

## 조선선재 주주총회 주주제안 관련 언론보도 내용

- 2017년과 2018년 2년 연속 주주제안 실시: 합리적 자본배분을 통한 ROE와 EPS증대 요구

밸류파트너스자산운용(주) (이하 '밸류파트너스')은 조선선재(120030)의 2018년 3월 정기주주총회 주주제안을 실시했다. 주주제안 내용은 배당 증액 (주당 10,000원)이다.

배당 증액 요구 근거는 다음과 같다.

- 1) 성숙/과점 사업인 피복봉 산업 내 설비확장 필요성 없어 잉여현금흐름 증가.  
기술력과 브랜드 파워에 힘입어 영업활동현금흐름이 높고 지속적인데 생산능력확장을 위한 투자 필요성이 적어(2016년 가동률 58.2%, 2017년 가동률 61.62%) 잉여현금흐름이 지속적으로 쌓이는 구조다. 그 결과, 주당 순이익에 상응하는 주주에게 배당가능한 현금흐름을 창출 하고 있다. (주당 순이익 2014년 10,425원 2015년 11,790원 2016년 11,798원)
- 2) 과다한 잉여현금성 자산(사업활동에 필요한 투하자본 이외의 현금) 보유  
미미한 주주환원의 결과, 주당 순현금성 자산은 2014년 31,745원, 2015년 45,562원, 2016년 56,447원 2017년 3분기 63,800원이다. 과도하게 쌓인 주당 순현금성 자산은 ROE를 하락시키는 주요 원인이므로, 주주환원을 통해 ROE와 EPS를 높여 주주가치를 제고하는 것이 마땅하다.

또한 밸류파트너스자산운용은 2017년 조선선재 경영진 및 이사회 이사에게 주주서신을 보내 합리적 자본배분(자사주 매입소각, 배당증액 등)을 요구했다(첨부 참조).

2018년 3월 7일

밸류파트너스자산운용 대표이사 윤종엽, 김봉기

## 첨부: 주주서신

조선선재 경영진 및 이사회 이사님께

안녕하십니까? 먼저 밸류파트너스자산운용은 펀드와 일임계좌를 통해 조선선재 주주임을 알려드립니다.

회사의 경영진 및 이사회 이사는 단지 대주주만이 아닌 소액주주를 포함한 모든 주주의 이익을 위해 경영의사결정을 해야 하는 이사의 신의성실의무(Fiduciary duty)를 준수해야 합니다. 반대로 주주의 이익을 침해하는 의사결정은 해당 신의성실의 의무를 위반하는 것이기도 합니다.

조선선재는 분할 이후 훌륭한 영업활동을 통해 주주가치를 높여왔습니다. 그러나 영업활동을 통해 창출한 회사의 자원인 현금성자산을 회사영업활동에 필요한 투하자본(유형자산+운전자본) 대비 지나치게 많이 보유함으로써 주주가치의 증가속도 즉 ROE(Return On Equity)가 계속적으로 낮아지는 결과를 초래하고 있습니다. 이에 합리적인 Capital management 정책을 실시하여 ROE를 높은 수준으로 유지할 것을 제안합니다. 지나치게 비합리적인 Capital management 정책을 오랫동안 유지하는 것은 이사회 이사의 신의성실의무를 명백하게 침해하는 것입니다.

조선선재는 분할 후 2017년 3분기까지 누적 순이익을 약 917억 원을 창출하는 훌륭한 성과를 달성했습니다. 이러한 결과는 1) 품질에 기반한 브랜드가치, 2) 제한된 투하자본으로 높은 이익을 창출할 수 있는 좋은 사업모델(High ROIC Business Model), 3) 경영진의 보수적인 영업활동 및 투자활동(경쟁사 대비 낮은 원가구조 및 보수적인 CAPEX를 통한 낮은 투하자본 유지) 등에 기인한 것으로 판단됩니다. 조선선재는 품질에 기반한 브랜드 인지도와 탁월한 원가경쟁력이라는 경제적 해자를 바탕으로 전방산업의 부침에도 기업공개 이후 꾸준히 영업이익 및 영업이익률 증가를 달성해왔습니다. 누적 순이익의 증가와 함께 순현금성자산(금융부채를 제외한 현금 및 금융자산 포함) 규모는 2010년 말 -16억 원, 2011년 말 108억 원, 2012년 말 137억 원, 2013년 말 275억 원, 2014년 말 392억 원, 2015년 말 560억 원, 2016년 말 670억 원, 2017년 3분기 말 747억 원으로 늘어났습니다. 2017년 3분기 말 순현금성자산 규모는 자본총계 대비 79%에 해당합니다. 자본대비 순현금성자산 비중이 2011년 말 33%에서 2017년 말 79%로 급증하면서, 동기간 회사의 당기순이익이 증가하는 추세였음에도 ROE는 2011년 43%에서 2017년 3분기 16.7%로 떨어졌습니다.

