

양지사(030960)

Value Analysis by 월가의영웅

1. 서울시 금천구 가산동에 위치한 양지사 유희공장과 부지에 관한 부분

2007년도 사업보고서상 대차대조표상 보유토지내역과 2011년도 사업보고서상 생산설비의 현황입니다.

2007년도 이후부터는 보고서상으로 각각의 부지에 관한 장부가와 공시지가는 표기되어 있지 않습니다.

2007년도 사업보고서 이 후로 보유토지내역이 완전히 사라져버려서 생산설비의 현황에 나와있는 부분만 올릴 수밖에 없네요.

2011년 현재의 개별 보유토지에 관한 내용은 전혀 없으며, 사업보고서 중 생산설비의 현황 항목에 아래와 같이 합쳐서 간단하게 나와있을 뿐입니다.

2007년도 사업보고서 중 대차대조표일 현재 보유토지내역

(단위 : 천원)

구분	당기말			전기말		
	면적(㎡)	장부가액	공시지가	면적(㎡)	장부가액	공시지가
가산동 452-1	6,857	4,223,018	12,754,020	6,857	4,223,018	11,794,040
가산동 451-1	10,109	7,751,561	18,802,740	10,109	7,751,561	17,387,480
가산동 371-28	77	592,618	178,640	77	592,618	157,850
가산동 481-2	5,916	10,309,860	11,477,040	5,916	10,309,860	10,589,640
계	22,959	22,877,057	43,212,440	22,959	22,877,057	39,929,010

2011년 3/4분기 보고서 중 생산설비의 현황

[자산항목 : 토지]

(단위 : 천원)

사업소	소유 형태	소재지	구분	기초 장부가액	당기증감		당기상각	기말 장부가액	비고
					증가	감소			
본사	자가	서울	서울사무소	12,567,197	-	-	-	12,567,197	-
	자가	김포	본사	26,784,151	-	-	-	26,784,151	-
합계				39,351,348	-	-	-	39,351,348	-

의도적인 자산감추기가 의심 됨

이 부분은 상당히 의도적인 자산감추기의 형태라고 볼 수 있을 것 같습니다.

사업보고서의 목적이 투자자와 주주에게 정확한 사업내용과 정보전달을 목적으로 만들어진 것인데, 회사는 시간이 가면 갈수록 더욱 정확하게 전달하려는 목적이 아니라 사업내용과 자산내역을 점점 감추려고 하는 듯한 뉘앙스를 느끼고 있습니다.

경쟁사나 거래처 등의 경영기밀이라면 모르지만, 영위하는 사업과는 무관한 자산 내역을 대규모확장 이전 전까지는 계속 공개하다가 2008년부터 공개하지 않는 이유가 무엇인지 타당한 이유가 있어야 하지 않을까 싶습니다.

기존의 투자자들은 이러한 사실을 숙지하고 있지만, 투자를 고려하고 있는 많은 투자자들은 이러한 사실을 사업보고서만 보고 인지할 수 없다는 것은 사업보고서의 목적에 부합하지 못하고 있지 않나 생각합니다.

유휴자산의 실질가치와 장부가치의 괴리

양지사가 현재 가지고 있는 가장 큰 유휴자산인 가산동 공장과 부지관련 매각시의 실질 가치 추정입니다.

2009년 가산동 제 2 공장 매각이 있었습니다.

가산동 481-2 매각시 2009.11.26 공시를 참조해보면 5916m²(1790 평) 총 매각금액 245 억으로 평당 약 1360 만원으로 매각되었습니다.

본사 및 1 공장(가산동 452-1&451-1)의 예상가격 추정해 봅니다.

가장 최근 가산동에 공장부지를 매입한 상장회사인 '진도'의 2011년 1월 10일 진도의 가산동부지 및 건물 매입 가격을 보면 3462m²(1047 평) 매입금액 157 억 평당 약 1500 만원으로 매입하였습니다.

지도를 펴서 진도의 가산동부지 및 건물을 보면

가산디지털단지역과 독산동역 가운데 정도에 위치하고 있습니다.

접근성이나 위치가 양지사의 부지보다 조금 떨어진다고 할 수 있습니다.

양지사의 부지는 가산디지털단지역(환승역)에 훨씬 가깝습니다.

여러가지 편의시설이 역 근방에 집중되어 있습니다.

환승역이라 그런지 스타벅스, 커피빈 외에 편의점 등 유동인구도 굉장합니다.

실제로 역에서 도보로 양지사까지 방문해본 결과 3분 거리로 완전한 역세권에 해당됩니다.

건물 역시 진도가 매입한 건물보다 양지사 본사와 공장 건물이 당연히 더 높은 가격이 예상되나 전부 할인하고 부지가격만으로 환산해보도록 하겠습니다.

가장 최근 진도의 유형자산 취득가를 기준으로
 16969m²(5140 평)인 양지사 본사및 1 공장의 가격을 환산한다면
 평당 약 1500 만원으로 매각할 경우 추정가격 약 771 억 정도 나옵니다.
 실질적으로는 위치가 더욱 좋기 때문에 더 많은 가격을 받을 가능성이
 높습니다만 보수적으로 환산해 봅니다.
 현재 본사및 1 공장 장부가는 126 억이므로 매각시
 (예상 매각가격 771 억 - 장부가격 126 억 = 645 억)
 예상 매각차익은 약 645 억 정도 될 것입니다.

2011년 11월달 1분기 보고서 中
 생산설비의 변동
 1985. 05. 07 본점 및 공장 확장 이전
 금천구 가산동 371-57(구로공단 제 3 단지)
 1996. 01. 01 본사 및 제 1 공장 이전
 금천구 가산동 452-1
 1999. 12. 20 공장취득
 금천구 가산동 451-1
 2000. 03. 30 금천구 가산동 371-57 매각
 2000. 06. 30 본사 및 공장 이전
 금천구 가산동 451-1
 2002. 02. 01 금천구 가산동 351-11 공장 임차
 알루미늄캐스팅 사업개시
 2002. 11. 21 금천구 가산동 351-11 공장 임차 계약해지
 알루미늄캐스팅 사업종료
 2006. 08. 25 금천구 가산동 481-2 공장매입
 2009. 12. 31 김포양촌산업단지 K-19 블록 토지매입
 2010. 01. 22 김포양촌산업단지 F-14 블록 토지매입
 2010. 04. 21 금천구 가산동 481-2 공장매각

2006년 8월 25일 금천구 가산동 481-2 공장매입이 아니라
 2005년 8월 25일 금천구 가산동 481-2 공장매입으로
 2005년도 공시를 확인해본바 사업보고서상 내용이 틀렸습니다.

경영진의 효율적인 자본 투자

2005년 8월 25일에 100억에 가산동 481-2 공장을 매입해서 쓰다가
 2010년 4월 21일 245억에 매각
 5년만에 245억원의 자산매각으로 145억의 투자차익을 얻었습니다.
 145%의 굉장한 투자수익률도 올렸으며 생산이나 매출을 통한 사업수익도
 5년간 꽤 있었음을 감안하면
 대단한 자본효율을 보여주는 경영성과라고 판단됩니다.

김포양촌단지 K-19 블록은 2010년 12월 25일 완공되었으며
 현재 가산동 공장의 두배 수준의 규모로써 늘어나고 있는
 성수기 때 소화하지 못하던 알짜 매출을 충분하게 소화할 수 있는 수준이
 며 앞으로 일본 쪽이나 해외수출쪽으로도 매출증대 효과를 누릴 수 있으
 리라 보입니다.

전자공시에 기록되어있는 1985년 최초의 확장 이전부터 검토해봅니다.

1) 1985년 금천구 가산동 371-57 번지 매입과 매각

1985. 05. 07 본점 및 공장 확장 이전

금천구 가산동 371-57(구로공단 제 3단지)

2000. 03. 30 금천구 가산동 371-57 매각

1985년도 5월 7일 금천구 가산동 371-57 부지를 2억 5천만원으로 취득했었습니다.

그 이후 2000년도 3월 30일 금천구 가산동 371-57 부지 31억 1천만원으로 매각함으로써 10배 가까운 부지 매각차익을 얻었으며 금액으로 환산하면 28억 6천만원 정도 됩니다.

2) 금천구 가산동 481-2 번지 매입과 매각

2005. 08. 25 금천구 가산동 481-2 공장매입

2010. 04. 21 금천구 가산동 481-2 공장매각

2005년도 8월 25일 금천구 가산동 481-2 공장 100억원에 매입했습니다.

