

신영증권(001720)

2009. 12. 4/ 기업분석 | 신영증권

Strong Buy

목표주가: 109,680원

주가(12/4): 36,000원

Stock Data

KOSPI (12/4)	1,624.76pt
시가총액	3,379억원
발행주식수	9,386천주
52주 최고가/최저가	44,300/18,950원
외국인 지분율	15.20%
배당수익률(09.03)	4.17%
BPS(09.09)	71,148원

주주구성

원국회	15.78%
Ruane, Cunniff & GoldfarbLLC	7.57%
원종석	5.35%

펀드보다 좋은 증권사 주식

시장은 많은 경우 효율적이지만, 적지 않은 경우 비효율적이다. 예를 들어 일부 회사는 보유한 현금에 비해서도 시가총액이 적은 경우도 있으며, 일부 지주회사들의 경우 보유한 계열사 주식가치에 비해서도 주가가 더 싼 경우도 있다. 이는 시장의 비효율성을 나타내는 대표적인 증거이다.

투자회사의 경우 주식과 채권, 부동산 및 비상장회사 등을 보유한 하나의 거대한 펀드나 다름없다. 따라서 이론적으로는 투자회사의 순자산가치에 비해서 시가총액은 항상 같거나 비슷해야 한다.

신영증권을 투자회사라는 관점에서 접근하여 신영증권의 투자 포트폴리오를 평가하여 본 결과 회사의 총 가치는 9,169억원에 달한다. 이에 CEF(Closed-End-Fund)의 평균 할인율 10%를 적용하고 우선주의 시가총액을 차감하여 보통주의 총 가치를 7,639억원으로 판단하였다. 그러나 현재(12월 4일)의 신영증권의 시가총액은 3,379억원에 불과하다.

이와 같은 절대 저평가 상태는 - 1) 정보 부재에 따른 시장의 무관심 2) 유통주식수 부족 - 에 기인한다. 그러나 여러 예로 볼 때 투자회사가 순자산가치보다 낮은 상태가 장기간 유지되는 사례는 드물며, 투자회사의 가치는 장기적으로 회사가 보유한 투자 포트폴리오의 가치에 수렴한다.

	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03
영업수익	2,261	5,740	8,997	15,320
영업이익	517	474	982	383
당기순이익	545	477	811	504
EPS (원)	6,901	6,063	10,837	6,549
EPS 증가율 (%)	108.6	-12.1	78.7	-39.6
PER(배)	4.1	7.8	4.7	5.3
영업이익률(%)	22.9	8.3	10.9	2.5
배당수익률(%)	4.25	2.64	2.94	4.14
영업용순자산비율(%)	610.0	430.0	401.6	407.0
유보율(%)	618.9	664.0	810.0	820.4

자료출처 : Dataguide

그레이엄과 도드 마을의 위대한 투자자들

'시장에서는 가격과 가치의 괴리가 계속될 것이며 그레이엄과 도드의 책을 읽은 사람들은 계속 성공할 것이다' 라는 워렌 버핏의 말이 아니더라도 벤저민 그레이엄과 그 '문하생'들이 가치투자의 개념을 세우고 증명한 선도자들이라는 것은 이견이 없는 사실이다.

그레이엄의 '문하생'중에서도 단연 눈에 띄는 두 사람이 있다. '오마하의 현인'이라는 명예로운 칭호를 얻은 버크셔 해서웨이의 워렌 버핏, 피터 린치의 'That famous' 마젤란 펀드와 그 이름을 나란히 할 만한 세쿼이아 펀드의 펀드매니저 빌 루안.

이 두 사람이 세운 두 개의 투자회사, 버크셔 해서웨이와 루안&커니프가 투자했던 회사인 신영증권이 우리의 눈길을 끌었다. 단 한 명의 애널리스트도 관심을 갖지 않고 대다수의 투자자들이 이름조차 알지 못하는 이 회사의 무엇이 두 거장의 마음에 들었는지, 알 수 없는 일이다.

시장에서 소외된 주식들은 많은 경우 가치투자자에게 좋은 투자기회를 준다. 또한 좋은 투자대상이 아니더라도 알려지지 않은 훌륭한 기업을 시장과 투자자에게 처음으로 소개하는 것은 언제나 즐거운 일이다. 우리가 신영증권이라는 기업을 굳이 분석 대상으로 선택한 이유가 바로 여기에 있다.

- 2009년 YIG SKY리서치팀

Part1. 한국의 증권산업, 그리고 투자회사

1. 대한민국 증권업의 현재와 미래

증권업은 더 이상 거래량을 추종하는 index가 아니다.

증권업 혹은 증권산업은 일반적으로 중개업(brokerage)에서 시작되나, 그 사업영역은 지속적으로 확장되어 지금은 IPO, 재무적 투자자, 채권인수, 고객자산관리, 리서치 등 다양한 부문을 보유하고 있다. 이를 정리해 보면 증권사는 위탁운용(Brokerage), 자기자본투자(Principle investment), 투자은행(Investment Banking), 고객자산관리(Money Management)의 업무를 수행하는 금융회사이다.

따라서 흔히 칭하듯이 증권산업 전체를 증시의 거래량에 종속적으로 움직이는 인덱스(Index)로 보는 시각에는 다소의 수정이 필요하다. 대부분의 대형 증권사들이 아직 위탁운용을 주력으로 하고 있으나, 모든 증권사가 그러한 것은 아니기 때문이다.

구체적으로, 한국의 증권사들은 다음의 네 가지로 분화하고 있는 것으로 판단된다.

- 1) 전통적인 업무인 위탁운용(brokerage)에 주력
- 2) 계열사들과 연계되어 종합금융 서비스 제공의 한 부분으로서의 역할을 수행
- 3) 은행을 대체하는 형태의 통합형 금융회사로의 도약
- 4) 자기자본운용 중심의 투자회사로의 변화

[표1] 증권사들의 분화 형태

구분	Type1	Type2	Type3	Type4
대형 증권사	대신증권 현대증권	대우증권 우리투자증권	삼성증권 동양증권증권 미래에셋증권	
중견 증권사	유진투자증권 HMC투자증권	한화증권 교보증권		신영증권
소형 증권사	골든브릿지증권 한양증권 키움증권 SK증권	메리츠증권 동부증권 NH투자증권		유화증권 KTB투자증권 부국증권

주 : 순영업수익 중 사업부별 수익비율 참조, 자본총계를 기준으로 1조원 이상은 대형, 5천억원 이하는 소형으로 분류, 반기보고서 사용
자료: 전자공시시스템, Dataguide, 머니투데이

2. 투자회사란?

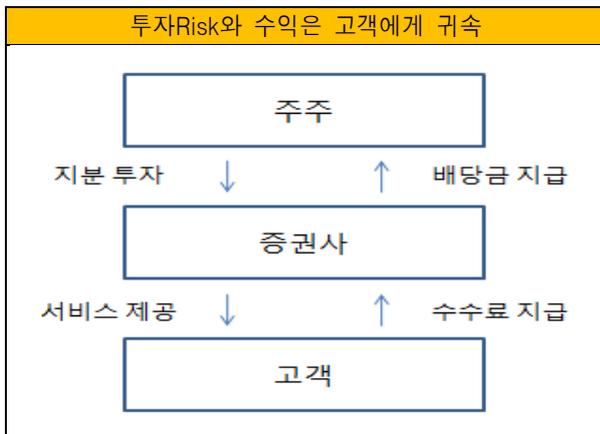
투자회사의 사업구조와 특성

주식회사는 중세 베네치아의 콜레간차에서 유래되었다. 이는 무역선의 출항에 상품 구입비를 제공하고 무역선이 귀환할 경우 수익을 나눠가지는 형태로, 지금으로 따지면 상환 기간이 지정된 폐쇄형 펀드와 비슷하다. 이후 영업의 영역이 포괄적으로 변하고, 청산기한이 무기한으로 바뀌면서 현재의 주식회사라는 개념이 탄생하였다.