조선선재의 경영자원은 현금성자산, 운전자본, 유형자산 등입니다. 2017년 3분기 말 재무상태표를 보면 운전자본과 유무형자산 합계가 196억원에 불과할 정도로 영업활동투하자본이 낮는데 반해 순현금(금융자산 부채 포함)은 747억원(운전자본과 유무형자산의 3.8배나 되는 규모임)으로 높은 상태입니다. 투하자본 196억 원으로 145억 원(상장 이후 연평균 영업이익)의 영업이익을 창출한다면 영업활동에 투하된 Capital의 연간수익률(ROIC)은 74%로 우리나라뿐만 아니라 세계 모든 상

장기업 중 최상위 수준입니다. 반면에 잉여현금성자산의 운용수익률은 2%에 불과한 것입니다. 따라서 회사 자산 포트폴리오를 나타내는 재무상태표에서 현금성자산 비중이 지나치게 높아지는 것은 ROE를 낮추며 비효율적인 Capital management를 뜻합니다.

합리적인 Capital management의 방안으로 M&A를 통한 사업다각화 및 수익성 제고가 있습니다. 우리는 합리적이고 보수적인 것으로 이미 잘 알려져 있는 조선선재 경영진이 M&A에 있어 과거와 같은 합리적이고 보수적인 태도를 유지할 것으로 믿습니다. 중요한 것은 사용될 Capital의 단위효용(수익률)이 높은 쪽을 선택해야 한다는 것입니다. 현시점에서 조선선재 자사주를 매입하는 것은 ROIC가 높은 주식(조선선재 주식)을 싸게 매입하는 것이기 때문에 다른 어떤 M&A보다 훨씬 합리적인 Capital management 선택 안이 될 것입니다. 더불어 자사주 매입으로 조선선재 지분을 보유하고 있는 CS홀딩스(48.7%)의 유효보유지분율이 높아집니다. 만약 조선선재가 발행주식수의 30%를 자사주로 매입할 경우 CS홀딩스의 유효보유지분율은 71.9%로 높아지게 됩니다.

참고로 2016년 11월 29일 삼성전자는 주주환원 방안을 다음과 같이 발표했습니다.

- 1) 2016년 및 2017년 FCF(Free Cash Flow)의 50% 주주환원
- 2) 배당증대
- 3) 자사주 매입 및 소각: 2016년 FCF의 50% 중 배당 후 잔여재원 및 2015년 잔여재원 0.8조원, 매입 후 소각 예정
- 4) 2017년 1분기부터 분기배당 실시
- 5) 2018년 이후에도 주주환원 지속 개선 목표

2017년 10월 31일에 발표한 주주환원 방안은 다음과 같습니다.

- 1) 2017년 배당 규모를 지난해 4조원 대비 20% 상향한 4.8조원으로 확대, 2018년 9.6조원으로 확대, 2019년 2020년 동일한 수준 유지
- 2) 대규모 M&A로 인한 주주환원 재원 감소를 방지하고 주주환원 규모에 대한 예측 가능성을 높이기 위해 잉여현금흐름을 계산할 때 M&A 금액을 차감하지 않음.
- 3) 잉여현금흐름의 50% 환원을 기존 1년에서 3년 단위로 변경해 적용

합리적인 Capital management 차원에서 조선선재 경영진 및 이사회 이사님께 다음과 같이 구체적인 내용을 제안합니다.