그 이후 2010년도 4월 21일 금천구 가산동 481-2 공장 245억원에 매각했으며

5년 동안 145%의 매각차익을 얻었고 사업수익 못지 않는 굉장한 투자수익이었습니다.

금액으로 환산하면 145억원 규모로 당시 시총 200~300억에 불과한 양지사로써는 엄청난 수익입니다.

3) 가산동 452-1 과 451-1 의 매입과 매각추정

1996. 01. 01 본사 및 제 1 공장 이전

금천구 가산동 452-1

1999. 12. 20 공장취득

금천구 가산동 451-1

2000. 06. 30 본사 및 공장 이전

금천구 가산동 451-1

1996년과 2000년에 취득한 본사 및 공장 금천구 가산동 451-1, 452-1 총 매입가격은 건물+토지 합해서 약 126억원입니다.

2011년 1월 10일 (주)진도의 가산동부지 매입시 가격 평당 1500만원을 적용해보면

(양지사의 건물 및 입지조건이 월등하게 낫지만 보수적으로 그러한 부분까지 모두 할인적용해서 매각가격을 추정해 봅니다.)

양지사 본사 및 공장부지 예상 매각가격 771억원에서

본사 및 공장부지 매입가격인 126억원을 빼면 예상 매각차익 645억으로 현재 시가총액을 쉽게 뛰어넘는 수준입니다.

그렇다고 해서 지금 가산동 전 본사부지가 생산 건물로 쓰이지 않고 있고 이미 임대를 주고 있는 유후부지에 가깝기 때문에 매각 가능성을 배제할 수 없습니다.

양지사가 여태까지 성장해온 과정중에 있었던 공장(부지포함)매입 및 공장매각의 역사 중 유추할 수 있는 가장 눈에 띄는 세 가지

- 1) 양지사의 경영진의 부동산 투자는 30 여년간 모두 성공적이었다.
- 2) 30 여년간 돌아봤을 때 공장매입 이후 남은 공장부지를 임대로 돌린 경우는 없다.
- 3) 공장 이전 후에는 언제나 남은 공장부지는 매각했다.

백미러를 보고 판단하는 것은 어리석은 일이지만
개발이나 임대의 경험이 없는 보수적인 회사가 임대업을 위해서 계속해서 공장부지를 사용한다는 것은
자본을 효율적으로 배치해온 현명한 경영진들에게 매력적이지 않은 선택으로 보입니다.

2010년 12월 25일 김포양촌단지 공장은 완공되었으며
2011년 9월달인 현재 가산동 부지는 사무실로만 쓰이고 있습니다.
즉 지금부터는 실질적인 매각이 가능하기 시작한 시기입니다.

하지만 회사는 그럼에도 불구하고 부지 사이즈가 너무 크기 때문인지 다른 이유 때문인지 정확하게 알 수 없지만
매각을 미루면서 지금 있는 유휴부지를 임대를 주고 있는 상황입니다.
가산동부지 매각이 바로 이뤄지지는 않겠지만
결국 오피스타운 밀집 지역인 가산동의 입지 매력과 유휴부지라는 매력은 그대로이며 지속적으로 연 20~25억에 달하는 추가적인 임대수익을 올릴 수 있는 것을 감안한다면
그 것 역시 펀드멘탈 업의 확실한 요인이라고 생각됩니다.

2. 양지사가 영위하는 다이어리 산업에 관한 부분

1999년 기말 사업보고서 中

시장점유율

현재 동사의 국내 시장점유율은 25 ~ 30% 정도이며 제품의 특성상 기존 거래업체와는 지속적인 관계를 유지하는 경향이 있으므로
현대자동차, 삼성전자, 기아자동차, 대우그룹, 왕눈기획(LG) 등을 주요고객으로 하는 동사의 경우

매우 안정적인 판로를 확보하고 있다고 할 수 있습니다.

2010년 현재 시장점유율은 정확한 통계는 없으나 다이어리 업계에서 70% 이상의 과점 수준을 넘어서는 지속성장을 해왔습니다.

다이어리 수첩부분에서는 양지사가 세계최대의 생산업체이며
항간에 이야기하는 저 성장기업이라는 이야기는
많은 오해를 담고 있습니다.

매출액부분에서 크게 성장하지 않았다는 것은 분명한 사실이나
실질적인 시가총액이나 규모에 비해서는 굉장한 성장을 보여온 것이
사실이며, 그러한 성장은 지금도 멈추지 않고 꾸준히 계속 되고 있습니다.

가산동 부지의 매각 가능성과 임대

꾸준하고, 안정적인 성장 저성장이라는 주변의 우려는 오해

1999년 기말보고서 기준으로 기초자산은 88억에 불과했으며 부채는 117억이었으나

2010년 기말보고서 기준으로 기초자산은 553억으로 증가했으며 부채는 159억으로 괄목할만한 성장을 보여줬습니다.

그리고 실질적으로 매각 가능성이 높은 가산동본사 및 공장 자산가치를 감안해서 환산하면 실질 기초자산은 1400억대이상이라고 보는 것이 타당합니다.

즉 10년간 약 16배이상의 성장을 했다고 하는 것이 올바른 가치평가입니다.

하지만 기업가치의 성장과 별개로 주가는 2000년부터 2011년까지 대부분의 기간을 10000원~20000원 사이에 머물고 있습니다.

(일시적으로 3만원이상 오르거나 혹은 몇천원 안되는 가격까지 떨어지기도 했으나 그 시점들은 제외하겠습니다.)

가장 큰 이유 중에 하나가 주주정책의 실종과 거래유동성의 결여가 아니었나 생각합니다.

현재 회사는 소기업수준에서 이미 중견기업으로 성장하고 있는 단계라고 할 수 있으며

공정가치를 감안한 기초자산 1400억대의 자산과

장기적으로 꾸준히 성장하고 있는 다이어리와 수첩분야에서의 독점적이며 과정적이고 강력한 품질경쟁력 및 가격경쟁력으로 100억 이상의 현금창출이 가능하다고 생각합니다.

기계장치의 과도한 상각(내용연수 2~4년)으로 인해서

언제나 20~30억 수준의 감가상각비가 지속적으로 발생했기 때문에 영업이익으로 드러나는 부분은

40~60억 수준이었으나 10년간 평균을 내봤을 때 영업으로 유입되는 현금은 100억 가까운 규모였습니다.

기계장치의 큰 감가상각부분은 실제 기계의 내용연수와 큰 차이가 있으므로 실질적인 현금흐름부분은 약 70~100억 수준이라고 보입니다.

2010년 칠레지진과 같은 일시적인 돌발 변수로 인한 펄프가격급등으로 일시적으로 매출원가가 증가했으나

우림의 일관화 공정 이후 제지업체들(한솔, 한국, 무림)의 경쟁강화로 인한 매출원가가 실질적으로

감소하고 있으며 연초의 일본 대지진 이후 학용품이나 문구류의 수요공급 차질로 인해서 판가는 상당 수준 큰 폭으로 증가하였습니다.

학용품 가격 '경총'...장난 아니네

<http://news.naver.com/main/read.nhn?mode=LSD&mid=sec&sid1=101&oid=003&aid=0003959521> --2011년 7월 11일자 기사 내용입니다.

" 특히 일본 지진 이후 예상치 못했던 수출이 크게 늘면서 국내 재고물량도 부족한 것도 가격인상 요인으로 손꼽고 있다. "

일본 지진 이후에 일본발 수출이 늘고 있으며 가격인상요인도 늘어서 가격은 인상되었습니다만, 이러한 우호적인 매출증가 및 판가증대 상황에서 이익규모가 한 단계 더 점프할 수 있을 만큼

양지사는 지금부터 더욱 이익이 늘어날 요인이 많아졌습니다.

이익이 극대화 될 수있는
우호적인 환경이 조성됨

1) 제지업체들의 경쟁을 통한 양질의 원가 감소

양지사는 제지업체들의 경쟁을 통해 높은 펄프가격을 유지하던 중에도 매출원가 감소가 유지되고 있습니다.

메이저 제지업체들이 한 두군데 망하지 않는 한 인쇄용지 경쟁은 계속될 가능성이 높습니다.

아래는 국내 인쇄용지업체의 점유율과 한솔제지의 생산능력입니다.

- 시장점유율 [2010년 기준]

한솔제지	아트원제지	무림페이퍼	한국제지	홍원제지	기타	계
24.1%	15.0%	14.0%	17.9%	11.0%	18.0%	100%

가. 생산능력

[단위 : 천톤]

사업부문	품 목	사업소	제 47기 반기	제 46기	제 45기
인쇄용지	인쇄용지류	장항	347	700	700
산업용지	판지류	대전	273	550	550
특수용지	특수지	천안	52	105	105
합 계			672	1,355	1,355

연간 70만 톤을 생산하는 한솔제지가 24.1% 점유율을 차지하고 있으며, 따라서 무림 P&P의 일관화공장에서 쏟아져 나오는 물량이 전체 인쇄용지 시장에서 어느정도 비중을 차지할지 가능해볼 수 있습니다.

