는 모두 일본에서 기술력을 입증 받았습니다. 노래반주기 구입은 일회성 매출이지만 음악콘텐츠는 반복구매가 일어나기 때문에 비즈니스 모델 측면에서도 매력적입니다.

TJ미디어는 2007년 국내시장 점유율 상승을 위해 반주기와 콘텐츠 공급 가격 할인이라는 공격적인 마케팅을 전개했지만, 이는 경쟁사와의 출혈경쟁으로 이어져 2007년에 1995년 이후 처음으로 적자를 기록했습니다. 이후 출혈경쟁을 중단하고 콘텐츠 공급가격 정상화된 2008년, 2009년의 안정적인 실적은 동사 비즈니스모델의 안정성과 경쟁력을 다시 한번 확인시켜 주었습니다.

실적과 더불어 동사는 우량한 재무구조를 보유하고 있습니다. 무차입경영을 유지하고 있고, 300억에 이르는 현금성자산과 400억(자산재평가)에 이르는 분사부지의 가치를 감안할 때 동사의 시가총액 510억원은 영업가치가 전혀 반영되지 않은 저평가된 수준이라 판단됩니다.

매출액 증감



노래반주기 구입은 일회성 매출이지만 음악콘텐츠의 반복구매가 경쟁력있는 비즈니스모델을 보장한다.

2005	-6%
2006	+15%
2007	-30%
2008	+24%
2009	+12%

“노래반주기 양대 산맥 중 하나”  
 “반복구매가 필요한 비즈니스 모델”  
 “2007년의 실적악화는 일시적!!”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	473	420	-6%	65	158%	30	169%
2006년	508	483	15%	59	-9%	40	32%
2007년	460	337	-30%	-46	적자전환	-35	적자전환
2008년	503	418	24%	42	흑자전환	43	흑자전환
2009년	751	469	12%	63	50%	59	37%

단위: 억원

# 프랜차이즈 & 지주회사

**프랜차이즈:** 프랜차이즈는 브랜드, 기술력, 규제처럼 미래의 경쟁자들에게 진입장벽으로 작용하여 기업이 이익을 보호할 수 있도록 하는 원천을 말합니다. 프랜차이즈는 미래에 발생할 이익의 불확실성을 상당 부분 감소시키기 때문에 비슷한 규모의 이익을 창출하더라도 프랜차이즈를 보유하지 못한 기업에 비해 기업가치가 높다고 할 수 있으며, 가치투자자들 특히 워렌 버핏이 제일 선호하는 유형의 주식입니다. 프랜차이즈는 그 가치가 장부에 숫자로 표시되지 않아 투자자들이 간과하는 경우가 많습디만 그 어떤 자산보다도 기업가치를 높일 수 있는 중요한 요소입니다.

프랜차이즈 투자는 장기투자의 리스크가 낮아 한국밸류투자산운용이 제일 좋아하는 유형의 투자입니다만 최근의 투자성적은 그다지 좋지 않습니다. 프랜차이즈를 대표하는 한국전력과 도시가스 업체들의 주가가 상당 기간 부진을 면치 못하고 있기 때문입니다. 그러나 프랜차이즈 투자는 전통적으로 꾸준한 수익을 펀드에 안겨주었으며 향후에도 프랜차이즈 투자는 저희가 제일 선호하는 투자로 남을 것입니다.

**지주회사:** (주)LG, (주)SK와 같은 지주회사가 자회사의 대주주로 경영권을 보유하는 것은 흔한 일입니다. 이 경우 자회사의 가치는 보유 주식수에 주가를 곱한 금액 이상의 가치를 가지게 되는데 이를 경영권 프리미엄이라 부릅니다. 이러한 프리미엄의 가치는 평소에는 잘 드러나지 않으나 M&A, 지분변동과 같이 기업재구조에 큰 변화가 생길 때 주가에 반영됩니다. 한국의 경우 자회사의 시장가격이 지주회사의 가치에 제대로 반영되는 경우가 거의 없으며, 디스카운트의 폭이 외국에 비해 상당히 큰 편입니다. 장기적 관점에서 좋은 투자대상이라 하겠습니다.

특히 한국 주식시장에서 지주회사의 주가는 비정상적일 정도로 저평가된 경우가 많습니다. 일부에서는 지주회사와 자회사가 동시에 상장되기 때문에 지주회사 주가는 낮은 수준에 거래되는 것이 합당하다는, 이른바 더블카운팅(Double-Counting) 논리를 제기하나 이는 결과에 원인을 꿰어 맞추는 분석이며, 심분 양보하여 이를 일부 인정하더라도 많은 지주회사의 주가는 심하게 저평가되어 있습니다.



시장에서 인정받은 확고한 기술력

**유신** 054930

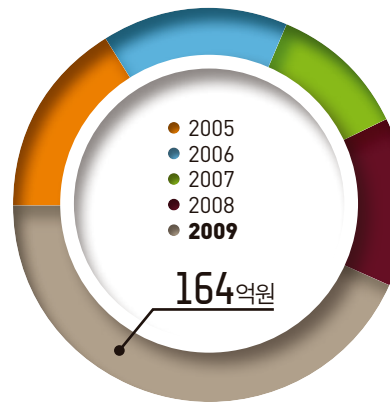
“ 유신은 토목공사의 설계 및 감리 사업을 영위하고 있는 국내 최고 수준의 기업입니다. 특히 토목 설계의 다양한 분야 중에서 인천공항 설계를 독점 수주할 정도로 공항 설계에 상당한 노하우를 가지고 있으며, 그 외에 도로 및 철도, 도시 계획 부분에도 강점을 가지고 있는 회사입니다.

동사는 국내 상위 5개 건설사로부터 업무 파트너로 선택 받을 정도로 시장에서 확고한 기술력을 인정 받고 있으며, 이를 바탕으로 올해 인천공항 3단계 공사, 고속전철 확장 공사 등에 대한 수주 가능성이 높습니다. 특히 작년년부터 증가한 국내 공공수주로 동사의 실적은 계속 좋아질 것으로 예상됩니다.

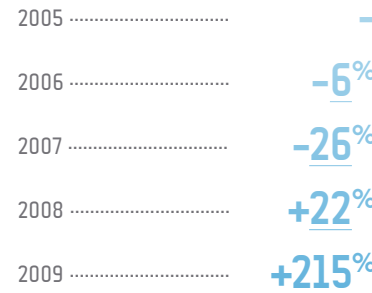
이 같은 국내의 인지도와 실적을 바탕으로 동사는 본격적인 해외 진출을 준비하고 있습니다. 현재 진행 중인 동남아 지역의 도로/철도/공항 공사 경험을 시작으로, 해외부문 부서 위상의 격상과 외부인력 영입을 통해 보다 적극적인 행보를 보이고 있습니다. 이 같은 해외 진출은 동사의 새로운 성장처가 될 것입니다.

안정적인 영업 구조와 해외진출 성장성에 더해, 시가총액 70% 수준의 순현금, 300억원 이상의 가치를 가진 판교부지 등을 고려한다면 2009년 실적을 기준으로 PER 6배 미만은 저평가가 과도하다고 판단됩니다. 수익성과 자산가치, 성장성을 두루 겸비한 유신에 대한 10년펀드의 투자는 미래에 좋은 결실을 맺을 수 있을 것입니다.

영업이익 증감



국내의 인지도와 실적을 바탕으로 본격적인 해외진출 준비 중. 수익성, 성장성, 자산가치 두루 겸비했다.



“상위 건설사들로부터 선택 받은 토목 설계/감리 회사”  
“토목 사업 확대의 수혜”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	655	1,738	-	62	-	47	-
2006년	679	1,765	2%	58	-6%	41	-14%
2007년	714	1,775	1%	43	-26%	50	24%
2008년	764	1,958	10%	52	22%	60	19%
2009년	895	2,358	20%	164	215%	146	143%

단위: 억원

아시아 전체 1위의 글로벌 재보험사

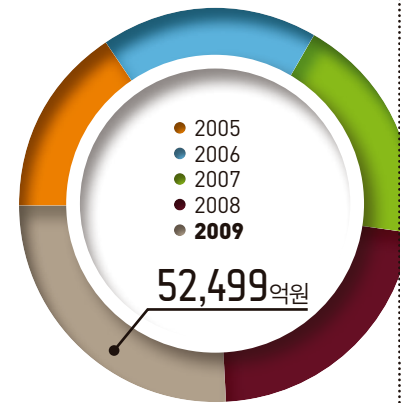
**코리안리** 003690

“ 우리는 일상생활에서 많은 위험에 노출되어 있습니다. 질병, 자동차사고, 화재와 같은 사고는 평소에 대비가 없다면 감당하기 어려울 가능성이 높습니다. 이런 위험에 대비하는 보편적인 수단은 아마도 보험일 것입니다. 우리는 보험사에 보험료를 납부하고 보험사는 고객의 위험을 보장하는 것이 보험업의 가장 기본적인 비즈니스 구조라 할 수 있습니다.

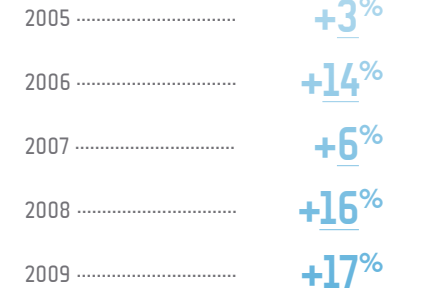
그러면 보험사 역시 고객으로부터 떠안은 위험을 분담할 대상이 필요합니다. 보험사 역시 누군가에게 보험을 들어야만 한다는 것이지요. 이처럼 보험사로부터 보험료를 받고 위험을 인수하는 사업을 재보험(再保險)업이라 합니다. 따라서 재보험사는 보험사의 보험사라 할 수 있습니다. 코리안리는 한국을 대표하는 재보험사로 국내뿐만 아니라 아시아 전체에서 1위를 달리는 글로벌 재보험사입니다.

일반적으로 보험업은 전체 금융업에서 은행, 증권업에 비해 사업구조가 상당히 안정적이며, 재보험은 보험업 중에서도 더욱 안정적인 사업으로 평가 받고 있습니다. 그러나 코리안리는 2007년, 2008년에 기대에 미치지 못하는 부진한 실적을 기록했습니다. 이는 공격적으로 진출했던 중국시장의 시행착오에서 비롯된 것으로 동사는 중국에서 수백억의 손실을 입었습니다. 그러나 동사는 실수를 인정하고 부진한 사업을 정리했으며, 동시에 전세계적으로 재보험료가 상승 추세로 접어들어 실적이 빠르게 정상수준으로 회복되고 있습니다. 향후 매년 1,500억원 이상의 수정순이익을 안정적으로 기록할 수 있는 능력을 보유한 코리안리는 금융업종에서 가장 안전한 투자 대상의 하나라 할 수 있습니다.

매출액 증감



부진한 사업을 정리했고, 실적이 정상수준 회복세. 가장 안전한 투자대상의 하나다.



“보험사의 보험사”  
“최고의 안정성”  
“부실정리와 영업환경 개선”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	6,527	32,124	3%	869	-11%	807	-9%
2006년	7,313	36,544	14%	862	-1%	1,091	35%
2007년	8,211	38,755	6%	724	-16%	1,096	0%
2008년	8,885	44,871	16%	512	-29%	1,004	-8%
2009년	10,020	52,499	17%	786	54%	1,281	28%

코리안리는 3월 결산법인입니다.

단위: 억원

국내 LPG시장 과점 지위 확보

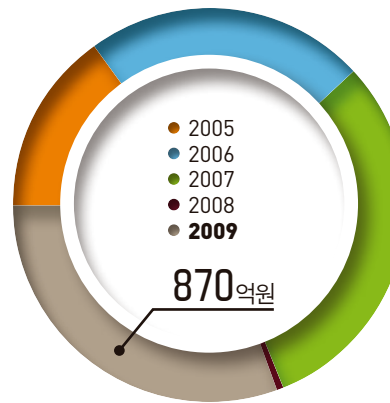
E1 017940

“E1은 국내 LPG시장을 과점하고 있는 LPG 수입/유통 업체입니다. 시장의 과점적 상태가 유지되기 위해서는 두 가지 조건이 필요합니다. 먼저 새로운 경쟁자가 시장에 진입하는데 필요한 대가가 커야 하고, 두 번째로 그러한 대가를 감수할 만큼 시장이 매력적이지 않아야 한다는 것입니다. LPG 수입/유통 시장은 이러한 과점적 시장의 요건을 모두 갖추고 있습니다. 가스저장시설 등 대규모 설비투자를 요구하는 사업인데다가, 복수의 업체가 동일한 품질의 LPG를 판매하고 있어 경쟁이 존재하고, 물가안정을 위해 정부가 무리한 LPG가격 인상을 통제하고 있어 일정 수준 이상의 큰 이익을 창출하기 어렵기 때문입니다.

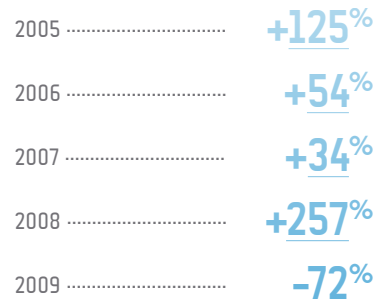
LPG국제가격이나 환율에 따라 영업이익이 일시적으로 변동할 수 있지만, E1은 시장의 과점적 지위를 바탕으로 매년 500~600억 수준의 이익을 꾸준히 창출하고 있습니다. 가정용 연료와 석유화학 원료 등으로 LPG수요는 앞으로도 꾸준히 존재할 것이기 때문에, 동사의 실적 가시성은 매우 높다고 할 수 있습니다.

작년 말 공정거래위원회는 가격 담합이 존재해왔다는 이유로, LPG업계에 사상 최대 규모의 과징금을 부과했습니다. 담합 여부와 과징금 규모에 대한 최종 판결은 아직 나오지 않았지만, 동사는 2009년 결산에 과징금을 선반영하여 큰 폭의 적자를 기록했습니다. 그러나 이는 일시적인 악재로 '가시성 높은 이익창출력'이라는 E1의 프랜차이즈 밸류는 여전히 건재합니다. 또한 동일한 상품을 팔고 있는 업체들이 가격을 차별화하지 않았다는 이유로 담합 여부를 결정할 수 있는지에 대해 논란이 존재해 향후 과징금 규모가 축소될 가능성도 있습니다. 우수한 이익창출력에, 용산의 랜드마크인 국제상사 빌딩을 소유한 LS네트웍스의 지분을 90% 갖고 있다는 점에서 현재 E1의 주가는 저평가 되어 있습니다.

영업이익 증감



매년 꾸준한 수익률을 창출. LPG 수요 또한 계속 이어질 것으로 실적 가시성이 매우 높다.



“과점적 시장지위에서 오는 이익의 안정성”

“용산 국제상사 빌딩을 가진 LS네트웍스 지분 90% 보유”

“담합 과징금은 일시적인 악재”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	4,003	17,376	0%	430	125%	506	10%
2006년	4,606	20,997	21%	660	54%	632	25%
2007년	5,127	26,306	25%	884	34%	647	2%
2008년	5,317	48,873	86%	3,156	257%	537	-17%
2009년	7,101	43,532	-11%	870	-72%	-1,402	적자전환

단위: 억원

KTF와의 합병으로 막강 경쟁력 확보

KT 030200

“KT의 2009년은 변화의 1년으로 볼 수 있습니다. 새로운 수장을 맞이한 KT는 오랜 숙원이던 KTF와의 합병을 완료해 유무선을 아우르는 종합통신사로 거듭났습니다. 그리고 애플의 아이폰을 시장에 도입해 정체 상태이던 영업의 성장동력을 키우기 시작했습니다. 이 뿐만이 아닙니다. 강력한 구조조정으로 인건비를 대폭 축소시켰으며, 구조조정 비용으로 이익이 축소됐음에도 배당금을 2000원으로 회복시켜 주주이익을 중요시 하겠다는 의지를 강력하게 표시했습니다.

과거에 시장이 KT에 가진 불만은 정체된 성장성, 높은 인건비 비중, 불확실한 주주정책 3가지였다고 할 수 있습니다. 그런데 2009년 1년 동안 이 세가지 불만에 대한 해답을 모두 회사측이 제시한 것은 본연의 기업가치에 더해, 주주이익이 극대화 되는 방향으로 KT가 접어들었음을 알게 합니다. KTF와의 합병으로 KT는 유무선을 아우르는 유일한 종합통신기업으로 거듭나게 되었습니다. 다양한 상품구성이 가능해질 뿐만 아니라 유, 무선 기업이 분리되어 있던 시절보다 시설투자 등에 들어가는 비용을 보다 효율적으로 통제할 수 있게 된 것입니다. 유무선 통신망을 확고하게 장악한 KT의 파워는 과거 어느 때보다 강해졌으며, KT의 경쟁사들은 상대하기 어려운 적수를 맞이하게 되었습니다.

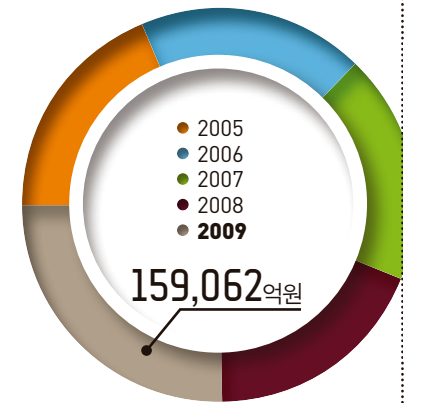
여러분이 살고 있는 동네에서 KT지점이 어디에 위치하고 있는지를 함 기억해 보시지요. 도시계획상 통신을 담당하는 KT지점의 위치는 거의 모든 지역에서 핵심위치에 자리잡고 있습니다. KT의 주주는 최고의 통신기업의 가치에 더해 엄청난 부동산가치까지 덩으로 가질 수 있습니다.

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	80,095	118,773	0%	16,599	-22%	9,983	-20%
2006년	85,491	117,721	-1%	17,371	5%	12,334	24%
2007년	88,928	119,364	1%	14,337	-17%	9,576	-22%
2008년	88,319	117,848	-1%	11,134	-22%	4,498	-53%
2009년	103,983	159,062	35%	6,116	-45%	5,165	15%

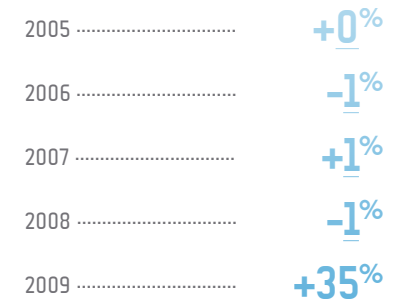
2009년 KTF와 합병

단위: 억원

매출액 증감



유무선 통신망을 확고하게 장악. 최고의 통신기업이자 부동산가치까지 두 가지 매력을 동시에 지닌 기업.



“변화의 1년”  
“성장의 아이콘 아이폰”  
“뛰어난 부동산가치”

농심을 주력계열사로 편입한 지주회사  
**농심홀딩스** 072710



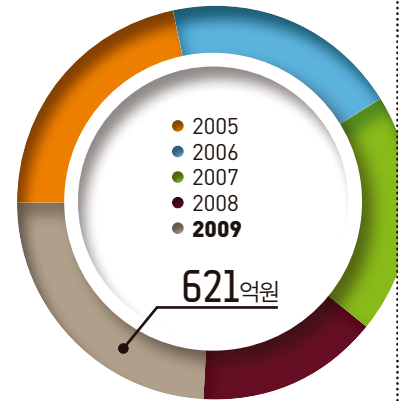
농심홀딩스는 농심그룹을 지배하는 지주회사입니다. 라면회사 농심, 포장재 제조업체 울촌화학, 농수축산물 가공판매업체 태경농산, 농심기획, 농심엔지니어링, 농심개발 등 총 7개의 자회사를 가지고 있습니다. 농심홀딩스는 순수 지주회사로 자회사들을 지배하고 경영지도 하는 것을 주 사업으로 영위하고 있습니다. 따라서 농심홀딩스는 농심과 울촌화학 등 여러 자회사들이 하나로 묶여져 있는 종합 선물세트에 비유할 수 있습니다.

그런데 이렇게 다양한 자회사들을 합친 선물세트를 원래 가격보다 할인된 가격으로 살 수 있다면 어떨까요? 농심홀딩스는 라면시장 부동의 1위인 농심을 주력계열사로 편입하고 있는데, 주식시장은 농심홀딩스가 보유하고 있는 농심 지분의 가치를 제대로 평가하고 있지 않습니다. 즉 동사에 투자한다면 농심을 시장가격보다 더 저렴하게 살 수 있습니다.

그리고 시장이 농심 지분의 가치조차 제대로 반영하고 있지 못하다는 얘기는 곧 울촌화학, 태경농산 등 다른 자회사의 가치는 아예 반영 자체가 안 되고 있다는 것입니다. 울촌화학, 태경산업의 우수한 기업가치를 감안하면 납득하기 어려운 상황이라 하겠습니다.

뛰어난 자산가치를 가지고 있는 농심홀딩스를 보유하고 있다면, 시장이 농심홀딩스의 가치를 인정해 주기를 기다리기만 하면 될 것입니다.

영업이익 증감



농심과, 울촌화학, 태경산업 등 우수한 기업가치를 지닌 자회사를 가졌으므로 가치 인정을 받을 날 멀지 않았다.

2005	-11%
2006	-10%
2007	+1%
2008	-23%
2009	+59%

“농심을 할인된 가격에 살 수 있다면?”  
 “자회사들의 뛰어난 자산가치.”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	3,285	585	-11%	562	-11%	494	-16%
2006년	3,569	527	-10%	504	-10%	465	-6%
2007년	3,923	551	5%	506	1%	431	-7%
2008년	4,502	418	-24%	390	-23%	510	18%
2009년	4,955	654	56%	621	59%	568	11%

■단위: 억원

# 성장주

성장주는 가치투자자와 어울리지 않는다는 것이 일반적인 시각이며 일견 타당한 견해입니다. 주식시장은 성장주에 많은 관심을 보이기 때문에 주가는 미래가치를 반영하여 높은 수준으로 유지되므로 가치투자자에게 성장주를 매수할 기회는 오기 어렵습니다. 그러나 가끔은 시장의 판단이 잘못되거나 기업의 성장성을 놓쳐버리는 일이 생기곤 합니다. 이는 보통 2가지 이유 때문인데 첫째는 무관심이고 둘째는 성장의 잠재력을 과소평가하기 때문입니다. 저희는 성장주 투자에 조금해하지는 않습니다만 좋은 기회를 잡는다면 최대한 활용한다는 원칙을 가지고 있습니다.

10년펀드는 불확실한 성장에 투자하는 것을 좋아하지 않습니다. 그런 면에서 저희가 주로 주목하는 성장투자의 대상은 일시적인 외부환경의 악화로 성장이 잠시 지체된 경우입니다. 2~3년 전의 IT 업종이 그런 경우라 하겠습니다. 뛰어난 기술력과 시장지배력을 보유하고 있음에도 업황 자체가 극심한 불황에 빠진다면 기업의 성장은 끝난 것처럼 보이기도 합니다. 그러나 업황이 정상 수준으로 회복된다면 성장잠재력은 다시 빛을 발하게 됩니다.



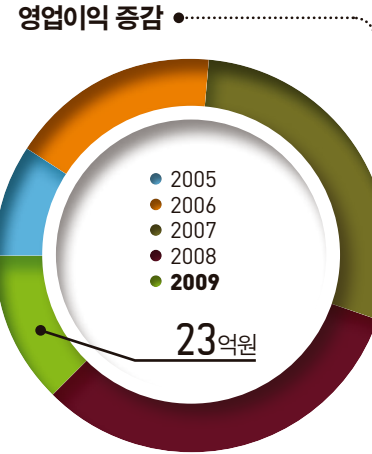
3D측정 검사 분야 최고의 기술력 보유

**고영** 098460

“고영은 3D 측정 검사 분야에서 세계 최고의 기술력을 보유한 기업으로 3차원 납 도포 검사장비 부문에서 세계 시장 1위를 차지하고 있는 회사입니다. 3차원 납 도포 검사장비란 전자부품을 PCB 보드에 고정할 때 발생할 수 있는 납 관련 불량을 획기적으로 줄여주어, 전체 불량률의 약 70%를 사전에 방지할 수 있는 장비입니다. 결국 불량에서 발생하는 재료비의 낭비를 줄여 고객들의 원가절감에 도움을 주게 됩니다.

동사의 가장 큰 장점은 다양한 고객과 인지도입니다. 고영은 백여 개 이상의 글로벌 고객을 가지고 있으며, 그 회사들이 기술적으로 필요한 부분을 도와줌으로써 고객들의 요구사항을 만족시킬 수 있는 역량을 보유한 회사로 인지되고 있습니다. 고객이 기술적으로 해결하기 어려운 문제를 해결함으로써 경쟁사 대비 앞선 기술력을 계속 축적하고 있으며, 문제 해결로 얻은 고객의 신뢰를 통해 다시 인지도를 높이고 신규 아이템 진출 기회를 얻는 선순환 구조가 이미 정착되었다고 판단됩니다. 2009년은 글로벌 경기 악화로 동사는 상반기 실적에서 최악의 모습을 보여주었습니다. 하지만 하반기로 들어서면서 실적은 점차 회복되고 있으며, 2010년에는 고객사들이 미뤄온 투자를 집행할 예정이기 때문에 동사는 큰 폭의 성장을 달성할 수 있을 것 같습니다. 이에 더해 준비해 왔던 신규 장비의 출시역시 진행될 것입니다.

신규 장비의 시장 진입은 일반적으로 쉽지 않습니다. 그러나 기존 장비의 시장 위치를 생각해 본다면 신규 장비의 성공도 그리 어렵지는 않을 것으로 판단되며, 이를 통해 동사는 또 다른 도약의 기회를 맞게 될 것입니다.



경쟁사 대비 앞선 기술력 축적해 시장 선도. 신규 장비 출시할 예정으로 시간 걸리더라도 또 다른 도약 맞이할 것.

2005	+467%
2006	+91%
2007	+63%
2008	+13%
2009	-62%

“3차원 납 도포 검사장비 부문 세계 시장 1위”  
 “백여 개의 고객을 바탕으로 한 마케팅 능력”  
 “신규 장비 출시로 매출 확대 기대”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	67	105	144%	17	467%	16	700%
2006년	99	166	58%	32	91%	29	88%
2007년	148	233	40%	53	63%	47	60%
2008년	347	343	48%	59	13%	81	74%
2009년	363	269	-22%	23	-62%	12	-85%

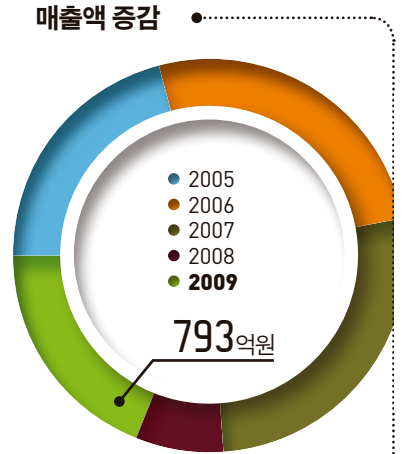
단위: 억원

삼성전자와 하이닉스 투자에 따른 수혜 기대  
**국제엘렉트릭** 053740

“동사는 히타치국제전기(日)의 합작법인으로 1993년 설립되어 반도체 제조장비의 제조, 판매 및 설치, 보수를 영위하고 있습니다. 1994년 본격적인 영업활동을 개시하였으며, 2003년 이후 삼성전자와 하이닉스의 12인치 라인에 자체 납품을 시작하면서 실질적인 장비회사로 도약했습니다. 동사의 주력제품은 절연/전도막 형성 화학증착장비인 Batch type LP-CVD 및 ALD 장비와 실리콘 웨이퍼 표면산화장비인 Furnace(Oxidation) 장비입니다.

합작법인인 히타치와의 관계는 기술 전수 뿐만 아니라 LP-CVD 등 장비의 업그레이드, 부속품 판매 및 장비 설치/서비스를 한국 내에서 독점적으로 대행할 수 있게 해주며, 이 부분에서도 높은 수익을 누릴 수 있는 긍정적인 효과를 가지고 있습니다. 그러나 합작법인과 계약 때문에 국내시장에만 주력해야 한다는 한계도 있어, 동사는 이를 극복하기 위해 고객사와 신규 장비를 공동 개발하여 자신만의 기술을 확보하는 등 자생력을 키우기 위해 부단히 노력하고 있습니다. 반도체 공정의 미세화 전환에 따라 동사가 강점을 가지고 있는 Diffusion Furnace와 Batch type LP-CVD 및 ALD 장비보다, 상대적으로 동사가 열세에 있는 Single type 중심의 장비수요가 증가하고 있어 이에 대한 우려가 있는 것은 사실입니다. 그러나 반도체 공정에서 어느 한쪽 장비만 일방적으로 사용할 수는 없으며, 삼성전자와 하이닉스의 투자에 따른 수혜를 동사는 누릴 수 있을 것입니다.

우량한 재무구조와 기술 경쟁력을 보유하고 있으며, 풍부한 자금력을 종업원복지와 배당을 통한 주주가치 제고에 사용하여 회사와 종업원과 주주가 모두 기업성과의 과실을 향유하게 한다는 경영방침도 국제엘렉트릭의 투자포인트입니다



재무구조가 탄탄하고, 기술 경쟁력 돋보인다. 기술 확보에도 남다른 노력을 기울이고 있는 중이다.