**투자를 통해 얻은
수익을 나눠주는 것
= 투자회사의 영업**

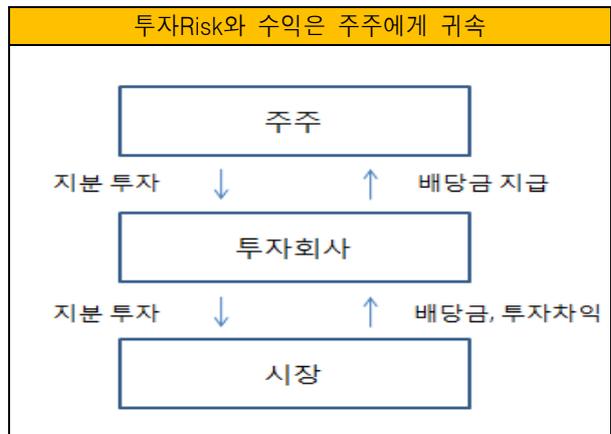
투자회사란 위에서 본 바와 같은 원시적인 형태의 주식회사와 매우 닮아있다. 세계에서 가장 유명한 투자회사인 버크셔 해서웨이의 경우를 보면 회사는 보유한 자금을 이용하여 유망한 기업을 인수하거나, 혹은 지분을 사들이고 차익을 얻는 것을 목적으로 한다. 즉 회사의 순자산, 혹은 이익잉여금을 운용하여 남긴 이익을 재투자하거나 주주들에게 배당하는 것이 투자회사의 영업이 된다.

[그림1] 전통적인 의미의 증권사 사업모델



자료: YIG

[그림2] 투자회사의 사업모델



자료: YIG

투자회사 사업모델의 매력

그렇다면 자산운용사나 중개회사에 비하여 투자회사라는 사업모델은 어떤 매력이 있을까? 크리스토퍼 브라운의 말을 빌리자면 ‘좋은 주식을 고객에게 추천하는 것보다, 우리가 좋은 주식을 사는 게 훨씬 더 많은 수익을 낼 수 있다’라는 것이 투자회사의 가장 큰 매력이다. 즉 자산운용사나 중개회사에서는 위험도 고객이 지고, 수익도 고객이 가져가는 구조이지만, 투자회사의 수익은 회사와 주주의 몫으로 남겨지는 것이다. 또한 투자회사에게 있어 경쟁자는 모든 시장참여자이므로, 시장을 초과하는 수익률을 지속적으로 올릴 수 있다면 지속적인 성장이 가능하다.

3. 투자회사의 성공을 위한 핵심역량

초과수익(Excess return)을 낼 수 있는가?

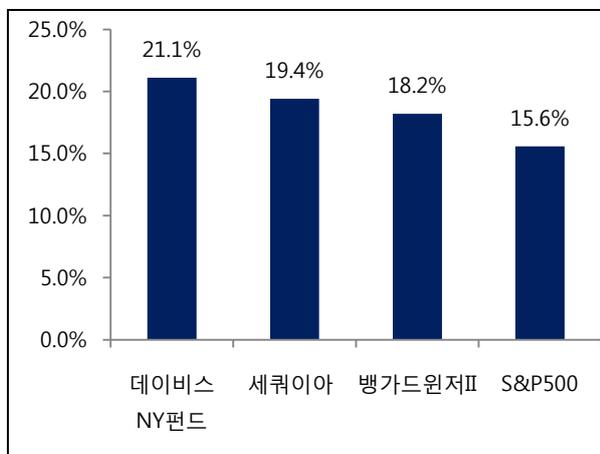
투자회사는 이론적으로 무한 성장을 할 수 있다. 그러나 그렇다면 모든 투자회사가 성장하는가? 물론 그것은 아니다. 세계 100대 기업을 훑어보면 투자회사는 버크셔 해서웨이(41위)가 유일하며, 그나마도 보험업종으로 포함되어 있다.

8위의 ING그룹, 21위의 HSBC 등 100대 기업 안에 20여개의 금융사가 포진해 있는 것과 비교하면 투자회사가 무한한 성장이 가능하다는 것은 단순히 이론적으로만 그런 것처럼 보인다. 이러한 문제가 생기는 이유는 초과수익(Excess return)의 문제 때문이다. 간단하게 말하여 투자회사가 보유한 자금을 운영하여 최소한 시장 인덱스(Index)만큼의 실적을 내야 투자회사로서의 가치가 발생하는 것이다.

투자회사의 가치는 따라서 펀드매니저와 마찬가지로 투자회사의 경영진과 운용역들은 장기적으로 시장 수익률을 초과해야 한다. 다만 펀드매니저의 경우 꾸준히 수익률을 내야 하는 것이 임무이고 투자회사의 경우 꾸준하지 않더라도 최종적인 수익률을 높이는 것이 더 중요하다는 것 정도가 차이점이다.

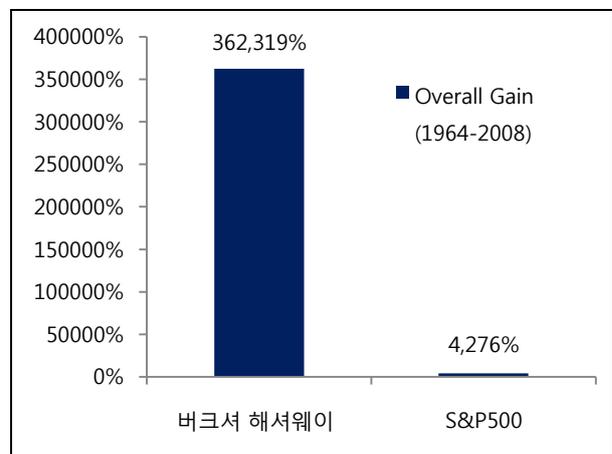
그렇다면 어떠한 요건들을 충족해야 장기적으로 볼 때 시장수익률을 능가할 수 있는가? 여러 해외 사례들에 근거하여 우리는 1) 건전한 재무구조, 2) 경영진의 확고한 투자철학, 3) 우수한 운용인력의 확보를 투자회사의 핵심 역량으로 제시하고자 한다.

[그림3] 해외 유명 뮤추얼펀드들의 10년간 수익률



주: 1988년 3월 18일부터 계산한 결과임. 비교지수는 S&P500 사용
자료: 데이비드 드레먼의 역발상 투자(page289), Dataguide.

[그림4] 버크셔 해서웨이 vs. S&P500



주: 1964년~2008년까지의 누적 수익률 사업보고서 참조, 단위 : %
자료: 버크셔해서웨이 홈페이지

Part2. 왜 신영증권인가?

1. 증권가에서 신영증권의 위치

규모와 실적에 비해 낮은 개인 인지도

2009년 3월 사업보고서를 기준으로 보면 신영증권은 영업이익으로는 10위, 당기순이익으로도 10위로 중위권이다. 그러나 실적에 비해서, 그리고 50년이 넘는 업력에 비해서 개인 고객들의 인지도는 매우 낮은 편이며 시가총액으로도 22개 증권사 중 15위에 불과하다. 오히려 자회사인 신영자산운용이 가치주 펀드의 대표격으로서 보다 인지도가 높다고 볼 수 있다.

이와 같은 낮은 인지도는 낮은 언론 노출도와 소극적인 마케팅에 기인한다. 신영증권의 마케팅 비용 지출은 영업이익 대비 2.6% 수준으로 대형 증권사들의 평균인 13.9%에 대비하여 매우 적다. 구체적으로 찾아보면 가치투자포럼의 주최나 투자설명회 개최 등이 눈에 띄지만 역시 개인고객 측면에서 접근하기는 쉽지 않다.

회사의 낮은 인지도
= 높은 저평가 가능성

요약하자면 현재 증권업계에서 신영증권은 업계 내부적으로 비교해 볼 때 인정받을 만한 지위에 있음에도 불구하고, 대외적인 행보의 미흡함 때문에 인지도가 낮은 것으로 보인다. 이는 비교적 투자자들에게 잘 알려지지 않아 저평가되어 있을 가능성이 높다는 측면에서는 긍정적인 포인트이지만, 신규고객 유치의 어려움에 따른 고객층의 노령화로 이어져 리스크 요인으로도 작용할 수 있다.

[표2] 국내 증권사 순자산, 영업이익 및 순이익 현황

순위	순자산	영업이익	당기순이익	당기순이익(반기)
1위	대우증권(24,897)	삼성증권(2,703)	삼성증권(2,297)	대우증권(1,870)
2위	삼성증권(23,937)	우리투자(2,377)	우리투자(1,818)	삼성증권(1,373)
3위	우리투자(23,638)	대우증권(2,038)	대우증권(1,805)	동양증권(1,306)
4위	현대증권(22,793)	현대증권(1,984)	현대증권(1,492)	현대증권(1,031)
5위	미래에셋(16,578)	미래에셋(1,919)	미래에셋(1,261)	우리투자(1,031)
6위	대신증권(16,576)	동양증권(1,002)	대신증권(1,033)	미래에셋(816)
7위	동양증권(10,354)	대신증권(1,001)	한화증권(637)	대신증권(645)
8위	한화증권(7,057)	한화증권(817)	동양증권(636)	신영증권(604)
9위	신영증권(6,586)	키움증권(796)	키움증권(544)	키움증권(494)
10위	유진투자(5,655)	신영증권(383)	신영증권(504)	NH투자(461)

주 : 상장 증권사 2009년 3월 사업보고서, 9월 반기보고서 기준, 단위 : 억원

자료: Dataguide

2. '투자회사' 신영증권

브로커리지의 성장은 의미가 없다

가치투자자들이 증권주 투자를 꺼리는 가장 큰 이유가 대부분 증권사가 브로커리지의 비중이 절대적으로 높다는 데 있다. 브로커리지 부문에서의 경쟁은 대단히 치열하다. 또한 끊임없이 지점을 늘리고 마케팅을 강화하여 신규고객을 유치해야 하기 때문에 '성장을 위한 비용부담'만 커질 뿐, 수익성은 장담할 수 없다.