아래는 무림P&P의 일관화공장 증설 건입니다.

무림P&P, 일관화공장 준공
총 5천억원을 투자, 16개월의 공사기간을 거쳐 완공

무림P&P가 지난 5월 18일 국내 최초의 펄프-제지 일관화공장 준공식을 가졌다. <사진>

이 자리에는 무림그룹 이동욱 회장, 무림P&P 김인중 사장, 한국제지공업연합회 이상문 회장 등 대내외 인사 400 여명이 참석했다.

이번에 준공식을 가진 무림P&P 일관화공장은 인쇄용지 연산 50만톤 규모로 연면적 79,582m², 건축면적 42,895m², 건물길이 627m, 건물 최대폭 98m, 최대높이 43m로 단일기계 규모로 국내 1위다. 특히 초지기의 지폭은 8.7m로 국내 최대를 자랑한다.

무림P&P 일관화공장은 총 5천억원의 투자비에 16개월의 공사기간을 거쳐 지난 3월에 완공되었으며, 이 달 초부터 본격적인 상업생산에 들어갔다.

무림그룹 이동욱 회장은 이날 기념사에서 "이번에 준공한 무림P&P 일관화공장은 국내 최초이자 향후에도 국내에서는 유일한 펄프-제지 일관화공장이란 점에서 한국의 제지역사에 큰 의미가 있으며 또한 선진 제지기업의 형태를 갖춘 국내 유일의 공장"이라고 의미를 말했다. 또한 "무림은 이 공장 준공을 통해 외국 대형 제지기업과 경쟁할 준비를 마쳤으며, 향후 추가증설을 통해 세계 속의 무림으로 자리매김할 계획"이라고 덧붙였다.

대략 한솔제지의 인쇄용지 생산량의 70%를 넘어서는 물량이 더 쏟아져 나올 것이며, 이는 한솔제지의 국내 시장점유율에 비추어본다면 앞으로 현재 인쇄용지생산량의 17%가 더 쏟아져 나올 것이라 예상됩니다.

17% 생산량 증가가 나타난다면, 대체제가 우수하며 오로지 가격경쟁력에

의존해야하는 인쇄용지의 특성에 비추어 본다면, 생산량 증가폭 이상 가격이 떨어질 것으로 예상되며, 이는 인쇄용지를 원재료로 하는 업체의 원가 절감에 결정적인 영향을 미칠 것으로 보입니다.

실제로 이제 5월부터 경쟁이 시작됐음에도 불구하고 그 가격은 더 떨어지고 있는 추세입니다.

아래는 인쇄용지 제조업체 판가표입니다.

[단위: 천원/톤]

품 목		제 47기 반기	제 46기	제 45기
인쇄용지	내수	1,029	1,090	1,068
	수출	1,037	1,100	1,039

<한솔>

(단위 : 천원/톤)

품 목		제56기 반기	제55기	제54기
비도공지	내수	1,050	1,112	1,107
	수출	914	933	913
도공지	내수	1,026	1,073	1,042
	수출	1,083	1,139	1,111

<한국>

(단위 : 천원/톤)

구 분		제39기 반기 (11.1.1~11.6.30)	제38기 (10.1.1~10.12.31)	제37기 (09.1.1~09.12.31)
인쇄용지	내수	1,003	1,102	1,053
	수출	1,115	1,163	1,130

<무림페이퍼>

보시다시피 칠레지진으로 인해 펄프가격이 급등했음에도 그 판가는 오히려 작년보다 더 낮아졌습니다.

아래는 양지사의 원재료가 추이입니다.(양지사의 원재료는 제지류가 75%, 비닐류가 25%를 차지합니다.)

(단위 : 원)

품 목	제 32기 분기	제 31 기	제 30 기
백상지(100g)	43,030	44,320	46,771
미색지(100g)	45,702	46,532	47,008
아트지(100g)	45,458	47,217	49,966

보시다시피 아직 본격적인 무림P&P의 증설효과가 시작되지도 않았음에도 불구하고 벌써 판가 하락의 효과를 톡톡히 보고 있습니다.
 오히려 양지사는 칠레지진을 빌미로 판가를 더욱 인상하고 있으며 이는, 높은 이익률개선과 높은 영업이익개선을 기대할 수 있습니다.
 아래는 양지사의 판가표입니다.

(단위 : 원)

품	목	제 32기 분기	제 31 기	제 30 기
수첩 및 다이어리	내수	1,759.69	1,372.34	1,208.09
	수출	1,445.83	1,381.61	1,234.05
계		1,672.76	1,376.21	1,219.80

2) 펄프가격 하향과 함께 제지가격의 하락

역대 최고를 기록하던 펄프 가격이 점점 하향세로 접어들고 있으며 이것은 제지업체들의 원가감소로 이어지고 판가하락으로 이어지기 때문에 공급받는 양지사로서는 매우 우호적인 환경입니다.



<위 표는 1년 간의 활엽수펄프가격표이며 침엽수의 펄프가격은 20%가량 낮지만, 그 가격추이는 비슷한 양상을 보입니다.>

3) 김포 산업단지 이전을 통한 법인세 감면 효과

산업단지로 이전을 하게 되면 산단관련 법인세 감면 혜택이 있습니다. 산업단지로 이전하기 전 가산동 공장에서 모든 생산을 했을 때 양지사는 매년 10~20 억의 법인세가 발생 되었습니다. 매출과 이익이 증가하면 법인세도 증가하게 되는데 예전보다 더 큰 법인세 감면 혜택이 따라옵니다.

아래는 수도권 권역구분그림입니다.



기존의 양지사의 공장은 과밀억제권역인 서울특별시 가산동에 위치해 있었으나 올해 초, 김포로의 이전을 마쳤습니다.
 위의 표와 같이 김포시는 성장관리권역으로 속하며, 과밀억제권역에서 성장관리권역이나 기타 도시로 이전하는 기업의 경우, 법인세감면 등의 파격적인 혜택을 제공하고 있습니다.
 아래는 그 혜택내용을 발췌한 부분입니다.

제 7절 지역간의 균형발전을 위한 조세특례 <개정 2010.1.1>

제 61조(법인 본사를 수도권과밀억제권역 밖으로 이전하는 데 따른 양도차익에 대한 법인세 과세특례)

1), 2) 생략

3) 수도권과밀억제권역에 본점이나 주사무소를 둔 법인이 본점이나 주사무소를 수도권과밀억제권역 밖으로 이전하기 위하여 해당 본점 또는 주사무소의 대지와 건물을 2011년 12월 31일까지 양도하여 발생한 양도차익은 해당 양도차익에서 양도일이 속하는 사업연도의 직전 사업연도 종료일 현재 [법인세법] 제13조제1호에 따른 이월결손금을 뺀 금액의 범위에서 대통령령으로 정하는 바에 따라 계산한 금액을 해당 사업연도의 소득금액을 계산할 때 익금에 산입하지 아니할 수 있다. 이 경우 해당 금액은 양도일이 속하는 사업연도 종료일 이후 5년이 되는 날이 속하는 사업연도부터 5개 사업연도의 기간 동안 균분한 금액 이상을 익금에 산입하여야 한다. <개정 2010.1.1>

=> 즉 시가 1000억에 달하는 본사의 양도소득세를 5년간 이연시켜주며, 그 후에도 5년간 할부로 납부할 수 있게 해줍니다.

제 63조(수도권과밀억제권역 밖으로 이전하는 중소기업에 대한 세액감면)

1) 수도권과밀억제권역에서 2년 이상 계속하여 공장시설을 갖추고 사업을 하는 중소기업(내국만 해당한다)이 대통령령으로 정하는 바에 따라 수도권과밀억제권역 밖으로 그 공장시설을 전부 이전(본점이나 주사무소가 수도권과밀억제권역에 있는 경우에는 해당 본점이나 주사무소도 함께 이전하는 경우만 해당한다.)하여 2011년 12월 31일까지 사업을 개시한 경우에는 이전 후의 공장에서 발생하는 소득에 대하여 이전일이 속하는 과세연도와 그 다음 과세연도 개시일부터 6년([수도권정비계획법] 제6조제1항제2호의 성장관리권역, 같은 항 제2호의 자연보전권역, 수도권 외 지역에 소재하는 광역시 및 대통령령으로 정하는 지역으로 이전하는 경우에는 4년) 이내에 끝나는 과세연도에는 소득세 또는 법인세의 100분의 100에 상당하는 세액을 감면하고, 그 다음 3년([수도권정비계획법] 제6조제1항제2호의 성장관리권역, 같은 항 제2호의 자연보전권역, 수도권 외 지역에 소재하는 광역시 및 대통령령으로 정하는 지역으로 이전하는 경우에는 2년) 이내에 끝나는 과세연도에는 소득세 또는 법인세의 100분의 50에 상당하는 세액을 감면한다.