2005	+14%
2006	+25%
2007	+3%
2008	-74%
2009	+163%

“안정된 실적과 배당정책으로 주주를 행복하게 해주는 모범기업”  
 “국내로 제한된 한계를 뛰어넘기 위해 진화하는 기업”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	408	883	14%	140	41%	115	31%
2006년	506	1,105	25%	165	18%	132	15%
2007년	544	1,135	3%	136	-18%	118	-11%
2008년	465	301	-74%	3	-98%	20	-83%
2009년	544	793	163%	39	1,200%	55	175%

동사는 3월 결산법인이며, 2009년 실적은 잠정치입니다

단위: 억원

전도성 고분자를 연구하는 국내 유일 상장기업

# 나노캠텍 091970

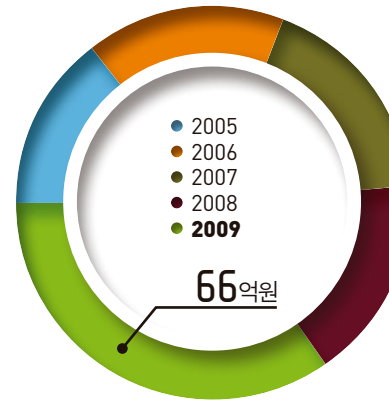
“플라스틱에는 전기가 통하지 않는다는 것이 상식입니다만 이 상식을 넘어 전기가 흐르는 전도성 고분자라는 플라스틱의 존재가 있습니다. 그런데 이 전도성 고분자를 발견한 과학자들은 2000년 노벨화학상을 수상했습니다. 플라스틱에 전기가 통하는 것이 얼마나 중요하길래 노벨상까지 주어졌을까요?”

뛰어난 가소성(다양한 형태로 쉽게 가공할 수 있는 성질) 때문에 화학의 발전을 주도한 플라스틱은 전기를 움직일 수 있게 됨으로써 기존 실리콘 반도체가 주도하고 있는 전자공학의 영역에 진입했습니다. 전도성 고분자는 투명 전극, 디스플레이, 2차전지, 태양광 등 신소재로 주목 받고 있는 모든 영역에 적용될 수 있습니다.

나노캠텍은 전도성 고분자를 전문적으로 연구하는 국내 유일의 상장 기업이며, 정전기 방지처리를 한 전자부품 이송용 트레이와 필름을 삼성전자, LG디스플레이, 하이닉스 등에 납품하고 있습니다. 전자 제품은 약한 정전기에도 심하게 손상될 수 있기 때문에 주변 장치에 모두 정전기 방지처리를 해야 하는데, 기존에 사용되던 카본 블랙은 전도성 고분자로 빠르게 대체되고 있습니다. 동사는 전도성 고분자 원료를 직접 배합할 수 있는 경쟁력을 바탕으로 정전기 방지 처리 시장을 과점하고 있습니다.

전도성 고분자가 가진 가능성에도 불구하고 지금 당장은 상업적으로 쓰이는 영역이 많지 않기 때문에, 동사의 사업 영역도 아직은 제한적입니다. 그러나 2009년 경기 침체에도 불구하고 동사는 꾸준한 신제품 출시로 큰 폭의 성장을 이루어냈으며, 그 성장세는 올해에도 지속될 것으로 예상됩니다. 전도성 고분자의 사업 영역이 확대될수록 동사는 현재를 뛰어넘는 기업 가치를 가질 것이며, 저희는 그 변화 과정을 오래 지켜볼 계획입니다

영업이익 증감



전도성 고분자 원료를 직접 배합할 수 있어서 경쟁력 남다르다. 사업 영역 확대될수록 기업가치 상당해 질 것.



“전도성 고분자를 아십니까?”  
“시작은 미약하나 그 끝은 창대하리라”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	69	118	160%	28	221%	25	197%
2006년	97	164	38%	31	8%	30	19%
2007년	199	232	42%	34	10%	30	2%
2008년	242	280	21%	32	-6%	31	3%
2009년	287	493	76%	66	105%	50	59%

단위: 억원

기술력 세계적으로 인정받은 기업

# 나노엔텍 039860

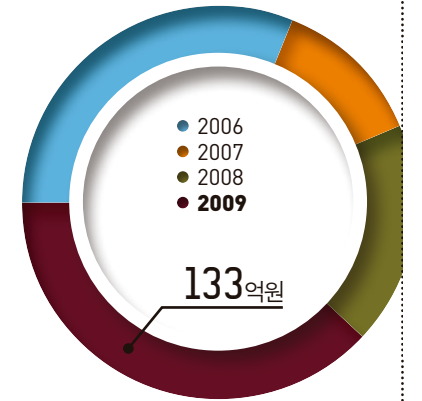
“동사는 2000년 서울대학교 학내 벤처기업인 디지털바이오테크놀로지로부터 시작하였으며, 나노바이오 융복합 기술인 랩온어칩(Lab on a Chip) 기술을 기반으로 생명공학과 진단의료기기 제품을 개발하는 회사입니다. 2006년 6월 보안사업을 영위하는 코스닥 상장기업인 퓨처시스템과의 주식교환을 통해 우회상장 했으며, 과거 3개년간 적자시현의 주된 이유는 퓨처시스템의 보안사업 부문 때문입니다. 보안사업 부문은 2009년 6월에 매각되어 향후 동사의 실적과 무관합니다.”

동사는 주 사업 부문인 바이오 부문에서 2009년 1분기에 미국의 글로벌 의료기기 업체인 라이프테크놀로지사에 Microporater(유전자전달시스템)의 특허권과 전용실시권을 1,292만 달러에 매각했으며, 2009년 4분기에는 향후 3년간 생명공학 분야의 세포분석시스템 및 소모품에 대한 신제품 3건을 개발 의뢰(개발수수료 450만 달러) 받아 기술력을 세계적으로 입증 받았습니다.

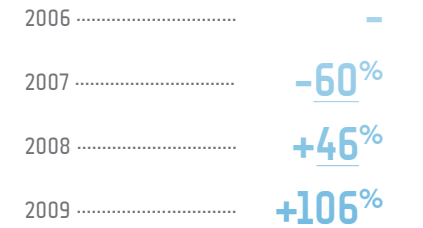
글로벌 마케팅파트너와의 기술수출 및 마케팅 제휴를 통해 동사는 연구 개발 및 제품생산에만 역량을 집중할 수 있게 되었으며, 향후 관련제품의 OEM생산과 소모품 매출이 발생하기 때문에 안정적인 성장기반을 확보했다고 판단됩니다. 많은 바이오 기업들의 원천기술이 실험실의 연구 수준에 머무르는 것을 감안하면 동사는 원천기술을 실적으로 연결시킬 수 있는 역량을 이미 확보한 것입니다.

나노엔텍은 진단의료기기 부문에서 손끝의 피 한 방울 체혈로 실험실에서 수행하는 연구를 가능하게 하는 랩온어칩 기술을 기반으로 2009년말 신제품 FRIEND를 출시했으며, 향후 U-Healthcare 분야의 선도적인 위치에 도전하고 있습니다.

매출액 증감



원천기술 실적으로 연결시킬 수 있는 역량. 랩온어칩 기술 기반으로 한 신제품 출시해 주목받고 있다.



“세계 시장에서 인정하는 나노바이오 융합기술 보유기업”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2006년	396	110	-	-52	-	-193	-
2007년	234	44	-60%	-35	적자지속	-176	적자지속
2008년	207	64	46%	-16	적자지속	-55	적자지속
2009년	350	133	106%	18	흑자전환	143	흑자전환

동사는 2006년 퓨처시스템을 통해 우회상장 했습니다

단위: 억원

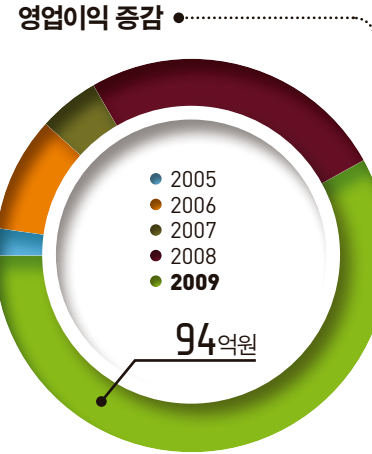
국내종자 시장 점유율 1위 업체  
**농우바이오** 054050

“농우바이오는 국내외 작물 재배자들을 대상으로 종자를 개발, 생산, 판매하는 사업을 영위하는 종묘회사로 국내종자 시장점유율 24%의 1위 업체입니다. 국내 종자시장은 자체 육종시설과 연구능력을 가진 농우바이오, 몬산토 코리아, 신젠타, 코레곤, 동부한농 5개사가 전체 종자시장의 80%를 점유하고 있는 특성을 갖고 있으며, 신품종을 개발하여 농가에 보급할 때까지 최소 8년 이상이 소요되고, 종자가 한해 농사의 성패를 좌우하기 때문에 진입장벽이 매우 높습니다.

동사는 다국적기업과의 경쟁 속에서 1999년에 생명공학연구소를 설립하고 공격적인 R&D 투자로 우수한 품종을 개발하여 지속적으로 국내시장 점유율을 높여가고 있습니다. 세계적인 경쟁력을 갖춘 고추, 무, 배추 품종으로 해외시장을 개척하고 있으며, 글로벌 업체로 성장하기 위해 교배종 전환율이 낮은 중국, 인도, 인도네시아 등에 현지법인을 설립하여 현지시장을 적극 공략하고 있습니다.

동사가 개발한 스피드풀수박은 국내시장의 90%를 장악하고 있으며, 오복꿀참외도 빠른 속도로 시장점유율을 높여가고 있습니다. 또한 기존의 고추, 배추, 무 등 봄에 매출이 주로 발생하는 매출구조에서 가을작물인 양파, 토마토 등의 가세로 분기별 매출의 치우침 또한 개선될 것입니다.

GMO(유전자재조합작물)에 대한 규제완화 움직임, 정부의 강력한 종자산업 육성지지, 식량작물의 민간이양 등이 진행되고 있어 동사에게 유리한 환경은 지속되고 있습니다. 농우바이오는 국내시장에 안주하지 않고 우량한 재무구조를 바탕으로 미래품종 개발을 위한 지속적인 투자를 통해 글로벌 종묘회사의 면모를 갖추게 될 것으로 기대하고 있습니다.



우수한 품종을 꾸준히 선보임으로써 시장 점유율 높이고 있다. 우량한 재무구조로 향후 성장 전망 밝다.

2005	-95%
2006	+268%
2007	-49%
2008	+435%
2009	+129%

“미래농업의 견인차,  
종자산업 국내 1위 업체”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	636	269	-9%	4	-95%	20	-60%
2006년	659	289	8%	15	268%	47	130%
2007년	763	318	10%	8	-49%	134	186%
2008년	889	410	29%	41	435%	78	-42%
2009년	934	460	12%	94	129%	80	2%

단위: 억원

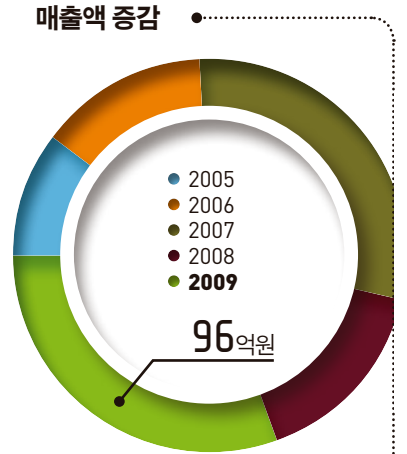
경쟁사를 압도하는 기술력  
**나노트로닉스** 058470

“나노트로닉스는 서울대 전기공학부 연구실에서 박사급 연구원들이 독립해 설립한 제어계측 전문회사로, 세계 최고의 제어계측업체인 Agilent를 능가하겠다는 포부를 가진 기업입니다. 제어계측이란 물질의 상태를 측정하는 기술을 의미하는데, 동사는 극한에 가까운 전기의 미세한 흐름을 10ps(천억분의 1초) 단위로 측정할 수 있는 기술을 보유하고 있습니다.

동사의 원천기술은 미세한 신호를 측정하고 사용하는 분야라면 어디든 쓰일 수 있으며, 현재의 주력 제품은 통신망의 오류를 측정하는 TDR이라는 계측장비입니다. 2006년 동사는 광통신망과 금속통신망을 동시에 측정할 수 있는 omTDR이라는 장비를 세계에서 최초로 개발하여 시장의 각광을 받았는데, 현재까지도 타사에서 유사 제품을 출시하지 못할 정도로 경쟁사와 기술 격차가 큼니다.

omTDR 다음으로는 위성을 이용하여 인터넷을 사용할 수 있도록 하는 장비를 출시했습니다. 새로 참여하려는 위성 인터넷시장은 해상, 공중, 산간벽지 등 기존의 유무선 통신망이 닿기 어려운 곳에서 미세한 신호를 측정하고 이용할 수 있는 기술이 필요합니다. 동사의 제품은 기존의 위성 인터넷 업체들이 따라잡기 힘든 영역으로 역시 진입 장벽이 높습니다.

성장하는 기업은 잠재력 못지 않게 많은 위험을 안고 있습니다. 동사의 약점은 고객 기반이 소수의 통신 관련 사업자로 매우 제한적이며, 신규 사업인 위성 인터넷은 수주산업이어서 매출과 이익의 안정성이 떨어진다는 것입니다. 이런 문제는 2009년에도 불거져 동사는 대량 수주를 받았으나 매출이 6개월 이상 지연되면서 어려움을 겪기도 했습니다. 그러나 수년 후 나노트로닉스는 한국을 대표하는 기술 기업 중 하나로 자리매김해 있을 것입니다.



고객 기반이 매우 제한적이라는 약점. 그러나 수년 내 한국 대표 기술기업 발돋움할 것으로 예상된다.

2005	+18%
2006	35%
2007	+112%
2008	-46%
2009	+91%

“세계 1위의 기술력과  
무한한 확장 가능성”  
“아직은 험난한 여정”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	85	33	18%	-6	적자지속	-9	적자지속
2006년	146	44	35%	0	흑자전환	-389	적자지속
2007년	205	93	112%	18	5637%	80	흑자전환
2008년	272	50	-46%	2	-90%	58	-27%
2009년	292	96	91%	8	340%	8	-87%

단위: 억원

오랜 세월 스테디셀러 기록한 막강 브랜드 보유

## 동국제약 086450

“동국제약은 인사돌, 마데카솔, 오라메디 등 오랜 시간 우리와 친근한 약을 만드는 기업입니다. 막강한 브랜드 파워를 통해 안정적이고 꾸준한 성장을 기록하던 동사는 전문의약품을 보강하면서 안정성과 성장성을 동시에 갖춘 기업으로 변모하고 있습니다.

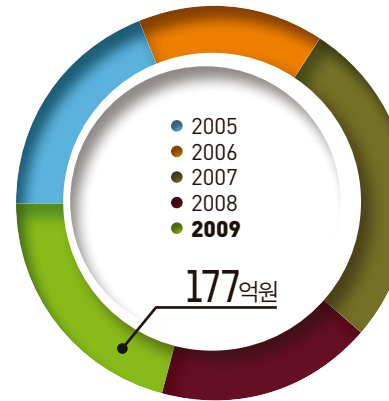
특히 안정적인 매출과 이익을 기록할 수 있는 일반의약품과 블록버스터 제품으로 자리잡은 조영제 ‘파미레이’, 항암제 ‘로렐린데포’와 같은 전문의약품으로 구성된 안정적인 매출 포트폴리오는 안정성과 성장성을 동시에 달성할 수 있는 사업구조를 가능하게 만들었습니다.

국내에서 유일하게 원료합성을 통해 경쟁력을 확보한 조영제 ‘파미레이’는 약 1,700억원 규모의 국내시장에서 과거 외국계 제약사들의 차지였던 점유율을 뺏아오면서 매년 20% 이상의 성장률을 보여주고 있으며, 항암제 ‘로렐린데포’는 일본제약사 다케다의 오리지널 제품에 이어 세계 2번째로 제품화에 성공하여 내수 뿐만 아니라 수출에서도 높은 성장을 시현하고 있습니다.

또한 동사는 아스트라제네카의 오리지널 제품인 전립선암치료제 ‘졸라텍스’의 개량신약을 준비하고 있으며, 오리지널 제품 대비 편의성을 획기적으로 개선하여 다국적제약사로 기술이전을 추진하는 등 미래의 성장동력을 착실히 준비하고 있습니다.

부채가 거의 없는 우량한 재무구조를 바탕으로, 확고한 브랜드파워를 지닌 일반의약품과 전문의약품인 조영제 및 항암제 등 특화된 분야에서의 내수와 수출의 고른 성장으로 안정된 성장기반을 구축한 동국제약의 안정적인 성장이 기대됩니다.

영업이익 증감



일반의약품과 전문의약품 모두를 아우르는 기업. 안정성과 성장성을 동시에 충족시키고 있다.

2005	+26%
2006	+3%
2007	+52%
2008	+11%
2009	+12%

“대한민국 잇몸약 인사돌을 필두로 확고한 캐시카우 보유”

“일반의약품의 성장에 조영제 및 항암제 등의 전문의약품 가세”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	414	683	25%	91	26%	63	12%
2006년	486	784	15%	94	3%	67	7%
2007년	815	923	18%	143	52%	103	54%
2008년	860	1,051	14%	158	11%	102	-1%
2009년	997	1,232	17%	177	12%	129	26%

단위: 억원

치과용 진단 장비 시장 선점

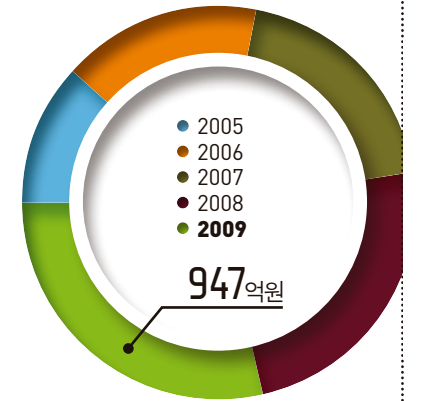
## 바텍 043150

“미국의 GE, 독일의 지멘스 등 세계적인 전기전자 기업들이 걸어온 길을 보면 한국의 IT 산업이 가야 할 길을 가늠할 수 있습니다. 이들 업체는 조명, 발전설비, 가전 등의 제품으로 시작하여 현재는 의료장비, 대체에너지 등 고부가가치 사업에서 엄청난 입지를 다지고 있습니다. 대한민국이 소위 ‘IT 강국’이라 불리지만, 아직 선진 업체들의 초창기 국면을 지나고 있을 뿐입니다.

바텍은 치과용 엑스레이와 CT 등의 진단 장비를 만드는 업체입니다. 인간의 신체를 다루는 의료장비 시장은 신규 사업자가 진입하기 아주 어려운 시장입니다. 주 고객인 의사들은 새로운 장비를 사용하다 사고가 발생하면 막대한 책임을 물어야 하기 때문에 검증 받은 기존의 제품을 절대적으로 선호하기 때문입니다. 의료장비 시장에 신흥 업체가 진입하기 위해서는 아주 낮은 가격을 제시하거나 기존에 없던 제품을 만들어내야 합니다. 동사의 전략은 후자, 즉 고객의 수요가 있지만 기존의 업체들이 만들어내지 않던 제품을 개발하는 것입니다. 기존의 영상 진단 장비는 치과에서 사용하기에 적합한 제품이 없었습니다. 이를 포착한 동사는 치과용 진단 장비 시장을 선점하여 국내 시장은 이미 장악하였으며, 유럽, 미국에서도 좋은 반응을 얻고 있습니다. 또한 동사는 삼성전자의 의료용 엑스레이 디텍터 사업의 파트너로 참여하면서, 치과용 시장에서 벗어나 일반 의료용 진단 장비까지 발을 들이게 되었습니다.

소형 성장 기업인만큼 영업력, 내부 관리 등의 위험은 여전히 존재합니다. 동사의 경우 외형 성장에 치중하면서 이익률을 훼손시키는 실수도 범했지만, 이제는 내부 관리에도 역점을 두어 그간의 문제점을 개선하기 위해 노력하고 있습니다.

매출액 증감



삼성전자의 의료용 엑스레이 디텍터 사업 파트너 선정. 일반 의료용 진단 장비까지 영역 확대를 하고 있다.

2005	+65%
2006	+36%
2007	+20%
2008	+23%
2009	+18%

“대세는 헬스케어”  
“새로운 시장의 개척자”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	210	397	65%	53	24%	52	66%
2006년	428	541	36%	43	-20%	52	1%
2007년	498	650	20%	76	78%	70	34%
2008년	552	802	23%	50	-34%	54	-24%
2009년	616	947	18%	58	15%	73	35%

단위: 억원

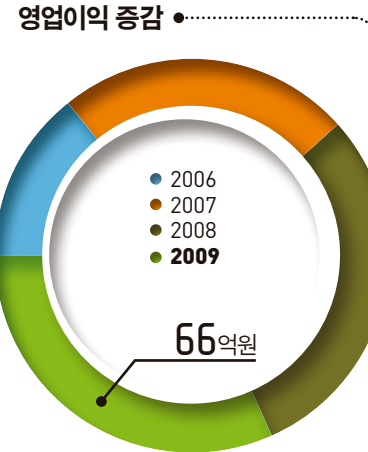
최고의 연구 전문 인력 갖춘  
**뷰웍스 100120**

“앞에서 소개 드린 바택이 의료용 엑스레이 장비 완제품을 파는 기업이라면, 이번에 소개 드릴 뷰웍스는 의료용 엑스레이에 들어가는 이미지 센서라는, 일종의 카메라를 만드는 회사입니다. CCD라는 센서를 이용한 휴대 촬영용 센서 및 동영상 촬영용 센서가 동사의 주력 제품입니다.

동사의 경쟁력은 이미지 프로세싱 기술입니다. 외부의 영상을 디지털화 할 때에는 많은 잡음이 끼고, 목적에 따라 강조해야 할 부분도 달라집니다. 10년 전의 디지털 카메라와 현재의 디지털 카메라의 화질 차이를 생각해보시면 이해가 될 것입니다. 동사의 연구원들은 삼성테크원에서 영상 처리를 전문적으로 하던 인력들로, 국내 최고 수준의 기술력을 갖추었다고 평가받고 있습니다.

이미지 프로세싱 기술은 활용 가능한 분야가 많아 동사 역시 다양한 사업 영역에 진출하고 있으며, 현재 가장 활발하게 진행되는 분야는 산업용 카메라입니다. LCD 라인 및 기타 정밀기계의 생산 라인에서 불량률 확인하기 위한 검사용 카메라를 개발하여 작년부턴 매출이 발생했습니다. 추가로 카이스트와 공동으로 당뇨발 진단기를 개발하여, 엑스레이 이외에 새로운 의료장비 사업으로 뛰어들어 임상 실험이 진행 중입니다. 또한 국방부에서 발주한 각종 프로젝트도 진행 중에 있습니다.

2009년 동사의 실적은 만족스럽지 못한 수준이었습니다. 경기 침체로 금융시스템이 막히면서 리스를 기반으로 돌아가는 의료장비 시장의 수요가 침체되었기 때문입니다. 그러나 의료장비는 IT 산업이 궁극적으로 가야 할 분야 중 하나이기 때문에, 규모는 작지만 그 최전방에 서 있는 뷰웍스의 장기 성장 가능성에 저희는 중점을 두고 있습니다.



당뇨발 진단기를 개발하고, 의료 장비 사업에도 진출하는 등 앞으로 장기적 성장 가능성이 높은 기업이다.

2006	-
2007	+68%
2008	+23%
2009	+4%

“영상처리기술의 강자”  
“꾸준한 사업 영역 확대”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2006년	91	101	-	30	-	28	-
2007년	138	167	66%	51	68%	45	61%
2008년	201	213	27%	63	23%	62	36%
2009년	347	256	20%	66	4%	57	-8%

단위: 억원

해외시장에서의 브랜드 인지도 향상  
**삼영이엔씨 065570**

“삼영이엔씨는 10년펀드 초기부터 보유해온 종목으로, 고객님께도 낯익은 종목일 것입니다. 동사는 선박의 핸드폰인 해상통신장비, 선박의 내비게이션인 항해장비, 방산통신장비를 생산하는 기업입니다.

동사의 실적은 2005년 이후 몇 년 동안 국내 소형선박 감소에 따른 내수매출 부진과 방산부문의 매출감소로 매출과 수익성 모두 정체를 보였습니다. 하지만 2008년, 2009년의 실적은 정체에서 벗어나 새로운 도약이 되는 시발점이 될 것으로 생각됩니다.

이러한 실적개선은 환율의 도움도 있었지만, 그보다는 수출선의 다변화, 전자해도(海圖)제작기술 확보, 원재료 해외조달 확대, 방산매출 증가에 기인하고 있습니다. 그리고 최근 동사는 해외시장에서 브랜드 인지도 향상에 따른 선박용 통신장비 OEM업체로 거듭나고 있습니다. 따라서 삼영이엔씨에 대한 10년펀드의 투자 이유는 2006년~2008년의 배당주 관점에서, 그 이후는 회사의 성장성 주목으로 달라졌다고 할 수 있습니다.

동사의 2010년 실적은 선박의 안전장비와 통신장비에 대한 규정강화에 대응하는 신규아이템의 매출 증가, 국내 항만의 투자 확대, 국내 경쟁사의 생산중단에 따른 반사이익 등으로 높은 성장이 예상됩니다. 물론 실적에 중요한 영향을 미치는 변수인 환율에 대한 주의는 기울여야 할 것입니다. 장기적으로 동사의 성장동력이 될 마리나사업(미국 베링햄사 제휴)과 레저보트사업(프랑스 플라스틱모사 제휴) 역시 주목할 점입니다.



환율 변동이라는 변수가 작용하겠지만 항만 투자 확대와 경쟁사 생산중단에 따른 반사 이익등을 기대할 만 하다.

2005	-
2006	-26%
2007	-15%
2008	+79%
2009	+46%

“선박용 통신장비 시장의 기대주”  
“높아지는 브랜드 인지도를 바탕으로 하는 성장스토리”  
“배당주투자도 유효”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	269	327	-	62	-	45	-
2006년	290	292	-11%	46	-26%	26	-42%
2007년	301	277	-5%	39	-15%	23	-12%
2008년	352	337	22%	70	79%	78	239%
2009년	400	386	15%	102	46%	78	0%

단위: 억원

전세계 3위, 국내 1위의 천적방제업체

## 세실 084450

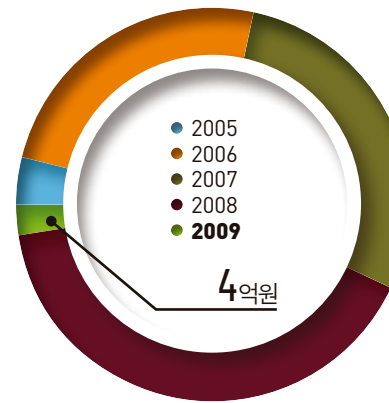
“최근 우리의 먹거리와 관련하여 가장 회자되는 말 중의 하나는 바로 친환경이 아닐까 합니다. 그 친환경농업의 파수꾼 중 하나가 바로 10년펀드가 투자하고 있는 세실입니다. 세실은 천적을 이용한 해충방제사업을 영위하고 있으며, 현재 30여종의 천적을 보유하고 있는 전세계 3위 천적방제업체이고 국내에서는 76%의 시장점유율을 기록하고 있습니다.

저희가 세실을 주목하는 이유는 친환경농업과 관련된 선두업체라는 점과 수출농업을 통한 실적개선을 예상하기 때문입니다. 친환경농업은 정부의 장기적인 농업정책 방향이며, 이를 위해 정부는 2017년까지 9가지 원예작물, 총 5만ha 농지에 천적구입비를 지원할 예정입니다. 동시에 천적을 활용한 농산물 비유통 확대 계획과 함께 곤충산업 규모를 2009년 1,000억원에서 2020년까지 7,000억원으로 육성하겠다는 계획을 밝혔습니다.

다음으로 정부는 2020년까지 농산물 해외수출을 300억 달러로 늘린다는 계획을 발표했습니다. 이 계획의 배경에 친환경농업 육성이 자리잡고 있는 것은 물론입니다. 이와 같은 정책의 최대 수혜자 중 하나는 세실이 될 것입니다.

세실의 자회사인 세이프슈어는 2010년 4월 정부의 최초 지원사업인 첨단 유리온실의 우선협상대상자로 선정되었습니다. 내년부터 경기도 화성의 농장에서 약 10ha 규모의 유리온실사업을 진행할 예정이며, 규모는 2015년 50ha, 2020년 100ha로 확대될 것입니다. 유리온실에서 재배되는 농작물에 대해서는 국내 유통과 함께 해외 수출계획이 잡혀 있어 안정적인 판매가 가능할 것입니다.

영업이익 증감



정부의 친환경농업육성 프로젝트의 최대 수혜자 중 하나가 될 전망. 수출농업을 통한 실적 개선 예상된다.

2005	-
2006	+528%
2007	+16%
2008	+43%
2009	-95%

“이젠 농산물은 친환경이 대세”

“우리나라 농업구조를 바꿀 수 있는 회사”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	36	41	-	7	-	2	-
2006년	134	105	156%	44	528%	40	1900%
2007년	444	135	29%	51	16%	49	23%
2008년	592	184	36%	73	43%	68	39%
2009년	645	100	-46%	4	-95%	3	-96%

동사는 2006년 퓨처시스템을 통해 우회상장 했습니다

단위: 억원

세계 유수의 화학회사가 사용하는 산화방지제 생산

## 송원산업 004430

“송원산업은 플라스틱을 만드는 기초제품인 PE(폴리에틸렌)와 PP(폴리프로필렌)에 첨가되는 산화방지제 부문에서 국내 시장점유율 1위, 세계 시장점유율 2위인 업체입니다. 우리가 사용하는 플라스틱은 공기 중에 노출되면 쉽게 산화되거나 노화가 진행되는데 송원산업이 만드는 산화방지제는 이러한 플라스틱의 산화나 노화를 방지해주는 제품입니다. 현재 Dupont, Dow Chemical 등 세계적인 화학회사가 송원산업의 산화방지제를 사용하고 있습니다.