우리가 신영증권을 주목하는 이유는 바로 이것이다. 신영증권에 있어서 브로커리지 부문은 큰 의미가 없다. 신영증권이 매력적인 이유는 '투자회사'로서의 매력이지 '증권사'로서의 매력이 아니다.

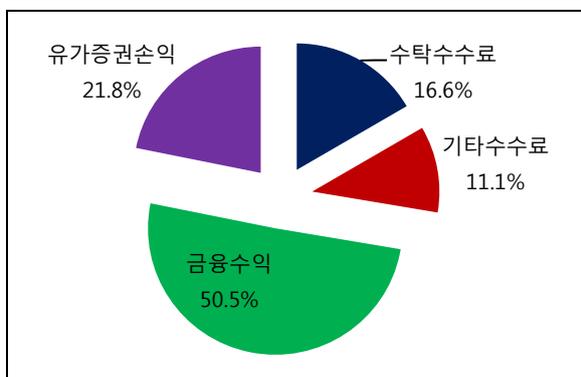
신영증권의 가치 = 투자회사로서의 가치

그렇다면 이미 언급한 바와 같이, 신영증권에서 찾아야 하는 가치는 투자회사로서의 가치이다. 이것을 쉽게 설명하기 위해 다음의 공식을 도입해 보았다.

$$\text{신영증권 주주의 투자수익률} = \frac{\text{주당 순자산(순운용자산)}}{\text{주당 매입가}} \times \text{회사의 운용수익률}$$

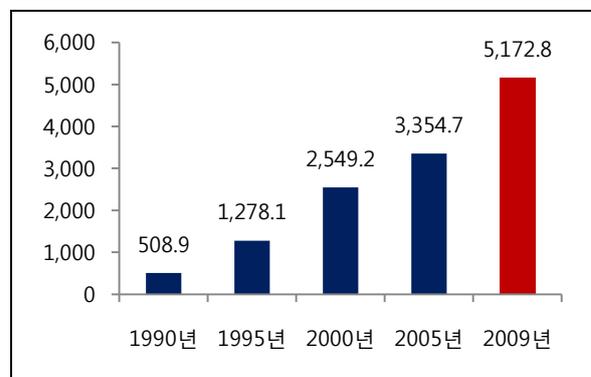
결국 우리가 확인해야 할 것은 두 가지이다. 신영증권의 전체 운용자산의 가치가 시가총액에 대비하여 얼마나 큰지, 그리고 신영증권의 경영진과 운용팀의 역량이 지속적으로 시장초과수익률을 낼 수 있는지. 두 가지를 명확히 판단할 필요가 있으며, 이 두 조건이 충족되어야만 신영증권을 훌륭한 투자처라고 말할 수 있다.

[그림8] 신영증권 영업수익구조(2009년 반기)



주 : 2009년 9월 반기보고서 참조 단위 : %
자료: 전자공시시스템

[그림9] 이익잉여금 변화(1990년~2009년)



주 : 각 년도 사업보고서 참조, 단위 : 억원
자료 : Dataguide

3. 투자회사로서의 매력 포인트; 1) 풍부한 이익잉여금, 낮은 고정비 부담

투자원금의 역할을 수행하는 이익잉여금

언급한 바와 같이 신영증권은 38년간 흑자를 지속하여 왔으며, 이에 따라 쌓인 이익잉여금의 규모가 매우 크다. 투자회사에서 이익잉여금은 ‘투자원금’과 같은 의미로 해석할 수 있으므로 시가총액 대비 월등히 많은 이익잉여금은 신영증권을 매력적인 투자대상으로 보는 첫 번째 이유가 될 수 있다.

이익잉여금의 비중이 높다는 점은 부채에 대한 의존도를 줄여 재무구조를 건전하게 하는 효과도 있다. 신영증권의 콜머니 및 단기차입금은 1,000억원 수준으로 일정하게 유지되고 있는데, 이는 다른 증권사들에 비해 매우 낮은 수준이다.

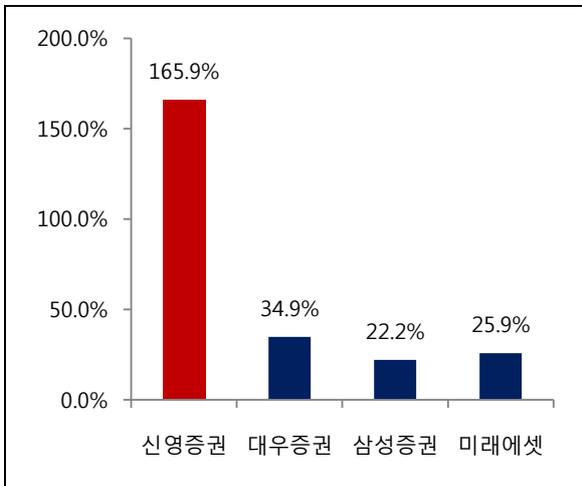
낮은 고정비; 불황에 대비한 포석

신영증권의 또다른 강점은 고정비 부담이 낮다는 것이다. 신영증권은 1990년대부터 꾸준히 토지 매수와 신축을 통한 지점 건물의 자가화를 추진하여 왔으며, 이로 인해 현재 11곳의 지점과 본사 건물 및 전산센터 건물을 소유하고 있다.

09년 반기
주식운용수익
658억원

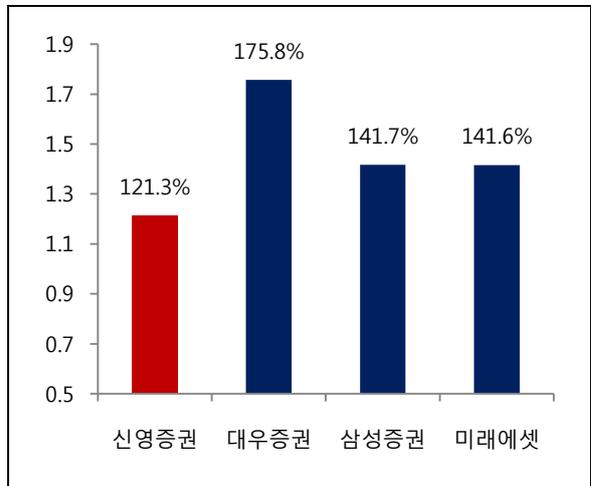
이러한 낮은 고정비 부담은 불황기에 강점을 발휘한다. 불황기는 싸게 좋은 주식들을 대량으로 담을 수 있는 기회이지만, 대부분의 증권사들은 고정비 부담의 증가로 주식운용 규모를 축소한다. 하지만 신영증권의 경우 고정비 부담이 적어 불황기에 저가로 대량의 주식을 매집할 수 있는 것이다. 실제로 2008년에도 신영증권은 보유 주식을 거의 매각하지 않았으며, 그 결과는 2009년의 실적이 증명해주고 있다.

[그림10] 시가총액 대비 이익잉여금 비율



주 : 각자 2009년 반기보고서 참조 기준, 단위 : %
자료 : 전자공시시스템

[그림11] 고정비/당기순이익 비율



주 : 고정비 = 인건비 + 전산운용비 + 임대료, 사업보고서 기준
자료 : Dataguide

4. 투자회사로서의 매력 포인트; 2) 우수한 운용능력

1) 주식운용 - 가치투자의 종가(宗家)

신영증권은 국내 증권사 중 유일하게 철저한 가치투자 원칙을 지키고 있다. 구체적으로는 절대적으로 저평가된 기업, 자산가치가 높은 기업, 고배당 기업 및 턱어라운드 가능성이 예상되는 기업을 중심으로 투자하는 것으로 알려져 있다.