=> 즉 4년간 법인세를 면제해주고, 2년간 50%의 법인세만을 내면 됩니다. 늘어난 생산여력과 판가인상, 계절적 주문집중 탓에 억눌려있던 매출액의 실현 등을 감안하면, 실제 그 법인세 감면효과는 연간 20억에 달하리라 예상됩니다.

4) 자본의 비용화. 그로 인해 억눌린 감추어진 이익, 그리고 일본의 문구업체

기계장치	30,210,488,477
감가상각누계액	(26,955,596,556)
차량운반구	557,846,450
감가상각누계액	(441,107,515)
공구기구	175,072,983
감가상각누계액	(164,556,321)
비품	1,151,088,009
감가상각누계액	(1,114,848,880)
건설중인자산	19,994,319,912

위의 표는 32기 3분기(2010년 1월~3월)의 재무상태표 중 일부를 발췌한 부분입니다. 건물과 감가상각이 적용되지 않는 토지를 제외한 모든 항목입니다. 건설중인 자산 200억은 건물로 아직 미인식된 김포양촌의 신공장건물입니다.

표에 나타난 숫자로만 본다면, 양지사는 될 수 있는 한 설비투자를 미뤄온, 게으른 기업처럼 보여집니다.

이제 아래 표를 봅시다. 아래 표는 양지사의 감가상각에 대한 ‘회계상의’ 적용입니다.

당사는 유형자산의 감가상각에 아래의 내용연수 동안 정률법(단, 건물, 구축물은 정액법)을 적용하고 있습니다.

구 분	추정내용연수	구 분	추정내용연수
건 물	30년	차량운반구	2~4년
구축물	15년	공구와기구	2~4년
기계장치	2~4년	비품	2~4년

위의 회계처리에 따라 실제로 감가상각이 이루어진다면, 놀랍게도 기계장치를 비롯한 그밖에 모든 고정자산(건물 제외)이 평균 3년 만에 고철덩어리가 된다는 말입니다.

유사한 업체로 카톤팩, 즉 종이우유곽을 제조하는 삼릉물산이나 한국팩키지의 경우 기계장치의 회계상 감가상각을 8년으로 두고 있습니다. 실제로 성책기 등의 종이나 제본 관련하여 쓰이는 기계장치의 경우 8년~10년의 수명을 보입니다.

●과도한 감가상각

1.기계장치

타라티피에스,대명아이티에스,오르다코리아,도명통상,모닝글로리 등 동종업종중 동사처럼 2~4년하는곳은 한곳도 없음 최소 3년에서 10년까지 감가상각함

회사명	기계장치내용연수	차량운반구
타라티피에스	6년 정율법	5년
대명아이티에스	10년	5년
도명통상	10년	5년
모닝글로리	3~10년	4년~8년
오르다코리아	5년	5년
양지사	2~4년	2~4년

타라티피에스의 경우 하이델베르그사의 SM102 4p(아래사진),CD102-4p등 양지사와 같은 제조사의 모델들을 현재 운영중이다.



2. 차량운반구

국내의최고유통업계라 할 수 있는 롯데제과,롯데칠성 의 운반구와 비교 하더라도 과도한 감가상각 롯데는 차량운반구4년인데 반해 동사는 2~4년이라 설정해놓음

업종별 자산의 기준내용연수 및 내용연수범위표(제15조 제3항 관련)

기준내용연수 및 내용연수범위 (하한~상한)	적용대상자산(다음에 규정된 한국표준 산업분류상 해당업종에 사용되는 자산)	
	대분류	중분류
5년 (4년~6년)	농업, 임업 및 어업	01. 농업, 다만, 과수의 경우에는 구분 5(15년 25년)를 적용한다. 02. 임업
	광업	05. 석탄, 원유 및 천연가스 광업
	제조업	18. 인쇄 및 기록매체복제업 21. 의약품 물질 및 의약품 제조업 26. 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업. 다만, 마그네틱 및 광학 매체 제조업(2660)은 구분 2(6년 10년)를 적용하고, 전자코일, 변성기 및 기타 전자유도자 제조업(26295) 및 유선 통신장비 제조업(26410) 중 중앙통제실 송신용 침입 및 화재경보 시스템 제조는 구분 3(8년~12년)을 적용한다.
	하수·폐기물 처리, 원료재생 및 환경복원업	37. 하수·폐수 및 분뇨 처리업 38. 폐기물 수집운반, 처리 및 원료재생업. 다만, 금속 및 비금속원료 재생업(3830) 중 재생용 금속·비금속 가공원료 생산업은 구분 3(8년~12년)을 적용한다. 39. 환경 정화 및 복원업

● 동사의 판가 전가능력의 우수성

창사이래 원가의 등하락과 거의 상관없이 내수 및 수출 판매가격을 지속적으로 올려왔음

	주요제품 가격변동추이(원)								
	31기	30기	29기	28기	27기	26기	25기	24기	23기
내수	1,381.34	1,208.09	1,136.11	1,089.75	1,232.01	1,051.06	1,052.18	1,065.18	1,022.98
수출	1,381.61	1,234.05	1,093.50	898.26	804.89	986.75	993.60	972.69	848.38
	주요원재료 가격변동추이(단위:원)								
백상지(100g)	44,320	46,771	37,997	33,824	37,148	38,079	38,673	39,147	39,106
미색지(100g)	46,532	47,008	40,215	37,558	39,702	40,311	39,840	41,159	41,533
아트지(100g)	47,217	49,966	38,070	37,592	40,229	41,725	42,479	41,483	49,619

35년 동안 쌓아온 양지사의 “브랜드파워의 방증”이라고 할 수 있음

다음은 10년치 영업활동현금흐름표입니다.

현금흐름표	2011.3	2010.6	2009.6	2008.6	2007.6	2006.6	2005.6	2004.6	2003.6	2002.6
☐ 영업활동 현금흐름	466	7,512	9,771	4,248	9,638	1,211	6,100	7,950	6,769	9,162
☐ 당기순이익	6,692	13,937	5,641	3,844	4,371	3,597	4,100	5,204	3,439	3,808
☐ 현금유출이 없는 비용	2,172	4,559	3,377	3,776	3,333	3,481	3,499	3,877	2,713	2,959
☐ 현금유입이 없는 수익	4	14,417	295	35	131	35	118	60	83	73
☐ 영업 자산부채 변동	-8,395	3,433	1,047	-3,337	2,066	-5,832	-1,382	-1,071	700	2,467

양지사가 10년간 꾸준히 성장하였기에 비교적 최근인, 최근 2008년~2010년(29기~31기) 간의 3년치 현금흐름만을 살펴보겠습니다. 일시적인 운전 자본의 변동을 제외한다면, 2008년(29기) 76억, 2009년(30기) 87억, 2010년(31기) 41억의 영업활동 현금흐름입니다.

덧붙여 2010년(31기)의 경우 영업자산부채변동 항목에, 가산동 2공장 매각대금(245억)으로 인한 대규모 세금폭탄(40억)과 그로 인해 생겨난 이연법인세부채(25억)의 영향으로 보이는 착시현상으로 실제 순영업현금흐름은 여전히 70억에 달하며 평균 3년간 영업활동현금흐름을 종합해본다면, 신공장증설전 순영업현금흐름만 하더라도 70억~90억에 달하는 것을 알 수 있으며 이는, 눈으로 보이는 당기순이익과는 꽤 큰 차이가 있음을 보여줍니다.

물론 제본관련 기계장치가 반영구적으로 쓸 수 있는 자산은 아니지만, 양지사의 경우 정율법의 평균 3년간 감가상각이라는 과도하게 보수적인 회계방침을 선택함으로써, 미래비용을 앞당겨 계상하고 있습니다.

이는 그 의도는 다르지만, 미국의 새로 부임한 CEO가 미래성과를 좋게 보이게 하기 위하여 과도하게 비용을 계상하는 것과 같습니다. 즉, 원인은 다르지만 결과적으로 선계상된 비용처리로 인해 양지사의 미래 당기순이익은 증폭될 것으로 예상됩니다.