산화방지제 시장은 2005년에 세계 2위 업체였던 Chemtura라는 회사가 시장가격을 교란시키면서 치열한 가격경쟁이 시작되었습니다. 하지만, 이러한 상황에서도 송원산업은 향후 산화방지제 시장의 성장을 예상하고 2006년 당시 자기자본 규모에 이르는 1,200억원 규모의 대규모 투자를 단행하였습니다. 중동 및 중국지역의 화학플랜트가 늘어날수록 산화방지제에 대한 수요도 증가하기 때문에 동사는 신규 화학플랜트 건설을 겨냥하여 공장을 증설했던 것입니다.

동사는 한동안 Chemtura의 시장교란과 낮은 가동률로 실적 부진을 면치 못했으나, 2위 업체였던 Chemtura는 품질 및 고객서비스 경쟁력을 상실했고, 1위 업체였던 Ciba사는 BASF에 인수되면서 모든 환경이 송원산업에 유리하게 변했습니다. 2위 업체의 몰락과 1위 업체의 피인수는 동사에게 강력한 시장위치를 얻게 만들었고 이를 바탕으로 동사는 2009년부터 강력한 턴어라운드 성공했습니다.

재무구조가 취약함에도 불구하고, 미래를 정확하게 분석하여 대규모 투자를 단행했던 경영진에 대한 믿음과 산화방지제 시장에 대한 분석으로 10년 펀드는 확신을 갖고 송원산업에 투자할 수 있었습니다. 저희의 믿음대로 동사는 턴어라운드에 성공했으며, 지속적으로 기업가치를 향상시킬 수 있을 것으로 기대하고 있습니다.

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,297	2,519	18%	159	492%	96	흑자전환
2006년	1,178	2,363	-6%	35	-78%	-110	적자전환
2007년	589	2,302	-3%	-390	적자전환	-589	적자지속
2008년	1,370	3,699	61%	22	흑자전환	-180	적자지속
2009년	1,726	4,181	13%	398	1,729%	251	흑자전환

단위: 억원

Over 150%

영업이익 증감률 (2005 ▶ 2009)

재무구조의 취약성에도 불구하고, 미래를 위해 과감한 투자 단행해 턴어라운드에 성공했다.

2005	+492%
2006	-78%
2007	적자전환
2008	흑자전환
2009	+1,729%

“산화방지제 시장의 글로벌 플레이어”

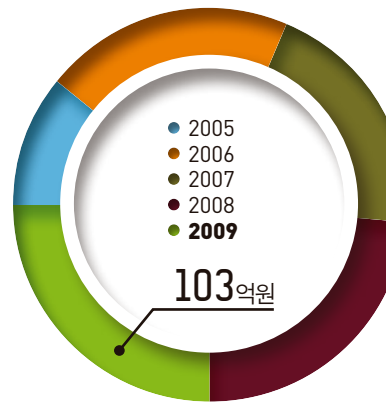
“강력한 턴어라운드에 성공, 이제는 실적으로 보여줄 것”

다양한 제품 포트폴리오 자랑하는  
**신성델타테크** 065350

“신성델타테크는 우산장사와 짚신장사라는 말이 딱 들어맞는 회사인 것 같습니다. 어느 한 사업부문이 부진하면 다른 사업부문이 만회하는 사업구조를 가지고 있기 때문입니다. 당사는 지난 2008년 이후 금융위기 등 경기침체 국면에서도 지속적인 성장을 기록했습니다. 이는 다양한 제품 포트폴리오 및 확고한 고객기반을 보유한 것에 기인합니다. 참고로 2008, 2009년에는 휴대폰부문의 호조가 자동차부문의 부진을 만회했고, 최근에는 휴대폰부문의 부진을 자동차 부문이 보완해주고 있으며 가전부문은 꾸준히 안정적인 매출과 수익을 기록하고 있습니다.

동사는 가전제품과 휴대폰, 자동차에 들어가는 부품을 생산하는 기업입니다. LG 전자의 드림세탁기와 휴대폰, LCD모니터, 르노삼성의 SM시리즈와 QM시리즈 등에서 동사의 부품을 쉽게 발견할 수 있습니다. 2010년에는 LG전자의 가전사업 및 르노삼성자동차의 물량 증가가 안정적인 실적을 견인할 것으로 예상하고 있으며, 하반기부터는 미래의 성장동력이 될 LED모듈과 LED리드프레임에서 매출이 본격적으로 발생할 것입니다. 따라서 2년간 정체된 매출이 다시 성장국면으로 진입할 것으로 생각됩니다. 또한 LED조명사업에 진출하여 국내 대표 가전업체들의 LED조명 부문의 핵심적인 OEM업체 중 하나로 성장할 것으로 예상되기 때문에 동사의 높은 중장기 성장성에 주목하고 있습니다. LG전자 가전을 생산하는 자회사들의 실적 개선에 따른 지분법평가이익 증가도 이익개선에 일조할 것입니다.

영업이익 증감



LED조명사업 진출해 국내 대표 가전업체들의 LED조명 부문 핵심 OEM업체로 성장할 것으로 전망.

2005	+55%
2006	+88%
2007	-3%
2008	+18%
2009	+5%

“우산장사와 짚신장사”  
“LED 등 신규사업 기대”  
“자회사 실적개선 기대”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	418	947	26%	45	55%	61	57%
2006년	475	1,173	20%	85	88%	91	48%
2007년	562	1,423	24%	83	-3%	78	-14%
2008년	612	1,281	-10%	98	18%	76	-3%
2009년	707	1,359	7%	103	5%	88	16%

단위: 억원

뛰어난 반도체 개발 인재를 갖춘  
**알에프세미** 096610

“대한민국의 휴대폰산업은 세계 수준의 경쟁력을 갖추고 있지만, 휴대폰 부품을 만드는 사업은 매우 어렵습니다. 완성업체의 어마어마한 단가 인하 압력을 버텨야 하고, 트렌드의 변화로 부품 구조가 바뀌어버리면 매출이 아예 없어질 수도 있는 위험이 항상 존재합니다.

그러면 휴대폰에서 절대로 없어지지 않을 부품이면서 기술적 진입 장벽까지 갖춘 부품은 무엇일까요? 휴대폰의 핵심 기능인 음성통화와 관련된 부품이라면 아무리 트렌드가 변한다 해도 없어지지 않을 것이고, 품질에도 많은 신경을 써야 하기 때문에 함부로 저가 제품을 채용하기 곤란할 것입니다. 당사는 휴대폰의 마이크에 해당하는 ECM(Electronic Capacitor Microphone)을 구동하는 반도체 칩을 만드는 회사입니다. ECM 칩을 만드는 업체는 전세계적으로 몇 개 업체 밖에 없으며, 당사는 휴대폰용 ECM 칩의 세계 시장 점유율 25% 이상을 확보하고 있습니다. 세계 1위라는 것은 화려한 측면도 있지만, 거꾸로 말하면 더 이상 성장의 여지가 없다는 의미도 됩니다. 그렇다면 동사의 성장은 여기서 끝난 것일까요? 아닙니다. 기존의 ECM 시장에서도 Digital ECM, MEMS MIC, Filter 내장 ECM 등 신제품을 만들어내고 있으며, TVS 다이오드 등의 반도체 소자를 개발하여 TV, LED 등의 새로운 시장에도 진출하고 있습니다.

이토록 작은 기업이 경쟁력을 갖출 수 있는 이유는 인력 덕분입니다. 동사의 연구진은 과거 삼성전자가 4메가, 8메가 DRAM을 세계 최초로 개발할 당시 삼성전자의 연구진과 함께 일하던 인력으로, 소자 설계, 칩 설계, 장비 설계 등 반도체 개발과 관련된 모든 작업을 경험한 이력이 있습니다. 작은 사이즈의 반도체를 만들어내는 것이라면 전세계 누구보다 잘할 수 있다고 자신하는 동사의 미래에서 저희는 한국 전자 부품의 미래를 찾습니다.



ECM칩 뿐만 아니라 끊임없는 신제품 개발을 통해 새로운 수요를 창출. TV와 LED 분야로도 영역 확대.

2005	+44%
2006	+99%
2007	+14%
2008	+0%
2009	+56%

“숨겨진 세계 1위”  
“대한민국 반도체 1세대 기술진”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	77	65	47%	17	44%	17	45%
2006년	105	104	61%	34	99%	28	65%
2007년	180	139	33%	39	14%	35	28%
2008년	234	169	22%	39	0%	56	59%
2009년	276	232	37%	61	56%	48	-14%

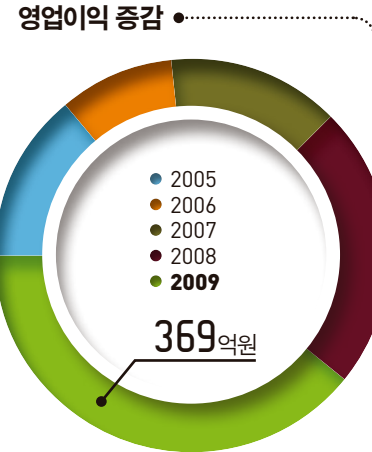
단위: 억원

초정밀 커넥터 부문 세계적  
**우주일렉트로** 065680

“우주일렉트로에는 1993년 설립 이후 해외 업체가 장악하던 고부가가치 커넥터를 국산화시키면서 삼성전자, LG디스플레이 등에 휴대폰 및 LCD용 커넥터를 판매하고 있으며, 초정밀 커넥터 부문에서 세계적인 경쟁력을 보유한 회사입니다.

커넥터는 전자제품 내에서 각 부품들 간의 전기신호 이동을 담당하는, 없어서는 안될 부품입니다. 전자제품의 성능이 좋아지고 크기가 작아질수록, 더 빠른 속도에 대응할 수 있는 동시에 더욱 미세한 크기의 커넥터가 필요합니다. 이러한 IT제품 변화에 대응하기 위해서는 무엇보다도 초정밀 금형 기술과 제작기술을 확보하고 있어야 하는데 이러한 기술력을 가진 회사는 전세계적으로 많지 않으며 우주일렉트로에는 기술력을 보유한 소수 회사 중 하나입니다. 최근 아이폰으로 대표되는 스마트폰은 우주일렉트로에게도 매우 좋은 기회가 되고 있습니다. 스마트폰의 출현으로 기능이 다양해지고 복잡해지면서 늘어나는 데이터량을 처리하기 위해 커넥터의 핀 수가 증가하면서도 크기는 더 작음, 더 높은 기술력의 커넥터가 필요합니다. 따라서 기술력을 확보하고 고객사와 협력 하에 고부가가치인 고사양의 커넥터를 주도적으로 개발하고 있는 우주일렉트로에는 성장의 기회를 잡게 되었고, 실제로 실적이 이를 증명해주고 있습니다.

주요 경쟁사인 일본업체가 금융위기와 엔고로 어려움을 겪는 동안 우주일렉트로에는 기술개발과 원가경쟁력을 바탕으로 시장점유율을 넓혀가는 한편, 이제는 오히려 일본 시장으로 진출하는 계기를 마련할 정도로 성장하게 되었습니다. 우주일렉트로에는 2009년에도 창사 이래 최고의 실적을 달성하며 성장스토리를 이어 나가고 있으며, 뛰어난 현금창출능력과 안정된 재무구조로 기업가치의 지속가능한 성장을 이어나가며 주주가치를 높여줄 수 있을 것입니다.



기술력을 바탕으로 고객사와 협력해 고사양의 커넥터를 주도적으로 개발, 성장의 발판을 마련했다.

2005	+132%
2006	-33%
2007	+47%
2008	+67%
2009	+67%

“스마트폰의 진정한 수혜자”  
“초정밀 금형기술이 거대한 우주를 만든다”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	276	448	85%	133	132%	99	144%
2006년	338	460	3%	90	-33%	71	-29%
2007년	441	650	41%	132	47%	116	64%
2008년	491	902	39%	221	67%	91	-21%
2009년	806	1,597	77%	369	67%	287	215%

단위: 억원

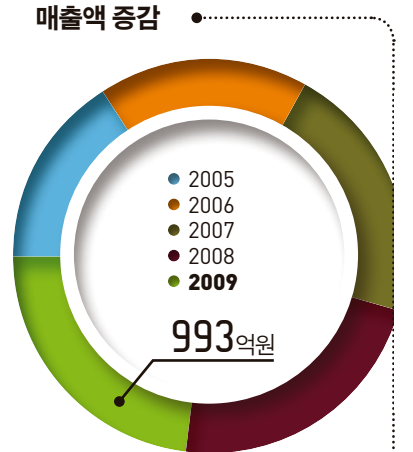
제습기 부문 매출성장 가속화 예상  
**위닉스** 044340

“위닉스는 삼성전자 냉장고/에어컨의 열교환기를 생산하는 부품회사로 시작 하였으나, 이후 완제품 시장으로 진입하여 지금은 공기청정기, 제습기, 정수기 등을 생산 판매하는 회사로 변화하고 있습니다.

2009년부터 시작된 공기청정기, 제습기 부문의 매출 성장은 2010년에는 좀 더 가속화 될 것으로 예상하고 있습니다. 특히 올해는 제습기 부문이 주요 성장 동력이 될 수 있을 것 같습니다. 기존의 1회 사용 제습제가 아닌 영구사용 제습제의 경쟁력을 바탕으로 기존 납품처인 시어스백화점 및 Electrolux의 매출 증대 외에도 추가로 매출처들을 확보한 것이 매출 증가의 주요 요소로 작용할 가능성이 높습니다. 이 외에도 일본시장에서 호평을 얻고 있는 무균 정수기와 미국 시장에서 선전하고 있는 공기청정기 등에서도 꾸준한 매출이 나올 것이라 생각합니다.

그리고 동사는 가전 제품을 만드는 회사에 안주하지 않고, 꾸준한 기술 개발을 통해 신제품 개발과 신사업 확장을 추진하고 있습니다. 아직까지 본격적인 매출이 발생하지는 않으나 에어정수기, 미세먼지 공기청정기 등을 지속적으로 개발하고 있으며, 냉장고/에어컨 열교환기 부품을 개발하며 쌓인 노하우를 바탕으로 지열발전의 주요 부품인 고효율 히트펌프를 자체 제작할 수 있기에 향후 지열부문의 성장성도 기대해 볼 수 있을 것 같습니다.

부품회사에서 완성품 제조/판매 회사로 탈바꿈하면서 좋아지는 실적을 확인하는 동시에, 기존사업의 노하우를 바탕으로 신규 아이템에 대한 성장성까지 겸비하고 있기 때문에 위닉스에 대한 투자는 매력적입니다.



에어정수기, 미세먼지 공기청정기 등 지속적인 기술 개발을 통한 새로운 성장성을 기대해도 좋을 듯 하다.

2005	+9%
2006	+8%
2007	+23%
2008	+6%
2009	+2%

“완제품 생산회사로 변신하면서 수익성 향상”  
“신기술 부문에서 성장잠재력이 있는 회사”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	428	690	9%	1	-95%	-8	적자전환
2006년	409	747	8%	-20	적자전환	-16	적자지속
2007년	444	917	23%	22	흑자전환	47	흑자전환
2008년	455	974	6%	46	106%	20	-58%
2009년	529	993	2%	73	58%	60	203%

단위: 억원

경영진과 연구원들의 유기적 네트워크

## 이엔에프테크놀로지 102710

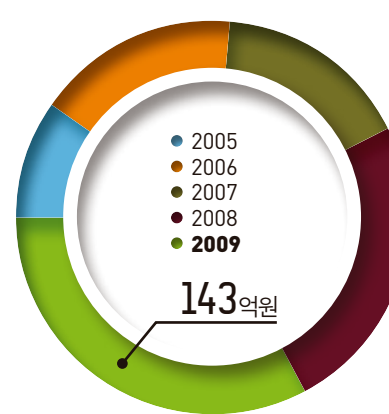
“이엔에프테크놀로지는 LCD, 반도체산업의 전자재료, 케미칼 부분을 제조/판매하는 회사입니다. 주로 생산하는 아이템은 전체 시장의 90% 이상을 점유하고 있는 P세정용 신너, 식각 완료 후 Photo Resist를 제거하는 스트리퍼, 회로 구성을 위한 식각액, 반도체용 모노머, LCD용 컬러페이스트 등입니다.

전자재료 부분은 국내 회사들이 아직 일본 회사들 대비 뒤쳐져 있는 것이 사실입니다. 하지만 점진적으로 국내 전자재료 업체들이 기술 개발을 통해 일본이 차지하고 있는 시장을 확보해 나갈 것으로 저희는 생각하고 있으며, 이 과정에서 동사는 큰 몫을 차지할 수 있으리라 예상됩니다. 화학공학과 출신의 경영진과 연구원들의 개발력 및 네트워크를 통해 새로운 아이템의 개발과 진입이 용이하고, 이를 통해 매출액 증대를 꾸준히 끌어갈 수 있을 것이라 생각합니다.

LCD 생산라인의 증대로 동사의 전자재료/케미칼 부분의 매출이 자연적으로 확대되고 있고, 향후 국내 회사들의 중국 시장 진출이 현실화되면 동사의 중국 진출도 자연스레 이어질 것으로 예상하고 있습니다. 이 외에도 신규 진입 아이템들의 매출 확장 등을 통해 동사가 제조/판매하는 전자재료의 영역은 계속 확대될 것입니다.

전자재료/케미칼 사업의 경우 일정 수준의 마진확보가 용이하기 때문에 매출 증대는 이익의 증대로 이어지는 것이 일반적입니다. 이엔에프테크놀로지는 계속 아이템을 늘려가면서 성장하는 모습을 꾸준히 지켜볼 수 있는 회사가 될 것으로 확신하고 있으며, 저희는 동사의 성장하는 모습을 지켜볼 것입니다.

영업이익 증감



신규 진입 아이템들의 매출 확장을 통해 영역 확대. 이익 또한 증대로 이어질 것으로 전망한다.

2005	+234%
2006	+70%
2007	-2%
2008	+52%
2009	+32%

“반도체/LCD 전자재료/케미칼 부분의 차세대 스타”

“리사이클링 기술로 LCD 신너 부분 사실상 독점”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	101	381	100%	43	234%	36	261%
2006년	155	476	25%	73	70%	54	52%
2007년	213	534	12%	71	-2%	59	8%
2008년	286	717	34%	108	52%	72	23%
2009년	546	951	33%	143	32%	117	62%

단위: 억원

실적의 안정성 확보한

## 유진테크 084370

“유진테크는 반도체 전공정 장비인 LP-CVD 및 플라즈마 장비를 연구, 개발, 판매하는 회사로 2001년 하이닉스의 장비 개발에 성공한 이후 삼성전자 System LSI 사업부, 프로모스 등으로 고객군을 늘리면서 지속적인 발전을 거듭해오고 있습니다. 최근 진행되고 있는 반도체산업의 미세화 공정전환의 가장 큰 수혜를 받는 기업이며, 2009년 말부터 최근까지 뜨거운 주목을 받고 있는 스타주식이기도 합니다.

이는 유진테크의 주력 제품인 LP-CVD가 반도체 핵심 공정인 증착 공정에 사용되는 CVD 장비의 하나인데, 향후 반도체공정이 미세화 될수록 동사의 제품이 사용될 가능성이 높아지기 때문입니다. 플라즈마 장비 역시 미세 공정에 적합한 장비입니다.

유진테크는 제품의 다양화를 꾀하고 있고, 이를 바탕으로 외형 확대를 추구하고 있어, 현재 큰 호황을 맞고 있는 메모리 시장에서 큰 수혜를 받으면서 2009년에 이어 2010년에도 높은 성장성을 유지할 수 있을 것으로 예상됩니다. 그리고 동사가 더욱 매력적인 이유는 실적의 안정성에 있습니다.

메모리 시장의 호황에 따른 신규투자의 수혜를 입는 것은 대부분 장비업체의 공통된 현상입니다. 유진테크가 안정적인 이유는 전방산업인 메모리 시장이 좋지 않은 시기에도 반드시 진행돼야 할 미세화 공정전환 과정에서 지속적으로 동사의 제품이 납품될 수 밖에 없기 때문입니다. 이는 곧 장비업체의 치명적인 약점인 설비투자 사이클에 대한 노출이 상대적으로 매우 낮다는 것입니다.

높은 기술력을 바탕으로 선택과 집중을 통해 가장 잘 할 수 있는 니치마켓을 찾아내고 이에 적합한 제품을 개발하는 능력을 보유하고 있기에 동사는 지속적으로 성장할 것입니다.

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	76	178	4%	47	-1%	46	0%
2006년	175	170	-4%	39	-18%	35	-23%
2007년	229	230	35%	45	18%	61	72%
2008년	158	95	-59%	-22	적자전환	-12	적자전환
2009년	243	488	414%	76	흑자전환	61	흑자전환

단위: 억원

Over 62%

영업이익 증감률 (2005 ▶ 2009)

제품의 다양화 꾀하고 있는 중. 메모리 시장의 호황으로 인해 2010년 높은 성장성을 유지할 수 있을 것이다.

2005	-1%
2006	-18%
2007	+18%
2008	적자전환
2009	흑자전환

“미세화 공정전환의 최대 수혜주”

“투자설비 사이클의 리스크를 최소화할 수 있는 유일한 장비회사”

레이저마커 분야 전세계 1위  
**이오테크닉스** 039030

“이오테크닉스는 반도체용 레이저마커 전문업체로, 현재 주력 아이템인 레이저마커 시장에서 전세계 1위의 시장 지위를 차지하고 있습니다. 레이저는 미세한 가공 작업에 사용되는 현존 기술 중에서 가공능력이 제일 우수하고, 가공 과정의 부산물이 없기 때문에 가공 후 부산물을 제거할 필요가 없어 공정 수를 줄일 수 있고 편리하다는 장점이 있습니다.

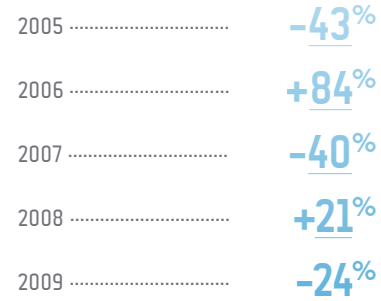
레이저 가공기술을 적용할 수 있는 분야는 아주 다양합니다. 우리가 쓰는 볼펜에 마킹을 하는 일반 마커부터 반도체, 디스플레이, 태양광 등 엄청난 게 많은 전방산업을 갖고 있으며, 이러한 사용영역은 점점 더 확대되어 가고 있습니다. 동사는 다양한 레이저가공장비를 이미 만들고 있거나, 준비중이며 동사의 핵심기술인 레이저 원천기술을 응용하여 다양한 적용을 시도하고 있습니다.

음식 맛이 좋은 식당이 맛의 근본인 장맛이나 국물 맛을 기본으로 다양한 메뉴를 개발하듯이, 이오테크닉스도 레이저 원천기술을 바탕으로 끊임 없이 사업영역과 아이템을 개발할 수 있기 때문에 장기투자 대상으로 매력 높습니다.

이오테크닉스는 당장 돈이 되는 응용기술 개발에만 매달리기보다는 원천기술의 연구와 개발에 끊임 없이 투자하고 노력하는 똑심을 보여 주었습니다. 이 같은 원천기술에 대한 장기투자가 서서히 결과를 맺고 있어 향후 기업의 실적도 지속적으로 상승할 것이라 생각합니다. 원천기술을 바탕으로 '기존 사업영역 내의 굳건한 경쟁력'과 '풍부한 미래 성장동력'을 확보하고 있어 그 가치를 가늠하기 어려운 성장잠재력을 확보한 유망한 기업입니다.



레이저원천기술을 바탕으로 다양한 레이저가공장비 이미 만들고 있거나 준비중. 현실 안주하지 않고 노력.



“음식 잘하는 집은 장맛으로 제품다각화, 이오테크닉스는 레이저로 제품다각화”  
“가치를 가늠하기 어려운 성장잠재력”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	582	644	-1%	68	-43%	59	-36%
2006년	671	859	33%	124	84%	86	46%
2007년	776	812	-5%	74	-40%	70	-19%
2008년	858	1,001	23%	90	21%	97	38%
2009년	924	810	-19%	68	-24%	52	-45%

단위: 억원

뛰어난 제조기술과 고객 대응력  
**인터플렉스** 051370

“인터플렉스는 코리아썬키트의 FPCB(Flexible Printed Circuit Board) 생산부로 출발했으며, 1994년 사업부가 분사되어 설립된 FPCB 전문 생산업체입니다. 국내 FPCB 시장점유율 1위 업체로, 주요 납품처는 삼성전자와 모토로라이며 제품은 대부분 휴대폰에 사용되고 있습니다.

FPCB는 기판이 유연한 특성을 지니고 있어 많은 반복 작동이 일어나는 IT 제품에 꼭 필요한 부품입니다. 이런 측면에서 하루에도 수십 번 열고 닫는 휴대폰에 FPCB가 사용되는 것은 당연할 것입니다. 최근 핸드폰은 멀티미디어 기능이 강화 되고 두께는 더욱 얇아지면서, FPCB에 대한 수요가 계속 확대되고 있습니다.

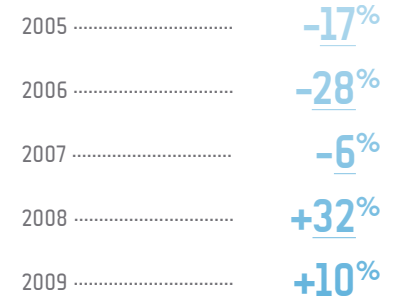
과거에는 경쟁 심화와 단가 인하 압력, 무리한 공장 증설 등으로 동사를 비롯한 대부분의 FPCB업체들의 실적이 악화되며 큰 어려움을 겪은 시기도 있었습니다. 그러나 2008년 이후 국내 휴대폰 업체들의 세계시장 점유율이 증가하면서 FPCB 업황은 개선되었고, 인터플렉스는 고객다변화, 중국 자회사를 통해 성장하고 있습니다.

동사는 한때 삼성 계열 매출비중이 80%에 육박하여 최대 고객의 정책변화에 크게 노출되어 있었으나, 모토로라, RIM 등으로 고객다변화에 성공하여 현재는 삼성 계열 매출 비중을 60%대까지 낮췄습니다. 안정적인 영업기반 구축을 위한 고객다변화는 계속 진행될 것입니다.

인터플렉스는 뛰어난 제조기술과 고객 대응력을 가지고 시장점유율을 확고하게 유지하고 있으며, 스마트폰 등 적용범위가 넓어지면서 기존 매출처의 물량 증가, 고객다변화로 인한 신규 매출 증가, 제품다변화를 통한 매출 확대라는 세가지 축을 통해 지속적인 성장을 이룰 수 있을 것으로 기대됩니다.



안정적인 영업기반 구축할 목적으로 80%에 이르던 삼성 계열 매출 비중을 60%대까지 낮춘 점 눈에 띈다.



“타의 추종을 불허하는 원가경쟁력과 고객 대응력”  
“고객다변화와 제품다변화로 지속적인 성장가능”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,231	2,828	-17%	188	-64%	171	-59%
2006년	1,141	2,033	-28%	-69	적자전환	-73	적자전환
2007년	968	1,919	-6%	-199	적자지속	-160	적자지속
2008년	997	2,538	32%	20	흑자전환	8	흑자전환
2009년	1,227	2,795	10%	161	718%	224	2692%

단위: 억원

꾸준한 수익성 바탕으로 미래 준비하는 기업  
**일진에너지** 094820

“일진에너지는 화공기기의 설계와 제작, 발전소 경상정비, 플랜트 공사 등의 사업을 영위하고 있는 기업입니다. 화공기기관 석유화학 및 정유설비에 사용되는 열교환기, 압력용기, 반응기, 보일러 등을 의미하며 현재 동사 매출의 주력을 이루고 있습니다. 동사의 화공기기 사업부는 국내 정유사 및 석유화학 업체, 국내의 메이저 엔지니어링사 등을 주요 고객으로 확보하고 있습니다.

발전소 경상정비는 발전설비의 일상정비를 의미합니다. 발전설비의 꾸준한 정비와 보수는 전기의 안정적인 생산에 매우 중요한 요소이기 때문에 경기변동과 무관하게 꾸준한 매출이 발생해 동사에게 꾸준하고 높은 수익을 보장합니다. 플랜트 공사는 석유화학 공장과 제철소의 플랜트기기 설치, 배관공사와 유지보수를 수행하며 사업의 특성상 발전소 경상정비와 마찬가지로 꾸준하고도 높은 수익성을 보여주고 있습니다.

일진에너지는 기존 사업부의 수익성을 바탕으로 원자력과 태양광 부분의 신사업 추진에 박차를 가하고 있습니다. 동사는 현재 핵융합 발전에 사용되는 삼중수소 저장 및 공급시스템의 상용화에 성공하였으며 이를 월성 원자력발전소에 제작, 공급하여 기술력을 인정 받았습니다. 또한 2005년 한국형 원자로의 시험단계인 ATLAS 프로젝트를 성공시켜 두산중공업을 통해 납품한 바 있습니다. 추가로 동사는 2008년부터 차세대 성장동력으로 태양광 리액터(Reactor) 제작을 추진해 현재 중국업체에게 장기계약을 통해 제품을 공급하고 있습니다.

