

# 주 주 서 신

2024. 5. 23(목)

수신: 신도리코 경영진 및 모든 이사회 이사들께  
서울특별시 성동구 성수이로24길3

발신: 밸류파트너스자산운용(주)  
서울특별시 영등포구 국제금융로8길 27-9, 410호(여의도동, 동북빌딩)

존경하는 경영진 및 이사회 이사님들께,

안녕하십니까?

밸류파트너스자산운용은 펀드, 일임, 자문계좌를 통해 신도리코 주식을 장기간 보유해 오고 있는 주주입니다. 밸류파트너스자산운용은 고객들의 자산을 운용하고 있어, 고객에 대한 선관의를 보유하고 있으며 선관위 보유자로서 주주서신을 보냅니다. 마찬가지로 신도리코 경영진 및 이사회 이사님들은 주주에 대해 선관의를 보유하고 있어, 회사의 현금성 자산을 포함한 유무형자산을 합리적으로 운용하여 장기적인 주주가치를 극대화시켜야 하는 선관의를 보유하고 있습니다. 저희는 과거의 구조조정 활동(성숙산업임을 감안하여 공장 베트남으로 이전, 인력감축 등)을 포함한 영업활동 등에 대해서 현재 경영진께서 영위하는 활동에 대하여 전적으로 존중하고 성과에 감사드립니다. 그러나 재무활동의 일환인 자사주 매입소각과 배당에 대해서 크게 미진한 부분이 있어서 주주가치 극대화를 위한 의견을 드리고자 합니다.

## 극단적 저평가 상태, 그 원인은 현금성자산 과다보유로 자본 효율성이 갈수록 낮아지기 때문

2023년 말 자본총계는 9,992억원이었고, 2024년 1분기 말 1조원(성수동 부동산 토지 4,898평 등 부동산에 대해 취득가로 기록된 장부가에 대해 공정가치를 반영할 경우 2,000억원 이상 증가할 것으로 판단: 토지 세부내용 참조)에 도달했습니다. 주당순자산 가치는 약115,000원인데, 주가는 38,000원에 있어 순자산가치 대비 0.33배입니다. 또 순현금성 자산(주주에게 환원 가능한 금융자산 포함)은 2024년 1분기 말 8,715억원(순자산금액의 87%로 과다한 수준)으로 시가총액보다 약 2.3배 많은 금액을 보유하고 있어, 현 주가로 총주식을 매입하면 매입하는 금액은 공짜이고 추가로 매입금액의 1.3배를 현금으로 받은 후 미래의 현금흐름을 100% 가져갈 수 있다는 것을 의미합니다. 참고로 2023년 연간 당기순이익은 550억원, EPS는 6,371원으로 전년기준 PER은 약6배입

니다. 이렇게 극단적으로 저평가되고 있는 것은 과다한 현금성자산(순현금성 자산이 순자산의 87% 차지함)을 보유하여 주주가치 지표인 ROE가 낮아지기 때문입니다. 이러한 저평가는 글로벌 자본 시장에서도 찾아보기 어려울 정도입니다.