혹여 신공장증설로 인한 감가상각으로 인해 회계 상 당기순이익의 급감을 걱정하시는 분이라면 크게
 건물의 경우 30년 정액감가상각으로 아직 건설중인자산으로 잡혀있는 200억의 김포신공장이 감가상각에 들어가더라도 단지 6~7억에 불과합니다. 물론 회계상의 처리방식에 불과하지만, 그나마도 구공장의 임대로 인한 23~25억의 실질현금흐름으로 인해, 오히려 20여 억이 더 남습니다.

물론 위에서 언급한 순영업현금흐름은 과거의 수치입니다. 그간 2분기(9월~12월)에 작업물량이 몰려 있어 기존에 수주한 물량도 외주로 돌린 것이 사실입니다. 그 탓에 생산시기가 겹치는 일본시장은 가장 가까움에도, 오히려 그 탓에 소홀해질 수밖에 없었습니다. 그간 쌓아온 내수시장을 소홀히 하고 일본시장에 전념할 수는 없는 일이겠지요.

실제 일본의 경우 문구왕국이라 불릴만큼 문구시장이 발달했지만, 의외로 단일업체로 양지사만한 규모가 없으며 그나마도 미도리(현 디자인필)와 같은 실제 유명문구업체의 경우 디자인다이어리에 특화되었으며, 그들이 자랑하는 MD용지를 시험해본 결과, 질감이 거칠고 뒷비침과 잉크번짐이 심해, 오히려 양지사의 일반용지에 비해 한참 모자랐습니다.

양지사와 비슷한 시장을 공략하고 있는 아빠카는 오지제지의 82개 자회사 중 하나로 자본금이 단지 2억원에 불과했으며, 그밖에 앤 비엔 포름사, 쿠키토오 어소시에이츠 등 다이어리관련제품을 생산하는 모든 회사를 살펴봤으나, 종업원 50~150명 자본금 2억~20억 가량의 중소형 업체들뿐이었습니다.

위의 일본대표다이어리업체들을 고려한다면 기존에 누리고 있는 국내다이어리의 독점뿐만 아니라, 그 주인이 없는, 그러나 더욱 거대한 일본다이어리 시장은 양지사의 좋은 성장동력이 될 것으로 보이며, 실제로 아직은 미미한 액수지만, 점점 일본시장매출액이 증가하고 있음을 알 수 있습니다.

구 분	일본	
	당기	전기
제품수출매출액	1,217,904	794,388
영업이익	115,296	110,312
고정자산	1,461,410	620,402
감가상각비	64,175	46,402

<32기 보고서에서 발췌>

5) 가산동공장 임대수익 측면

전 본사였던 가산동공장 역시 분할해서 임대가 나가고 있는데 전체 다 임대가 진행된다면 20~25억 이상의 임대수익이 가능하다고 합니다.
 현재 일부 임대가 이미 이뤄졌으며 공장과 오피스 밀집 지역인 가산동의 특성상 얼마 안가서 전부 임대가 가능해질 것으로 판단되며
 본업의 이익 + 임대수익 구조로 전체 이익의 구조가 재편되고 있는 상황입니다.

전 본사 부지가 규모가 워낙 크기 때문에 바로 매각되지 않는다면 지금처럼 유후공장을 이용해서 수익을 지속적으로 올리는 방향도 바람직해 보입니다.

6) 일본발 매출 증가

일본 지진 때문에 일본 문구류쪽의 공급이 원활하지 않은 상황이고, 7 월달에 열린 아시아최대 도교문구박람회에서 다이어리부분으로 유일하게 참가한 한국업체인 양지사에 대한 현지의 호응이

꽤 좋았다는 것을 감안하면 성수기가 겹치는 바로 옆나라 일본이지만 증 설을 통한 CAPA 증가로 충분히 일본향 성장판이 적지 않은 규모로 일어 날 가능성이 있다고 생각합니다.

양지사에 직접 방문했을 때도 일본 바이어 두 사람이 에쿠스를 타고 직접 방문하는 것을 보았는데

현재 30~40 억 수준의 일본발 매출은 꽤 많이 늘어날 것으로 판단됩니다.

제품의 질을 중요시하는 일본이라 쉽게 뚫기는 쉽지 않았지만

이번 일본 지진을 통한 공급차질 때 무난하게 성공적인 매출을 일으키고 나면 문구의 최강자 일본시장에서 어느정도 인지도를 갖추기 시작할 가능성이 높아보입니다.

유니크하며 일본 특유의 장인정신이 깃든 수백만원짜리 다이어리는 쉽게 따라할 수 없겠지만

범용 다이어리의 품질은 일본 다이어리에 못지 않다고 생각되며 평가 역시 탁월하기 때문에 경쟁력이 충분하리라 생각합니다.

다이어리계의 포스코라는 비유가 적절하지 않을까 싶습니다.

3월 대지진후 일본인쇄시장 동향



**장기화되는 전력부족 인쇄수요 변동 불려
영업전략으로서 콘텐츠와 비즈니스 참여 필요**

지난 3월 발생했던 동일본대지진에 의한 건물손괴와 피해는 대부분 쓰나미에 의한 것이었고 희생자들도 대부분 쓰나미에 의한 것이었다. 쓰나미의 피해를 입은 연안부의 사업체들은 그 규모에 관계없이 복구에 난항을 겪고 있고 소규모 사업체들 가운데는 폐업하는 경우도 적지 않은 실정이다.

또한 후쿠시마 원전에서 반경 20~30km 안에 있는 회사, 공장 등 7천여개 이상의 사업체도 업무재개의 전망이 보이지 않기는 마찬가지이며 타 지역으로 이전할 수 없는 중소기업의 경우는 그 입지가 더욱 어려운 상황이다. 인쇄업체도 예외는 아니다.

도후쿠, 칸도우지역에서 소재한 인쇄업체 다수가 피해를 입었지만 연안지역과 원전피난지역을 제외하면 이미 많은 곳이 복구되었고 사업 활동이 재개되고 있다. 그러나 일거리가 격감하고 경영의 위기에 직면한 업체들이 적지 않은 실정이다.

경제산업성의 공업통계에 따른 지역별 인쇄출하액을 보면, 도후쿠지역의 국내출하액이 차지하는 비중은 과거 수년간 일정한 수준을 안정적으로 유지했으나 대지진 이후에는 4%에도 미치지 못하고 있는 것으로 추정된다. 또한 지방도시에서는 인쇄물의 수주, 출하는 동일지역에서 이뤄지는 것이 대부분이다. 적어도 인쇄산업에 한정해서 말한다면 대지진이 인쇄산업에 끼친 피해는 그다지 큰 것이 아니었고, 이에 따라 적어도 인쇄업체들은 지진피해에 의해 인쇄물의 수주가 감소했다고 말할 상황은 아니다. 그러나 인쇄사업의 운영행태는 근본적인 개혁이 없이는 불황을 되돌릴 수 없을 것이다.

절전의 여파로 인쇄문화가 바뀐다

후쿠시마의 원전사고에 따라 전력공급의 부족한 위기상황이 초래되면서 앞으로도 오랫동안 절전이 필요할 것으로 예상된다. 또한 도쿄전력지역뿐 아니라 전국적으로 절전과 타 지역에 대한 공급을 중지하게 되어 사회전반에서 절전의 필요성이 고조되고 있으며 이는 지금껏 전력의 대량소비를 전제로 한 문화를 변화시키고 있다.

인쇄사업의 지속가능한 발전을 위해서 발생할 수 있는 사회적인 변화를 조기에 파악하고 경영개혁에 연동시켜나가야만 할 것이다.

출처:일본인쇄정보 2011년 8월호

일본인쇄정보 2011년8월호에 따르면 최근 제조업을 중심으로 하는 제2차 산업의 비율이 낮아지고 있어 일본 경제의 근간을 약하게 하고 있으며 그 공백을 제3차 산업이 메운다고 말하고 있다. 그러나 전력부족에 의한 제2차 산업의 부진은 서비스업에도 영향을 끼쳐서 광범위한 범위에서 경제의 침체를 불러오게 된다. 결국 불경기가 될 가능성이 높아지며 많은 기업들에게 상대적인 비용상승을 가져와 대책마련에 고민하게 된다.

동사는 일본대지진 2월전인 2011년1월17일에 1공장을 준공하고 대지진 1월후인 4월1일날 기준으로 기존의 5,132평 규모의 서울 공장에서 12,800평 규모의 김포공장으로 확장이전을 했다.