기존의 꾸준한 수익성을 바탕으로 미래를 차근차근 준비해 나가는 일진에너지는 장기적인 가치투자의 대상으로서 손색이 없을 것입니다.



원자력과 태양광 부분의 신사업 추진에 속도를 내는 중. 태양광 리액터 제작 추진, 중국업체에 제품 공급하고 있다.

2005	+93%
2006	+21%
2007	+46%
2008	+196%
2009	+0%

“화공기기와 발전소 경상정비의 뛰어난 수익성과 안정성.”

“핵융합기술과 태양광을 통한 새로운 성장동력 발굴”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	77	523	40%	29	93%	20	100%
2006년	109	527	1%	35	21%	24	20%
2007년	238	751	43%	51	46%	40	67%
2008년	354	1,094	46%	151	196%	126	215%
2009년	542	1,008	-8%	151	0%	120	-5%

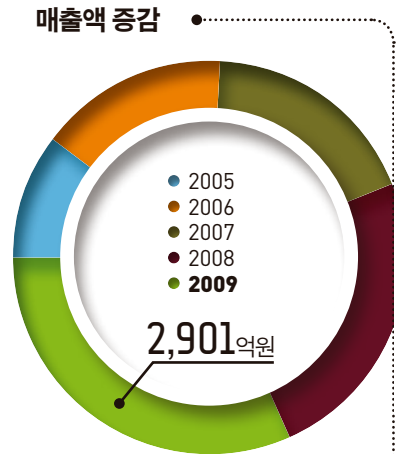
단위: 억원

유수 IT업체들의 고객기반 확보한  
**테크노세미켐** 036830

“테크노세미켐은 1986년에 설립된 반도체 및 LCD에 들어가는 전자재료 공급 업체입니다. 반도체에는 식각재료와 CVD/ALD재료를, LCD에는 Etchant를 주로 공급하고 있습니다. 일상생활에서는 접하기 어려운 제품이다 보니 조금 생소하실 것이라 생각됩니다만, Etchant의 경우 암실에서 사진을 현상할 때 쓰는 현상액과 비슷한 기능이라 보시면 되겠습니다. 반도체와 LCD를 만드는 공정은 매우 복잡하지만 크게 보면 사진의 원리와 비슷한 특성을 가지고 있습니다.

반도체와 LCD 등 첨단산업에 공급되는 제품을 만들다 보니 동사가 공급하고 있는 전자재료 시장은 제품 교체에 대한 저항이 높고 진입장벽이 높아 안정적인 영입이 가능하다는 장점이 있습니다. 또한 동사는 삼성전자, 하이닉스, LG디스플레이 등 우리나라 유수의 IT업체들의 고객기반을 확보하고 있어 이들 업체의 성장을 안정적으로 공유할 수 있다는 장점도 있습니다. 장기적으로는 아직까지 다른 부문에 비해 국산화율이 낮은 전자재료 시장에서 기술력과 대응력 향상으로 일본업체들의 영역을 조금씩 점유해 나갈 것이라고 기대합니다.

동사는 새로운 제품에 대한 끊임 없는 연구를 통해 지속적으로 신규 아이템을 개발하여 저희들도 깜짝 놀라게 하는 실력을 갖추고 있습니다. 2차전지에 들어가는 전해액은 향후 전기자동차 시장확대에 따른 수요가 예상되고, 반도체 관련 제품, 유기재료 부문에서도 연구나 테스트 중인 제품들이 머지않아 좋은 성과를 거둘 수 있을 것으로 생각됩니다. 테크노세미켐이라면 앞으로 한국이 소재강국으로 나아가는 길에 큰 역할을 할 수 있을 것으로 믿습니다.



전자재료 시장 특성상 제품 교체에 대한 저항이 높고, 진입장벽 높아 안정적인 영입을 영유할 수 있다.

2005	+18%
2006	+46%
2007	+18%
2008	+34%
2009	+30%

“끊임 없는 개발과 아이템 확장능력”

“다양한 산업과 고객기반을 보유한 안정 성장주”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	929	967	18%	178	27%	157	28%
2006년	1,187	1,417	46%	317	78%	246	56%
2007년	1,422	1,665	18%	294	-7%	263	7%
2008년	1,558	2,238	34%	304	3%	187	-29%
2009년	1,814	2,901	30%	357	18%	255	36%

단위: 억원

포스코와 해외 공동진출 예정  
**포스코켄텍** 003670

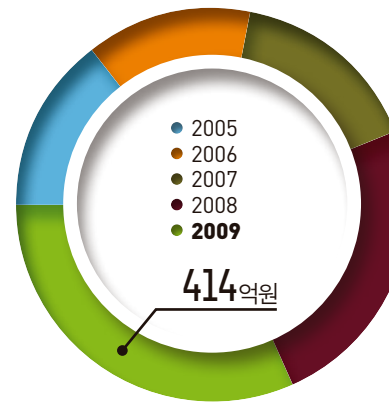
“포스코켄텍은 포스코의 제철 및 제강작업에 사용되는 내화물을 생산하고 이를 설치, 유지, 보수하는 작업을 하는 기업입니다. 내화물은 일반적으로 고온에서도 녹지 않는 비금속재료를 말하는데, 높은 온도의 쇳물이 흘러나오는 고로 등에 반드시 필요한 것이 내화물 제품입니다. 동사는 포스텍이라는 사명을 포스코켄텍으로 변경하고 포스코그룹의 화학전문기업으로 변화를 시도하고 있습니다.

지금까지 동사의 성장이 생석회 등 신규 아이템의 포스코 납품에 의한 것이었다면, 이제는 포스코 내 다양한 화학물의 부산물사업을 통해 성장을 이루고 포스코 2018계획을 실천할 것으로 예상됩니다. 일본의 신일본제철과 JFE스틸이 화학계열사를 통해 2차전지 시장에 진출했듯이, 동사는 제철소 조강생산에서 나오는 부산물인 타르를 원료로 리튬 2차전지의 음극재를 생산할 계획을 밝혔습니다.

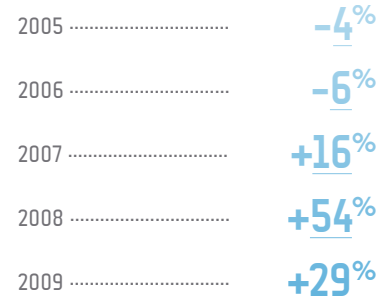
뿐만 아니라 타르를 원료로 고출력에너지 저장부품인 슈퍼커패시터 전극재, 흑연전극봉, 탄소섬유를 생산할 예정이며, 다른 부산물인 조경유를 활용해 벤젠, 톨루엔, 자일렌, 시클로헥산 등 화학산업용 원료도 생산할 예정입니다.

포스코가 인도(1200만톤) 및 인도네시아(600만톤)에 철강공장을 설립하고 해외철강사의 인수를 추진한다는 뉴스를 보셨을 것입니다. 이는 2009년 포스코 조강생산량(3100만톤)의 절반이 넘는 큰 규모입니다. 포스코켄텍도 포스코와 해외에 공동진출을 하게 될 것이며 국내와 같은 비즈니스모델을 적용한다면 해외에서도 좋은 성과를 거둘 수 있을 것입니다.

영업이익 증감



타르를 원료로 리튬 2차전지의 음극재를 생산할 계획. 화학전문기업으로의 변화를 시도하고 있다.



“포스코그룹의 수혜”  
“조강생산량 증가와 또 다른 해외 모멘텀”  
“2차전지 등 포스코그룹 내 성장가치주”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,105	2,502	10%	192	-4%	166	14%
2006년	1,203	2,690	8%	180	-6%	143	-14%
2007년	1,329	2,902	8%	208	16%	169	18%
2008년	1,547	4,469	54%	321	54%	252	49%
2009년	1,830	5,744	29%	414	29%	331	31%

단위: 억원

새로운 아이템을 찾아내는 능력 탁월한  
**파트론** 091700

“파트론은 삼성전자의 핵심 계열사인 삼성전기에서 독립한 전자 부품 회사로, 독립 이후 대기업에서 할 수 없었던 혁신적인 사업 역량을 유감없이 발휘하고 있는 기업입니다.

부품업체가 오래 살아남기 위해서는 기술력, 생산 효율성, 다양한 아이템 라인업, 안정적인 거래선이 필요합니다. 동사는 삼성전기 시절 습득한 기술력과 중국 업체보다도 낮은 가격에 제품을 만들어낼 수 있는 생산 효율성을 보유하고 있습니다. 주력 제품은 유전체필터, 아이솔레이터, 수정발진기, 카메라모듈 등으로 다변화되어 있으며, 삼성전자라는 국내 최대 전자 업체를 주고객으로 삼아 많은 신뢰를 얻고 있어 안정적인 주문을 확보할 수 있습니다.

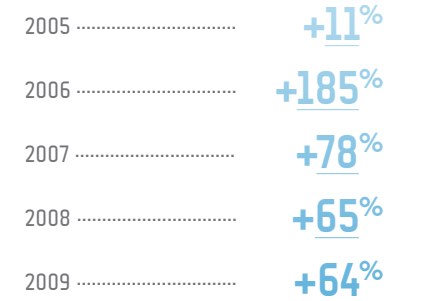
동사의 가장 매력적인 포인트는 경영진이 새로운 아이템을 찾아내는 능력입니다. 현 경영진은 삼성전자 및 삼성전기 시절 기획 및 연구개발에서 다양한 아이템을 접해볼 기회를 가졌으며, 그 경험을 토대로 시장의 요구에 따라 다양하게 제품 포트폴리오를 확장해왔습니다.

삼성전자에 대한 매출 의존도가 높다는 점은 큰 리스크로 작용할 수 있습니다. 하나의 대기업에 종속될 경우 단가 협상에서 매우 불리하며 해당 고객사의 사업이 흔들릴 경우 더 크게 충격을 받습니다. 그러나 동사의 가격 경쟁력은 누구도 따라올 수 없는 수준이기 때문에 단가 협상에서 비교적 유리한 위치를 차지할 수 있으며, 삼성전자의 휴대폰 사업은 경쟁사의 부진을 틈타 좋은 실적을 구가하고 있습니다.

고객사에 필요한 아이템을 찾아내고, 경쟁업체보다 높은 효율로 생산해내는 능력을 통해 동사는 삼성전자가 성장할 때 그 이상의 성장을 누릴 수 있을 것입니다.



가격경쟁력이 뛰어나 단가 협상에서 유리한 고지를 차지하고 있다. 삼성전자 매출의존도 높은 단점.



“차세대 종합부품업체”  
“삼성전자의 성장 x 2”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	144	267	71%	24	11%	15	54%
2006년	356	429	61%	69	185%	56	264%
2007년	509	692	61%	123	78%	97	74%
2008년	693	1,174	70%	203	65%	166	71%
2009년	902	1,922	64%	333	64%	241	45%

단위: 억원

웰빙시대 대응하는 안정적 제품 포트폴리오

**휴온스** 084110

“ 휴온스는 1965년 광명약품공업으로 출발하여 국소마취제를 주력으로 성장했고, 국내 최초로 플라스틱용기 주사제를 개발한 기업입니다. 2003년에 휴온스로 사명을 변경한 이후에는 기존 사업 외에 웰빙의약품(비만치료제, 태반주사제, 비타민주사제 등)과 전문의약품 매출이 급증하면서 안정적인 제품 포트폴리오를 갖춘 증권제약사로 거듭나게 되었습니다.

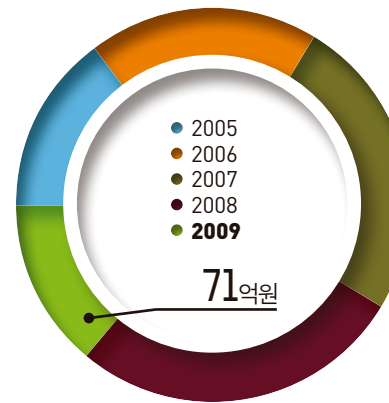
국소마취제는 국내 시장점유율 57%로 독보적 시장지위를 구축하고 있으며, 식욕억제제, 지방분해제, 열생성 및 대사촉진제 등 다양한 비만치료제를 보유하고 있어 웰빙시대에 잘 대응할 수 있는 제품 포트폴리오를 갖추고 있습니다.

2009년은 CGMP 레벨의 제천신공장 완공으로 해외 수출경쟁력을 확보하는 등 동사에게 의미 있는 한 해였지만, 금융위기 이후 경기둔화 영향으로 성장을 견인하던 웰빙의약품의 성장률 둔화, 신공장 증설에 따른 초기 감가상각비 부담으로 실적이 다소 후퇴했습니다.

그러나 웰빙의약품은 약가 인하 정책리스크에 노출되지 않는 고수익 품목으로 향후 경기 회복과 더불어 안정적인 캐시카우 역할을 할 것이며, CGMP 레벨의 신공장 증설로 과거 동남아시아 중심으로 수출되던 국소마취제, 플라스틱용기 주사제들이 미국, 유럽 등 선진국으로 진출할 것으로 예상됩니다.

2008년 세계 최대 안과전문 제약사인 알콘사와 카이넥스(인공눈물) 장기 공급계약을 시작으로 자회사 휴메딕스를 통한 관절염치료제 수출계약을 체결하는 등 꾸준하게 해외시장을 개척하고 있으며, 향후 제천신공장이 안정적인 케도에 안착할 때 한 단계 도약하는 동사의 모습을 기대합니다

영업이익 증감



약가 인하 정책리스크에 노출되지 않는 고수익 품목인 웰빙의약품, 향후 경기회복 후에는 안정적 수익처될 것.

2005	+61%
2006	+28%
2007	+32%
2008	+10%
2009	-50%

“제천 신공장 가동으로 글로벌 CMO(수탁)기업으로의 도약 발판 마련”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	223	386	40%	77	61%	56	85%
2006년	405	481	24%	98	28%	76	35%
2007년	607	630	31%	130	32%	105	39%
2008년	705	744	18%	143	10%	123	16%
2009년	776	809	9%	71	-50%	71	-43%

단위: 억원

국내 유일의 Asher 장비업체

**피에스케이** 031980

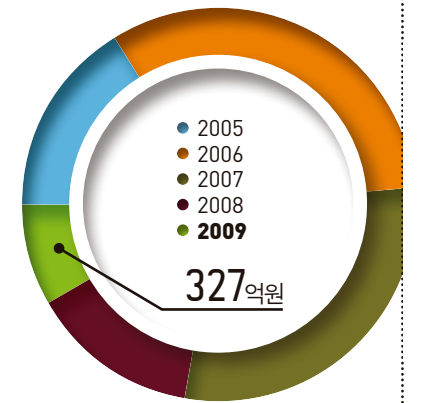
“ 피에스케이는 국내 유일의 Asher 장비업체이자 세계 선두권의 장비업체입니다. 동사는 삼성전자, 하이닉스와 같은 국내 업체뿐만 아니라 대만의 DRAM 업체와 파운드리 업체까지 고객으로 확보하고 있어 고객기반이 넓습니다.

Asher는 반도체 제조 과정에서 반도체 회로를 만드는데 필수공정인 리소그래피 기술에 사용되는 Photo Resist(감광액)를 제거하는 데 필요한 장비입니다. 동사는 1997년 국내 최초로 Ashing 분야 반도체장비 국산화에 성공했으며, 2001년에는 세계 최초로 300mm Asher 양산에 성공한 바 있습니다.

Asher는 반도체 장비에서 작은 틈새 시장이고, 기존 업체가 확고한 시장 지위를 차지하며 과점체제를 형성하고 있기 때문에 후발업체의 진입이 수월하지 않은 편입니다. 또한 반도체의 배선 재료가 알루미늄에서 구리로 전환되고 반도체 공정이 미세화되면서, 회로를 형성할 때 리소그래피 공정을 두 번 수행하는 Double patterning 방식이 적용되고 Ashing 공정이 1개에서 3개로 증가하기 때문에 더 많은 Asher장비가 필요하게 되어 동사의 경영환경이 좋아지고 있습니다. 2010년에는 전방산업의 신규투자와 미세화 공정 전환에 따른 수혜를 직접적으로 누리면서 큰 폭의 성장을 보일 것으로 생각합니다.

피에스케이는 무차입경영과 600억이 넘는 현금성자산 등 우량한 재무구조, 동사만이 보유한 원천적 경쟁력을 가지고 있기 때문에 어려운 상황을 충분히 견딜 수 있는 기초체력을 가지고 있습니다. 따라서 투자자에게는 마음 편히 투자할 수 있는 기업의 조건을 가지고 있습니다. 자금력, 기술력, 시장지배력을 바탕으로 지속적인 기술개발을 통해 산업의 변화에 능동적으로 대처할 수 있는 훌륭한 기업입니다.

매출액 증감



전방산업의 신규투자와 미세화공정 전환에 따른 수혜를 올해 누리면서 큰 성장세를 보일 것으로 예상된다.

2005	+31%
2006	+101%
2007	-11%
2008	-52%
2009	-41%

“선도적인 반도체용 Asher 장비업체”

“기술경쟁력, 시장지배력, 우량한 재무구조를 가지고 있어 마음 편한 주식”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	699	640	31%	120	38%	139	28%
2006년	956	1,289	101%	330	176%	286	105%
2007년	1,141	1,152	-11%	220	-33%	190	-34%
2008년	1,079	550	-52%	-33	적자전환	-49	적자전환
2009년	1,136	327	-41%	-1	적자지속	45	흑자전환

단위: 억원

LCD와 반도체를 아우르는 종합장비회사

DMS 068790

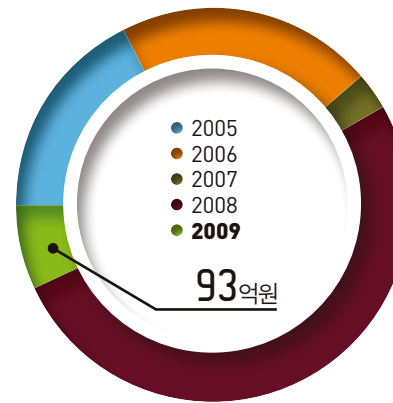
“DMS는 1999년 설립된 국가대표급 장비업체입니다. 기존에는 국내 최고의 LCD 장비업체로 독창적 제품설계에 기반한 탁월한 원가경쟁력과 공정합리화 능력을 갖고 있는 회사로 알려져 있었습니다. 하지만 2009년 기술적 장벽이 높은 반도체 장비 중에서도 가장 어렵다고 하는 반도체용 Dry Etcher 국산화에 성공하여 170억원의 매출을 달성하면서, 이제는 LCD와 반도체를 동시에 아우르는 종합장비회사가 되었습니다.

최근에는 LCD, 반도체 장비에 이어 태양전지장비와 영상증폭관이라는 새로운 성장아이템도 확보하고 있습니다. 태양전지 장비개발 국책과제의 주관사로 선정되어 협력업체와 함께 연구개발을 진행해 왔고, 장비제작이 완료되어 검증 및 공정개선 작업이 진행 중입니다. 그리고, 자회사를 통해 군사용 영상증폭관을 생산하기 시작했으며, 이는 향후 성장성이 기대되는 아이팀입니다.

DMS는 주 고객사인 LG디스플레이를 중심으로, 대만, 중국, 미국 등에 다수의 거래선을 확보하여 고객다변화에 성공하였으며, 이제는 삼성전자에 반도체용 장비를 공급할 정도로 기술력과 경쟁력을 인정받고 있습니다. 이러한 경쟁력과 전방산업의 대규모 투자를 바탕으로 2010년에는 어느 해보다도 양호한 실적을 낼 수 있을 것으로 기대하고 있습니다.

그러나 저희가 DMS에 장기투자를 하며 지켜보는 이유는 일시적인 실적 호전 때문이 아니라, 동사가 기술력과 경영능력을 바탕으로 지속적 성장이 가능하다는 점 때문입니다. 10년전에는 DMS가 공정을 제대로 이해하고 세계시장 어느 곳에서나 통할 수 있는 훌륭한 장비를 낮은 가격에 만들 수 있는 원천적인 경쟁력을 가진 회사라 확신합니다.

영업이익 증감



원가경쟁력, 공정합리화 능력을 고루 갖췄다. 삼성전자에 반도체용 장비 공급할 정도로 기술력 인정 받았다.

2005	-50%
2006	+21%
2007	-86%
2008	+1,603%
2009	-87%

“대한민국 대표 장비회사”  
 “탁월한 원가경쟁력과 독창적 제품설계”  
 “LCD를 넘어 반도체로, 반도체를 넘어 태양광으로”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,175	1,401	-18%	237	-50%	223	-46%
2006년	1,307	1,308	-7%	286	21%	180	-19%
2007년	1,280	883	-32%	41	-86%	79	-56%
2008년	984	2,794	216%	694	1,603%	199	151%
2009년	1,360	1,531	-45%	93	-87%	30	-85%

단위: 억원

공급자 수 제한된 폴리머 시장을 호령하는 알짜 기업

KCI 035670

“KCI의 주력 사업은 샴푸, 린스에 첨가되는 ‘포리머’라는 물질을 만드는 것입니다. 샴푸, 린스용 폴리머 시장은 전세계적으로 연간 수요가 수천억원에 불과할 정도로 작은 규모이지만 시장 진입을 위해서는 까다로운 기술력이 요구되는 전형적인 니치마켓의 특성을 갖고 있습니다. 대기업에게는 너무 작고 영세기업에게는 진입이 어려운 니치마켓은 이미 진입해 있는 기업에겐 낮은 경쟁 강도와 공급자 우위의 시장조건을 선물해 줍니다.

KCI의 주요 고객은 로레알, P&G, 유니레버 같은 굴지의 글로벌 기업들입니다. 이들 기업에 비하면 KCI는 미미한 존재지만, 폴리머 시장에 있어서만큼은 KCI가 우위에 있습니다. 수요자는 많지만 공급자의 수는 제한돼 있기 때문입니다. 최대 고객이라고 해봐야 매출비중이 10% 중반에 불과할 정도로 수요처가 잘 분산돼 있기 때문에 특정 고객에 대한 의존도가 낮아 가격 협상에 유리하고, 이는 결과적으로 이익의 지속성이 높다는 장점으로 연결됩니다.

2009년은 KCI에게 험난한 1년이었습니다. 2008년 대규모 신규 생산설비를 구축하고 프랑스 로디아사로 매출을 확장하겠다는 계획을 세웠으나 원재료 수급 불안으로 이익률은 정상 이하로 하락했고, 새로운 매출처로의 납품은 품질 중복 인증 문제로 예상보다 진행이 지연됐기 때문입니다. 매출 성장이 기대에 미치지 못했기 때문에 신공장의 감가상각비가 이익에 부담이 되기까지 했습니다.

그러나 일시적으로 부진한 실적이 경기에 둔감한 생활소비재 소재 시장을 지배하고 있는 KCI의 기업가치를 크게 훼손한 것은 아니라 판단됩니다. 2010년, 2011년의 성장이 동사의 기업가치를 증대시킬 것입니다.

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	124	114	8%	22	-11%	18	2%
2006년	139	138	20%	21	-3%	18	-2%
2007년	164	179	30%	31	46%	27	55%
2008년	267	225	26%	43	37%	42	53%
2009년	294	247	10%	33	-22%	32	-24%

단위: 억원

Over 50%

영업이익 증감률 (2005 ▶ 2009)

경기에 둔감한 생활소비재 소재 시장을 지배하고 있어 가격 협상 유리하고 결과적으로 이익 지속성도 높다.

2005	-11%
2006	-3%
2007	+46%
2008	+37%
2009	-22%

“약방의 감초, 샴푸의 포리머”  
 “굴지의 글로벌 기업을 상대로 높은 수익성 유지”  
 “확고한 기반을 보유한 니치 플레이어”

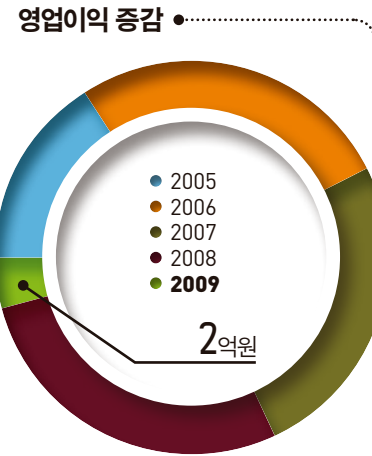
지속적으로 쌓아온 노하우와 R&D능력  
**SKC솔믹스** 057500

“ SKC솔믹스는 반도체 공정 중 식각 공정의 소모성 부품을 주로 개발, 생산하고 있습니다. 동사의 경우 설립 초기에는 소재를 공급받아 제품을 만들던 가공 매출에 주력했으나, 점차적으로 소재(AI2O3, SiC, AlN, Si) 생산을 내재화하여 소재 중심 기업으로 변화하고 있습니다. 소재내재화는 동사의 매출원가를 낮춰주는 역할을 하고 있고 이는 경쟁사 대비 가격경쟁력을 확보하게 하여 경쟁력을 높일 수 있는 요소가 될 것이라 생각합니다.

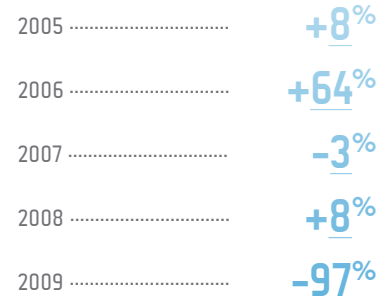
반도체 소기업체들의 실적악화 및 메모리 반도체 생산 감소로 인해 2009년은 소재업체들에게 어려운 한 해였습니다. 특히 반도체 소재 비중이 높은 SKC솔믹스의 경우에는 최악의 한 해였다고 할 수 있습니다. 그러나 2010년에는 반도체 가격 상승으로 반도체 소기업체들의 실적이 좋아지고 있으며, 생산량도 늘어나고 있는 상황이므로 동사의 실적이 뚜렷이 회복될 가능성이 높습니다.

태양광산업의 진출을 결정한 2010년은 변화의 원년이 될 것 같습니다. 동사는 SK그룹 내에서 태양광용 폴리실리콘 잉곳과 웨이퍼를 전담하게 되었으며, 이를 위해 본격적인 투자가 시작되기 때문입니다. 이미 태양광용 잉곳보다 기술적으로 높은 수준인 반도체용 잉곳을 생산하고 있기 때문에 기술적인 문제는 크지 않을 것으로 판단되며, 고객사 확보에 있어 SK그룹의 브랜드는 큰 도움이 될 것입니다.

지금까지 동사가 쌓아왔던 소재 관련 노하우와 R&D 능력을 감안할 때 성장의 가능성은 충분하다고 판단됩니다. SKC솔믹스의 눈부신 변화를 기대해 봅니다.



SK그룹 내에서 태양광용 폴리실리콘 잉곳과 웨이퍼를 전담하게 되어, 올해 본격적인 투자가 이루어지기 시작.



“지속적인 기술력 축적”  
“SKC 자회사 편입에 따른 성장 가능성”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	258	272	15%	40	8%	41	15%
2006년	312	369	36%	66	64%	48	17%
2007년	386	442	20%	64	-3%	49	1%
2008년	853	523	18%	69	8%	69	41%
2009년	853	451	-14%	2	-97%	7	-89%

단위: 억원

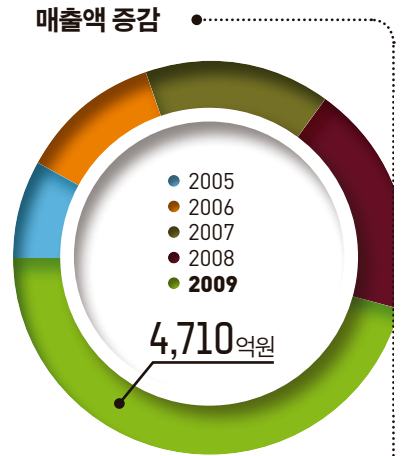
노키아의 힌지 모듈 부문 협력사  
**KH바텍** 060720

“ KH바텍은 1992년에 설립된 휴대폰 부품 회사로, 금속 다이캐스팅 기술을 바탕으로 고객사에게 휴대폰 단품 및 힌지 모듈을 공급하고 있습니다. 금속 다이캐스팅 기술은 난이도가 높아 동사 역시 오랜 기간 적정 수율에 도달하기 위해 많은 어려움을 겪었습니다. 기술이 축적되면서 동사는 마침내 이 문제를 해결해냈고, 2006년 노키아와 힌지 모듈 부문에서 본격적인 협력을 시작하면서 실적은 빠르게 성장하고 있습니다.

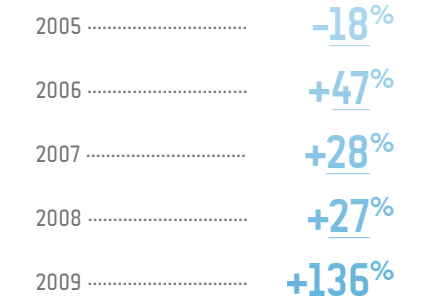
동사는 국내 휴대폰 부품회사들이 모두 진출하고 싶어하는 노키아를 주 거래선으로 가지고 있으며, 최근 신규 모델에서는 부분 EMS까지 하게 됨에 따라 노키아와의 관계가 점점 더 발전하고 있는 것을 확인할 수 있습니다. 특히 2009년에는 N97이라는 노키아의 전략 스마트폰을 독점적으로 공급함에 따라 동사의 실적이 놀라울 정도로 좋아졌습니다.