1안) 조선선재 자사주 매입을 통한 상장폐지(자사주 매입가격 주당 100,000원)입니다. 조선선재 자사주를 주당 100,000원에 매입하여 상장폐지하는데 필요한 자금은 518억원(대주주지분과 자사주 제외한 유통주식수 518,108주 매수재원)입니다. 2017년 말 순현금 보유가 750억원을 상회할 것을 고려하면 자사주매입을 통한 상장폐지 후에도 조선선재는 순현금 상태를 유지할 것입니다.

또 자사주매입을 통한 상장폐지에 따라 CS홀딩스와 대주주는 추가 투자자금 없이 조선선재에 대한 보유지분율을 약 2배로 늘리게 됩니다. 이에 따라 미래에 조선선재가 창출하는 모든 경제적 효익은 CS홀딩스와 대주주가 향유하게 됩니다. 구체적으로 CS홀딩스의 지배주주 순이익은 현재보다 매년 50억원 이상 증가하게 됩니다. 자사주매입을 통한 상장폐지를 1안으로 제안하는 이유는 자사주매입 규모가 가장 클 때 조선선재의 잔여주주 즉 대주주와 CS홀딩스에 가장 큰 이익이기 때문입니다.

2안)

- 1) 2017년 및 2018년 FCF의 70% 주주 환원: 심지어 FCF의 70%를 주주에게 환원해도 순현금은 계속 증가하는 구조입니다.
- 2) 배당증대: 2017년 FCF의 30% 배당
- 3) 자사주 매입: 2017년 FCF의 70% 중 배당 후 잔여재원 40% 자사주 매입소각
- 4) 2018년 이후에도 주주환원 지속 개선 목표

만약 외부에서 조선선재를 인수하겠다고 제안을 받을 경우 이사회 이사님들께서는 조선선재 전체 지분가치를 얼마에 매각하시겠습니까? 이때 조선선재 내재가치를 산정해 보실 것입니다. 합리적인 내재가치를 개략적으로 산정해 보겠습니다. 보수적으로 산정된 내재가치(아래 참조)는 약 2,274억 원입니다. 내재가치 1) + 2) = 2,274억 원

- 1) 조선선재 미래 영업가치: 1527억 원 (과거 5년간 연평균 영업이익 \* 10배, High ROIC사업 모델로 높은 배수를 적용해야 하지만 보수적으로 10배 적용)
- 2) 순현금성자산 가치 = 747억원(2017년 3분기 말 기준 현금성 자산)
- 3) 자사주 등 기타 자산가치 제외

만약 매각한다면 이사회 이사님들께서는 조선선재 전체 지분가치를 2,274억원 이상에서 매각하실 것입니다. 이는 현재 주식시장에서 형성되고 있는 조선선재 주가(시가총액 1,007억원)의 두 배 이상이고 이는 반대로 조선선재가 주식시장에서 지나치게 할인되어 거래되고 있다는 것을 의미합니다.

결론적으로 현재가격에 조선선재 자사주를 매입하는 것은 내재가치의 50% 미만 가격으로 대주주를 포함한 모든 주주가치를 높이는 Capital management 정책이기 때문에 이사의 신의성실의무를 준수하는 것이고, 반대로 지금까지처럼 현금성자산을 지나치게 많이 보유하는 것은 신의성실의무를 위반하는 것입니다. 또 다른 회사 M&A를 고려하는 것에 대해서도 조선선재보다 ROIC가 높은 High Quality회사를 찾기도 어렵고 설령 찾아도 내재가치의 50% 미만 가격으로 매입하는 것은 불가능할 것이기 때문에 현재의 가격에서 대규모 자사주 매입이 다른 회사 M&A보다 훨씬 훌륭한 선택입니다.

감사합니다.