기간	국가명	품목명	수출수량	수출금액
2008	일본	장부·회계부·노트북·주문장·영수장·편지지철·메모철·일기장	678	4,054
2009	일본	장부·회계부·노트북·주문장·영수장·편지지철·메모철·일기장	1,018	5,805
2010	일본	장부·회계부·노트북·주문장·영수장·편지지철·메모철·일기장	1,196	6,795

수출입무역통계를 보면 최근 3년간 일본으로 수출이 증가함을 알 수 있다.

또한 2011년 7월에 한국다이어리 생산업체로는 유일하게 아시아최대 동경문구박람회 참가하여 공격적인 마케팅활동을 했다. 3월대지진 여파로 인쇄출하액이 4%에도 미치지 못하고 7월~12월까지가 성수기임에

따라 올 연말 일본수출이 더욱더 증가할 것으로 본다.



The show floor was packed with visitors.

국내 문구 유통시장과 양지사

양지사의 시판 다이어리 매출액 규모는 100억을 조금 넘는 수준으로 그 규모가 매출액 대비 큰 규모는 아니지만, 향후 다이어리 시장의 판도와 시장에서 인식되는 양지사에 대해 살펴볼 겸 알아보았습니다.

우리나라 5대 인구 밀집지역인 서울, 인천, 부산, 대구, 인천을 택해 비교적 대형문구점을 골라 돌아보았습니다. 대개 교보 핫플렉스, 에스닷과 같은 대형문구체인점이 어느 도시에서건 가장 큰 규모로 자리잡고 있었기에, 이 경우 그 차선의 규모를 골라 살펴보았으며, 표본의 다양성을 위해 다소 영세한 업체 또한 살펴보았습니다.

1. 대구

1)교보문고 핫트랙스: 주고객층은 여대생이며, 그다음으로 직장인이 가장 많다고 한다. 디자인 다이어리량 수첩, 시스템 다이어리 쪽이 구분. 수첩 쪽은 거의 모든 제품이 양지사.

품질 면에선 시스템 다이어리 등에 비해 떨어지나 동가격대비 품질은 최고수준. 같은 품질이라면 40~50%의 가격차가 난다.

타사가 연도별 다이어리를 여름에도 계속 재고로 비치하는 반면, 양지사의 경우 연초, 연말 전후 2개월에만 재고를 비치하고, 그외엔 회사 측에서 자체 반품처리.

몰스킨과 프랭클린의 경우 동품질 대비 지나친 가격대.(몰스킨의 경우 PD 노트랑 유사한 품질이었음에도 3000원의 PD노트에 비해 9800원을 호가했으며, 프랭클린의 경우 품질은 뛰어났으나, 10~20만원 대의 가격으로

비교 자체가 불가능) 실제로 구매고객을 단 한 명도 찾아볼 수 없었다. 대개 디자인(캐릭터) 다이어리 쪽이 가장 많은 유동고객층을 보였다. 디자인 다이어리는 5000원~15000원, 많게는 20000원 대의 가격대도 있었다.

7321디자인 회사가 가장 눈에 띄는 부스를 차지. 그러나 디자인 다이어리의 경우, 유사품질의 경우 대개 동일한 가격대를 보여 가격경쟁력은 없어 보였으며, 디자인(캐릭터) 또한 자체개발 디자인이 아닌, 어린왕자 등의 기동화에서 따온 캐릭터로서 어느 회사의 제품이 두드러지지 않았으며, 실제 구매도 다양한 부스에서 행해지고 있었다.

가격을 제한하면 오롬시스템 다이어리의 가족이 가장 좋았으며, 양지사의 경우 종이의 미끈거림이 타사종이에 비해 덜하였다.

2)에스닷: 1층부터 5층까지 문구품목을 갖춘 비교적 대형문구점이었음에도 주위의 핫트랙스 탓에 고객이 거의 없었다. 다이어리 류로는 프랭클린 재고가 창고식으로 진열되어 있었고, 수첩류로는 양지사와 고도가 3:1의 비율로 배치되어 있었다.

2. 대전

1)창신문구: 100평 남짓한 중소기업체, 중소기업체답게 다이어리류 제품은 없었으며, 수첩류의 모든 제품이 양지사 제품.

2)장학문구: 학교 근처의 동네문방구. 수첩류만 비치. 수첩류는 양지사 단일제품

3. 서울

1)캄포 마르시오: 백화점 형식의 화려한 조명에 가족제품과 고급다이어리 제품을 같이 취급.

다이어리와 가방이 1:2의 비율로 배치.

다이어리의 경우 속지는 오롬시스템, 가족은 캄포마르시오 제품

전체적인 가격대는 8만원 선을 보였다.

트래블러스노트류와 같은 미니멀아트 형식의 제품도 비치.

두 곳 모두 들렀지만, 안타깝게도 손님은 단 한 명도 볼 수 없었다.

2)문구랜드: 중형문구업체- 그 구성과 실상은 창신문구와 크게 다르지 않다. 대개 소모성제품인 잉크와 복사용지 등을 대규모로 비치. 제품의 다이어리류 제품은 없었으며, 수첩류는 모두 양지사 제품.

3)코즈니(명동): 아이패드 케이스와 다이어리가 같은 코너에 진열된 게 이색적, 구매층은 여대생이 주를 이룸. 양지사 제품은 전혀 없었다.

일본의 유명문구업체인 미도리 제품이 비치. 미도리의 MD용지의 경우 묶음당 9800원으로 지나치게 비싸지만 아니라, 필기감이 거칠며, 번짐과 뒤틀림이 심해 오히려 국내일반수첩용지보다 질이 떨어졌다.

8만원의 트래블러스노트는 자유와 여행을 테마로 한 미니멀아트 형식의 미도리 제품으로 고급가족재질과 깔끔한 디자인이 눈길을 끌었으나, 옆코너에 국내업체 또한 3만원 더 저렴한 가격에 같은 테마와 비슷한 질의

제품을 선보임으로써 가격경쟁력이 떨어지는 것으로 보임.

대개 소비자들은 중저가형 코너, 그 중에서도 디자인(캐릭터)다이어리 제품을 많이 구매. 최근 고급다이어리의 경우, 시스템플래너와 전통명품류의 오롬과 프랭클린플래너 쪽과, 트래블러스노트와 같은 간소한 형식의 자유테마의 제품으로 나뉘는 듯하다.

4)우림스타밸리 내 문구점: 가산동 양지사 본사 근처의 100평 남짓한 중소형 문구점, 다이어리는 일절 없었으며, 수첩류는 모두 양지사제품

4. 인천

1)페이퍼 문구센터: 할인도매문구점. 중소형업체였지만, 거의 모든 제품을 20~30% 할인함으로써, 다른 중소형문구점과는 달리 많은 고객을 보였다. 싼 가격 탓인지 중고등학생(여자)가 많았다.

수첩의 경우 대부분 양지사였고, 디자인다이어리의 경우 다양한 회사의 제품이 비치.

시스템다이어리의 경우 에스닷과 같이 창고식으로 배치되어있었고, 재고는 오래되어보였다. 10대 고객들은 대개 2000원~3000원 대의 인조피혁 제품의 얇은 디자인 다이어리를 선호, 20대 후반으로 보이는 고객도 소수 있었는데, 장지갑 형태의 다소 비싼(10000원) 제품을 선호하는 듯 보였다.

2)아트박스: 다이어리는 모닝글로리 제품이 다수 비치. 세련된 디자인인의 제품이 다수 보이나, 가격대비 제품질은 다소 떨어지는 편. 수첩류는 양지사가 5, 옥스포드가 1의 비율로 비치

5. 부산

1)핫트랙스-부산: 핫트랙스 PB형태의(양지사 제조) 패브릭 노트가 비치. 수첩류에서 압도적으로 보인 양지사의 가격경쟁력과는 달리 의외로 타사의 패브릭노트와가격대비 비슷한 품질을 보임(펠리스 사).

다이어리가 아닌 수첩류의 모닝글로리 제품도 비치. 전체면적과 가족질이 유사한 양지사제품과 비교(모닝글로리의 제품은 다소 장지갑 형태임). 모닝글로리의 수첩이 장지갑형태로 제작과정이 까다로운 걸 감안 하더라도 그 가격이 양지사에 비해 40% 더 비싸다. (종이의 매수는 오히려 양지사 제품이 더 많았다.)

모나미의 지퀸스다이어리의 경우, 비교적 브랜드 있는 회사였음에도 양지사의 유사품질제품대비 3~4배 더 비쌌다. (양지사 5000원, 모나미 15000원~20000원)

처음으로 시스템 다이어리 쪽에 30~40대의 중년여성으로 보이는 유동고객이 있었다.