동사는 금속 다이캐스팅 기술과 이에 상응하는 설비, 그리고 이를 뒷받침하는 금속 소재 개발 능력을 통해 진입장벽을 형성하고 있지만, 동사의 위치를 넘보는 여러 강력한 경쟁자들이 존재하기 때문에 긴장의 끈을 늦추지 않고 있습니다. 특히 휴대폰 부품 사업은 고객사의 정책이 실적에 절대적인 영향을 미치므로, 고객사 상황과 휴대폰 트렌드에 대한 연구도 지속적으로 진행하고 있습니다.

최근 휴대폰 트렌드가 스마트폰으로 진행됨에 따라서 슬라이드의 차용이 확대될 것으로 예상되며, 이에 따라 동사의 힌지 모듈 및 관련 부품 수요가 증가할 것으로 예상됩니다. 향후에도 2009년의 호조를 계속 이어가기를 기대해봅니다.



스마트폰의 대세로 인해 슬라이드 차용 확대될 전망. 곧 힌지 모듈 및 관련 부품 수요 증가해 실적 향상 기대된다.



“노키아를 공략한 국내 휴대폰 부품 회사”  
“금속 다이캐스팅 및 소재 개발의 기술적 진입장벽”  
“고객사 확대를 통한 매출의 안정성 확대”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	761	833	-18%	-1	적자전환	13	-91%
2006년	711	1,223	47%	-24	적자유지	-26	적자전환
2007년	674	1,570	28%	45	흑자전환	-36	적자유지
2008년	991	1,996	27%	226	402%	300	흑자전환
2009년	1,629	4,710	136%	771	241%	583	94%

단위: 억원

# 복합유형

**복합유형**은 가치투자의 새로운 운용전략이 아닙니다. 여러 가치투자 운용전략이 복합적으로 적용된 종목들을 하나로 묶어 구성한 부분입니다. 따라서 복합유형의 종목들이 저PER, 저PBR, 프랜차이즈/지주회사, 성장주와 비교하여 서로 우월을 가리는 것은 전혀 의미가 없습니다.

**저PBR** 자산주는 주가가 기업이 보유한 유형자산의 가치에 비해 낮은 수준에 있는 주식입니다. 자산주투자에서 가장 중요한 것은 유형자산의 가치를 정확하게 산출해 내는 것입니다. 숫자로는 높은 가치를 가진 자산이 실제로는 무의미한 경우가 있으며, 반대로 장부상에는 적은 금액으로 잡힌 자산이 몇백억, 몇천억의 가치를 가지고 있을 수도 있기 때문에 자산 내역을 꼼꼼하게 분석해야 합니다.

**프랜차이즈** 프랜차이즈는 브랜드, 기술력, 규제 등과 같이 진입장벽으로 작용하여 경쟁자와 상관 없이 기업이 이익을 낼 수 있는 원천을 말합니다. 프랜차이즈는 미래에 발생할 이익의 불확실성을 상당 부분 감소시키기 때문에 비슷한 규모의 이익을 창출하더라도 프랜차이즈를 보유하지 못한 기업에 비해 기업가치가 높다고 할 수 있으며, 가치투자자들 특히 워렌버핏이 제일 선호하는 유형의 주식입니다.

**지주회사** 자회사의 가치는 보유 주식수에 주가를 곱한 금액 이상의 가치를 가지게 되는데 이를 경영권 프리미엄이라 부릅니다. 이러한 프리미엄의 가치는 평소에는 잘 드러나지 않으나 M&A, 지분변동과 같이 기업지배구조에 큰 변화가 생길 때 주가에 반영됩니다.

**성장주** 성장주는 가치투자와 어울리지 않는다는 것이 일반적인 시각이며 일견 타당한 견해입니다. 그러나 가끔은 시장의 판단이 잘못되거나 기업의 성장성을 놓쳐버리는 일이 생기곤 합니다. 이는 보통 2가지 이유 때문인데 첫째는 무관심이고 둘째는 성장의 잠재력을 과소평가하기 때문입니다.



시장지배력을 통한 꾸준한 이익 창출

**가온전선** 000500 저PER | 저PBR | 프랜차이즈

“가온전선은 LS전선, 대한전선 등과 함께 국내 전선시장을 과점하고 있으며 60년 이상의 업력을 가진 전문 전선업체로, 설립 이래 계속 흑자를 기록할 정도로 안정적인 사업을 영위하고 있습니다. 계열사를 통해 안정적으로 원재료를 조달하고, 원재료 가격상승을 제품가격에 반영시킬 수 있는 시장지배력이 있어 이익의 안정성이 높은 편입니다.”

동사는 2006년 구자엽 부회장의 대표이사 취임 이후 강한 리더십을 기반으로 기업수준이 한 번 도약했고, 2009년 다시 한 번 큰 폭의 성장을 달성하며 주주인 저희를 깜짝 놀라게 하였습니다. 원재료인 동가개의 상승이 성장의 주요 원인이지만 고부가가치 제품 포트폴리오 구축, 원가개선 노력 역시 성장에 크게 기여했습니다. 2009년의 우수한 실적은 동사의 경영능력 및 사업의 안정성을 다시 한 번 확인할 수 있는 좋은 기회라 하겠습니다. 전선시장에서 성장성이 높은 것은 초고압선 분야이나 초고압선을 생산하기 위해서는 대규모 투자가 필요합니다. 가온전선의 주력 제품은 초고압선이 아닌 일반전선이기 때문에 전선사업에서 높은 성장성을 기대하기는 어려우나, 대신 투자부담 없이 꾸준한 이익을 얻을 수 있습니다. 향후에는 동사가 오래 준비한 신소재 등 신규 아이템에서 가시적인 성과를 이루면서 성장을 도모할 수 있을 것으로 생각합니다. 2010년에는 기존의 안정적인 전선사업과 다양한 신규사업을 통해 안정성과 성장성을 겸비한 기업으로 거듭날 것으로 기대합니다. 꾸준히 높은 배당성향을 유지하는 주주친화적 경영과, 군포 및 전주에 위치한 생산부지의 높은 자산가치 역시 매력적인 투자포인트입니다.

**Over 108%**

영업이익 증감률  
(2005 ▶ 2009)

주력 제품이 일반전선으로 높은 성장성을 기대할 수는 없지만 투자부담없는 이익 기대 가능.

2005	+5%
2006	+78%
2007	+11%
2008	-26%
2009	+43%

“사업의 안정성은 기본”  
“오래 준비해온 신규 아이টে으로 성장 도모”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,482	4,983	22%	149	5%	91	0%
2006년	1,647	6,852	38%	266	78%	186	104%
2007년	1,781	7,663	12%	294	11%	178	-4%
2008년	1,854	8,058	5%	218	-26%	124	-30%
2009년	2,034	6,227	-23%	310	43%	206	65%

단위: 억원

다양한 제품 개발 위한 노력

경농 002100 제PER | 제PBR

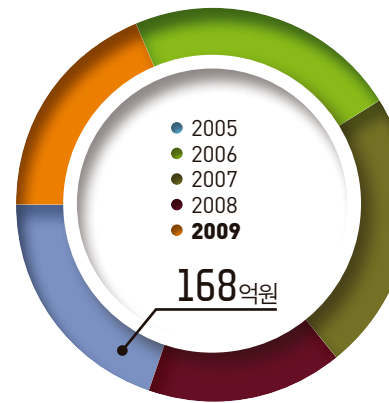
“경농은 농업을 지원하는 농약시장을 개척해 왔던 기업으로, 현재는 동부하이텍에 이어 시장점유율 2위를 기록하고 있습니다. 국내 농약시장은 안정적인 유통망과 다양한 제품군을 확보한 메이저 업체가 강세를 보이고 있으며, 상위 3개사가 시장의 40% 이상을 점유하는 과점 형태의 모습입니다.

농약산업은 산업의 구도와 경쟁관계가 크게 변하지 않기 때문에 성장성이 높지 않은 대신 안정성은 높은 편입니다. 매출액도 대규모 장기계약을 통해 어느 정도 금액이 확정되기 때문에 큰 폭의 수진은 아니지만 꾸준한 상승이 가능합니다. 2008년에는 수익성에 큰 영향을 미치는 환율 상승으로 인해 원가율이 상승하면서 수익성이 악화되었지만, 2009년에는 이러한 환율 인상분을 어느 정도 가격에 반영하면서 수익성을 다시 회복하는 모습을 보였습니다.

농업은 사양산업으로 여겨져 왔으나 최근에는 인구가 많은 중국, 인도 등의 경제력 증대, 환경파괴로 인한 기후 문제로 안정적인 식량자원 확보에 대한 우려가 제기되면서 전세계적으로 관심이 높아진 산업이 되었습니다. 또한 친환경에 대한 관심이 높아지면서 농업이 더 이상 사양산업이 아니라 성장산업으로 인식되고 있는 점도 큰 변화입니다. 경농 역시 이러한 변화 속에서 경쟁력을 유지하고 새로운 산업트렌드에서 살아남을 수 있도록 다양한 제품을 개발하기 위한 연구가 이루어지고 있습니다. 이와 같이 산업에 대한 시각변화와 기업의 노력이 맞물려 기업가치에 대한 평가가 새롭게 이루어질 것입니다.

경농은 풍부한 현금성 자산과 매도가능증권 등 우수한 자산가치를 보유하고 있으며, 안정적으로 성장하는 수익가치와 5%에 이르는 배당수익률을 감안할 때 현재 주가는 매력적인 수준입니다.

영업이익 증감



현금성 자산과 매도가능증권 등 자산가치 풍부하고 배당수익률 5%에 달하며, 성장 기대할 수 있는 기업.

2005	+62%
2006	+19%
2007	+3%
2008	-30%
2009	+22%

“천천히, 그러나 꾸준히 성장하는 진정한 가치주”  
“이제 농업은 성장산업”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	984	1,185	5%	161	62%	90	95%
2006년	1,074	1,221	3%	191	19%	133	48%
2007년	1,216	1,290	6%	198	3%	150	13%
2008년	1,368	1,397	8%	137	-30%	116	-23%
2009년	1,456	1,498	7%	168	22%	168	45%

단위: 억원

경북지역 도시가스 독점 사업자

경동가스 012320 제PER | 제PBR | 프랜차이즈

“경동가스는 울산/경북 지역의 도시가스 사업자로 지역 독점 사업자이기 때문에 이익의 안정성이 높다는 장점을 가지고 있습니다. 하지만 경동가스의 매력은 이것만이 아닙니다. 난방용 가스가 매출의 대부분을 차지하는 다른 도시가스사업자와 달리, 경동가스의 매출에서는 산업용 가스의 비중이 절대적입니다. (2009년 기준 전체 매출의 72%) 난방용 가스 수요는 경제상황보다는 기온의 영향을 더 많이 받지만, 산업용 가스는 공장 가동률과 밀접한 연관 관계를 맺고 있기 때문에 경동가스의 매출은 울산지역 기업들의 업황에 큰 영향을 받습니다. 안정적인 사업이라 인식되는 도시가스 기업이지만 실제로는 상당히 지역경기에 민감한 것입니다.

경동가스의 주요 거래처는 SK에너지, 현대차, 삼성SDI 등 한국을 대표하는 수출기업들입니다. 금융위기 이후 이들 기업들의 가동률이 일시적으로 크게 감소했다가 2009년 하반기부터 상황이 호전되면서 경동가스의 가스 판매 역시 빠르게 증가하고 있습니다. 게다가 고유가로 인해 LNG가 병커 C유, 나프타의 대체재로 부각되면서 지역 내 산업생산량의 증가 이상으로 가스판매량이 크게 늘고 있습니다. 2009년 말부터 2010년 초까지 판매량 증가율은 전년 대비 40~50% 증가했는데, 시장은 이러한 성장세를 전혀 모르고 다른 가스 업체와 같은 기준으로 동사의 주가를 평가하고 있습니다. 도시가스 공급량이 매년 급성장하고 있고 수요량이 큰 대기업 비중이 높아, 경동가스는 국내 도시가스 업체 중 단연 최고의 배관효율을 보이고 있습니다. 높은 배관효율은 비슷한 공급마진 하에서 훨씬 더 많은 이익을 창출할 수 있다는 뜻입니다. 판매량이 빠르게 확대되고 있는 도시가스 업체라는 것과 높은 효율성을 감안할 때 경동가스의 주가는 지금보다 상당히 높은 수준이 합리적일 것입니다.

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,759	4,545	14%	183	16%	165	11%
2006년	1,921	5,546	22%	210	15%	186	13%
2007년	2,112	6,136	11%	208	-1%	214	15%
2008년	2,355	8,904	45%	343	65%	278	30%
2009년	2,592	9,340	5%	256	-26%	242	-13%

단위: 억원

**Over 40%**  
영업이익 증감률 (2005 ▶ 2009)

도시가스 공급량 매년 급성장 추세. 지역 특성상 대기업의 수요량이 높아 국내도시가스 업체 중 최고 배관효율.

2005	+16%
2006	+15%
2007	-1%
2008	+65%
2009	-26%

“높은 산업용 매출비중”  
“울산지역 경기회복의 수혜주”  
“높은 성장성과 업계 최고의 효율성”

넥센타이어 지분 보유한 지주회사

**넥센** 005720 제PER | 제PBR | 지주회사

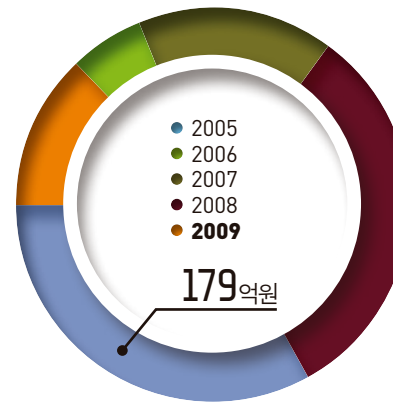
“ 넥센은 동아타이어처럼 타이어튜브를 생산하고 있으며, 넥센타이어 지분 31.61%를 보유하고 있는 사업 지주회사입니다. 넥센은 타이어튜브를 만들고, 자회사인 넥센타이어는 승용차에서 사용되는 튜브리스나 래디얼 타이어를 만들어 전세계에 수출하고 있습니다.

그런데 이상하게도 넥센의 현재가치는 넥센타이어의 지분가치에도 훨씬 미치지 못하고 있습니다. 4월 현재 넥센타이어의 시가총액을 감안한 보유지분 가치는 1,700억원이 넘는데, 넥센의 시가총액은 1,200억원 수준에서 거래되고 있습니다. 넥센은 넥센타이어 지분 뿐만 아니라 기타 자회사들도 보유하고 있고, 자체 사업에서도 지난해 179억원의 영업이익을 올렸습니다. 즉 넥센을 매수한다면 넥센타이어를 시가보다 저렴하게 사는 동시에 매년 영업이익과 기타자회사를 공짜로 얻게 되는 것과 같습니다.

넥센 가치의 많은 부분을 차지하고 있는 넥센타이어의 가치가 하락하면 어떨지 걱정하는 분이 계실지도 모르겠습니다. 최근 고무가격의 상승이 타이어 업체의 수익성에 부정적 영향을 미칠 우려가 있습니다만, 고무가격에 맞춰 가격상승이 순조롭게 이루어지고 있고, 교체용 타이어 위주에서 신차용 타이어에 대한 공급이 늘어나면서 중장기적으로 기업가치가 긍정적인 방향으로 움직일 것으로 판단됩니다. 그리고 무엇보다 넥센타이어의 주가는 여러 측면에서 현재 고평가 상태로 보기 어렵습니다.

‘시양산업의 꽃’으로 불리는 동아타이어의 매력과 자회사 넥센타이어를 통한 성장성을 동시에 갖춘 넥센을 보면 주식시장이 과연 효율적인가에 대한 질문이 하고 싶어집니다.

영업이익 증감



신차용 타이어에 대한 공급 늘어나는 추세. 넥센타이어는 그 기업가치가 긍정적인 방향세를 탈 것이다.

2005	-40%
2006	-53%
2007	+169%
2008	+96%
2009	+3%

“동아타이어와 타이어튜브 시장을 양분”  
“자회사 넥센타이어의 지분가치에도 못미치는 주가”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,707	1,449	-8%	70	-40%	117	-31%
2006년	1,690	1,265	-13%	33	-53%	-54	적자전환
2007년	1,815	1,399	11%	89	169%	119	흑자전환
2008년	2,072	2,165	55%	174	96%	208	75%
2009년	2,502	1,885	-13%	179	3%	462	122%

단위: 억원

성장성 낮은 산업 핸디캡 극복한 성장세

**대덕GDS** 004130 제PER | 제PBR

“ 대덕GDS는 대덕그룹 계열의 전문 PCB 생산업체입니다. PCB는 전자제품에서 반도체 칩과 주변 장치들 간의 정보전달 역할을 담당합니다. 용도에 따라 다소 차이는 있으나 일반적으로 PCB 자체가 첨단기술을 요구하지는 않으므로 진입장벽이 낮으며, 가격, 납기 등 고객요구에 대응할 수 있는 능력이 주요한 경쟁요소입니다. 또한 원자재의 가격 변동에 노출되어 있고, 고객의 단가 인하 압력도 존재하므로 경쟁력이 약하면 이익을 내기 어려운 산업입니다. 이로 인해 많은 경쟁사들이 퇴출된 상황입니다.

그런데 PCB산업이 진입장벽이 낮다고 말씀 드렸지만, 중요한 경쟁요소인 가격과 적시 납기에서 강력한 경쟁력을 확보한다면, 그것 자체가 진입장벽이 될 수 있습니다. 대덕GDS는 높은 원가경쟁력과 고객대응력으로 진입장벽을 만들고, 큰 폭의 성장을 지속하는 기업입니다. 가전용 PCB시장에서 확보한 시장지배력과 안정적인 현금흐름을 바탕으로 제품 라인을 확대해 나가고 있습니다.

대덕GDS는 성장성이 낮은 산업 속에서도 지속적인 성장을 유지하며 안정적인 수익과 현금창출 능력을 보이는 기업이며, 1,400억원이 넘는 현금성 자산과 무차입 경영으로 우량한 재무구조를 확보하고 있고, 주주배당도 꾸준한 매력적인 기업입니다.

동사는 2008년의 KIKO 손실, 2009년의 공장화재 등 여러 악재가 있었음에도 불구하고 전방산업의 회복과 본연의 경쟁력으로 2009년에 창사이래 최고의 실적을 달성하며 기업가치를 높이고 있습니다. 앞으로도 지속적인 성장과 현금창출 능력을 바탕으로 주주의 부를 높여줄 기업으로 남을 것을 의심치 않습니다.

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	2,652	2,715	9%	121	-24%	186	-8%
2006년	2,696	2,736	1%	122	0%	125	-33%
2007년	2,784	2,559	-6%	83	-32%	158	27%
2008년	2,623	2,617	2%	223	170%	-103	적자전환
2009년	3,055	3,654	40%	418	88%	325	흑자전환

단위: 억원

**Over 245%**

영업이익 증감률 (2005 ▶ 2009)

높은 원가경쟁력과 고객대응력으로 진입장벽을 높게 구축. 무차입경영으로 우량한 재무구조를 확보한 기업이다.

2005	-24%
2006	0%
2007	-32%
2008	+170%
2009	+88%

“진입장벽이 낮은 산업에서 높은 진입장벽을 구축한 기업”  
“최고의 원가경쟁력과 우수한 재무구조”  
“KIKO 손실, 공장화재 위기를 뛰어넘는 저력”

높은 성장을 지속세 이어갈

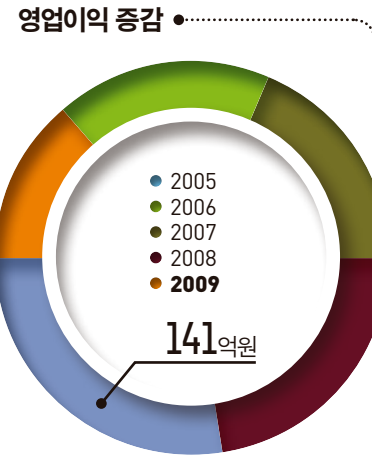
## 대원제약 003220 제PER | 성장주

“최근 제약업계는 정부의 강력한 약가규제와 리베이트 척결정책으로 대부분 제약사들의 매출성장률이 둔화되는 모습을 보여주고 있습니다. 이러한 저성장 기조 속에 동사는 전문의약품 중심으로 최근 5년간 매년 20% 수준의 괄목할만한 성장을 보여주었으며 2010년 또한 과거의 성장을 지속할 것으로 전망되는, 작지만 강한 회사입니다.

주요 품목인 진해거담제 ‘프리비투스’와 식욕촉진제 ‘메게스트롤’을 통해 과거 의원중심의 영업에서 종합병원 시장으로 점차 유통망을 넓혀가며 매출처를 확장하였으며, 국내 12호 신약인 관절염치료제 ‘펠루비정’을 통해 신약 개발에도 투자를 아끼지 않고 있습니다. 또한 전문의약품 외에도 투자 여력이 없는 소형 제약사들의 약을 대신 생산해주는 수탁 생산 매출을 통해 동사는 성장을 지속하고 있습니다.

금년에도 과거의 높은 성장률은 지속될 전망이며, 기존 품목들의 고른 성장과 더불어 자체개발신약인 ‘펠루비정’의 적용 확대, 이머징 국가로의 수출확대가 예상되고 있습니다. 특히 수출부문은 2007년 47억원, 2008년 71억원, 2009년 92억원의 매출을 기록하였으며, 중남미, 중국 등의 성공적인 시장정착에 따라 꾸준한 수출 확대가 기대되고 있습니다.

동사는 성장률이 20%가 넘는 회사임에도 불구하고 주가는 저평가된 수준에 머물러 있습니다. 향후에도 신약과 제품라인업 구축을 통한 영업망 확대를 통해 지속적인 성장이 기대되며, 그 성장을 투자자의 입장에서 함께 지켜보고 싶은 기업입니다.



자체 개발 신약인 ‘펠루비정’의 수출확대 기대. 중남미와 중국 시장 성공적으로 정착했다는 평가.

2005	+97%
2006	+29%
2007	+4%
2008	+21%
2009	+21%

“국내 제약업계 최고 수준의 성장률”  
“작지만 강한 회사”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	437	473	18%	71	97%	48	172%
2006년	504	601	27%	91	29%	56	17%
2007년	569	744	24%	95	4%	78	39%
2008년	608	907	22%	116	21%	77	-2%
2009년	764	1,159	28%	141	21%	98	27%

단위: 억원

소비자들의 니즈를 읽는 신제품 부지런히 개발

## 동서 026960 프랜차이즈 | 지주회사

“동서는 맥심커피로 우리에게 잘 알려진 동서식품의 모회사입니다. 고객님도 즐겨 드시는 맥심커피는 우리나라 인스턴트 커피의 72%, 커피믹스의 80%를 점유하고 있는 절대적인 강자입니다. 또한 동서는 자회사들을 통해 필라델피아 치즈케익 등의 식품사업과, 포장사업, 유통사업 등의 다양한 사업들을 영위하고 있습니다.

실적에서 보듯이 동서는 금융위기 속에서도 지속적으로 우수한 실적을 기록하였고, 원재료 가격과 환율상승으로 수익성이 후퇴하던 여타 식품업체와는 다른 모습을 보여주고 있습니다. 한 때는 원두커피 문화의 급속한 확산으로 동사의 커피사업이 타격을 받지 않을까 하는 염려도 있었지만, 아라비카 원두를 이용한 신제품 출시, 스타벅스커피 제조대행 등으로 빠르게 대응하면서 오히려 사업영역을 넓혀가는 모습입니다.

이처럼 동서는 시장의 변화에 적극적으로 대응하여 다양한 신제품을 출시하며 소비자들의 변하는 니즈를 충족시키는 능력을 보유하고 있습니다. 또한 2009년에는 순이익 규모를 넘어서는 마케팅비용을 지출할 정도로 브랜드가치와 소비자 충성도를 높이는 노력도 계속하고 있습니다. 다른 업체들도 히트상품을 내놓을 수는 있겠지만, 동서처럼 지속적으로 소비자의 변화를 만족시키기는 어려울 것입니다.

또한 2009년 말 기준으로 2,900억원의 순현금을 보유하는 등 자산가치와 재무구조 역시 매우 우량합니다. 매년 이익의 30%를 배당하는 등 일관성 있는 주주정책도 흠잡을 곳이 없습니다. 시장이 동서의 진가를 인정할 때까지 언제라도 함께 하고 싶은 마음이 드는 주식입니다.

Over 87%

영업이익 증감률 (2005 ▶ 2009)

최근 아라비카 원두를 이용한 신제품을 출시, 스타벅스커피 제조대행하는 등 빠른 시장 대응으로 사업영역 넓힘.

2005	+2%
2006	+7%
2007	+4%
2008	+23%
2009	+37%

“인스턴트 커피의 최강자 맥심”  
“소비자의 마음을 읽는 회사, 브랜드 가치도 탁월”  
“우수한 재무구조와 주주정책”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	3,890	2,202	1%	215	2%	669	25%
2006년	4,336	2,220	1%	230	7%	639	-4%
2007년	4,911	2,352	6%	240	4%	765	20%
2008년	5,608	2,823	20%	294	23%	901	18%
2009년	6,429	3,088	9%	403	37%	1,078	20%

단위: 억원

원가경쟁력, 시장지배력 갖춘

# 동아타이어공업 007340 제PER | 제PBR

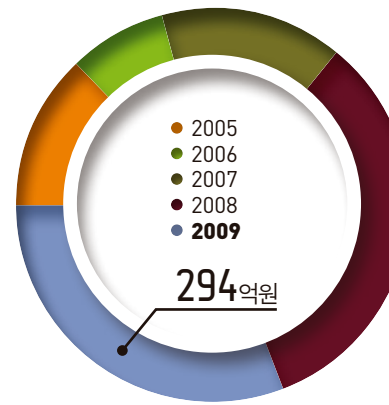
“동아타이어는 회사 이름에서 알 수 있듯이 타이어 회사입니다만, 고객께서 일 상에서 접하시는 타이어를 만드는 기업은 아닙니다. 동사의 주력제품은 튜브 형 타이어에 들어가는 타이어튜브인데요, 예전에는 승용차에도 튜브타이어 가 많이 사용되었습니다만 최근에는 대부분 튜브리스(tubeless)나 래디얼 타이어를 사용하고 있습니다. 튜브타이어는 대형버스와 중장비에 주로 사용 되고 있기 때문에 오래 전부터 사양화의 길에 접어든 제품입니다.

그러나 아무리 사양산업이라 해도 없어질 산업은 아닙니다. 대형버스나 중 장비는 그 특성상 튜브타이어를 사용해야만 하고, 이들 차량은 거의 매일 운행을 해야합니다. 즉, 차량대수는 많지 않더라도 교체 빈도가 높아 꾸준 하고 안정적인 매출이 가능한 시장이지요.

게다가 수요의 중심이 선진국에서 신흥시장으로 옮겨가면서 선진국 시장 에 존재하던 많은 공장들이 문을 닫고 있는 상황입니다. 전체적인 수요는 줄고 있지만, 시장에서 동아타이어의 지배력은 점점 높아지고 있습니다. 성 장을 중요시하는 투자자의 눈으로 보면 지루하기 짝이 없는 기업일 수 있 겠지만, 저희는 사양산업 속에서도 꾸준히 이익을 늘려나가고 있는 동사를 긍정적으로 바라보고 있습니다.

다만 급등하고 있는 고무가격이 향후 동사의 이익흐름에 부정적인 영향을 미칠 수는 있습니다. 그러나 시장지배력과 원가경쟁력을 갖추고 있는 동사 에게 원재료 가격 상승은 오히려 시장의 경쟁구도를 동사에게 유리한 방 향으로 빠르게 변화시킬 수 있는 기회가 될 것입니다. 그렇게 생각한다면 일 시적으로 이익이 감소하더라도 동사의 탁월한 자산가치를 생각하며 편안 한 마음으로 투자할 수 있지 않을까요?

영업이익 증감



사양산업임에도 이익을 지속적으로 창출. 고무가격 상승이 시장 경쟁구도에 유리하게 작용할 수도.

2005	-31%
2006	-38%
2007	+91%
2008	+118%
2009	-7%

“사양산업의 꽃과 같은 기업”

“원재료 가격 상승은 시장구조 재편을 가속화할 것”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	2,749	2,184	1%	123	-31%	157	-27%
2006년	2,795	2,015	-8%	76	-38%	101	-36%
2007년	3,036	2,528	25%	145	91%	237	136%
2008년	3,486	3,562	41%	316	118%	400	69%
2009년	3,914	2,917	-18%	294	-7%	392	-2%

단위: 억원

미국 1위 참치 기업 브랜드와 유통망 인수

# 동원산업 006040 제PER | 프랜차이즈

“동원산업은 국내 최대의 원양어업 기업이자 세계 최대의 참치선단을 보유한 어업전문 회사입니다. 동사는 고기를 잡기만 하는 사업구조를 탈피하기 위해 2008년 10월 미국의 델몬트사로부터 수산물 사업부문 스타키스트의 지분 60%를 총 1,736억원에 인수하여 종합어업기업으로 도약하는 발걸음을 시작했습니다.