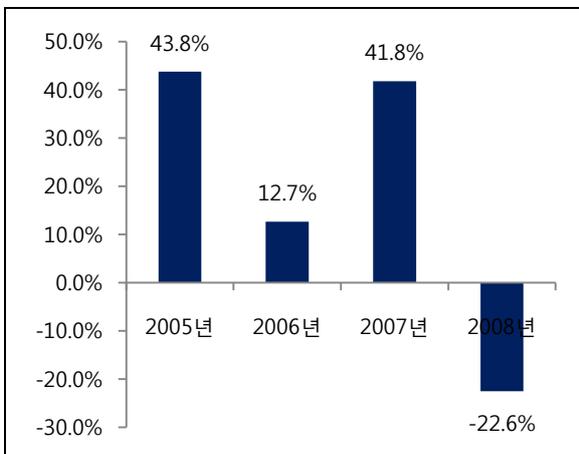
이는 창업주인 원국희 회장의 강력한 지지에 근거한다. 1998년 외환위기 당시 신영증권은 헐값에 쏟아져들어오는 대형 우량주들을 꾸준히 사들였으며, 그로 인해 상당한 수익을 남겼다. 그와 같은 상황에서의 이러한 과감한 결정은 오너의 가치투자에 대한 신뢰와 믿음이 없다면 불가능한 일일 것이다.

고배당주와 가치주 중심의 안정적 운용

이와 같은 투자철학을 증명하는 것이 배당금 수입이다. 신영증권의 주식운용부문은 5% 후반대의 배당수익률을 유지하고 있다. 이러한 요인으로 보아 단기적인 트레이딩보다는 중장기적인 투자, 고배당주와 가치주에 집중하는 가치투자의 원칙을 충실히 따르고 있다는 것을 짐작할 수 있다.

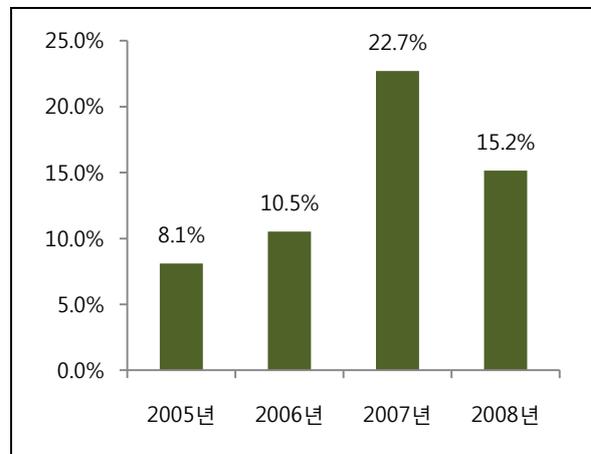
다양한 투자 방법들이 제시되고 있지만, 가치투자는 이미 워렌 버핏과 피터 린치 등 수많은 투자의 거장들에 의해 검증되어 온 가장 효과적이고 위험이 적은 투자 방법이다. 따라서 신영증권이 가치투자의 원칙을 따르고 있는 것은 투자자의 마음을 더욱 가볍게 만들어 주는 요인일 것이다.

[그림11] 주식운용부문 수익률(2005년~2009년)



주 : 각년도 사업보고서 참조, 단위 : %
자료 : 전자공시시스템

[그림12] 시장초과수익률(KOSPI대비)



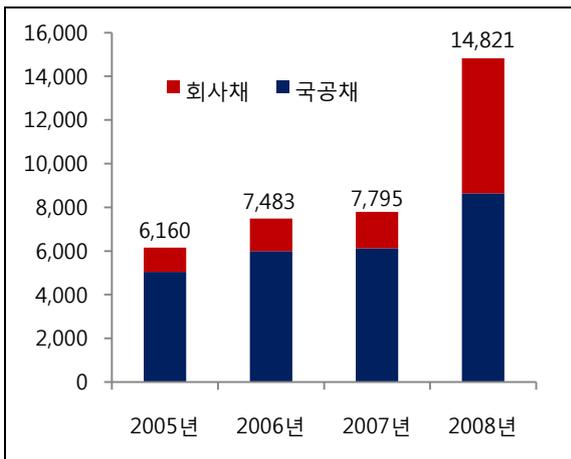
주 : KOSPI는 기준일 종가 사용, 단위 %
자료 : Dataguide

2) 채권운용 - 경험에서 묻어나오는 중후함

채권운용부문은 주식운용과 마찬가지로 신영증권의 핵심 파트이다. 특히 2008년과 같은 불황기에 강한 모습을 보여주고 있다. 보유한 채권의 대부분은 국공채와 우량 회사채로 이루어져 있으며, 70% 이상을 환매조건부채권으로 운용하고 있다. 채권보유잔액은 급속하게 증가하고 있으나, 이는 RP형 CMA계좌의 잔고 증가에 따른 영향이 큰 것으로 보인다.

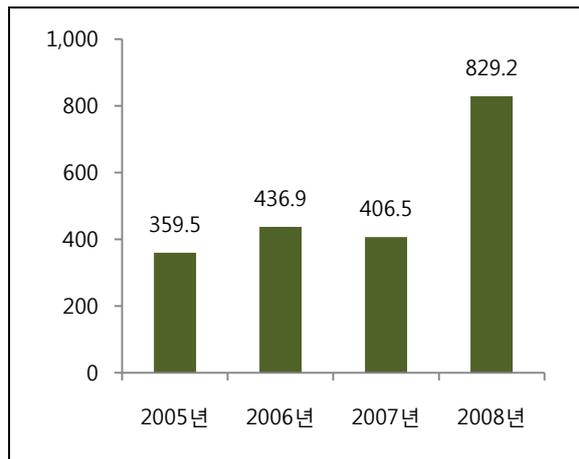
눈에 띄는 점은 채권운용 부문의 회사채 보유비율이 급격하게 늘어나고 있다는 것이다. 이는 과거 국공채 중심으로 보수적인 운용을 보이던 것에서 다소 벗어나고 있는 것으로, RP형 CMA잔액 증가에 따른 대응으로 판단된다.

[그림12] 보유채권총액(2005년~2009년)



주 : 각년도 사업보고서 참조, 단위 : 억원
자료 : 전자공시시스템

[그림13] 채권운용손익(2005년~2009년)



주 : 각년도 사업보고서 참조, 단위 : 억원
자료 : 전자공시시스템

3) 운용부문 최종평가 - 믿고 맡길 만 하다

자산운용사도 마찬가지지만, 투자회사의 가치는 경영진과 운용역들의 역량에서 결정된다. 아무리 많은 돈이 쌓여 있다고 해도 운용능력이 부족하다면, 시간이 지날수록 펀드, 혹은 기업의 가치는 하락하기 마련이다.

지금까지 살펴본 주식운용부문과 채권운용부문의 과거 운용성과와 운용패턴은 단편적인 정보이며, 여기서 미래 수익률을 함부로 단정지을 수 없다. 그러나 신영증권의 투자철학이 가치투자라는 것과 채권운용에 있어서 충분히 보수적인 운용을 하고 있는 것은 긍정적이다. 따라서 장기적으로 보아 시장 대비 초과수익률을 낼 수 있을 가능성이 충분하다고 판단하였다.

5. 투자회사로서의 매력 포인트; 3) 경영진의 확고한 오너쉽(Ownership)

경영진의 확고한 주인의식은 귀중한 자산

증권산업에서 오너경영인을 찾는 것은 생각보다 어렵지 않다. 자산운용업계에서 선도적인 지위를 갖고 있는 박현주 미래에셋금융그룹 회장과 김남구 한국금융지주 사장이 오너경영인이며, 그 밖에도 부국증권, 대신증권, 유화증권 등 상당수의 증권사들이 오너경영체제를 유지하고 있다.

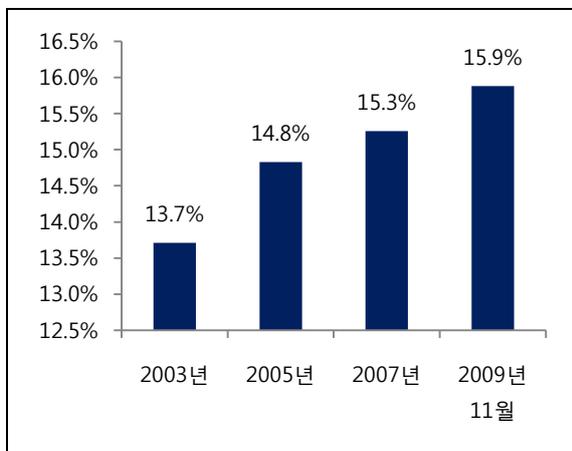
그러나 다른 오너경영인들이 모두 1980년대 후반이 넘어서야 증권계에 입문한 것과는 달리 원국희 신영증권 회장은 이미 1971년 증권사를 사들인 이후 지금까지 증권업 한 우물을 파고 있다. 현대사에서 가장 부침이 심했던 업종인 증권업에서 38년을 훌륭히 경영해 왔다는 것만으로도 원국희 회장의 능력은 존경받을만 하다.