대학생보다는 여중생, 여고생이 많은 고객을 차지했다.

2)드림문구: 중소형문구업체. 다이어리는 바른손과 모닝글로리의 제품이 비치. 여타 중소형문구업체처럼 수첩류는 양지사의 제품이 대부분이었다.

문구유통 전체적인 관점으로 보아, 중소형 규모의 문구유통업체의 경우 특별히 학교나 학원 등에 인접하지 않는 이상, 생존 자체가 어려울 정도였습니다. 대구에 위치한 에스닷의 경우 1층부터 5층까지 단일문구점일만큼 큰 규모였음에도 불구하고, 주위의 교보 핫트랙스 탓인지 거의 손님이

보이질 않았습니다.

말을 돌려 도서대여점의 경우, 거의 모든 지점이 몰락한 가운데 유독 중소형 지점이 더 빨리 무너졌는데, 이는 영세함으로 인해 꼭 필요한, 즉 유명 작가의 책만을 들여놓아 종류의 다양성을 상실하였고, 이는 유동고객의 이탈을 불러일으켰으며, 이것이 종국에 도산을 불러일으켰습니다. 중소문구유통업체의 경우에도, 중소도서대여점과 같은 길을 가지 않을까 생각합니다.

중소형문구업체의 경우 모든 업체가 고급다이어리를 일절 취급하지 않았으며, 작은 코너에 따로 수첩류만 진열해놓았을 뿐이며, 이 또한 단 한 곳을 제외하곤 양지사의 제품의 전부였고, 한 곳에서도 양지사의 제품이 2/3를 차지하고 있었습니다.

그렇다고 하여 대형문구점에서 양지사의 제품이 등한시 된 것은 결코 아니었습니다.

비록 양지사의 경우 타사와 달리 연도별 전후 2개월 안에 재고를 뿌리고 거두는 작업을 마무리 짓기에 전시된 다이어리를 볼 순 없었지만(이 부분 역시 타사에 비해 월등한 재고관리능력을 엿볼 수 있는 것이 아닌가 생각됩니다.), PD노트와 같은 수첩 류의 경우 대형문구점에서도 양지사가 수첩류 코너의 절반가량을 차지하고 있었습니다. 그밖에 무크노트사나 고도 등의 기타 영세업체들의 수첩이 차지하고 있었습니다.

수첩 류의 비교결과 같은 크기와 같은 매수, 유사한 가죽 품질을 살펴본 결과, 양지사가 동일제품에 비해 평균 40~50% 저렴한 가격에 팔리고 있었습니다.

수첩 류의 경우 별다른 설비투자 없이 만들 수 있지만, 규모에 따라 생산원가가 극명히 차이날 수밖에 없으며, 일반 영세업체와 기계장치만 300억에 달하는 양지사와의 경쟁자체가 될 수 없어 보입니다.

또 다른 측면으로는, 프랭클린 플래너와 같은 특색 없는 고급 다이어리 시장의 몰락입니다. 프랭클린 플래너 직수입 업체의 경우 30억 후반대의 매출액이, 현재 20억 초반대의 매출액으로 주저앉았습니다. 이는 매출액의 15%에 달하는 로열티 비용과 한 번 구매하면 족히 8년은 사용할 수 있는 내구성소비재의 특성 탓으로 보입니다. (또 다른 고급다이어리 전문제작업체인 오롬시스템 다이어리의 경우, 그 가격은 대개 프랭클린 플래너에 비해 10~20% 저렴했으나 구매자가 없기는 마찬가지였습니다.)

전시장에서 가장 크고 화려한 부분을 차지하고 있었지만, 열 군대를 넘는 문구점을 둘러본 결과 단 한 곳에서, 단 한 명의 유동고객만을 보았을 뿐입니다.

(시스템다이어리의 몰락에는 8년을 넘는다는 특유의 내구성 탓도 있는 듯 추측됩니다.)

또한 몰스킨과 미도리 등 해외유명업체들의 제품 또한 그 가격에 비해 품질이 극명히 떨어졌습니다. 몰스킨의 경우 1만원을 넘는 가격임에도 그 품질은 3000원 대의 PD노트와 비슷한 수준이거나 조금 나은 정도였으며, 실제 재고를 신청한 유통업체의 경우도 한 군데에 불과했습니다.

MD용지와 트래블러스노트로 유명한 미도리의 경우도 마찬가지였습니다. MD용지의 경우 속지 묶음이 9800원에 달할만큼 고가였음에도 불구하고, 그 필기감은 거칠었으며, 번짐과 뒷비침도 심하였습니다. 트래블러스노트의 경우 자유를 테마로 한 미니멀아트 형식의 수준급의 디자인으로 보였

으나, 그러나 8~9만원의 지나친 가격대였고, 이미 디자인다이어리를 판매하고 있는 기타 영세업체에서 비슷한 테마와 형태를 지닌 다이어리에 비해 3~4만원은 더 비싸 크게 경쟁력이 있어보이지 않았습니다.

또한 캠포마르시오 같은 독특한 다이어리 유통업체 또한 발견할 수 있었습니다. 이는 일반 문구업체라기보다는 차라리 의류, 패션 업체에 가까웠는데 고급스러운 실내디자인에 고급 다이어리와 지갑, 가방을 판매하고 있었는데, 다이어리의 경우 그 비중이 1/3 정도를 차지하고 있었습니다.

문구업체에선 문구의 팬시화에서 문구의 디자인화로 넘어가고 있다는 말을 하는데, 캠포마르시오를 살펴본 결과 문구의 명품화로도 넘어갈 수 있지 않나, 라는 생각이 들었습니다.

(그러나 아직까진 일말의 가능성으로만 보입니다.)

더불어 대형문구업체의 경우에, 다이어리와 아이폰, 아이패드 커버가 같은 코너에 진열된 것을 자주 목격할 수 있었는데, 캠포마르시오와 이와 같은 경우를 생각한다면, 다이어리 산업이 단순히 노트 류의 종이산업의 저부가가치형 파생형태가 아닌, 종이-가죽-디자인이 복합적으로 결합된 고부가가치 산업이라는 것을 추정할 수 있습니다. (실제 일본의 구 미도리 회사인 디자인필의 경우 녹스라는 브랜드로 가방, 지갑 등을 내어놓고 있으며 이는 디자인-가죽 쪽으로 특화된 부분으로 보입니다.)

시판되고 있는 다이어리의 주구매고객층은 주로 20대의 여성분들로 보였으며 실제 문의한 결과로도 20대 여성분들이 가장 많은 고객층이라 답하였습니다. 대개 5000~10000원 대의 중저가 형태의 다이어리 구매가 두드러져 보였습니다.

7321디자인의 엘리스 다이어리의 경우 연간 판매부수가 10만~20만에 달한다고 하며, 실제로도 여성고객 대부분이 대개 캐릭터 다이어리를 구매하는 행태를 보였습니다.

그러나 위와 같은 경우, 그 유사상품이 지나치게 많아 굳이 7321제품이 아니더라도 다양한 제품을 구매하는 양상을 보였습니다.

캐릭터 다이어리 시장 자체는 매력적인 시장임에도 불구하고, 그 모방이 너무 용이해 개별기업에게 돌아가는 혜택은 미미해보였습니다.

실제로도 문구업체 CEO간의 좌담회에서의 언급에 의하면, 고객수요에 맞춤형 디자인 및 기술개발의 경우 그 모방의 용이함 덕분에 도리어 중국의 타업체가 더 빨리 모방하여, 원 개발업체가 도리어 기술카피의 혐의를 받는다고 합니다. 추측컨대, 이러한 이유 탓에 고객수요관점의 투자보단 원가절감형의 시설투자가 더 자주 이루어지며, 또 효율적인 투자방식이 아닌가 생각됩니다.

양지사 또한 이 부분에서 꾸준한 설비투자 결과 300억원에 달하는 기계장치와 13000평의 설비공장을 갖추었으며, 대표이사의 언급에 따르면 이를 중국공장으로 이전 시 4500명의 노동자가 감당해야 생산할 수 있는 물량이라고 합니다.

비록 명품과 같은 소비자의 감성과 욕구를 자극하는 브랜드가치를 획득하지 못하였지만(아직 다이어리 자체에 그런 인식이 붙은 제품과 회사 또한 거의 없지만), 위와 같은 설비투자 결과 납기일 엄수를 하는 업체라는 '신용'에 대한 무형의 가치를 획득하였으며 이는 단순한 원가절감의 이점을 훨씬 뛰어넘는 가치로 보입니다.