인수한 첫해에는 외화차입금의 증가로 환율상승에 따른 외환손실이 크게 증가하여 큰 폭의 영업외 손실을 기록했으나, 계열사인 동원F&B의 운영노 하우를 적용하여 2009년에는 스타키스트의 대폭적인 수익성 개선을 이루 었습니다. 스타키스트의 인수로 동사는 미국 1위 참치기업의 브랜드와 유통망을 적절한 가격으로 인수하게 되어 글로벌하게 원양어업의 수직계열 화를 구축했으며, 장기적으로는 안정적인 매출처를 확보하게 되었습니다. 통조림용 참치인 가다랑어 조업은 어족보호를 위한 중서부태평양수산위 원회의 조업권 제한에 따라 높은 진입장벽이 형성되어 있는 산업입니다. 가 다랑어 조업을 하는 선망선은 횡감용 참치를 어획하는 연승선에 비해 상대 적으로 수익성이 높으며, 동사는 단일기업 기준으로 세계 최대규모인 선망 선 15척을 보유한 글로벌 기업입니다.

또한 단순히 참치어획에만 집중하지 않고, 어획물의 유통, 가공, 물류까지 수직계열화를 구축하여 참치가격 변동에 따른 수익성 변동폭을 줄인 안정 적인 사업구조를 영위하고 있으며, 향후 스타키스트의 상장이 이루어질 경 우 지분가치에 대한 적절한 재평가를 받을 것입니다.

# Over 395%

영업이익 증감률 (2005 ▶ 2009)

어획물의 유통과 가공, 물류까지 수직 계열화를 구축해 참치가격 변동에 타격을 덜받는 사업구조를 구축.

2005	+1%
2006	+2%
2007	+261%
2008	+96%
2009	-32%

“수산대국의 꿈을 실현하고 있는 동원의 바다에는 해가 지지 않습니다.”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	806	2,500	-8%	158	1%	125	-37%
2006년	1,295	3,275	31%	162	2%	241	93%
2007년	1,629	4,098	25%	585	261%	435	80%
2008년	2,096	6,028	47%	1,147	96%	430	-1%
2009년	3,217	5,955	-1%	782	-32%	751	75%

단위: 억원

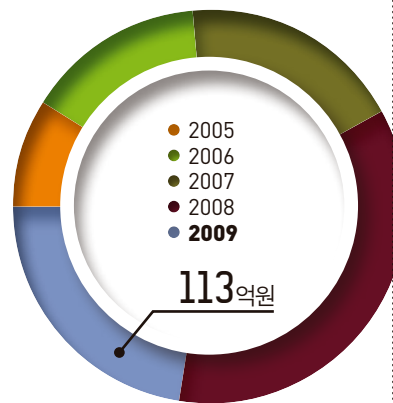
시가총액 절반에 육박하는 현금 보유

**디씨엠** 024090 제PER | 제PBR

“디씨엠은 우리가 주변에서 흔히 볼 수 있는 냉장고, 세탁기 등 백색가전제품의 외형과 건축, 조선용 내외장재에 사용되는 라미네이팅 컬러강판과 산업용 필름을 생산하는 회사입니다.

평범해 보이는 디씨엠에 투자할 이유는 참 많은 것 같습니다. 첫 번째로, 동사의 자산가치 대비 주가가 매우 낮은 수준이기 때문입니다. 2009년 말 기준으로 순현금은 436억원에 달해 시가총액의 절반에 육박하고 있으며, 본사토지의 높은 가치와 자사주 13.77%(2010년 4월 16일 종가 기준 130억원)를 보유하고 있어 자산가치가 뛰어납니다. 두 번째로, 부산 센텀시티 개발에 따른 기업가치의 상승입니다. 동사가 2003년 83억원에 매입했던 센텀시티 벙크 앞의 부지는 현재 오피스텔과 상가(지하5층~지상38층)로 개발이 진행 중입니다. 개발이 완료되면 분양 수입과 상가임대 매출 등으로 그 가치는 매입가의 몇 배가 될 것입니다. 세 번째로, PET필름을 생산하여 동사에 납품하는 자회사 도림통상(지분율 58.57%, 장부가 53억원)의 가치에 주목해야 합니다. 도림통상은 2009년 순이익률 13%를 기록하는 등 수익성이 개선되고 있으며, 2009년 생산능력 확대에 따른 꾸준한 실적개선이 기대됩니다. 마지막으로 2009년에는 금융위기여파로 수익성이 하락했으나 2010년에는 경기회복에 힘입어 실적이 개선될 것입니다.

영업이익 증감



자산가치 대비 낮은 주가. 순이익률 13%를 기록한 자회사 도림통상의 가치에 주목할 필요가 있다.

2005	-
2006	+59%
2007	+27%
2008	+91%
2009	-36%

“센텀시티 개발에 따른 이익 향유”  
 “투자할 이유가 많은 주식”  
 “장기 보유에 적합한 주식”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	606	563	-	46	-	55	-
2006년	659	644	14%	73	59%	63	15%
2007년	777	804	25%	93	27%	130	106%
2008년	865	1,063	32%	178	91%	105	-19%
2009년	993	1,117	5%	113	-36%	134	28%

단위: 억원

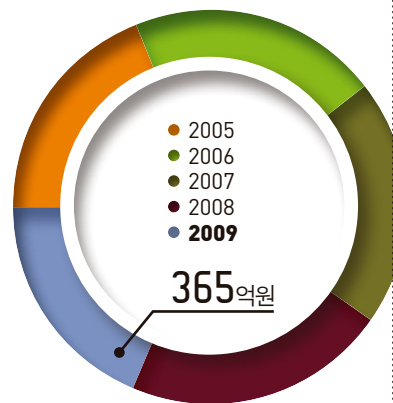
독보적인 신속한 제품 개발 능력 갖춰

**리노공업** 058470 프랜차이즈 | 성장주

“리노공업은 반도체 테스트 과정에서 필수적으로 필요한 Test Probe Pin과 반도체 IC Test Socket을 생산하는 기업으로, 삼성전자, LG디스플레이 등 국내 주요 IT기업과 Intel, IBM 등 유수의 글로벌 기업이 동사의 고객입니다.

Test Probe Pin과 반도체 IC Test Socket은 고객업체의 테스트 과정에 절대적으로 필요한 소모성 부품이기 때문에 고객업체의 생산증대나 신제품 출시가 자연스럽게 수요 증가로 이어지는 매력적인 비즈니스 품목입니다. 리노공업의 Test Probe Pin과 반도체 IC Test Socket의 국내 시장점유율은 각각 70% 이상, 35% 이상으로, 수년간 1위를 유지하고 있습니다. Test Probe Pin과 반도체 IC Test Socket 생산에는 숙련된 기술과 지속적인 설비투자가 필수적이며 생산방식 또한 주문에 의한 다품종소량생산이기 때문에 경쟁자가 진입하기 어렵습니다. 뿐만 아니라 전방산업의 빠른 기술개발과 제품 업그레이드에 즉각 대응할 수 있는 신속한 제품개발 능력이 요구되며, 리노공업은 이 모든 것을 갖춘 국내 유일의 기업입니다. 또한 동사는 Probe 기술을 기반으로 초음파 진단기기용 Probe 부품을 개발하였습니다. 이는 초음파 진단기기의 핵심 부품으로, 2010년 1월에 지멘스와 공급 계약을 체결하여 향후 매출 및 이익에 기여하는 바가 점차 커질 것으로 예상됩니다. 기술경쟁력을 갖춰 단가하락 압력에서 비교적 자유롭고, 무차입 경영을 실행할 정도로 재무구조도 우수하여 수익성과 안정성을 모두 갖춘 기업입니다. 향후 2차전지 Test Pin과 초음파진단기기용 Probe 부품 등 신규사업의 성과를 기대해 봅니다.

매출액 증감



Probe 기술을 기반으로 초음파 진단기기용 Probe 부품을 개발, 지멘스와 공급 계약 체결했다.

2005	+15%
2006	+9%
2007	-1%
2008	+6%
2009	-15%

“소모품 비즈니스로 IT 업계에서 보기 드문 수익성과 안정성”  
 “2차전지와 의료장비 부품으로 제2의 도약 기대”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	478	374	15%	144	12%	118	14%
2006년	567	408	9%	157	9%	129	9%
2007년	624	402	-1%	141	-10%	128	-1%
2008년	659	427	6%	139	-1%	113	-12%
2009년	696	365	-15%	101	-27%	81	-28%

단위: 억원

LPI시스템 독점공급 통해 안정적 실적 창출

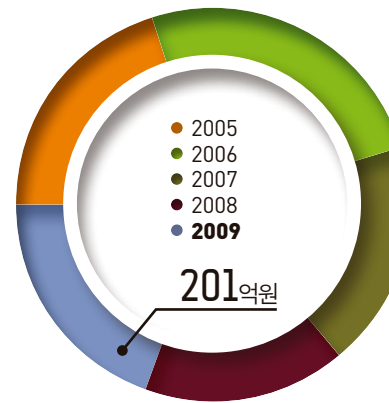
**모토닉** 009680 제PER | 제PBR

“요즘 주위를 둘러보면 하이브리드 차량을 어렵지 않게 찾아볼 수 있습니다. 하이브리드 차량은 원래 토요타를 비롯한 외국 자동차 업체들이 주도했지만, 지난해부터는 현대/기아차도 LPG와 2차전지를 동력으로 이용하는 하이브리드 차량을 속속 출시하고 있습니다. 현대/기아차의 LPG 및 LPG 하이브리드 차량에 들어가는 LPI 시스템을 독점공급하는 업체가 바로 모토닉입니다.

모토닉은 LPI 시스템 뿐만 아니라 스토틀바디 등 다양한 자동차부품을 만들어 공급하고 있습니다. 국내위주의 사업구성으로 그 동안 의미 있는 성장성을 보여주지는 못했지만, 오랜 업력과 협력관계를 통해 꾸준하고 안정적인 실적을 창출하고 있습니다.

그런데 최근에는 중국과 인도를 중심으로 해외부문을 통한 성장성도 기대하게 되었습니다. 현대/기아차의 해외시장 선전에 따라 동사의 중국법인은 2009년부터 놀라운 실적을 기록하고 있는 중입니다. 적자를 기록하던 인도법인도 판매량 증가와 함께 조만간 흑자로 전환할 것으로 예상됩니다. 동사는 자산가치 또한 뛰어납니다. 2009년 말 기준 1,700억원이 넘는 순현금을 보유하고 있고, 순현금에 자사주의 가치까지 합하면 시가총액에 육박하는 수준입니다. 즉 현재 모토닉의 주가는 자산가치 수준으로 거래되고 있으며, 매년 벌어들이고 있는 수백억의 이익 창출능력은 전혀 주가에 반영되어 있지 않다고 할 수 있겠습니다. 세계 4번째로 CVVL(연속가변벨 브리프트)를 개발하는 등 성장동력까지 준비하는 동사의 노력은 언젠가 제대로 평가될 수 있을 것입니다.

영업이익 증감



1,700억원 넘는 순현금 보유. 매년 창출하고 있는 수백억의 이익 현재 주가에 반영되고 있지 않고 있다.

2005	+234%
2006	+24%
2007	-25%
2008	-13%
2009	+17%

“보유현금과 자사주의 가치가 시가총액에 육박”

“LPG, 하이브리드 차량판매가 늘어난다면?”

“해외법인을 통한 성장도 기대”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,379	2,497	12%	210	234%	277	145%
2006년	1,685	3,031	21%	260	24%	348	26%
2007년	1,897	3,061	1%	196	-25%	248	-29%
2008년	2,128	2,929	-4%	171	-13%	250	1%
2009년	2,578	2,571	-12%	201	17%	418	67%

단위: 억원

확고한 점유율 바탕으로 부산지역까지 영향력 확대

**무학** 033920 제PER | 프랜차이즈

“무학은 울산, 경남지역 기반의 소주업체입니다. 기존 주력제품인 ‘화이트소주’ 중심에서 2006년 11월 초저도주 ‘좋은데이’(16.9도)를 업계 최초로 출시하였으며, 2009년 3월 대선주조의 ‘시원소주’를 겨냥한 신제품 ‘소주맛이좋다카이’(19.5도)를 출시하여 부산지역의 절대강자인 대선주조의 시장에 성공적으로 진입했습니다.

소주제조업은 원가율이 낮은 고수익 비즈니스이나 시장이 포화됐기 때문에 치열한 경쟁이 불가피한 사업입니다. 그러나 동사는 울산, 경남지역의 확고한 점유율을 바탕으로, 2008년 대선주조의 경영권이 사모펀드로 넘어가면서 부산지역의 향토기업 이미지가 퇴색되는 틈을 이용해 부산지역에서 점유율을 높이는 성과를 보여주었습니다. 또한 2009년에는 신규 진입자인 롯데주류의 공격적인 영업으로 부산지역의 경쟁심화가 예상되었으나 결과적으로 성공적인 방어를 이끌어내었습니다.

동사는 독점적 프랜차이즈를 바탕으로 꾸준한 현금창출이 가능하며, 무차입경영으로 2009년 말 기준 500억원을 상회하는 현금성자산을 보유하고 있습니다. 부산지역에서 대선주조, 롯데주류와의 경쟁심화에 대한 우려감으로 현재 동사의 주가는 상당한 저평가를 받고 있는 상황입니다만 이러한 우려는 지나친 것으로 판단됩니다. 향후 꾸준한 실적이 우려와 저평가를 모두 해소시킬 수 있을 것입니다.

**Over 48%**

영업이익 증감률 (2005 ▶ 2009)

대선주조, 롯데주류와의 경쟁 심화에 대한 우려 높으나 성공적인 방어하고 있어 실적 향상 기대된다.

2005	-25%
2006	+2%
2007	-9%
2008	+68%
2009	-5%

“현재 너무도 잘해나가는 기업”

“지나친 걱정엔 저평가를 받는 주가”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,013	1,019	4%	186	-25%	140	-24%
2006년	1,155	1,030	1%	191	2%	144	3%
2007년	1,296	1,125	9%	174	-9%	156	9%
2008년	1,270	1,357	21%	292	68%	91	-42%
2009년	1,681	1,355	0%	276	-5%	454	399%

단위: 억원

안정적 원료공급처 확보 돋보이는  
**삼정피앤에이** 009520 제PER | 성장주

삼정피앤에이는 모기업인 포스코에 철강제품포장 서비스를 제공하고, 철강 부원료인 알루미늄탈산제와 몰리브덴 등을 공급하는 기업입니다. 철강제품 포장에 독점하고 있으며, 철강부원료 사업은 알멕스와 포항, 광양 두 곳의 제철소를 나누어 공급하고 있습니다.

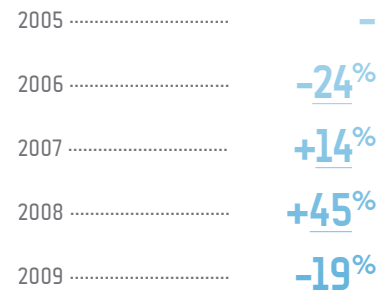
2009년에는 금융위기 영향으로 인한 철강판매량 감소와 몰리브덴 가격 하락으로 매출과 수익성 모두 부진한 모습을 보였지만, 경기 회복이 뚜렷한 2010년에는 실적개선의 가능성이 높다고 판단됩니다.

최근 삼정피앤에이는 포스코 2018 계획과 관련하여 변신하고 있습니다. 우선 포스코의 원재료공급업체 입장에서 위상강화입니다. 이는 동사가 포스코와 공동으로 투자하여 3% 지분을 확보한 Mt.Hope 몰리브덴 광산이 빠르면 2010년 말부터 채굴을 시작하는 것과 밀접한 연관이 있습니다. 몰리브덴 광산을 통해 불안정한 원재료 시장에서 안정적인 원료공급처를 확보했으며, 광산 개발에 따른 배당수익도 기대할 수 있습니다. 참고로 Mt.Hope 광산은 미국 네바다주에 위치하고 있으며, 매장량은 59만톤으로 세계 최대규모로 알려져 있습니다.

또 다른 변화는 도시광산 및 희소금속 리사이클링 전문업체인 나인디지트를 인수하여 도시광산에 진출하는 등 신성장동력을 확보하고 있다는 점입니다. 향후에도 포스코 그룹의 일원으로 많은 신규아이템에 접근할 수 있는 기회를 가지게 되므로 추가적인 성장동력을 찾아낼 수 있을 것입니다. 이미 동사와 포스텍이 개발한 철강자동포장로봇은 ABB, Signode, 고한고교 등 글로벌업체와 제휴를 통해 판매망을 확대하고 있으며, 포스코의 해외시장 진출 및 설비투자에 따른 추가적인 수혜는 확대될 것으로 예상됩니다.



포스코 그룹의 일원으로 많은 신규아이템에 접근할 수 있는 기회 확보. 추가적 성장동력 가질 것으로 기대.



“포스코 그룹의 수혜”  
“조강생산량 증가와 해외시장 진출을 통한 성장 추구”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	616	2,961	-	61	-	113	-
2006년	689	2,264	-24%	89	30%	94	-17%
2007년	778	2,576	14%	93	5%	107	14%
2008년	568	3,736	45%	126	36%	-100	적자전환
2009년	686	3,033	-19%	92	-27%	39	흑자전환

단위: 억원

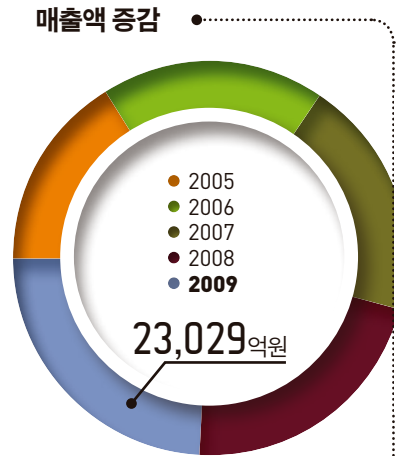
수도권 신규 택지 개발 통한 매출 확대  
**삼천리** 004690 제PBR | 프랜차이즈

삼천리는 인천/경기 지역의 도시가스 공급 업체로, 공급규모 면에서 국내 최대의 도시가스업체입니다. 도시가스사업은 지역독점 사업으로 경쟁이 없고, 정부가 사업자의 투자수익률을 일정 수준 이상으로 보장하여 도시가스 공급마진을 결정해주기 때문에 이익 가시성이 높은 사업이라 할 수 있습니다.

삼천리의 사업지역인 인천/경기 지역의 도시가스 보급률이 포화상태에 이르러, 정부가 물가안정을 위해 공급마진을 최대한 축소하려 한다는 점에서 삼천리에 대한 투자가 매력적으로 보이지 않을 수도 있습니다. 하지만 지역 내 산업용 가스 수요량이 꾸준히 늘고 있고, 수도권 신규 택지개발이 이뤄지면서 삼천리의 수요기반 역시 확대되기 때문에, 빠른 성장은 아닐지라도 삼천리의 매출은 꾸준히 확대되고 있습니다.

정부와의 협상으로 결정되는 도시가스 공급마진이 일시적으로는 사업자의 원가를 충분히 보상하지 못할 수도 있겠지만, 지역발전에 필요한 도시가스 배관설비에 대한 투자를 이끌어 내기 위해서는 사업자의 투자수익률을 보호해줘야 하기 때문에 장기적으로는 일정 수준 이상의 이익을 창출할 수 있는 수준에서 공급마진은 균형점을 찾게 됩니다. 이것이 삼천리가 가진 이익창출 능력의 원천입니다.

삼천리는 최근 삼탄, 삼천리제약 등 계열사 지분을 매각해 신규 사업 확대를 위한 자금을 조성하고 있습니다. 확보된 투자 재원을 바탕으로 지역난방사업(CES), 수처리 사업 등의 신규 사업이 본격화되면 삼천리의 매력이크게 더 부각될 수 있을 것입니다. 안정적인 이익 창출능력, 꾸준히 확대되고 있는 지역 내 도시가스 수요, 그리고 신규 사업에 대한 회사 측의 의지를 감안할 때, 현재 주가는 국내 최대 도시가스사업자의 가치를 적절히 반영하지 못하고 있습니다.



계열사 지분 매각해 신규 사업 확대를 위한 자금 조성. 지역난방사업과 수처리 사업 등의 신규 사업 투자.



“국내 최대 도시가스 사업자로서 안정적인 이익창출능력 보유”  
“지역내 도시가스 수요는 꾸준히 확대”  
“계열사 지분 매각으로 신규 사업에 대한 투자재원 확보”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	5,667	15,528	15%	380	-1%	453	-20%
2006년	6,082	17,763	14%	584	54%	533	18%
2007년	6,602	19,073	7%	539	-8%	565	6%
2008년	6,685	20,945	10%	413	-23%	518	-8%
2009년	8,173	23,029	10%	309	-25%	1,208	133%

단위: 억원

사실상 1위 페인트 기업

**삼화페인트** 000390 제PER | 제PBR

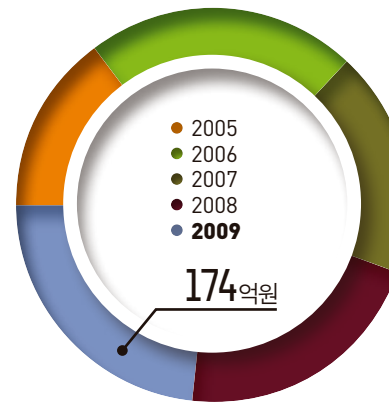
삼화페인트는 M/S 13%의 국내 2위 페인트 생산 업체입니다. 완성차용 페인트 비중이 높은 KCC를 제외하면 페인트업계의 사실상의 1위 기업이라 하겠습니다. 삼화페인트는 대형 건설사 중심으로 활동하여 대충채권 회수에 문제가 발생하거나, 경기변동 영향을 크게 받는 본사영업보다는 효율적인 대리점 영업을 통해 대손의 발생여지가 적고 경기변동에 덜 민감한 사업구조를 확보하였습니다.

페인트 산업은 친환경 제품에 대한 사회적 요구가 높아지고, 화학물질에 대한 규제가 엄격해짐에 따라 연구개발의 중요성이 날로 높아지고 있습니다. 이에 따라 기술변화를 따라가지 못하는 중소기업들이 도태되면서 2005년 상위 5개 업체의 시장점유율이 60.2%였던 것이 2008년에는 78.1%로 증가할 정도로 과점화가 진행되고 있습니다. 이러한 과점화가 진행되는 상황에서 동사는 매년 10% 이상의 성장을 기록하여 업계에서 가장 높은 성장률을 보이며 시장점유율을 2000년 6.6%에서 2008년에는 13%로 2배가 넘게 높이는 저력을 보여왔습니다.

자회사의 실적호전도 삼화페인트에 대한 주요 투자포인트 중 하나입니다. 2004년에 설립한 중국의 삼화장가법인이 2009년을 기점으로 턴어라운드 성공하고 있습니다. 이는 현지에 진출한 국내 IT업체에 대한 매출증가와 현지 정착이 순조롭게 이루어지고 있기 때문입니다. 또 다른 자회사인 선박용 페인트 제조업체 추코쿠삼화페인트 역시 양호한 실적을 유지하고 있습니다.

6%에 이르는 배당수익률도 매력적이며, 현재 최악의 상황을 겪고 있는 건설경기 등 전방산업이 회복될 경우 높은 이익증가와 기업가치 상승이 예상됩니다.

영업이익 증감



매년 10%이상의 업계 최고 성장률. 시장점유율 8년사이에 2배 높이는 놀라운 저력을 보여주고 있다.

2005	-19%
2006	+49%
2007	-17%
2008	+16%
2009	+9%

“친환경 페인트 ‘아이생각’으로 입증된 기술력”  
 “대리점 위주의 안정적인 영업을 기반으로 시장점유율을 확대하는 저력”  
 “자회사 실적호전과 높은 배당수익률도 매력적”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,083	2,204	-2%	112	-19%	71	-11%
2006년	1,109	2,574	17%	168	49%	67	-5%
2007년	1,125	2,915	13%	139	-17%	49	-27%
2008년	1,205	3,257	12%	161	16%	106	117%
2009년	1,984	3,416	5%	174	9%	161	52%

단위: 억원

돈육 시장에서 브랜드 파워 자랑하는

**선진** 014300 제PER | 제PBR

선진은 사료 및 식육 전문업체로 전체 매출에서 배합사료가 약 60%, 돈육이 약 40%를 차지하고 있습니다. 배합사료 시장은 농협 30.5%, 카길퓨리나 9.3%, CJ 5.5%의 구도 속에 동사는 약 2.8%의 시장점유율을 차지하고 있으며, 동사의 ‘선진포크’는 돈육브랜드육 시장의 17%를 점유하고 있습니다. 또한 대상으로부터 ‘하이포크’ 브랜드를 가진 팜스코를 인수하면서 ‘선진포크’와 ‘하이포크’ 2개 브랜드를 앞세워 브랜드 돈육 시장에서 우월한 지위를 확보하고 있습니다.

동사의 최대 강점은 계열화 사업을 통해 안정적인 사료매출처를 확보했다는 점입니다. 동사의 계열화 사업체인 ‘선진한마을’의 회원농장으로 가입 시에는 농가에 우수씨돼지의 정액공급부터 시작하여 인공수정, 사료공급, 방역시스템 제공, 전염병 피해에 대비한 보험가입 등 양돈사업의 토탈솔루션을 제공하고 있습니다. 이러한 계열화 사업은 균일한 품질의 양돈생산을 가능하게 만들며, 이를 선진포크 브랜드로 유통시켜 줌으로써 양돈가는 일정 수준의 수익성을 보장받고 동사는 안정적인 사료매출처를 확보하여 동사와 양돈농가의 시너지가 창출되는 구조입니다.

선진은 단순한 양돈사료 제조기업이 아닌, 농가에게 양돈관련 토탈솔루션을 제공하는 회사이며, 현재 동사의 주가 수준은 동사의 영업가치와 계열사인 농수산식품, 팜스코의 자산가치를 감안할 때 저평가 상태입니다. 향후 계열사인 하림과 함께 소고기를 제외한 돼지고기, 닭고기 시장을 모두 제패할 수 있는 한국의 타이슨으로 도약할 수 있는 잠재력도 기대할 수 있을 것입니다.



계열화 사업을 통한 안정적 사료매출처 확보, 양돈농가와 시너지를 창출하는 건강한 기업이다.

2005	+25%
2006	+3%
2007	-3%
2008	+26%
2009	+53%

“계열화를 통해 국내 양돈사업의 표준을 제시”  
 “돼지고기도 시스템이다”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	896	2,275	-1%	178	25%	120	44%
2006년	984	2,333	3%	183	3%	112	-7%
2007년	1,098	2,648	14%	178	-3%	123	10%
2008년	1,264	3,583	35%	225	26%	10	-92%
2009년	1,531	3,825	7%	345	53%	302	2916%

단위: 억원

최고의 선망선 보유, 대당 어획량 탁월한

## 신라교역 004970 제PER | 프랜차이즈

“신라교역은 동원산업과 같은 참치원양업체입니다. 우리가 먹는 참치는 크게 두 가지로 나눌 수 있는데 하나는 통조림용, 다른 하나는 횡감용입니다. 동사는 통조림용 참치는 주로 오뚜기에 납품하고, 횡감용 참치는 일본으로 수출하고 있습니다.

참치잡이 배는 초대형 어망을 사용하는 선망선과 횡감용 참치를 낚는 연승선으로 나누어집니다. 선망선은 최첨단 대형선박으로 대당 선가가 200억원 이상을 호가하는데, 신라교역은 최근에 건조된 SUPER급의 선망선을 6척이나 보유하고 있어 대당 어획량과 효율성 면에서 타의 추종을 불허합니다.

최근 횡감용으로 쓰이는 참다랑어의 개체수 감소로 국제기구의 어족자원 보호 측면에서 조업선박의 숫자 및 참치어획량에 대한 규제가 강화되고 있습니다. 동사는 조업선박수의 추가확보를 위해 2002년 아프리카 가나와 합작하여 참치선망업을 영위하는 PANOPI법인에 투자하였습니다. 이를 통해 동사는 자본력이 없는 국가에 선망선을 투자하고 조업권을 획득함으로써 지속적인 성장을 모색하는 등 변화하는 환경에 능동적으로 대처하는 모습을 보여주고 있습니다.

2008년에는 참치가격이 2,000달러까지 급등하고 환율까지 상승하면서 500억원이 넘는 사상 최대의 순이익을 달성했으나, 2009년에는 참치가격이 1,000달러 초반대로 하락하면서 전년보다 상대적으로 부진한 실적을 기록했습니다. 그러나 어획량 규제로 장기적으로 참치가격은 꾸준히 상승할 것이고, 최고의 선망선을 보유한 동사의 실적 역시 계속 좋아질 전망입니다. 순현금 상태의 우수한 재무구조와 명품골프장인 비전힐스 지분 등의 자산 가치 또한 투자포인트가 될 것입니다.



자본력 없는 국가에 선망선 투자해 조업권 획득함으로써 지속적 성장세 모색하는 능동적인 모습 보이고 있다.

2005	-69%
2006	+2756%
2007	+112%
2008	+142%
2009	-28%

“국내 원양업체 중 최고의 재무구조”  
“최고 효율을 자랑하는 참치선단”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,321	1,060	-7%	3	-69%	22	131%
2006년	1,409	1,242	17%	84	2756%	65	203%
2007년	1,650	1,478	19%	178	112%	163	151%
2008년	2,089	2,233	51%	429	142%	522	-44%
2009년	2,418	2,206	-1%	310	-28%	301	-42%

단위: 억원

품질에 대한 신뢰감이 남다른

## 신영와코루 005800 제PER | 제PBR

“신영와코루는 비너스, 와코루 등으로 유명한 여성용 란제리 제조/판매 업체로 오랜 기간 동안 여성용 내의류 시장에서 선도적 역할을 해온 내실 있는 기업입니다. 그간의 업력을 통해 구축한 탄탄한 유통망, 중저가 제품에서부터 고가품에 이르는 다양한 가격대와 전 연령대를 아우를 수 있는 세분화된 제품들, 품질에 대한 신뢰감 등으로 안정적 영업기반을 확보하고 있습니다.