경영진의 지속적인 자사주 매입

경영진의 오너쉽을 더욱 분명하게 증명해 주는 것이 경영진의 지속적인 자사주 매입이다. 원국희 회장과 원종석 사장을 비롯한 경영진들은 무려 15년간이나 꾸준히 자사주를 매입해 왔으며, 이와 같은 자사주 매입은 2009년에도 지속되고 있다. 2008년 한 해를 제외하면 14년간이나 자사주 매입을 이어온 셈이다.

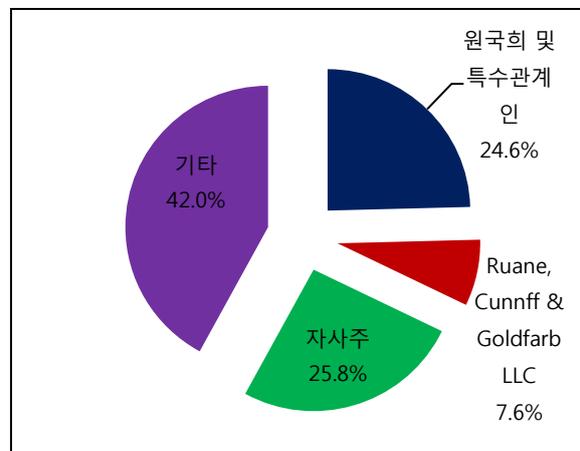
일반적으로 자사주 매입은 주가에 단발성 호재로 작용한다. 하지만 이 정도의 지속적인 자사주 매입은 경영진의 회사에 대한 자신감을 보여주는 하나의 요인으로 볼 수 있으며, 이것은 투자결정을 확고히 하게 하는 중요한 이유가 될 수 있다.

[그림14] 최대주주 지분율 변화(2003년~2009년)



주 : 각년도 사업보고서 참조, 단위 : %
자료: 전자공시시스템

[그림15] 주요주주 지분율



주 : 2009년 9월 반기보고서 참조, 단위 : %
자료 : 전자공시시스템

6. 플러스 포인트; 1) 가치투자 트렌드의 선도자 신영자산운용

한국의 트위디 브라운(Tweedy, Browne Partners)

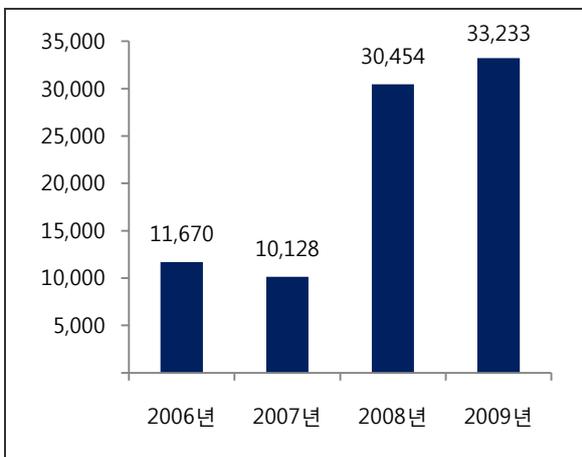
크리스토퍼 브라운이 이끄는 트위디 브라운 파트너스는 벤저민 그레이엄의 투자관과 맥을 같이하는 가치투자 계열의 자산운용사로서 최초 가치주를 중개해 주는 broker에서 시작하여 investor로 속성이 바뀐 하나의 케이스이다. 현재 97억 달러의 자금을 운용하고 있는 이 회사의 속성은 많은 면에서 신영자산운용과 닮아 있다.

가치투자 트렌드의 선점효과 가치투자 트렌드를 선도하고 있다는 점, 중개회사에서 시작했다는 점 등 여러 면에서 닮아 있는 트위디 브라운은 여러 차례의 금융위기에서도 흔들리지 않는 탄탄한 실적을 과시했다. 신영자산운용도 이와 마찬가지로 2008년에도 오히려 수탁액이 증가하는 등 시장의 불황에서 한 발 떨어져 있는 독특한 위치를 점유하고 있다.

운용실적도 좋다. 강세장과 하락장을 두루 거친 최근 3년간 수익률을 보면 최근 3년 순자산 300억 이상 주식 일반형 누적 수익률의 경우 신영자산운용은 16.74%로 운용사중 2위를 차지하고 있고, 벤치마크 대비 20.76% 초과 수익률을 보여주고 있다. 채권혼합형의 경우에도 16.31%로 하나UBS에 이어 2위를 기록하고 있다.

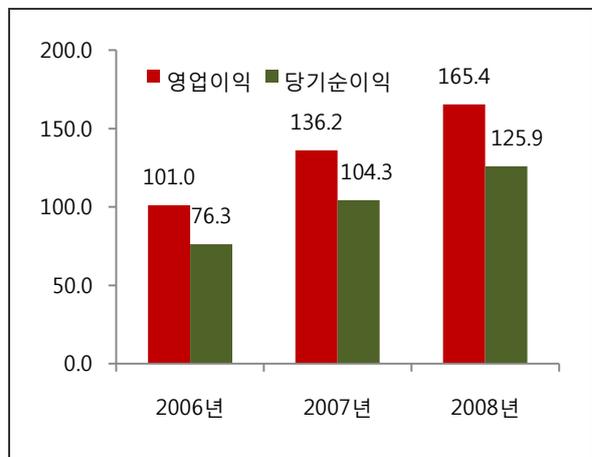
가치투자라는 테마는 시장이 불황이 올수록, 그리고 불황을 겪고 성숙해져 갈수록 주목받는 테마이다. 앞으로도 한국의 주식시장이 성숙해 나갈수록 가치투자를 원하는 개인들의 수요는 증가할 것이며, 그에 따라 신영자산운용의 지속적인 성장을 기대할 수 있을 것이다.

[그림13] 신영자산운용 펀드 수탁액 규모(주식형)



주 : 해당년도 3월 기준, 단위 : 억원
자료 : Dataguide-FISIS

[그림14] 신영자산운용 실적(2006년~2008년)



주 : 2009년 감사보고서 참고, , 단위 : 억원
자료 : 전자공시시스템

7. 플러스 포인트; 2) 주주의 이익을 위한 경영

회사의 지속적인 자사주 매입은 안전마진의 효과

기업이 가장 효율적으로 자본을 사용하는 방법 중 하나가 자사주 매입이다. 특히 신영증권과 같이 PBR이 1배 미만으로 떨어진 경우에는 자사주 매입의 효용성은 더욱 커진다.

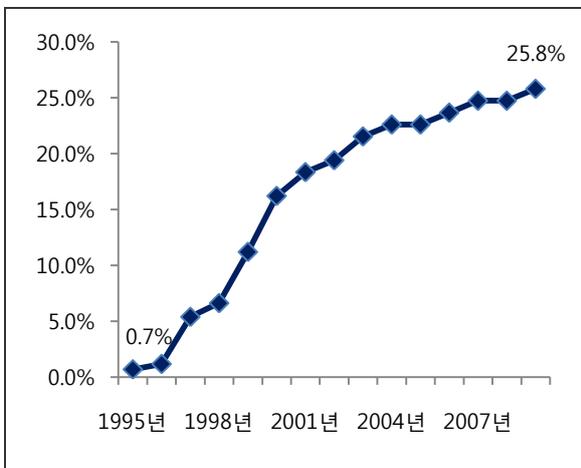
신영증권은 1994년부터 자사주를 매입해 왔으며, 현재 자사주는 특수관계인 지분보다도 많은 25%를 차지하고 있다. 이와 같은 높은 자사주 비율과 지속적인 자사주 매입 의지는 주식을 매수하는 데 있어서 일종의 안전마진의 역할을 수행하고 있다. 한 주를 산다면, 0.33주를 덤으로 받는 셈이다.

높은 자사주 비율로 인한 지속배당정책

기업의 높은 자사주 비율은 배당에 대한 거부감을 줄여주는 효과가 있다. 2008년 금융위기에도 불구하고 신영증권은 1주당 배당금을 줄이지 않았으며, 2009년 반기 실적을 고려해 볼 때 2009년의 배당금 또한 전년대비 증가할 것으로 보여 2009년의 시가배당률은 7%를 넘을 것으로 보인다.