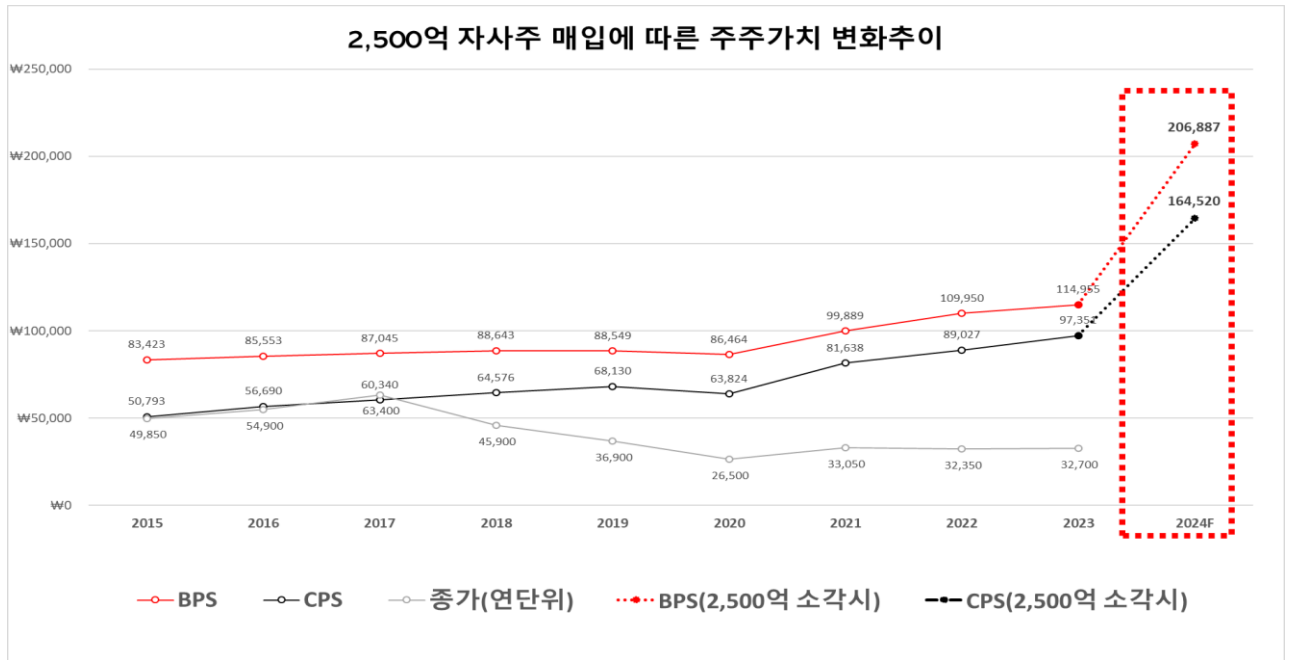
#### 토지 세부내용 참조

구분	토지소재	지번	소유권이전	m2	평	공시지가(24.01)	sum_단위(억)	특이사항
성수동부지	서울 성동구 성수동2가	277-22	1974-01-30	7,618	2,309	8,411,000	640.7	
		277-53	1975-01-16	2,767	838	8,328,000	230.4	
		277-135	2012-10-31	1,090	330	8,328,000	90.8	
		277-162	1988-12-23	653	198	8,244,000	53.8	
		277-102	1995-10-05	1,977	599	7,677,000	151.8	
		277-24	2011-02-28	1,044	316	7,760,000	81.0	
		277-74	2016-01-27	22	7	8,172,000	1.8	
		277-52	2016-01-27	992	301	8,328,000	82.6	50%지분 적용, 신도리코중앙판매주식회사
		601-20	2006-01-04	452	137	23,010,000	104.0	50%지분 적용, 주식회사신도하이네트
신도중앙판매 역삼	서울 강남구 역삼동	601-22	1995-04-29	312	95	23,010,000	71.8	
신도중앙 강원지사	강원도 원주시 단구동	1026-30	2001-04-13	530	161	3,748,000	19.9	
경북지사	대구 동구 방촌동	1084-667	1996-06-19	979	297	2,385,000	23.3	
전남지사	광주 북구 신안동	251-6	1995-08-02	194	59	989,000	1.9	
전북지사	전북 전주시 완산구 서신동	251-30	1994-11-24	204	62	989,000	2.0	
충청지사	대전 중구 선화동	855-1	1995-03-07	360	109	1,918,000	6.9	
		77-12	1991-03-19	363	110	2,037,000	7.4	
		77-13	1991-03-19	405	123	2,037,000	8.2	
							1,578.5	