신영와코루는 한 분야에서 묵묵히 걸어온 든든한 회사입니다. 또한 수익 가치와 자산가치를 두루 겸비하고 있는 모범생 같은 종목으로 10년펀드도 설정 초기부터 꾸준히 보유하고 있는 종목 중 하나입니다.

여성용 란제리 시장의 경우 큰 폭의 성장을 기대하기 어렵습니다. 그 가운데 흡쇼핑 란제리 브랜드의 성장, 수입 브랜드의 국내 시장 진출 등은 경쟁을 더욱 심화시키고 있습니다. 란제리 시장은 일반적으로 경기영향에 덜 민감한 편이지만 2008년 하반기의 불황은 당사의 실적에도 다소 영향을 미쳤습니다.

그럼에도 불구하고 신영와코루는 영업가치의 훼손이 거의 없는 상태로 안정적인 경영 상황을 유지하고 있으며 오랜 시간에 걸쳐 축적된 풍부한 자산가치를 겸비하고 있습니다. 어떤 큰 변화를 기대하기는 어려운 영업환경이지만 안정적인 수익창출 능력과 풍부한 자산가치에 비해 주가는 저평가 상태가 지속되고 있습니다.



안정적인 경영 상황 유지. 오랜 시간 축적된 풍부한 자산가치까지겸비한 내실있는 기업이라고 할 수 있다.

2005	+85%
2006	+64%
2007	+42%
2008	-8%
2009	+2%

“언제나 한 곳을 향해 묵묵히 나아가는 든든함”  
“안정적 영업가치와 차곡차곡 쌓이는 풍부한 자산가치의 조화”  
“기다림의 미학”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,698	1,451	-5%	65	85%	65	-21%
2006년	1,797	1,583	9%	107	64%	112	72%
2007년	1,939	1,723	9%	152	42%	154	37%
2008년	2,062	1,847	7%	140	-8%	138	-11%
2009년	2,203	1,798	-3%	142	2%	134	-3%

신영와코루는 9월 결산법인입니다

단위: 억원

기술력과 영업력 모두 갖춘 드문 IT기업

**아이디스** 054800 제PER | 성장주

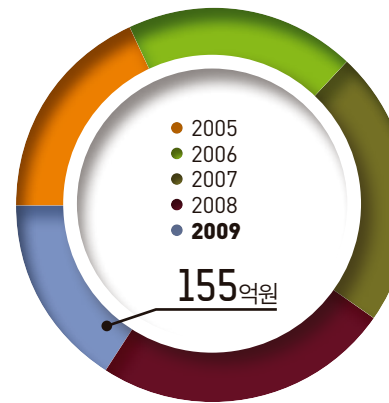
아이디스는 1997년 설립된 세계 선두권의 DVR 제조업체입니다. DVR은 CCTV로부터 들어오는 영상을 디지털로 변환 처리해 하드디스크 등에 압축, 저장하는 차세대 CCTV 영상감지 및 저장장치입니다.

아이디스는 대표이사의 신희집에서 출발한 작은 벤처기업이었지만 이후 10년도 안된 시점부터 세계 시장이 주목하는 강소기업으로 성장했으며, 최정상의 시장 선도력을 바탕으로 극도의 경쟁 환경 하에서도 꾸준히 성장과 안정적 수익을 창출하고 있습니다. 기술적 차별화와 탄탄한 글로벌 유통망을 갖추고 있어, 기술력과 영업력을 모두 갖춘 몇 안 되는 IT기업의 하나입니다.

아이디스는 시장을 선도하는 제품을 지속적으로 만들어 낼 수 있는 제품 기획 능력과 다년간의 경험을 통해 제품을 설계, 개발할 수 있는 노하우를 가지고 있습니다. 또한 Aging 등 동사 고유의 테스트 기술을 적용하여 확보한 제품안정성으로 고객으로부터 지속적인 신뢰를 얻고 있습니다. 뿐만 아니라 글로벌 유통망을 통해 고객의 요구를 파악하고 제품을 개선함으로써 고객만족도를 높이고 있습니다.

2009년에는 금융위기의 여파가 계속되면서, 아이디스가 포함된 보안업계에 대한 투자가 지연됨에 따라 성장이 정체를 보였습니다. 특히, 동사의 매출 비중이 높은 유럽 등 선진국의 경기회복에 늦어짐에 따라 기준에 보이던 높은 수익성을 보여주지 못했습니다. 그러나 IP카메라, NVR 등 준비하고 있는 차세대 아이템이 순조롭게 진행되고 있고, 2009년부터 미국시장에서도 자리를 잡게 되면 매출액과 이익규모 증대가 가능할 것이라 판단됩니다. 1천억원이 넘는 현금성 자산과 상대적으로 안정적인 실적을 바탕으로 꾸준한 성장을 기대합니다.

영업이익 증감



IP카메라, NVR 등의 차세대 아이템 개발 순조롭게 진행 중. 미국시장에서도 자리잡길 기대.

2005	+52%
2006	+4%
2007	+19%
2008	+8%
2009	-35%

“글로벌 보안시장의 기술 주도자”

“새로운 아이템으로 성장엔진 장착”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	680	697	36%	178	52%	142	70%
2006년	805	713	2%	186	4%	156	10%
2007년	979	781	9%	221	19%	263	69%
2008년	1,174	812	4%	239	8%	278	6%
2009년	1,335	742	-9%	155	-35%	192	-31%

단위: 억원

대규모 투자 단행, 업계 최고 수익성 확보한

**유니드** 014830 제PER | 프랜차이즈

유니드는 1980년에 설립되어 칼륨계 공업용 화학제품 및 건설/가구용 보드(MDF)를 생산하고 있는 화학업체입니다. 주력제품인 가성칼륨과 탄산칼륨은 내수시장 및 세계시장 점유율 1위로 높은 시장지배력을 가지고 있으며, MDF는 국내시장점유율 1, 2위를 다투고 있습니다.

동사의 화학사업은 국내 독점/세계 1위의 생산규모를 바탕으로 규모의 경제를 달성하고 있어 원재료 조달에서 강한 협상력을 확보하고 있습니다. 이러한 협상력은 낮은 가격에 안정적인 원재료조달을 가능하게 하므로 이익의 안정성이 뛰어납니다. 또한 전방산업이 다양해 수요처가 분산돼 있으며, 대부분의 수요처 입장에서는 원가에서 가성칼륨/탄산칼륨 비중이 미미해 가격이 변해도 수요 변동이 작습니다.

MDF사업부는 2005~2006년 최악의 시기를 겪으며 적자를 기록했으나, 구조조정이 진행되면서 2007년부터 업황이 회복세를 보이고 있습니다. 유니드는 최근 MDF사업부에 250억원에 이르는 대규모 투자를 단행하여 원가를 획기적으로 줄이는 데 성공함에 따라, 업계 최고의 수익성을 확보하였습니다.

유니드는 뛰어난 영업가치 외에 자산가치도 높습니다. 동사가 100% 지분을 보유한 중국 자회사인 UJC는 본사 생산능력의 50% 규모로 지속적인 이익을 낼 수 있는 우량 자회사입니다. 또한 520억원에 이르는 현금과 OCI 10만주, 삼광유리 29만주, 이테크건설 70만주 등 총 500억원 이상의 투자유가증권을 더하면 현금성 자산만 1,000억원이 넘습니다. 계열사인 OCI와 공동개발 예정인 학익동 공장부지(1.6만평, 장부가 144억, 공시지가 372억)만 하더라도 천억원 이상의 가치를 가진 것으로 판단됩니다. 높은 수익성에 자산가치까지 보유한 동사는 크게 저평가되어 있다고 할 수 있습니다.

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	1,507	2,312	3%	194	-19%	194	-8%
2006년	1,680	2,505	8%	210	8%	235	21%
2007년	1,979	2,741	9%	228	8%	271	15%
2008년	2,624	4,864	77%	609	167%	634	134%
2009년	2,923	4,442	-9%	451	-26%	352	-44%

단위: 억원

**Over 132%**

영업이익 증감률 (2005 ▶ 2009)

국내 독점이자 세계 1위의 생산규모를 바탕으로 낮은 가격에 안정적 원재료 조달 가능. 영업가치가 뛰어나다.

2005	-19%
2006	+8%
2007	+8%
2008	+167%
2009	-26%

“칼륨계 제품 글로벌 1위 업체”

“규모의 경제를 바탕으로 안정적인 사업 영위”

“탁월한 원가경쟁력으로 MDF시장의 새로운 최강자로 등극”

심해 고급어종을 전문으로 고성장 행진

## 중국원양자원 900050 프랜차이즈 | 성장주

“동사는 ‘복건성 연강현 원양어업유한공사’라는 원양업체의 지분을 100% 소유한 지주회사입니다. 1995년 설립 당시엔 연근해어업 위주였으나, 2005년 주낙기법으로 전환하면서 본격적으로 원양어업에 진출했고, 주력어종은 상어류, 도미류, 우럭바리 순이며 주력어종을 심해의 고급 어종으로 전환하면서 고성장을 기록하고 있습니다.

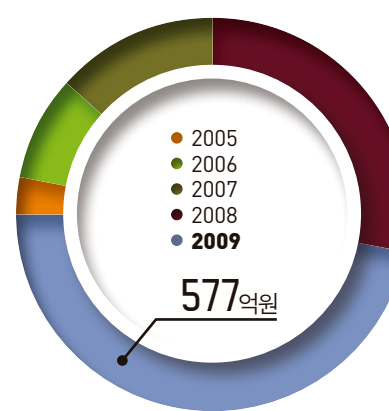
동사는 연안 및 타국해역이 아닌 공해상의 지하 150m 심해해역에서 조업하고 있으며, 투망기법이 아닌 주낙기법을 사용하여 호텔 및 고급레스토랑 위주의 영업활동이 이루어지는 고급어종을 전문으로 하는 점이 특징입니다. 이는 저가 대중소비용 어종에 치우치는 타 어업기업과 동사가 차별화되는 요인이라 하겠습니다.

동사의 투자포인트는 중국 내 원양어업에 대한 높은 진입장벽과 선박수 확대를 통한 어획량 증가로 높은 매출 및 이익성장의 가능성이 높다는 점입니다.

중국 정부는 원양어업을 국가의 주요 기초산업으로 간주하여 정부의 허가를 얻어야 원양어업에 진출할 수 있도록 규제하고 있으며, 법인세 감면, 유류비 및 선박건조 보조금 지원 등의 다양한 지원책으로 육성하고 있습니다. 현재 중국 내 원양어업 시장은 상위 5개사가 점유율 약 46% 수준을 점유하고 있는 과점시장으로 동사는 3위 사업자지만 심층, 고급어종에 주력하는 유일한 기업입니다. 1, 2위 사업자와는 특화어종이 다르며 매출지역 또한 겹치는 곳이 없고, 고급어종인 우럭바리의 경우 동사의 주력 매출지역인 복건성의 수요만을 충족시키기에 절대적으로 공급이 부족한 상황입니다.

이러한 공급부족 현상은 단기간에 해결되기 어려울 것이며, 동사는 공모 및 전환사채 발행으로 조달한 자금으로 선박수를 늘려 향후 매출과 이익의 증대 가능성이 높습니다.

영업이익 증감



수요를 감당하기엔 공급이 절대적으로 부족한 고급어종을 타깃으로 함. 선박수 확대를 통한 매출 증대 가능성.

2005	-
2006	+177%
2007	+52%
2008	+113%
2009	+65%

“중국 내수시장 고성장의 직접적인 수혜”

“유일한 심해 고급어종 전문 원양업체로 독보적인 시장지위 구축”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	67	107	-	39	-	36	-
2006년	141	271	153%	107	177%	106	192%
2007년	238	368	36%	164	52%	143	35%
2008년	670	631	71%	349	113%	264	85%
2009년	1,951	1,010	60%	577	65%	399	51%

단위: 억원

핵심역량에 집중하는 선진국형 사업모델 지향

## 텔레칩스 054450 제PER | 성장주

“전자제품을 개발하기 위해서는 컴퓨터의 CPU에 해당하는 마이크로프로세서가 필요합니다. 삼성전자, 레인콤(現 아이리버), 코원 등 유수의 MP3 기업들이 빠르게 신제품을 출시할 수 있는 것은 텔레칩스의 DSP(Digital Signal Processor)가 있었던 덕분입니다.

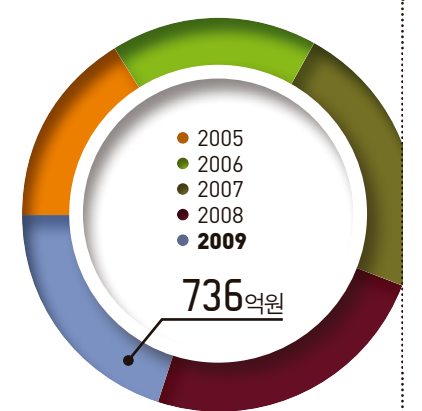
텔레칩스는 삼성전자 출신의 연구원들이 설립한 팹리스 회사입니다. 팹리스란 반도체 칩의 생산은 외부에 맡기고, 회사는 연구개발과 마케팅에 주력하는 사업 모델입니다. 팹리스는 본래 저부가가치 사업인 생산은 아웃소싱하고 핵심 역량에 집중한다는, 선진국형 사업 모델로 주목을 받았습니다.

그러나 과거 코스닥의 몇몇 팹리스 업체들이 각광을 받다가 무너진 이후로 팹리스 모델은 시장의 신뢰를 상당히 잃었습니다. 과거 팹리스 업체들은 단일 제품, 단일 거래선이라는 한계를 극복하지 못하고 순식간에 몰락했습니다. 동사는 모바일 멀티미디어 기기, 자동차, 휴대폰 등 다양한 산업에서 여러 고객을 상대로 사업을 영위하고 있기 때문에, 다른 팹리스와는 달리 실적 변동성이 상대적으로 낮은 편입니다.

동사는 기술적 한계로 진입하기 힘들었던 휴대폰, PMP, 내비게이션 등의 분야에 새로이 진출을 시도하고 있습니다. 특히 최근 화두가 되고 있는 스마트폰에서 새로운 기회를 찾으려 노력하는 중입니다. 새로운 시장에는 기회와 위험이 공존합니다. 동사는 이제 퀄컴, NVIDIA, TI 등 세계 유수의 막강한 멀티미디어 칩셋 업체들과도 경쟁을 시작하게 되었습니다.

2009년 동사는 경기 침체 및 빠른 성장에 따른 성장통으로 인해 부진한 성과를 보였습니다. 그러나 동사의 원천적인 경쟁력은 건재하다고 판단됩니다.

매출액 증감



기술적 한계를 극복하고 휴대폰, PMP, 내비게이션 등의 분야에 진출 시도. 스마트폰에서도 기회잡으려 노력.

2005	+31%
2006	+3%
2007	+36%
2008	+6%
2009	-17%

“대한민국 IT 산업의 숨겨진 기둥”  
“다른 팹리스와는 다르다”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	378	603	31%	115	62%	123	92%
2006년	490	620	3%	115	0%	119	-4%
2007년	664	841	36%	162	41%	182	53%
2008년	856	892	6%	158	-3%	208	14%
2009년	997	736	-17%	64	-60%	118	-43%

단위: 억원

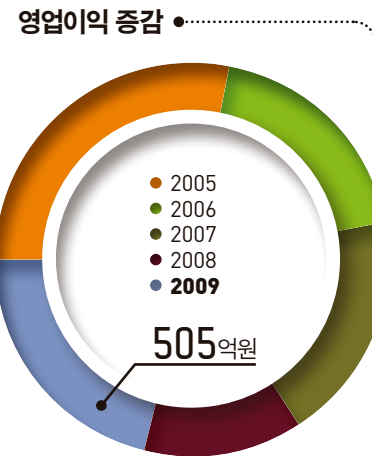
### 수익보다 리스크관리에 역점을 두는 한국개발금융 010460 제PER | 제PBR

“ 한국개발금융은 1조원 정도의 대출자산을 가진 여신전문 회사입니다. 일반적인 여신전문 회사의 경우 대출자산이 1조원이라면 자기자본은 보통 천억원에서 2천억원 내외입니다. 즉 레버리지가 일반적으로 5~10 수준입니다. 그러나 한국개발금융의 자기자본은 5천억이 넘습니다. 금융회사는 물론이고 일반적인 제조업체보다도 부채비율이 낮은, 매우 특이한 금융회사라 할 수 있습니다.

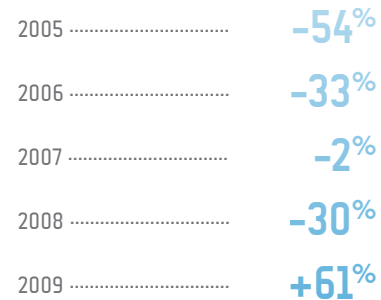
한국개발금융의 낮은 레버리지 비율은 회사의 대주주와 경영진이 지극히 보수적이고 안정적인 성향을 갖고 있기 때문입니다. 따라서 무리하게 규모를 확장하기보다는 위험 부담을 최소화하며 영업을 하고 있습니다. 수익보다는 리스크관리에 역점을 둔다는 얘기지요.

2008년 금융위기 이후 부실자산의 대명사가 된 부동산 프로젝트파이낸싱(PF)은 동사 전체 대출자산의 40% 정도를 차지하고 있습니다. 비율만 놓고 보면 대단히 부실해 보일 수도 있겠지만, 워낙 보수적인 성향 탓에 PF자산에 대해서는 이미 충분한 충당금을 쌓아놓고 있으며, 충당금을 쌓기 이전에 이미 필요한 수준의 담보와 지급보증을 확보하여 2중, 3중으로 손실 가능성을 줄이고 있습니다. 게다가 레버리지가 낮기 때문에 부실자산이 회사의 안정성에 줄 수 있는 충격도 제한적입니다.

금융업에서 자본력은 사업기회를 포착할 수 있는 역량을 의미합니다. 높은 자본력으로 동사는 현재 채권시장에서 낮은 금리로 자금을 조달할 수 있습니다. 좋은 투자기회를 포착한다면 필요한 만큼 저금리로 대규모의 자금을 모아 투자할 수 있는 능력이 있는 것입니다. 한국개발금융은 지극히 보수적이고 안정적인 경영을 하고 있지만, 기회를 잡는다면 이를 활용할 잠재력을 갖고 있습니다. 물론 이런 잠재력을 고려하지 않더라도 지금 현재의 수익이나 자본력 대비로도 주가는 크게 저평가 상태입니다.



무리한 규모의 확장을 피하는 보수적 경영 유지. 현재 수익이나 자본력 대비 주가는 크게 저평가 된 상태이다.



“극단적으로 낮은 레버리지 비율을 가진 안정적인 금융사”  
 “PF대출 비중이 높으나 충분한 충당금”  
 “저금리로 대규모 자금 조달할 수 있는 능력”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	4,189	1,025	-50%	678	-54%	629	-64%
2006년	4,547	964	-6%	454	-33%	427	-32%
2007년	5,025	874	-9%	447	-2%	578	35%
2008년	5,282	1,158	32%	314	-30%	416	-28%
2009년	5,560	935	-19%	505	61%	393	-6%

단위: 억원

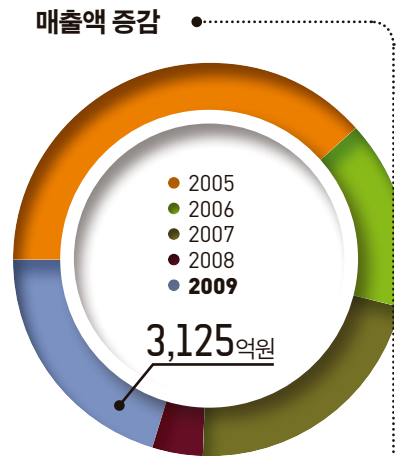
### 균형 잡힌 사업기반 보유 한국금융지주 071055 제PBR | 지주회사

“ 한국금융지주는 자회사 중 비중이 제일 높은 한국투자증권이 2008년 금융 위기 시기에 CLN, CRS, 채권운용, PF 등 자기자본 투자 사업에서 대규모 손실을 보면서 큰 폭의 적자를 기록했습니다. 그러나 2008년에 발생한 손실은 금융위기 발발에 따른 일회성 요인에 의한 것으로, 한국금융지주가 가진 영업기반과 수익성 자체가 훼손된 것은 아니었습니다.

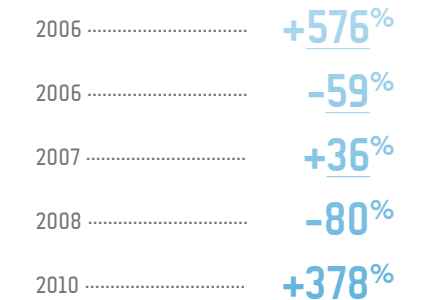
한국투자증권은 증권사 가운데 가장 균형 잡힌 사업기반을 보유하고 있으며, 특히 우수한 자산운용사로 인정 받는 한국운용과 한국밸류자산운용과의 시너지 효과로 자산관리 부문에서 강력한 경쟁력을 보유하고 있습니다. 그룹 내에 삼성그룹주, 10년투자, 네비게이터 등 경쟁사가 부러워하는 우수한 펀드라인업을 갖추고 있으며 이러한 경쟁력은 2009년의 뚜렷한 실적회복으로 확인할 수 있습니다.

현재 한국금융지주의 주가 수준은 경쟁사 대비 현저하게 저평가 상태입니다. 그러나 다양한 금융상품을 직접 생산하고 운용할 수 있는 능력과 이를 판매할 수 있는 판매채널을 동시에 갖고 있는 한국금융지주는 경쟁사 대비 저평가를 받을 이유가 없으며 오히려 더 높은 평가를 받는 것이 합리적이라 판단됩니다.

특히 우선주는 보통주와의 괴리율이 과도한 수준입니다. 지배구조가 안정돼 있는 기업의 경우라면 보통주와 우선주의 괴리율이 크게 형성될 이유가 없습니다. 더군다나 한국금융지주 우선주에는 추가 배당 지급 조항이 있기 때문에 더욱 매력적이라 할 수 있습니다. 기업가치 회복에 따른 수익은 물론, 높은 배당수익과 보통주와의 괴리율 축소에 따른 추가 수익까지도 기대해볼 수 있습니다.



경쟁사 대비 현저하게 저평가된 주가. 다양한 금융상품 생산하고 운용하는 능력만큼은 타의 추종을 불허한다.



“자회사간 시너지로 매력적인 사업구조”  
 “금융위기 극복”  
 “과도한 보통주와 우선주의 괴리율”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2006년 3월	16,720	5,947	576%	5,668	588%	5,646	571%
2007년 3월	18,420	2,446	-59%	2,067	-64%	2,110	-63%
2008년 3월	21,590	3,326	36%	2,883	39%	2,874	36%
2009년 3월	18,099	654	-80%	-317	적자전환	-1,417	적자전환
2010년 3월	20,968	3,125	378%	2,275	흑자전환	2,276	흑자전환

2010.03 실적은 주총 승인 이전의 금융감독원 공시 수치입니다

단위: 억원

업계 선도하는 장수 브랜드 다수 보유

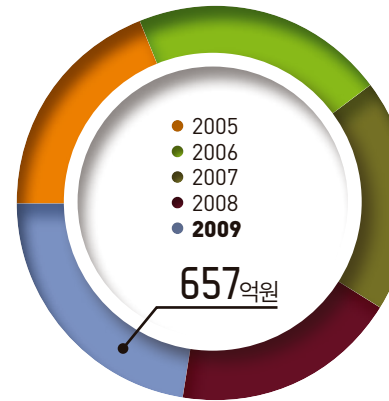
**한섬** 020000 제PER | 제PBR

“한섬은 여성복 브랜드 TIME, MINE, SYSTEM, SJSJ와 남성복 브랜드 TIME HOMME, SYSTEM HOMME를 보유하고 있는 우리나라의 대표적인 패션기업입니다. 동사는 오랜 시간에 걸쳐 축적된 브랜드 가치, 업계 최고 수준의 영업이익률, 부동산 및 자회사의 풍부한 자산가치를 가지고 있습니다.

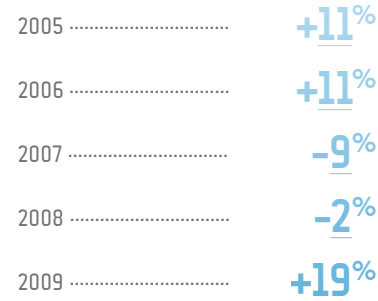
한섬의 브랜드별 매출을 보면 타임, 시스템, 마인과 같은 상위 3개 브랜드가 전체 매출의 65%를 차지합니다. 이 브랜드들은 각각 1993년, 1990년, 1988년에 시작된 장수 브랜드들입니다. 20년이 넘는 브랜드 의류들이 아직도 백화점의 해당 카테고리 내에서 매출 순위 선두권을 놓치지 않고 팔리고 있다는 점은 참으로 고무적인 일이 아닐 수 없습니다. 유행에 민감한 패션 산업에서 적지 않은 기간 동안 이만큼의 소비자 선호도 및 충성도, 브랜드 정체성, 매출액 규모를 유지하는 것은 정말로 어려운 일이기 때문입니다. 오랜 기간 업계 선두를 유지할 수 있는 비결은 트렌드를 파악하는 안목과 이를 바탕으로 안정적으로 자리잡은 브랜드의 힘이라 할 수 있습니다. 이러한 경쟁력은 지난 금융위기를 겪으면서 더욱 돋보였습니다. 급속한 소비경기의 위축을 겪으면서 경쟁력을 갖추지 못한 업체들은 자연스럽게 도태의 과정에 접어들었지만 한섬은 오히려 높은 매출 성장세를 보였습니다. 겨울의 추운 날씨가 매출 증가에 일부 도움이 됐겠지만, 그보다는 본연의 경쟁력이 더 큰 역할을 했을 것입니다.

그리고 동사는 최근 끌로에, 발렌시아가, 랑방, 지방시, 셀린느 등의 수입 명품 브랜드 유통에서도 두각을 나타내고 있습니다. 금융위기의 어려움 속에서도 탁월한 실적을 보여준 한섬의 가치는 재무제표에 나타나는 단순한 수치 그 이상일 것입니다.

영업이익 증감



오랜 기간 축적된 돌보이는 브랜드 가치. 수입 명품 브랜드 유통에서도 두각. 트렌드 안목 탁월한 기업.



“남들의 위기, 나에겐 기회”  
“업계 최고 수준의 영업이익률과 높은 자산가치”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	3,581	2,976	16%	559	11%	516	20%
2006년	4,078	3,106	4%	622	11%	509	-1%
2007년	4,756	3,186	3%	563	-9%	465	-9%
2008년	4,368	3,346	5%	552	-2%	547	18%
2009년	4,839	3,869	16%	657	19%	515	-6%

단위: 억원

독점력 거머쥔 한국 대표기업

**한국전력공사** 015760 제PBR | 프랜차이즈

“한국전력은 자회사인 발전회사로부터 전력을 구입하여 이를 가정에 공급하고 있습니다.

동사는 최근 2년간 연료비(석유, 석탄, 천연가스)의 급등으로 전력생산 비용이 급증했습니다. 따라서 전력 판매가격에 이 같은 비용상승을 반영해야 했으나 물가안정에 대한 정부의 의지로 생산원가에 못 미치는 가격에 전력을 판매함으로써 대규모 적자를 기록했습니다. 원가상승을 정부 규제 때문에 가격에 반영시키지 못하는, 유틸리티 사업의 최악의 경우가 발생한 것이지요.

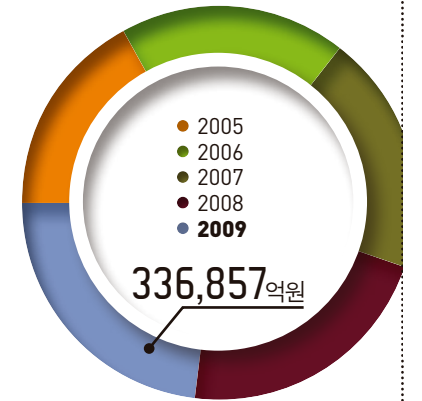
그러나 전력생산을 위한 지속적인 대규모 투자자금을 고려할 때, 비용증가분을 한국전력이 영원히 흡수하는 것이 불가능하다는 점은 정부도 인식하고 있습니다. 최근 정부 정책이 요금규제에서 요금인상을 통한 에너지 수요억제로 전환되고 있으며, 2011년 7월에 시행될 전력요금의 연료비 연동제의 준비가 진행되고 있습니다.

연료비 연동제의 시행은 동사 주가의 오랜 디스카운트를 해소할 수 있는 요인이며, 독점력에 기반한 안정적 수익창출을 가능하게 할 것입니다. 다른 긍정적인 요인은 동사의 실제 자산가치가 자산재평가를 통해 정확한 숫자로 발표됐다는 것입니다. 한국전력은 2010년 1월, 자산재평가차액을 22조 3천억원으로 공시했으며, 이를 반영한 주당 순자산은 3만원이 증가한 9.5만원입니다. 수익성이 낮다고 해도 독점력을 부여 받은 한국의 대표 기업인 한국전력의 PBR이 0.3 수준에 오래 머무르지 않을 것입니다.