표1. 증가하는 영업이익 및 영업이익률

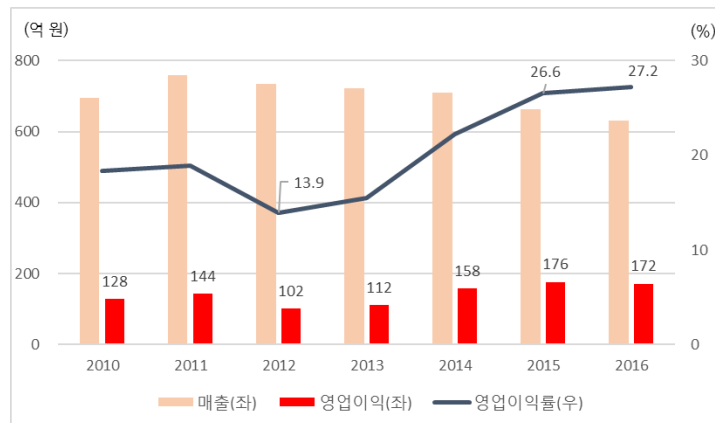
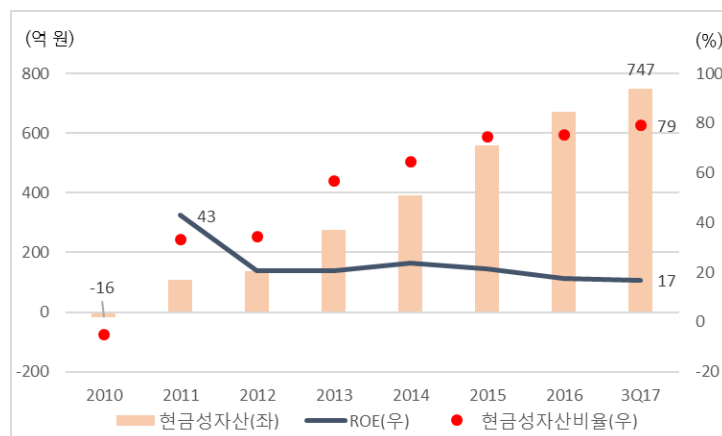


표2. 계속 쌓이는 현금성자산, 떨어지는 ROE



\* 참조 1. 2016년 버크셔해서웨이 주주서한에서 발췌한 자사주 매입에 관한 글 원문과 번역

투자 환경에서 자사주매입에 관한 논의는 종종 가열되고 있습니다. 그러나 이 논쟁에 참여한 사람들은 한번 더 생각해야 합니다. 자사주매입의 바람직함을 평가하는 것은 그리 복잡하지 않습니다. 기존주주의 관점에서 볼 때, 자사주매입은 항상 플러스입니다. 이러한 자사주매입의 일상적인 영향은 대개 미미하지만 매도자가 매수자를 추가로 확보하는 것이 항상 좋습니다. 그러나 계속 보유하고 있을 주주들에게 자사주매입은 내재가치 이하의 가격으로 주식을 매입하는 경우에만 의미가 있습니다. 그 규칙이 지켜지면 자사주 매입 시 매도하지 않는 나머지 주주지분의 내재가치가 즉각적으로 상승합니다.

간단한 예를 들어보겠습니다. 3,000달러 가치의 사업에, 3명이 각각 1,000달러씩 동일하게 보유하고 있는 상황에서, 회사가 한 명의 주주에게 900 달러에 자사주로 매입한다면, 나머지 주주는 각각 50 달러의 이득을 즉각적으로 실현합니다. 그러나 1,100 달러에 매입한다면 나머지 주주는 각각 50달러씩 손실을 입습니다.

기업과 주주들에게도 동일한 산정방식이 적용됩니다. 자사주매입 조치가 계속 보유하는 주주들에게 가치 창출 또는 가치 파괴인지 여부에 대한 질문은 전적으로 매입 가격에 달려 있습니다. 따라서 기업이 자사주매입을 발표할 때는 자사주매입 가격 상한선을 언급하지 않는다는 것은 당황스럽습니다. 만약 경영진이 외부 회사를 인수하는 경우라면 확실하게 인수가격 상한선이 있을 것입니다. 외부 기업 인수에서 가격은 항상 매입할 것인가 아니면 매입하지 아니할 것인지의 기준이 될 것입니다. CEO 나 이사회 이사들이 자신의 회사 지분을 일부 매입할 때, 그들은 너무 자주 가격에 신경 쓰지 않는 것처럼 보입니다. 단지 몇 명의 주주만으로 구성된 비상장회사를 경영하고 있고 그 중의 일부 주주가 매도하는 지분을 자사주로 매입하는 경우에 매입하는 가격을 평가한다면 그들은 유사하게 행동 할 것입니까? 당연히 내재가치에 근거하여 합리적으로 행동할 것입니다. 회사 주식의 가격이 저평가되어 있지만, 자사주매입을 해서는 안 되는 두 가지 경우가 있다는 것을 기억하는 것이 중요합니다. 첫번째는 기업의 영업활동을 보호하거나 확장하기 위해 자금을 필요로 하고 추가로 차입금을 늘리는 것도 불편할 경우입니다. 이런 경우에는 자금의 내부 필요성이 우선시 되어야 합니다. 물론 이러한 예외는 필요한 지출이 이루어진 후에 사업의 미래전망이 상당히 좋다는 것을 가정합니다. 두번째는 덜 일반적입니다만 외부 기업인수(또는 일부 다른 투자 기회)가 자사주매입 회사의 저평가 된 주식보다 훨씬 더 큰 가치를 제공 할 때입니다. 오래 전에 Berkshire는 종종 이러한 대안 중에서 선택해야 했습니다. 현재의 규모에서는 문제가 발생할 가능성이 훨씬 적습니다.