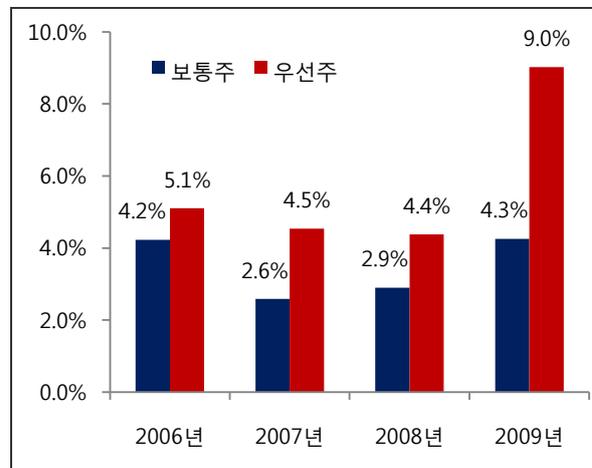
배당 = 주주에 대한 회사의 이익배분의지 대부분의 증권사들이 이익감소를 이유로 배당을 줄인 것에 비하면 이와 같은 높은 배당률은 나름의 의미를 갖는다. 우선 기업이 현금흐름이라는 면에서 1~2년 정도의 불황에는 끄떡없는 자신감을 갖겠다는 의미를 찾을 수 있고, 주주에 대한 이익 배분이라는 배당의 기본원칙을 준수한다는 데에서도 의미있다 할 수 있을 것이다.

[그림15] 자사주 비율 변화



주 : 해당년도말 기준, 단위 : %
자료 : 전자공시시스템

[그림16] 신영증권 시가배당률(2006년~2009년)



주 : 단위 : %
자료 : Dataguide

8. 소결 - 버크셔 해서웨이 + 트위디 브라운

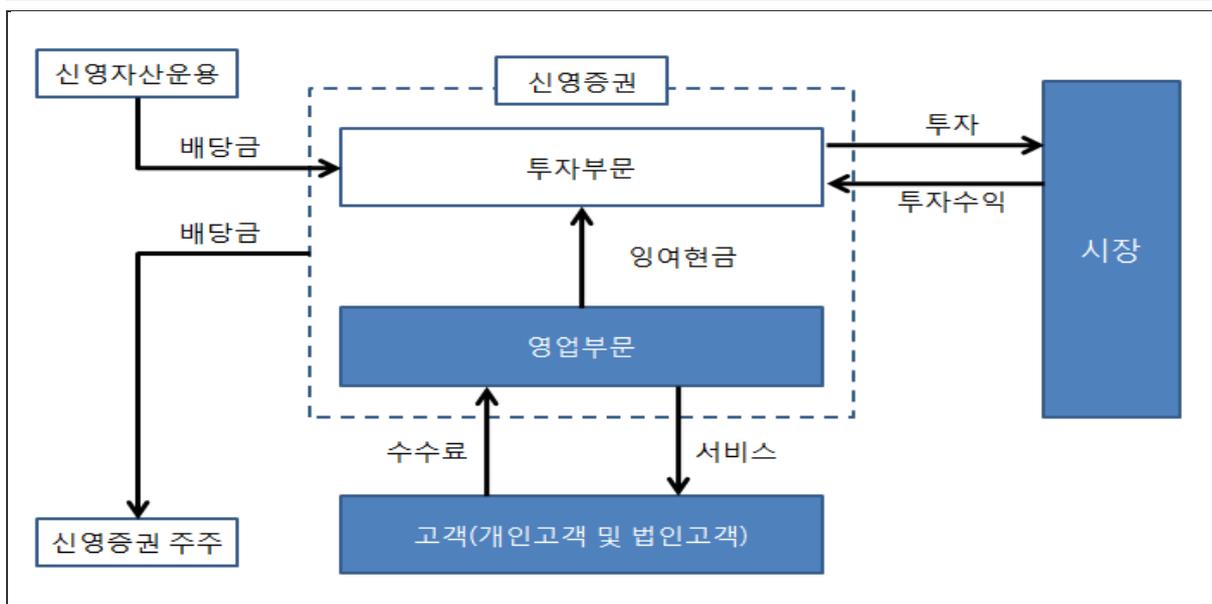
자산운용과 자기자본투자 중심의 구조재편

지금까지 살펴본 바에 따르면, 신영증권은 더 이상 주식중개회사가 아니라 자산운용과 자기자본투자 중심의 투자회사로서 변화하고 있는 것으로 판단되며, 투자회사로서 갖추어야 할 세 가지 핵심역량 - 1) 건전한 재무구조, 2) 경영진의 확고한 투자철학, 3) 우수한 운용인력 - 을 모두 충족시키고 있다.

해외에서 성공적인 예를 찾자면, 세 곳을 꼽을 수 있다. 가치투자의 명가인 트위디 브라운, 가벨리 에셋(GAMCO)과 세계 최고의 투자회사인 버크셔 해서웨이이다. 앞의 두 회사는 중개회사로서 시작하여 자산운용사로 성공한 사례이고, 버크셔 해서웨이는 파트너쉽에서 시작하여 전문 투자회사로 성장한 사례이다. 신영증권과는 모두 조금씩 다르지만, 자산운용사, 증권사, 투자회사가 상성이 잘 맞는다는 것을 보여주는 예들이라고 할 수 있다.

우리는 신영증권의 미래를 버크셔 해서웨이와 트위디 브라운을 합한 형태로 정의한다. 버크셔 해서웨이가 보험계약자에게서 받은 돈을 바탕으로 투자활동을 한다면, 향후 신영증권은 신영자산운용과 영업에서 번 돈을 토대로 이익잉여금을 늘려나갈 것이며, 그것을 재원으로 투자회사로서 성장해 나갈 수 있을 것으로 판단하였다.

[그림17] 현금흐름을 기준으로 한 신영증권의 사업구조



주 : -
 자료: 전자공시시스템, 신영증권 영업보고서 참조

Part3. 자산가치평가

1. 유가증권 평가 – 고유계정 및 매도가능증권

매도가능증권 중 시장성 있는 주식을 파악

자산가치 부문에서 고유계정 및 매도가능증권의 정확한 평가를 하는 것은 매우 중요하다. 이는 제조업과는 달리 증권사 고유계정의 평가금액은 곧 시가와 연결되기 때문이기도 하며, 단기매매증권의 평가이익, 평가손실은 곧 영업수익으로 반영되어 기업의 실적에 직접적으로 연관되기 때문이다.

우선 주식에 대해 평가하면, 자세한 내역이 제공되지 않는 단기매매증권과 비교적 자세한 내역이 제공되는 매도가능증권을 정확하게 파악할 필요가 있다. 매도가능증권 중 가치평가에 반영할 수 있는 시장성 있는 증권과 시장성이 없는 증권을 다시 골라보면 매도가능증권 중 시장성 있는 증권은 총 1,290억원이다.

[표3] 매도가능증권 내역

법인명	출자목적	기초잔액	기말잔액	시장성평가
한국거래소	업무관련	638억원	769억원	시장성 없음
신한금융지주	단순투자	473억원	519억원	시장성 있음
코리안리재보험	단순투자	401억원	448억원	시장성 있음
LG생활건강(우)	단순투자	138억원	201억원	시장성 있음
한국증권금융	업무관련	71억원	91억원	시장성 없음
기타(시장성 있음)	-	89억원	121억원	-
기타(시장성 없음)	-	81억원	106억원	-

주 : 단위(억원), 2009년 9월 반기보고서 기준

자료: 전자공시시스템

채권부문은 운용평잔 중 환매조건부채권을 제외한 금액을 인식

채권의 경우 총 보유 금액은 2009년 9월 기준으로 1조 7,563억원으로 설정되어 있지만, 이 중 상당 부분은 CMA운용과 연관된 부문으로 회사의 고유자산이 아니다. 또한 대손충당금의 적정성 여부도 중요하지만, 고정이하 여신비율을 볼 때 대손충당금은 충분히 설정되어 있다고 가정하여 회사가 2008년 3월 영업보고서에서 밝힌 8,627억원의 운용평잔 중 6,456억원의 RP(환매조건부채권)를 제외한 2,171억원을 회사의 고유자산으로 인식하였다.