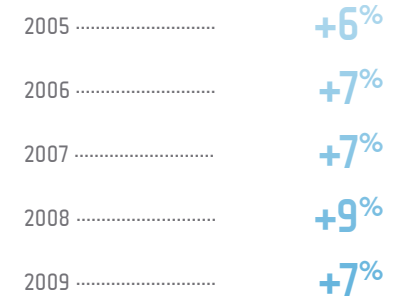
구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	422,057	251,123	6%	13,259	-33%	24,486	-15%
2006년	429,620	269,790	7%	12,316	-7%	20,705	-15%
2007년	440,307	289,839	7%	3,817	-69%	15,568	-25%
2008년	409,389	315,224	9%	-36,592	적자전환	-29,525	적자전환
2009년	410,878	336,857	7%	-5,687	적자지속	-777	적자지속

단위: 억원

매출액 증감



연료비 연동제 시행할 예정. 요금 인상과 독점력을 기반으로 안정적인 수익창출이 예상된다.



“무너질 수 없는 프랜차이즈”  
“연료비 연동제와 자산재평가로 가까워진 주가정상화”

23개 계열사 보유한 최고의 금융 인프라 서비스 제공업체

# 한신정 034310

프랜차이즈 | 지주회사

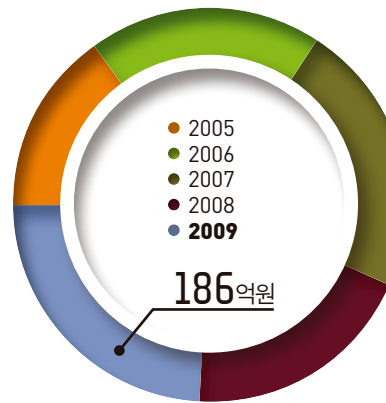
“ 한국신용정보는 나이스 그룹의 지주회사로 ATM 관리서비스/CDVAN 사업을 하고 있는 한국전자금융(063570.KOSDAQ), 신용카드 VAN 사업자인 나이스정보통신(036800.KOSDAQ), 개인신용정보제공/기업신용정보제공/채권추심 사업을 영위하는 한신평정보(030190.KOSDAQ) 등 3개의 상장기업과 신용평가사인 한신평평가 등 23개 계열사를 보유하고 있는 금융인프라 서비스 제공업체입니다. 자산관리(채권추심) 사업 및 개인신용정보제공(CB) 사업을 영위해왔으나 최근 자산관리사업부를 자회사로 분할하면서 개인신용정보제공사업만 자체적으로 영위하고 있습니다.

기존의 금융인프라서비스 사업의 경우 인력기반의 고부가가치사업일 뿐 아니라 라이선스에 의한 진입장벽이 존재하거나 성숙기에 접어든 산업에서 소수의 업체가 시장을 과점하는 구조인 경우가 많아 안정적인 사업환경이 지속되어 왔습니다. 따라서 업체들의 실적 변동도 크지 않았고 회사 내부적인 변화도 거의 없었습니다.

그러나 동사의 경우 2009년 지주사 전환을 전후하여 경쟁사인 한신평정보를 인수하는 등 매년 새로운 시도를 계속하고 있습니다. 나이스 그룹의 조직구조를 만들어가는 과정은 아직도 진행 중에 있으며 향후 더 좋은 모습으로 그 가치를 더해갈 것입니다

2009년은 회사채발행 호조 및 금융위기 이후 자회사들의 실적 개선으로 사상최대 이익이 기대되었으나 일회성 비용 및 회계상 영업수익 인식방법 변경 등으로 전년 대비 감소한 순이익을 시현하였습니다. 그러나 다양한 자회사를 보유하고 있는 만큼 업황의 기복이 서로 상쇄되면서 2010년에는 전년 대비 개선된 실적을 보일 것으로 전망하고 있으며 이러한 추세는 향후에도 지속될 것입니다. 현재보다 미래의 큰 그림이 더욱 기대되는 회사입니다.

영업이익 증감



경쟁사인 한신평정보 인수하는 등 매년 새로운 시도가 돋보인다. 다양한 자회사 보유해 업황 기록 상쇄 가능.

2005	-98%
2006	+25%
2007	+18%
2008	-15%
2009	+25%

“영업가치 NICE, 자산가치도 NICE”

“금년보다 내년이, 내년보다 내후년이 더욱 기대된다”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	873	924	-99%	118	-98%	89	-99%
2006년	989	1,086	18%	148	25%	130	47%
2007년	1,077	1,120	3%	175	18%	154	19%
2008년	1,180	960	-14%	149	-15%	143	-7%
2009년	1,569	1,071	12%	186	25%	132	-8%

단위: 억원

음식료부터 미디어까지, 일상을 지배하길 꿈꾸는 기업

# CJ 001040

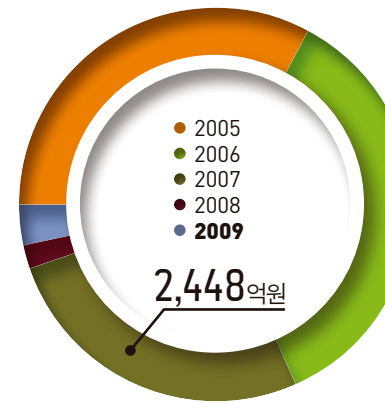
제PBR | 지주회사

“ 오늘은 모처럼 휴일에 가족 외출을 하게 되었습니다. 어제 밤 늦게까지 TV를 러코스트 남녀탐구생활을 시청한 큰딸은 정형돈의 연기가 너무 웃기다며 남동생과 이야기꽃을 피우고 있습니다. 오늘은 가족과 함께 화제의 신작 ‘아바타’를 관람하기로 한 날입니다. 집에서 가장 가까운 CGV를 방문하여 3D 상영관에서 온가족이 즐거운 시간을 보냈습니다. 영화관람을 마치고 오랜만에 뷔스에서 샐러드바로 식사하고 귀가합니다. 저녁은 간단히 홈쇼핑에서 구매한 가스오우동으로 때우고 간만에 넷마블 마구마구에서 승수를 쌓아볼 생각입니다.”

이상은 평범한 가족의 휴일 모습입니다. 굵은 글씨로 밑줄 친 내용만 보더라도 CJ그룹이 우리의 일상 생활에 얼마나 밀접하게 침투해 있는지를 알 수 있을 것입니다. CJ는 이처럼 우리 생활과 밀접한 CJ그룹을 지배하는 지주회사입니다. CJ그룹의 사업 영역은 크게 음식료(CJ제일제당, CJ프레시웨이 등)와 미디어(CGV, CJ오쇼핑, 인터넷 등)로 나눌 수 있습니다. 음식료 사업은 꾸준한 실적을 기록하고 있으며 미디어 사업은 그룹의 성장을 이끄는 성장동력의 역할을 담당하고 있습니다.

경기가 회복됨에 따라 CJ그룹의 실적, 특히나 미디어 부문의 실적은 큰 폭으로 개선될 전망입니다. 음식료, 미디어의 탁월한 사업가치에 더해 CJ는 삼성생명 주식을 약 640만주 보유하고 있으며 이는 6천억원이 넘는 가치를 지닌 든든한 자산입니다. 회사 자산에서 차지하는 비중으로 본다면 삼성생명 상장으로 기업가치가 가장 많이 상승하는 회사는 바로 CJ입니다. CJ주식을 보유하는 것은 먹고 마시고 엔터테인먼트를 즐기는 우리의 일상에 투자하는 가치 있는 투자가 될 것입니다.

매출액 증감



미디어부문의 실적이 경기 회복되면서 큰 성장세를 보일 전망. 삼성생명 상장으로 기업가치 상승.

2005	-3%
2006	+8%
2007	-26%
2008	-92%
2009	+65%

“우리의 생활 속에 녹아 있는 기업”

“CGV에서 영화보고 뷔스에서 식사를”

“삼성생명 상장의 최고 수혜”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	14,761	24,599	-3%	1,925	27%	1,325	-14%
2006년	16,108	26,504	8%	1,917	0%	1,399	6%
2007년	17,170	19,734	-26%	1,630	-15%	381	-73%
2008년	19,807	1,485	-92%	65	-96%	2,928	670%
2009년	20,558	2,448	65%	1,909	2,860%	1,729	-41%

2008년 CJ가 CJ와 CJ제일제당으로 분리

단위: 억원

30년 넘게 독보적인 시장 점유율 유지한  
**KPX케미칼** 025000 제PER | 프랜차이즈

“고무와 플라스틱의 성질을 겸비한 폴리우레탄은 거의 모든 제조업이 필요로 하는 소재입니다. 우리가 매일 운전하는 자동차의 핸들, 거주하는 아파트의 단열재가 폴리우레탄으로 만든 대표적인 제품입니다. KPX케미칼(舊 포리올)은 폴리우레탄의 원료인 PPG를 만드는 기업으로 국내 시장의 60%를 장악하고 있습니다. 이러한 산업 내 위치는 탁월한 장점 세가지로 연결됩니다.

먼저, 거래처가 다양한 산업에 걸쳐 있어 경기 영향을 덜 받고 안정적 매출이 가능합니다. 실제로 경제상황이 최악으로 치달은 2009년에도 상대적으로 업황이 좋았던 자동차, IT 부문 매출을 늘려 전년 수준에 근접하는 실적을 기록할 정도로 수익의 안정성이 뛰어납니다.  
두 번째로 우수한 가격 협상력을 갖고 있습니다. 점유율이 60%에 달할 정도로 공급자 우위인 시장 상황을 이용해 원가부담을 판가에 전가시킬 수 있어 원료 가격이 요동을 치던 시기에도 KPX케미칼의 이익률은 꾸준히 유지했습니다.  
마지막 장점은 진입장벽이 높다는 것입니다. PPG시장은 수요자의 요구에 소재의 성질을 미묘하게 조작하는 노하우와 납품 이후에 사후관리를 해줄 수 있는 네트워크를 요구합니다. 이러한 기술력과 네트워크가 앞서 있기에 동사는 30년 넘게 시장 내 독보적 위치를 유지하고 있습니다.  
800억원이 넘는 현금성 자산과, 반도체/LCD 소재 사업 등 성장성까지 감안한다면, 현재 주가의 비합리적 저평가 정도는 너무나 큼니다. 국내 주식 시장의 대표적 가치주라고 할 수 있겠습니다.



거래처가 다양한 산업에 걸쳐 있어 경기 영향 적게 받는다. 기술력과 사후관리 철저해 시장 내 우위 확보.

2005	+13%
2006	+7%
2007	+24%
2008	+15%
2009	-14%

“소처럼 우직하게 전진하는 기업”  
“안정적 매출, 꾸준한 이익률, 높은 진입장벽”  
“수익가치 대비 현저하게 저평가된 가치주 대표선수”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2005년	2,333	3,379	14%	346	13%	325	13%
2006년	1,220	3,836	14%	371	7%	297	-9%
2007년	1,484	4,258	11%	461	24%	315	6%
2008년	1,711	4,675	10%	529	15%	255	-19%
2009년	2,041	4,523	-3%	455	-14%	395	55%

2006년 KPX홀딩스로 분할하면서 자기자본 감소

단위: 억원

시장 점유율 1위 고수하는 다수의 자회사 보유  
**KPX홀딩스** 092230 제PER | 제PBR | 지주회사

“KPX홀딩스는 KPX케미칼을 비롯해 6개 자회사를 거느린 순수 지주회사입니다. 동사에 대한 투자는 평소 갖고 싶었던 물건을 특별히 할인된 가격에 사는 절호의 쇼핑 찬스와도 같습니다. 6개 자회사들이 모두 매력적인 기업가치를 갖고 있는데, 홀딩스는 지분가치 대비 절대적으로 저평가 돼있기 때문입니다.

KPX홀딩스의 자회사들은 대부분 전문 정밀화학 기업으로 한정된 아이템에 특화돼 있고, 공통적으로 해당 분야에서 강한 시장지배력을 보유하고 있습니다. 이는 경쟁자가 진입하기 어려운 특수 정밀화학 제품만을 취급하고, 기존 사업과 연관된 분야에만 진출해 시작단계부터 확실한 기술적 우위를 점하는 KPX그룹의 일관된 경영 방식에서 비롯된 것입니다. 실제로 KPX그룹의 사업들은 모두 폴리우레탄 원료 가공 기술에서 출발하였고, 수요자의 까다로운 요구를 충족시킬 수 있는 특화된 기술력을 바탕으로 해당 사업분야에서 시장 점유율 1위를 고수하고 있습니다.  
KPX홀딩스는 확실한 진입장벽을 구축한 고수익의 화학기업 선물세트와 같습니다. 물론, 대폭 할인된 선물세트입니다. 동사의 시가총액은 2,500억 정도에 머물러 있으며, 현금성 자산 1,000억을 제외하면 실질적으로 6개 자회사의 지분은 1,500억 정도로 평가되고 있다고 할 수 있습니다. 하지만 상장회사인 KPX케미칼, KPX화인케미칼 2개사의 지분가치만 해도 2,000억 원이 넘습니다. 작지만 알찬 기업인 KPX그린케미칼, KPX라이프사이언스, 사옥을 소유한 KPX개발의 지분가치는 보수적으로 잡아도 1,000억을 훨씬 상회한다고 하겠습니다.  
국내 주식시장에서는 지주회사의 가치가 자회사의 지분가치에 비해 저평가되는 것이 일반적입니다만 동사처럼 알짜기업만 소유한 지주회사의 주가는 재평가 받는 것이 당연합니다.



KPX케미칼, KPX화인케미칼 2개사의 지분가치만 2000억원 넘는 규모. 알짜기업만 소유한 지주회사이다.

2006	-
2007	+429%
2008	-46%
2009	+140%

“폴리우레탄 산업의 거인”  
“하는 사업 마다 점유율 1위. 진입장벽도 높다.”  
“뛰어난 수익가치, 자산가치에 비해 지나친 디스카운트”

구분	자기자본	매출액		영업이익		당기순이익	
		금액	증감	금액	증감	금액	증감
2006년	2,107	75	-	70	-	227	-
2007년	2,650	386	415%	368	429%	432	90%
2008년	2,671	213	-45%	197	-46%	165	-62%
2009년	3,355	491	130%	472	140%	361	119%

KPX홀딩스는 2006년 설립되었습니다

단위: 억원

# 투자운용전문인력 현황

## 1. 운용전문인력

성명	운용개시일	직위	운용중인 다른 집합투자기구현황		주요 운용경력 및 이력	
			집합투자기구(개)	운용규모(백만원)		
이채원	2006.04.18	CIO	4	274,257	- 중앙대학교 경영학과 - 한국투자증권 자산운용본부장 - 한국투자증권 자산운용실장 - 한국투신운용(구 동원투신운용) 주식운용부 성과보수가 있는 집합투자기구 운용규모 개수: 0개      규모: 0원	06023220007
배준범	2006.04.18	부장	4	274,257	- 서울대학교 경제학과 - 한국투자증권 자산운용실 성과보수가 있는 집합투자기구 운용규모 개수: 0개      규모: 0원	06023220008
엄덕기	2006.04.18	차장	4	274,257	- 서울대학교 경제학과 - 한국투자증권 주식운용부 - 한국투자증권(구 동원증권) 채권운용팀 성과보수가 있는 집합투자기구 운용규모 개수: 0개      규모: 0원	06023220005
김동영	2006.04.18	차장	4	274,257	- 성균관대학교 경제학과 - 한국투자증권 주식운용부 성과보수가 있는 집합투자기구 운용규모 개수: 0개      규모: 0원	06023220001
방원석	2010.01.19	차장	4	274,257	- 중앙대학교 영어교육과 - 한국투자증권 주식운용부 성과보수가 있는 집합투자기구 운용규모 개수: 0개      규모: 0원	2110000011
이승혁	2007.06.14	대리	4	274,257	- 연세대학교 대학원 수학과 - 한국투자증권 주식운용부 성과보수가 있는 집합투자기구 운용규모 개수: 0개      규모: 0원	06023220002
김은형	2008.07.24	대리	4	274,257	- 연세대학교 경영학과 - 한국투자증권 주식운용부 성과보수가 있는 집합투자기구 운용규모 개수: 0개      규모: 0원	08023220016
강대권	2008.01.11	사원	4	274,257	- 서울대학교 대학원 경제학과 성과보수가 있는 집합투자기구 운용규모 개수: 0개      규모: 0원	08023220011
장동원	2008.01.11	사원	4	274,257	- 서울대학교 대학원 경영학과 성과보수가 있는 집합투자기구 운용규모 개수: 0개      규모: 0원	08023220010
정재원	2008.07.24	사원	4	274,257	- 고려대학교 대학원 전산학과 성과보수가 있는 집합투자기구 운용규모 개수: 0개      규모: 0원	08023220017
정신욱	2008.05.07	사원	4	274,257	- 연세대학교 경영학과 성과보수가 있는 집합투자기구 운용규모 개수: 0개      규모: 0원	08023220013
홍진채	2008.07.24	사원	4	274,257	- 서울대학교 전기공학과 성과보수가 있는 집합투자기구 운용규모 개수: 0개      규모: 0원	08023220018
강병구	2010.01.26	사원	4	274,257	- 서울대학교 경영대학원 성과보수가 있는 집합투자기구 운용규모 개수: 0개      규모: 0원	2110000018

\* 성명이 굵은 표시로 표시된 것이 책임운용전문인력이며, 책임운용전문인력이란 운용전문인력 중 투자전략 수립 및 투자 의사결정 등에 있어 주도적이고 핵심적인 역할을 수행하는 자를 말합니다. \* 당사의 펀드는 공동운용 방식(팀운용)으로 운용되고 있습니다.

\* 집합투자기구의 운용전문인력 변경내역 등은 금융투자협회 전자공시사이트의 수시공시 등을 참고하실 수 있습니다.(인터넷주소 http://dis.kofia.or.kr) 단, 협회 전자공시사이트가 제공하는 정보와 본 자산운용보고서가 제공하는 정보의 작성기준일이 상이할 수 있습니다.

## 2. 운용전문인력 변경내역

성명	운용개시일	직위
2006.4.18 ~ 2008.1.10	이채원	등록
	배준범	
	엄덕기	
	최용필	
	김동영	
2008.1.11 ~ 2008.7.23	이승혁	-
	이채원 외 5명	
	강대권	
	장동원	
	정신욱	
2008.7.24 ~ 2009.10.22	정용현	-
	이채원 외 9명	
	김은형	
2009.10.23 ~ 2010.01.18	정재원	등록
	홍진채	
	이채원 외 12명	
2010.01.19 ~ 현재	최용필, 정용현	-
	이채원 외 10명	
	방원석, 강병구	등록

\* 2010년 4월 기준 최근 3년간의 운용전문인력 변경내역임.

# 비용현황

## 1. 보수 및 수수료 지급현황

(단위: 백만원, %)

집합투자기구 명칭	구분	전기 (10.1.17)		당기 (10.4.17)		비고
		금액	비율	금액	비율	
한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)	집합투자업자	2,092,862	0.760	2,118,940	0.760	
	투자매매,중개업자	5,617,684	2.040	5,687,685	2.040	
	신탁업자	82,613	0.030	83,642	0.030	
	일반사무관리회사	38,553	0.014	39,033	0.014	
	<b>보수합계</b>	<b>7,831,711</b>	<b>2.844</b>	<b>7,929,301</b>	<b>2.844</b>	
	기타비용	8,019	0.003	8,422	0.003	
	매매중개수수료	424,496	0.154	554,514	0.199	

\* 비율: 집합투자기구의 순자산총액 대비 비율

\* 기타비용이란 회계감사비용, 증권 등의 예약 및 결제비용 등 펀드에서 경상적, 반복적으로 지출된 비용으로서 매매중개수수료는 제외하였습니다.

## 2. 총보수비용 비율

(단위: %)

집합투자기구 명칭	구분	해당 집합투자기구	
		총보수비용비율	매매,중개수수료비율
한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)	전기	2.847	0.154
	당기	2.847	0.199

\* 총보수,비용 비율(Total Expense Ratio)이란 운용보수 등 집합투자기구에서 부담하는 '보수'와 기타비용 총액을 순자산 연평잔액(보수,비용 차감전 기준)으로 나눈 비율로서 해당 운용 기간 중 투자자가 부담한 총 보수,비용수준을 나타냅니다.

\* 매매중개수수료 비율이란 매매중개수수료를 순자산 연평잔액(보수,비용 차감전 기준)으로 나눈 비율로서 해당 운용기간 중 투자자가 부담한 매매중개수수료의 수준을 나타냅니다.

# 투자자산매매내역

## 1. 매매주식규모 및 회전율

(단위: 주, 백만원, %)

매수		매도		매매회전율	
수량	금액	수량	금액	해당기간	연환산
10,137,093	166,965	11,181,518	194,067	17.96	72.85

\* 매매회전율이란 주식매매의 빈번한 정도를 나타내는 지표로서 해당 운용기간 동안 매도한 주식가액을 같은 기간동안 평균적으로 보유한 주식가액으로 나누어 산출.

\* 해당 운용기간 동안 평균적인 주식투자 규모가 100억원이고, 주식 매도금액 또한 100억원인 경우 매매회전율은 100% (1회전)이며, 매매회전율이 높은 경우 펀드에서 지출되는 거래비용 증가됨.

## 공지사항

이 보고서는 자본시장법에 의하여 ‘한국밸류10년투자증권투자신탁1호(주식)’의 집합투자업자인 ‘한국투자밸류자산운용’이 작성하여 신탁업자인 ‘하나은행’의 확인을 받아 투자매매, 중개업자인 ‘한국투자증권’ 외 43곳을 통해 투자자에게 제공됩니다. 다만 일괄 예약된 집합투자기구의 신탁업자 확인기간은 일괄 예약된 날 이후 기간에 한합니다.

각종보고서 확인 : 한국투자밸류자산운용 : <http://koreavalueasset.com>

금융투자협회 : <http://dis.fundservice.net>

## 참고 | 펀드 용어 정리

성명	내 용
금융투자협회 펀드코드	금융투자협회에서 펀드에 부여하는 고유의 코드이며, 이를 이용하여 펀드의 각종 정보에 대한조회가 가능합니다.
주식형(집합투자기구)	약관(정관)상 주식에 집합투자재산이 60%이상을 투자하는 펀드입니다. 추가형(집합투자기구)
종류형(집합투자기구)	통상 멀티클래스 펀드로 부릅니다. 멀티클래스 펀드란 하나의 펀드내에서 투자자그룹(Class) 별로 서로다른 판매보수와 수수료 체계를 적용하는 상품을 말합니다. 보수와 수수료의 차이로 Class별 기준가격은 다르게 산출되지만, 각 Class는 하나의 펀드로 간주돼 통합 운용되므로 자산운용 및 평가방법은 동일합니다.
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 연율로 표시되며, 신탁보수에는 운용, 판매, 수탁보수등이 있습니다. 보수율은 상품마다 다르게 책정되는 것이 일반적입니다.
집합투자업자	투자자는 은행, 증권사, 보험사 등의 판매회사에서 펀드에 가입하지만 이렇게 투자자로부터 모집한 자금으로 실제 주식 등의 유가증권에 투자, 운용하는 회사는 집합투자업자입니다. 집합투자업자는 투자자로부터 자금을 모은 위탁자가 되어 펀드의 운용을 업으로 하는 자로서 금융위원회의 허가를 받은 회사를 말합니다.
신탁업자	신탁업자란 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 신탁회사에 안전하게 보관·관리되고 있습니다.
일반사무관리회사	펀드 일반사무관리업무의 위탁을 받아 펀드기준가 산정 등의 업무를 수행하는 회사를 말합니다.
판매회사	판매회사란 펀드의 판매, 환매등을 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.
매매수수료 비율	해당 운용기간 중 펀드에서 지출되는 유가증권 및 파생상품등의 매매수수료 총액을 펀드의 순자산총액으로 나눈 비율입니다.

# 소중한 내 인생에도 가치투자는 필요해!

한국투자밸류 사람들이 사는 이야기

가치투자 철학으로 푹푹 뭉친 한국투자밸류 사람들. 소중한 자산뿐만 아니라 하루하루의 인생에서도 가치투자를 실천에 옮기려고 노력한다. 조용히 그러나 쉽없이 진행되는 밸류 사람들의 인생 가치투자 이야기.



**1** 우량 가치주인 아내와 장기 성장 가능한 숨은 초우량 자회사인 두 아들에게 나의 모든 것을 걸고 장기투자하고 있다. 이것이 내가 실천하는 내 인생의 진정한 가치투자다. **강창구(채널영업부)**

**2** 제가 실천하는 가치투자는 제 오래된 친구들입니다. 먼 인생길에 고락을 함께할 진정한 친구가 한 명이라도 있다면 그 인생은 성공한 가치투자가 아닐까 생각합니다. **장혜림(경영관리부)**



**3** '책 많이 읽기!' 가장 돈을 적게 들이고 여행도 갈 수 있고, 다른 사람의 인생 이야기를 들을 수도 있으며, 판타지 세계도 경험할 수 있고, 평생을 바친 연구도 앉은 자리에서 읽을 수 있어서 100% 남는 장사다.

**김섯별(컴플라이언스부)**

**4** 부모님께 효도하는 거라고 생각합니다. 평생을 자식 위해 희생하시는 부모님께 제가 할 수 있는 최선을 다하는 것은 평생을 투자해도 아깝지 않고 사랑이 되어 돌아오는 가치투자입니다. **김수나(경영관리부)**

**5** 주말에 한 번씩 새벽 등산을 합니다. 마음도 다스리고 생각도 정리하고 육체적 건강을 위해 3시간 정도 등산합니다. 등산 후 목욕도 심신을 상쾌하게 만들어줍니다. **이강용(밸류커뮤니케이션부)**

**6** 인생에서 가장 중요한 가치투자는 배우자를 잘 만나는 일~ 따라서 많은 미팅과 소개팅을 통해 현재 제PER 남자를 찾고 있습니다. 시간이 지나면 내면의 가치가 드러나면서 완벽한 남편이 되겠지요?

**김진영(채널영업부)**

**7** 내가 실천하는 가치투자는 여행이다. 아직 많은 곳을 여행해보진 못했지만, 내가 실천하고 싶은 가치투자가 여행인 이유는 여행이 주는 매력 때문이다. 사람마다 각자 여행을 좋아하는 이유가 있을 것이다. 나는 여행을 통해 휴식보다는 새로운 정보와 삶의 값(의미)에 대해 생각하는 시간을 가질 수 있기 때문이다. 다양한 곳을 돌아다니며 사람들이 어떻게 살아가는지, 그 사람들의 생활 모습에 나를 투영해보면서 얻는 것이 여행의 묘미라고 생각한다. **강기동(벨류커뮤니케이션부)**



**8** 이제 막 태어난 우리 아들 민재에게 자랑스러운 아빠가 되는 것. 그러기 위해 회사에서도 집에서든 인정받는 모습을 본보기로 보여줄 것이다. 회사에서는 배우는 일을 마스터하고 인간관계 형성에도 힘쓰고, 집에서는 가족과 함께할 수 있는 시간을 많이 가지고 서로 사랑하면서 지낼 것이다. **장현석(경영관리부)**

**9** 저는 가장 큰 자산인 인적 자산에 가치투자를 실천합니다. 주위 사람들의 인간 됨됨이를 보고 그 사람들과 활발한 의사소통을



통해 진솔한 관계로 발전시키려고 합니다. 남보다 내가 먼저 손을 내밀어주고 앞서가지도 뒤처지지도 않게 함께 가는 진실한 벗을 찾고 투자합니다. 비록 지금은 그 투자 결과가 미약할지라도 향후 장기적 인적 투자는 저를 더욱 풍요롭게 할 것입니다.

**서두석(채널영업부)**

**10** 저는 누군가에게 선물을 할 때 직접 선물 상자를 만들어서 선물을 담아 주거나 포장해서 줍니다. 포장지나 선물 상자가 비싼 것은 아니지만 만든 사람의 정성이 느껴지기 때문에 받는 사람의 기분은 좋을 수밖에 없습니다. 가격으로 승부를 걸 필요도 없고 상대방의

기분도 좋고, 약간의 시간과 부담 없는 비용으로 실천할 수 있는 저만의 가치투자입니다.

**이주용(벨류커뮤니케이션부)**

**11** 내 인생의 가치투자는 꾸준한 건강관리다. 우수한 펀더멘털의 기업이 잘나가듯이, 건강을 유지해야 활기차게 살 수 있다. 요즘은 주말에 자전거 타기와 등산을 주로 하는데, 배우다 포기할 수 영을 다시 시작할 계획이다. 모든 사람이 본인 인생의 훌륭한 가치투자를 실천했으면 하는 바람이다. **현동진(벨류커뮤니케이션부)**

**12** 나에게서 아내와 아들이 있다. 앞으로 삶의 투자 대상은 바로 이들이다. 장래가 있기 때문에 투자가치는 무궁무진하다고 생각한다. 물론 아들에게 어른 눈높이에서 무엇을 강요하는 일은 없을 것이다. 그러면 아들에게 무엇을, 어떻게 투자할 것인가. 세상에 대한 명석한 이해와 세상을 살아가는데 필요한 올바른 가치관... 거창하면서도 평범하던 예전의 내가 생각한 삶의 목표다. 이것은 현재의 나 자신조차도 진행형이지만 여전히 유효하다. 아들도 내 생각에 동의한다는 전제 아래 바른 판단력과 사람에 대한 이해를 위해 다양한 책과 세상의 많은 얘기를 들려주어야겠다. 그리고 아들이 조금 더 자라면 역시 이렇게 얘기해주고 싶다. “행복한 꿈을 꾸어라!” **박상규(채널영업부)**