#### 해결책은 매우 쉽고 명확하며, 그 해결책은 대규모 자사주 매입소각임,

해결책은 매우 쉽고 명확하며, 그 해결책은 대규모 자사주 매입소각입니다. 또 자사주 매입소각 결정 및 실행 주체는 경영진 및 이사회 이사들이며, 현 상태로 장기간 방치하는 것은 선관의무 위반에 해당합니다. 만약 매출과 영업이익을 담당하는 영업사원들이 해당 목표 달성 가능 수준 100이라는 지표인데, 해당 지표의 10%만 달성하고 놓고 있다면 경영진들의 해당 영업사원에 대한 조치는 무엇일까요? 해당영업사원과 해당 사실 등에 대한 의사소통 후 개선이 안되면 퇴사와 같은 인사적 불이익을 부여할 것입니다. 마찬가지로 우리 회사 경영진과 이사회 이사들은 자사주 매입소각으로 주당가치증가율(ROE)을 높일 수 있는 수준이 100인데, 그 중 10%만 달성하고 장기간 방치하고 있는 상황입니다.

간단한 산수를 통해 자사주 매입소각 효과가 얼마나 큰지 설명드리겠습니다. 만약 현재 주가보다 30% 정도 높은 가격인 주당 50,000원에 발행주식의 50%를 자사주 매입소각(공개매수 포함)하면, 약 2,500억원이 들어가지만 주당 영업이익은 2배로 증가, 주당순자산가치는 약 206,000원 정도로 기존 115,000원 대비 80% 증가(주당순자산가치 증가율이 ROE임)하게 됩니다. 심지어 2,500억원 자사주 매입소각 후에도 신도리코 현금성 자산규모는 6,000억원 정도 보유하게 됩니다.



## 경영진 및 이사회 이사님들 자사주 매입소각에 따른 ROE개선 효과를 잘 알고 있는 전문가들

다행스럽게도 우리회사 경영진과 이사회 이사님들은 재무 분야 최고의 전문가들로서 과다한 현금성자산 보유로 ROE가 떨어지고 있고, 주가가 현재와 같이 극단적 저평가 상태일 때 해결책이 대규모 자사주 매입소각이고 그 효과가 기하급수적이라는 사실을 잘 알고 있는 분들입니다. 경영진과 이사회 이사분들 중 우승협 전무는 Master of Science in Finance, Washington University in St. Louis, MSF 출신입니다. 서동규 대표이사는 삼일회계법인 대표, 스틱인베스트먼트 총괄 대표를 역임했습니다. 사외이사인 이병철 이사는 MIT박사로 동국대학교 경영대학 교수와 학장을 역임했습니다. 사외이사 김갑순 이사는 한국회계학회 부회장, 동국대학교 경영대학 교수를 역임했습니다. 이용규 이사는 서울대학교 박사로 숭실대학교 경영대학 교수를 역임했습니다.

## 배당: 주가가 주당가치를 상당부분 반영한 후 합리적 배당으로 높은 수준의 ROE 유지하는 정책 필요

다음은 배당에 관한 것입니다. 회사가 영업활동 등으로 창출한 잉여현금흐름(주주에게 배당가능한 현금)은 장기적으로 ROE를 높은 수준으로 유지하는데 활용되어야 합니다만, 아이러니컬하게도 신도리코는 보유 현금성자산이 과도하게 많아 갈수록 ROE를 낮추는 결과를 초래합니다. 회사가 창출한 현금을 ROE를 높이는데 활용하기 위한 방안으로는, 첫째는 주가가 내재가치 대비 낮을 때, 자사주 매입소각하는 것이고, 둘째로 주가가 주당가치를 상당부분 반영한 상태에서는 합리적 배

당성향을 유지하는 것입니다. 극단적 저평가 상태에서 자사주매입 소각, 배당 증대 등을 통한 높은 수준의 ROE 유지 등은 단순한 산수처럼 쉽고도 확실한 것입니다. 현재와 같은 소극적 자사주매입, 낮은 배당성향에 따른 현금성 자산규모 증가는 시간이 흐를수록 ROE에 부정적인 결과를 초래합니다. 현재와 같은 재무정책이 지속될 경우 5년 후 회사의 현금성 자산규모를 예측해 보시고, 이에 따른 ROE 변화도 추정해 보시면 쉽게 이해하실 것입니다.