2. 수익성 있는 부동산 가치

2006년 이후 재평가되지 않은 부동산 가치

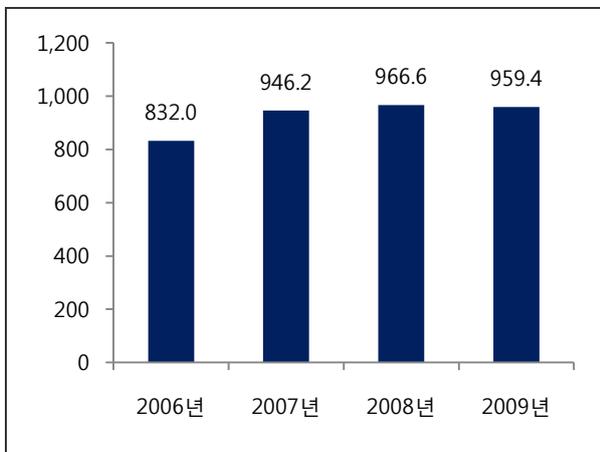
동사가 보유한 부동산 중 영업에 관련된 사옥 등의 매각하기 어려운 자산들의 경우 수익형 자산으로 분류하기에는 무리가 있다. 또한 보유부동산의 수가 상당히 많아 개별 부동산에 대한 실사를 거치지 않는 이상 보유부동산의 가치를 평가하여 투자에 반영하는 것은 합리적이지 못하다.

그러나 기업의 재무제표상에 나타나는 임대료 수익이 무시할 정도의 액수가 아니었고 사업보고서상에 부동산 임대업무가 잡혀있다는 점을 감안하여 부동산 가치를 조사하였으며, 동사가 보유한 부동산의 가치가 단순히 장부가치 수준이 아님을 파악할 수 있었다.

또한 동사가 보유하고 있는 부동산의 경우 대부분 여의도와 명동, 강남 등 서울의 중심지역에 몰려 있어 향후 가치 상승의 가능성도 기대해볼 수 있을 것으로 보이며, 최근 얼어붙었던 상업용 부동산시장이 다시금 활성화되고 있음을 고려하면 동사의 부동산가치 또한 전년대비 높아질 것으로 예측해 볼 수 있다.

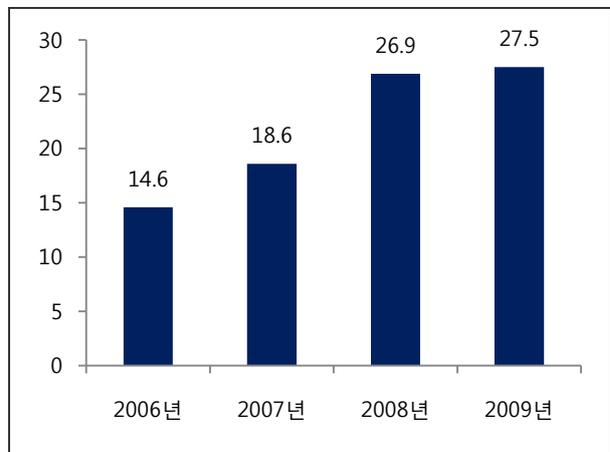
임대료 / 기대수익률 = 부동산의 수익가치 본 보고서에서는 부동산 가치평가를 위하여 손익계산서상의 임대료와 대차대조표상의 임대보증금을 기준으로 한 수익가치평가법을 적용하였다. 필요한 기대수익률은 인터넷 상의 빌딩Database들을 참고하였다.

[그림18] 보유부동산 평가액 추이(장부가 기준)



주: 해당년도 3월 사업보고서 참조 단위 : 억원
자료: 전자공시시스템

[그림19] 임대료수입 현황



주: 해당년도 3월 사업보고서 참조, 단위 : 억원
자료: 전자공시시스템

Part4. Valuation

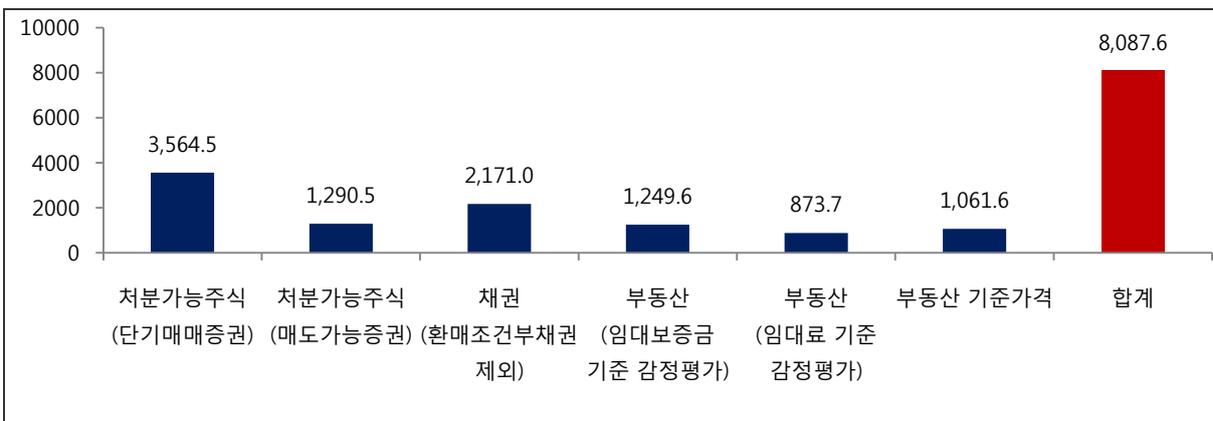
1. Valuation 기준

투자회사의 가치는 보유한 투자 포트폴리오의 가치와 같다

이론적으로 볼 때, 투자회사의 기업가치는 보유한 투자 포트폴리오의 가치와 같다. 그러므로 신영증권이 갖고 있는 다양한 자산 중 회사의 고유자산으로 인식되는 부분을 정확하게 구하고, 그 중에서도 수익성이 있는 자산만을 골라내는 것이 이 회사의 가치평가의 핵심이다.

따라서 본 보고서에서는 대차대조표를 기준으로 하여 기업의 전체 자산 중 투자 포트폴리오로 인정할 만한 자산의 가치를 기업의 총 가치로 규정하기로 하였다. 즉 이 때 기업가치는 처분가능주식 + 채권 + 수익형 부동산 가치 + 계열사 가치가 된다.

[그림20] 임의처분가능 주식, 채권 및 수익형 부동산 가치의 합산



주 : 계산과정은 3장 자산가치평가 부문 참조,
부동산의 경우 임대보증금 대비 시가율 4.875% 적용, 임대료 대비 시가율 3.15% 적용. 기준가격은 두 값의 평균을 사용함.
단위 : 억원

비상장 계열사의 가치평가

신영증권과는 달리 신영자산운용의 경우 안정적인 순이익을 올리고 있기 때문에 PER을 이용한 가치평가가 적합하다고 판단하여 2008년 당기순이익 125.9억원에 PER 10배를 적용하여 1,259억원을 적정가치로 판단하였다.

가장 최근의 자산운용사 M&A 사례들을 통해 살펴보면 CJ자산운용의 경우 수탁액의 4%인 4,000억원이 적정가로 책정되었다. 신영자산운용의 수탁액이 4조원이 넘는다는 점을 감안하면, 추정가치와 실질가치의 차이는 크지 않을 것으로 보인다.

2. Valuation 중 조정사항

폐쇄형 뮤추얼 펀드의 가치평가

폐쇄형 뮤추얼 펀드가 일반 개방형 펀드와 다른 점은 펀드에서의 직접적인 자금 유출입이 최초 조성 시점 이후에는 해산 시점에만 있다는 점으로, 환매를 원하는 투자자는 상장되어 있는 펀드의 주식을 팔아 투자금을 회수하게 된다.

Mean Stock CEF
NAV premium
:-11.9%
(1995~2006)

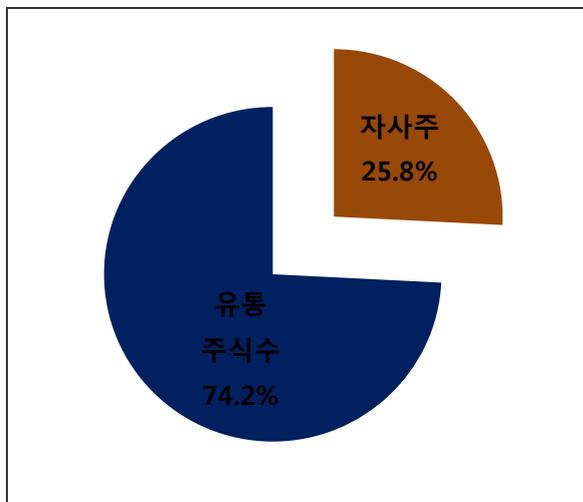
특이한 점은 폐쇄형 뮤추얼 펀드는 보유한 자산가치에 비해 일정 비율 할인을 받는다는 점이다. 이와 같은 할인 현상의 경우 아직 학문적으로 원인이 확실히 규명되지 못하였으나, 미국과 한국에 걸쳐 장기간 발생해 온 것이 사실이므로 Valuation에 반영하는 것이 타당하다고 보았다.