저의 제안은 자사주매입에 대해 논의하기 전에 CEO와 이사회 이사가 서서 손을 잡고 "자사주 매입가격에 있어서 얼마는 현명한 가격이고, 얼마는 바보스런 가격인지 솔직하게 생각해 보시라는 것입니다.

## Share Repurchases

In the investment world, discussions about share repurchases often become heated. But I'd suggest that participants in this debate take a deep breath: Assessing the desirability of repurchases isn't that complicated. From the standpoint of exiting shareholders, repurchases are always a plus. Though the day-to-day impact of these purchases is usually minuscule, it's always better for a seller to have an additional buyer in the market. For continuing shareholders, however, repurchases only make sense if the shares are bought at a price below intrinsic value. When that rule is followed, the remaining shares experience an immediate gain in intrinsic value. Consider a simple analogy: If there are three equal partners in a business worth \$3,000 and one is bought out by the partnership for \$900, each of the remaining partners realizes an immediate gain of \$50. If the exiting partner is paid \$1,100, however, the continuing partners each suffer a loss of \$50. The same math applies with corporations and their shareholders. Ergo, the question of whether a repurchase action is value-enhancing or value-destroying for continuing shareholders is entirely purchase-price dependent. It is puzzling, therefore, that corporate repurchase announcements almost never refer to a price above which repurchases will be eschewed. That certainly wouldn't be the case if a management was buying an outside business. There, price would always factor into a buy-or-pass decision. When CEOs or boards are buying a small part of their own company, though, they all too often seem oblivious to price. Would they behave similarly if they were managing a private company with just a few owners and were evaluating the wisdom of buying out one of them? Of course not. It is important to remember

that there are two occasions in which repurchases should not take place, even if the company's shares are underpriced. One is when a business both needs all its available money to protect or expand its own operations and is also uncomfortable adding further debt. Here, the internal need for funds should take priority. This exception assumes, of course, that the business has a decent future awaiting it after the needed expenditures are made. The second exception, less common, materializes when a business acquisition (or some other investment opportunity) offers far greater value than do the undervalued shares of the potential repurchaser. Long ago, Berkshire itself often had to choose between these alternatives. At our present size, the issue is far less likely to arise. My suggestion: Before even discussing repurchases, a CEO and his or her Board should stand, join hands and in unison declare, "What is smart at one price is stupid at another."

밸류파트너스자산운용 대표이사 윤종엽, 김봉기 배상

2017. 12. 21(목)

#### Disclaimer

본 자료에서 제공되는 정보는 오로지 참고목적을 위한 것이며 특정 증권, 투자 상품 혹은 서비스의 매매와 관련한 권고를 제공하기 위한 것은 아닙니다. 본 자료는 투자에 관해 전문적인 경험을 가진 분들을 위한 자료이며 증권 매도의 청약이나 매수 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 본 자료의 내용은 당사가 신뢰할 만 하다고 판단하는 기록과 정보에 근거하여 만들어진 것이지만 그 정확성이나 완전성을 당사가 보증하는 것은 아닙니다. 본 자료에 포함된 의견이나 전망은 통지 없이 변경될 수 있습니다. 당사는 본 자료의 내용에 의존하여 행해진 누구의 어떠한 행위로부터 발생하는 결과에 대해서 책임을 지지 않습니다.