따라서 밸류파트너스자산운용은 경영진 및 이사회 이사님들께 대규모 자사주 매입 소각과 배당증대를 실행하여 ROE를 높은 수준으로 유지해 주실 것을 요청드립니다.

## **정부의 기업밸류업 프로그램 동참**

정부에서는 상장사 기업 밸류업 프로그램을 진행하고 있습니다. 밸류파트너스자산운용이 요구하고 있는 자사주매입소각 등과 같은 합리적 자본배분을 통한 ROE를 개선시키는 것은 정부의 기업 밸류업 프로그램의 핵심 내용 중 하나입니다. 신도리코가 기업밸류업 프로그램 실행에 있어서 피동적이 아닌 적극적인 모범 사례가 되어 주시길 요청드립니다.

## 모범사례 공유

Outsiders책 74~75페이지 자사주 매입에 관한 내용

텔레다인을 경영했던 싱글턴의 자사주 매입을 통한 기하급수적으로 주주가치 증대시킨 사례를 공유합니다. Outsiders책 74~75페이지 자사주 매입에 관한 내용은 다음과 같습니다.

1970년대 초반 이전에 자사주 매입은 흔한 일이 아니었고 논란의 여지가 많은 것이었다. 통념상 자사주를 매입하는 것은 내부적으로 투자할 것이 없다는 의미였고, 따라서 월스트리트에게 허약함의 표시로 여겨졌다. 싱글턴은 이 통설을 무시했다. 1972년과 1984년 사이에 행해진 여덟번의 자사주 매수를 통해서 그는 텔레다인이 발행한 주식의 90%라는 놀라운 양을 사들였다. 멍거(버핏의 파트너)가 말했듯이 “누구도 그렇게 공격적으로 자사주를 사들인 적은 없었다.”

**자사주 매입 전과 후의 성과: 대규모 자사주 매입 후 매출액은 2.2배 증가하는 동안 자사주 매입의 기하급수적 상승효과로 주당순이익은 무려 40.3배 증가했음**

Outsiders 책 75페이지 <표 2-2> 텔레다인의 자사주 매입 프로그램 성과(\$=100만 달러)

	1971년	1984년	변화
매출	1,101.9	3,494.3	2.2배
순이익	32.3	260.7	7.1배
<b>주당순이익</b>	<b>8.55</b>	<b>353.34</b>	<b>40.3배</b>
<b>발행주식수</b>	<b>6.6</b>	<b>0.9</b>	<b>90% 감소</b>
부채	151	1,072.7	6.1배

참고로 워런버핏이 경영하는 버크셔해서웨이는 자회사들이 보유하고 있는 잉여현금은 모두 버크셔해서웨이에서 배당으로 받아 모회사 차원에서 자본배분을 실시하여 높은 수준의 ROE(50년 이상 연평균 20%에 근접하는 자기자본 증가 속도 유지)를 유지하고 있습니다.

추가적으로 자사주 매입 및 소각(미국은 매입한 자사주를 기본적으로 소각함)에 대해 언급한 내용을 공유 드립니다. 1987 년 워런버핏이 자사주 매입, 자본배분 등에 대해 언급한 내용을 아래와 같이 공유해 드립니다. 기업가치 결정에 절대적 요소인 경영진의 자본배분과 관련된 내용인데, 당시의 미국의 현실과 현재 우리나라의 현실이 유사해서 그런지 내용에 대해 크게 공감이 되었습니다.

<1987년 Berkshire Hathaway 주주서한 중 Capital Allocation에 대한 내용 일부 발췌-번역내용/원문 내용>

(번역내용)

많은 회사들의 경영진들이 자본배분에 재능이 없기 때문에 이점이 중요해질 수 있다. 경영진들의 자본배분 역량 부족은 놀라운 것이 아니다. 대부분의 고위 경영진들은 마케팅, 생산, 엔지니어링, 관리, 조직내 정치와 같은 분야에서 뛰어났기 때문에 높은 자리까지 승진한다.