미국과 한국의 사례를 통해 살펴볼 때, 폐쇄형 펀드는 평균적으로 순자산가치(NAV) 대비 10% 미만의 할인율을 갖고 거래되었으며, 만기에 가까울 경우 4%정도의 할인율을 보였다. 따라서 이번 발표에서는 할인율을 10%로 산정하였다.

자사주와 우선주에 대한 조정

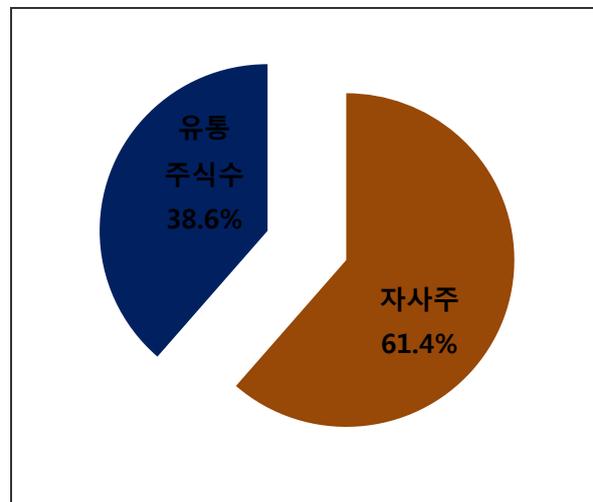
일반적으로 자사주는 가치평가에 큰 역할을 미치지 않는다. 그러나 당사는 1994년부터 꾸준히 자사주를 매입해 왔으며, 이에 따라 자사주 비율이 보통주 중 25.8%에 달하여 자사주에 대한 조정이 필요하다. 한편 우선주의 경우에도 총 시가총액이 보통주의 3분의 1에 달할 정도로 비중이 크므로, 이에 대한 조정도 필요하다.

[그림21] 2009년 9월 자사주 비율(보통주)



주 : 2009년 9월 반기보고서 기준, 단위 : %
자료: 전자공시시스템

[그림22] 2009년 9월 자사주 비율(우선주)



주 : 2009년 9월 반기보고서 기준 단위 : %
자료: 전자공시시스템

3. Valuation 결과 및 분석

기업의 순자산가치(NAV) 산정 결과

투자 포트폴리오 중 주식 및 채권, 수익형 부동산의 가치의 총합이 8,087억원, 비상장 계열사의 가치가 1,259억원이다. 이에 보유 지분율 85.94%를 곱하면 1,082억원이므로 할인 전의 총 가치는 9,169억원이다.

여기에서 10%의 할인률을 적용하면, 8,252억원이다. 여기에서 기업이 보유하지 않은 우선주의 시장가치 613억원을 뺀 가격이 보통주의 적정가치로 계산해 보면 7,639억원이다. 마지막으로 이 가격을 보통주의 유통주식수 6,964,884주로 나눠주면 기업의 주당순가치는 109,680원이 나온다.

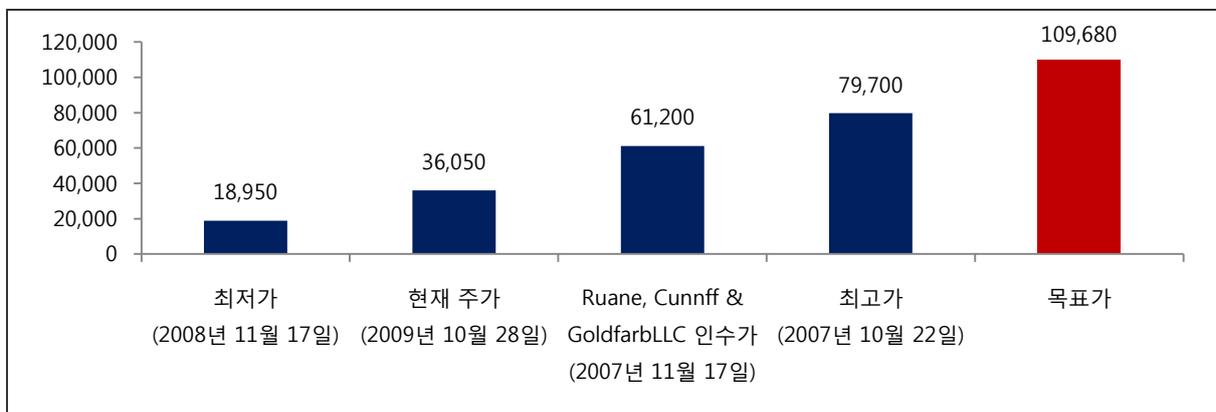
Valuation에 대한 타당성 검증

2009년 12월 4일의 주가는 36,000원으로 계산된 가치의 32.7%에 불과하다. 이는 가치평가 과정에서의 문제점이 있을 수도 있다는 판단이다. 예를 들어, 대량의 단기차입금을 끌어들이 주식을 매수했을 경우 위의 가치평가 방법을 적용하면 단기차입금을 많이 사용할수록 기업의 가치가 늘어나는 현상이 나타난다.

**2009년 9월 기준
콜머니 2,412억원
총부채 中 6.4%**

따라서 신영증권의 자금조달 구조에 대해 보다 명확하게 확인할 필요가 있었다. 이에 따라 확인한 결과 단기차입금이나 사채는 없으며, 콜머니로 조달된 금액 또한 2,412억원으로 크지 않음을 파악할 수 있었다. 비교지표들을 통해 살펴보면 신영증권의 주가가 109,680원까지 올라간다면 PBR은 1.45까지 올라가게 된다. 다소 높은 수준이지만 주요 증권사들의 현재 PBR로 볼 때, 불가능하지는 않다고 본다.

[그림23] 산정된 주당 순가치와 각종 비교지표들과의 비교



주 : Ruane, Cunniff & Glodfarb의 주당인수가는 전자공시시스템을 인용함 단위 : 원

Conclusion

진정한 가치투자자의 正道

투자자에게 있어서 기업을 고를 때 세 가지 믿음이 필요하다고 한다. 고객에게 신뢰받는 기업, 주주에게 신의를 지키는 기업, 그리고 경영진의 소신이 투철한 기업. 그러나 이런 기업은 찾아보기도 힘들 뿐 아니라, 시장의 주목을 받아서 너무 비싼 경우가 많아. 좋은 가격에 살 수 있는 경우는 흔치 않다.

신영증권은 위의 세 가지 믿음을 고루 갖춘 보기 드문 기업이다. 특히 높은 배당성향과 지속적인 자사주 매입이라는 금융사에서 흔히 보기 힘든 주주환원 정책은 장기투자자에게 적절한 안전망이 될 것이다. 또한 본문에서는 언급하지 않았지만 순조롭게 이루어진 2세 경영인으로서의 경영승계와 회사의 경영철학, 인적자원 등 비재무적인 요인에서도 경쟁력이 있는 것으로 판단된다.

증권사가 아닌 투자회사의 미래를 기대한다

분명 대기업 계열사, 금융지주회사들의 계열사와의 경쟁에서 중소 증권사들의 생존에 대한 우려가 있는 것은 사실이다. 그러나 증권사라는 고정관념에서 벗어나 생각해 보면 신영증권은 이미 투자회사로서의 모습을 보이고 있으며, 압도적으로 낮은 순자산가치는 훌륭한 안전마진이 되어 줄 것으로 확신한다.

따라서 본 보고서에서는 Valuation에서 나타난 주당 순자산가치 109,680원을 그대로 인정하여 목표주가 109,680원을 제시하며, 투자의견으로 '강력매수'를 제안한다. 특별한 리스크 포인트가 없는 상황에서 순자산가치보다도 낮은 가격으로 거래되는 투자회사는 극히 드물며, 대부분의 경우 제 가치를 찾아가기 마련이다.

[표4] 증권사들의 Valuation 현황

항목	신영증권	삼성증권	대우증권	부국증권
시가총액	3,332억원	4조 2,039억원	3조 8,686억원	2,530억원
2009년 당기순이익	504억원	2,297억원	1,805억원	180억원
PER(배)	7.33	21.53	23.02	14.46
PBR(배)	0.50	1.67	1.66	0.76
순자산(장부가)	6,678억원	2조 5,193억원	2조 6,661억원	3,309억원
장부가/시가총액	2.00	0.60	0.69	1.30

주 : 전자공시시스템, 순자산은 2009년 9월 반기보고서 기준, 시가총액은 12월 4일 종가 기준