그들은 CEO가 되었을 때 새로운 책임에 직면한다. 그들은 이제 자본배분에 관한 결정을 해야 하지만 자본배분은 그들이 과거에 거의 해보지 않았던 일이고 쉽게 배울 수 있지도 않다. 비유하자면, 최고 재능의 음악가가 카네기홀에서 연주하는 대신 연방이사회 의장이 되는 것과 같다.

많은 CEO들이 자본배분 역량이 부족한 것은 아주 중요한 문제점이다. 10년간 매년 순자산의 10%씩 유보해 온 CEO는, 10년 후 회사가 운용하고 있는 모든 자본의 60% 이상을 배분할 책임을 져야 한다.

(설명: 만약 현재 순자산 100을 보유한 회사 CEO가 이익을 창출한 후 매년 순자산의 10%씩 유보해 간다면, 10년 후의 순자산은 259가 되고 유보한 순증가는 159가 됨. 즉 10년 후 순자산 259 중 10년간 순증가 159( $61\% = 159/259$ )에 대해 해당 CEO가 책임을 지는 결과임을 의미)

자신의 자본배분 역량이 부족한 것을 인식하는 CEO(모두가 그런 것은 아님)는 그들의 참모들, 경영 컨설턴트들, 혹은 투자은행가들에게 도움을 요청하여 부족한 점을 보완하려고 한다. 찰리와 나는 이러한 도움의 결과들을 자주 보아왔다. 그러나 이것은 종종 자본배분 문제를 해결하기 보다는 문제를 악화시키는 듯한 느낌을 받는다.

결과적으로, 미국의 많은 회사에서 현명하지 못한 자본배분이 발생하고 있다. 그것이 왜 우리가 기업구조조정이라는 말을 자주 듣는 이유이기도 하다. 하지만 버크셔는 운이 좋았다. 버크셔가 지분을 투자했지만 경영권이 없는 회사들은 대체로 자본배분을 잘 해왔고, 몇몇 회사들은 매우 훌륭하게 해 왔다.

(원문내용)

This point can be important because the heads of many companies are not skilled in capital allocation. Their inadequacy is not surprising. Most bosses rise to the top because they have excelled in an area such as marketing, production, engineering, administration or, sometimes, institutional politics.

Once they become CEOs, they face new responsibilities. They now must make capital allocation decisions, a critical job that they may have never tackled and that is not easily mastered. To stretch the point, it's as if the final step for a highly-talented musician was not to perform at Carnegie Hall but, instead, to be named Chairman of the Federal Reserve.

The lack of skill that many CEOs have at capital allocation is no small matter: After ten years on the job, a CEO whose company annually retains earnings equal to 10% of net worth will have been responsible for the deployment of more than 60% of all the capital at work in the business.

CEOs who recognize their lack of capital-allocation skills (which not all do) will often try to compensate by turning to their staffs, management consultants, or investment bankers. Charlie and I have frequently observed the consequences of such "help." On balance, we feel it is more likely to accentuate the capital-allocation problem than to solve it.

In the end, plenty of unintelligent capital allocation takes place in corporate America. (That's why you hear so much about "restructuring". Berkshire, however, has been fortunate. At the companies that are our major non-controlled holdings, capital has generally been well-deployed and, in some cases, brilliantly so.)

<2016년 Berkshire Hathaway 주주서한 중 자사주매입에 대한 내용일부 발췌-번역내용/원문내용>

(번역내용)

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 유추를 생각해보십시오. 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. CEO나 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 행동할 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 우선시되어야 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 제공할 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 얼마나 현명한 가격이고, 얼마나 바보스런 가격인지 솔직하게 생각해 보시라는 것입니다.



(원문내용)

## 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."

자사주 매입소각, 배당 등 자본배분을 통한 주주가치 창출과 관련하여 대표이사 등 경영진 미팅을 희망하오니 가능한 일정에 대한 답변을 부탁드립니다.

감사합니다.

밸류파트너스자산운용 대표이사 윤종엽, 김봉기