매력적인 가격과,
안정적성장이 가능한
비즈니스모델

실제로 바이어들 중에선 납기일과 가격 한 쪽을 중시하는 쪽으로 극명히 나뉘어져 있어, 납기일을 중요시하는 바이어는 양지사 쪽으로 주문을 신청한다 합니다. 과거 2004년 중국으로의 생산기지 이전 또한 검토한 바 있으나, 납기엄수를 지키지 못할 것이 염려되어 중국으로의 공장이전을 그만둔 바가 있는 것을 살펴보면, 수십 년간 쌓아온 신용의 가치가 단순한 원가절감의 이점을 훨씬 뛰어넘는다는 것을 짐작할 수 있습니다.

현재 모든 환경을 감안한 양지사의 실질적인 이익규모는 100 억 이상이라고 보더라도 큰 무리가 없을 것으로 추정됩니다.

경기변동이나 전방산업에 큰 영향을 받는 B2B 기업들이나 대기업 하청업체 수준의 부품업체들과 달리 한 번 쿼텀 점프하기 시작하면 지속적으로 방향성을 가지고 유지되는 B2C 독과점형 기업으로써 이익이 100 억 이상이라면 지금의 400~500 억 시총은 굉장한 괴리를 가지고 있다고 생각합니다.

기초자산 1400 억(IFRS 실시 혹은 부지매각시 시가평가기준으로 잡음)에 매년 100 억수준의 현금유입을 고려 10년 잡는다면 최소한 2400 억 수준 이상의 가치는 안전마진으로 둘 수 있다고 생각합니다.

더 디테일한 밸류에이션과 DCF, CAPM, RIM 등을 충분히 할 수 있지만 장기적인 관점에서 그리고 큰 흐름에서는 디테일하게 밸류에이션하지 않아도 될만큼의 높은 내재가치가 존재한다고 판단됩니다.

양지사의 내재가치를 환산하다보면 버핏의 격언이 떠오릅니다.

" 뚱뚱한 사람을 굳이 체중계에 달아볼 필요는 없다. "

- 워런 버핏 -

공개시장에서 400~500 억 수준으로 거래되고 있으나 장기간 쌓여온 무형의 브랜드 가치와 영업권까지

감안하면 사모시장에서 2400 억이상의 평가도 과도한 수준의 평가가 아니라고 보입니다.

대주주나 경영진의 지분이 월등하고 자본금변동을 통한 외부자금조달이나 주주들의 주머니에서

자금조달을 한 경험이 전무하며 되려 지속적인 자사주매입을 통한 가치상향에 능동적이었습니다.

자사주매입에 대한 이견들이 있지만 분명히 주주에게는 확실한 이득입니다.

대주주에겐 더욱 이득일테고 거래유동성이 감소됨으로써 원활한 시장가격형성이 안되는 단점도 있으나

큰 틀에서보면 자사주매입은 어떤 면으로든 주주가치를 향상시켜준다고 보는 것이 맞을 것입니다.

때로 2002 년처럼 주식배당 및 폭탄현금배당(5268 원) 주식배당감안 환산 배당금(2696 원)을 하기도 했습니다.

외부에서 중단기적인 스쳐가는 투자자들이 생각하는 것처럼

주가의 정체에 따른 회사성장의 오해

주주를 무시하고 내팽겨 쳐 놓는다는 것은 양지사 역사 전체를 하나하나 모두 거슬러가면서 팩트를 수집해본 결과 일부 오해가 있는 것이 사실입니다.

하지만 양지사가 중소기업에서 중견기업 이상으로 큰 외형성장을 이룬 것만큼의 적절한 배당과 분배가 이뤄지지 않고 있는 것 역시 사실이라고 할 수 있습니다.

투자에서 핵심이라고 말할 수 있는 양지사의 본업의 성장과 지속성 여부는 많은 오해가 있어 왔습니다.

여태까지의 과거가 아닌 사업의 미래에 대한 다이어리 산업의 성장과 지속 가능성에 관한 부분에 대해서 알아보았습니다.

다이어리 산업의 우려는 하루 이틀된 이야기가 아니라 노트북과 PDA 시절부터 지속적으로 있었고

지금은 스마트 폰과 태블릿 PC 등의 휴대용 통신기기들이 왕성하게 쓰이기 시작하면서 더욱 그러한 고정관념이 깊어져 온듯 합니다.

그 것 때문에 실질적으로 성장하고 있는 회사가 매년 성장하지 않는다는 시장 참여자들의 오해와 함께 잠재적인 리스크로써 다이어리 산업의 리스크를 들었습니다.

특히 주가가 정체되고 지속적으로 주가가 저평가 받는데 대한 자기합리화에 가까운 판단이었다고 생각합니다.

양지사를 둘러싸고 있는 가장 큰 오해 두 가지.

1) 다이어리산업은 사양산업으로 성장하지 않는다.

- 위에 이야기한 것처럼 1999년 대비 2010년까지 15배의 성장을 이룬 것을 보면

이 것은 완벽한 오해에 가깝습니다.

2) 다이어리산업은 스마트 폰과 태블릿 PC가 대체하거나 잠식될 시장이다.

심지어 다이어리산업은 노트북, PDA 때문에 망할 것이며

지금은 태블릿 PC와 스마트폰으로 인해서 생존의 위협을 당할 것이다.

- 사실수집 및 조사를 해본 결과

일반 투자자들이 생각하는 것과 달리 노트북이 나오고 PDA가 나오고 스마트폰이 나오고 태블릿 PC가 나오더라도 양지사의 매출은 전혀 줄지 않았고 아직까지도 지속적으로 매출이 늘어나고 있는 상황이라는 것입니다.

결국 완벽한 오해로 둘러싸여져 있는 상황에서 주가가 지지부진 함을 귀납적으로 이러한 오해 때문이라는 해답을 찾았던 것입니다.

양지사는 이 두가지가 예전부터 지금까지 투자자에게 가장 큰 화두였습니다.

몇가지 오해를 더 첨부 하자면...

1. 신규수주가 없어 매출액이 늘어나지 않는다.

2009년과 2010년 양지사는 460억의 매출액을 기록하며 횡보하는 듯한 모습을 보였습니다. 이 탓에 마치 매출액이 정체된 듯한 착시현상을 가질 수

양지사는 계속 성장중

다이어리 산업은
일부대체는 가능하나,
완전대체는 불가능

도 있지만 실상은 전혀 다릅니다.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
양지사 수출액(억)	119	138	146	196	188	174	169	177	209	193
		16%	6%	34%	-4%	-7%	-3%	5%	18%	-8%
양지사 내수액(억)	193	215	221	211	218	229	236	232	249	267
		11%	3%	-5%	3%	5%	3%	-2%	7%	7%
양지사 시판액(억)	86	111	113	105	103	103	101	104		
		29%	2%	-7%	-2%	0%	-2%	3%		
양지사 주문액(억)	107	104	97	105	114	119	122	122		
		-3%	-7%	8%	9%	4%	3%	0%		



위의 표는 그간 매출액 세분표와 달러대비 환율표입니다. (2009년과 2010년의 경우 시판액과 주문액이 합쳐져 보고되고 있습니다.)

살펴보시면 2010년 수출액이 소폭 하락하였으며, 내수매출액의 경우 꾸준히 추세를 더해 늘어나고 있습니다.

2010년 수출액이 저조한 듯 보이는 것 또한 2008~2009년 금융위기의 여파로 안전자산으로 인식되어지는 달러화로 지나치게 유동성이 몰린 결과, 환율이 치솟았으며 그 결과 소폭 수출액이 감소하는 듯한 현상을 보였습니다.

또한 2008년 6월~2009년 5월 평균 1400원 대의 환율과 2009년 6월~2010년 5월 평균 1200원대의 환율을 살핀다면 대략 15%의 가격경쟁력상실을 볼 수 있습니다.

다이어리와 수첩의 경우, 시장의 범위가 좁고 대체제가 많아 가격에 따라 매출이 민감하게 변동하는 제품임을 감안할 때 실질 가격경쟁력이 15%상실되었음에도 도리어 그 매출액이 8%밖에 하락하지 않은 것은 대단한 선방으로 보여집니다.

그러나 1000원 대의 환율로 역대 최저점을 달리고 있는 환율을 고려한다면, 현재가 고려할 수 있는 최악의 수출 상황이며, 고회율로의 조그만 변동만으로도 수출에 대한 입지와 재무적 이익 역시 크게 증가할 수밖에 없습니다.

내수의 경우 표에서 보는 바와 같이 과거 수년간 꾸준히 증가해왔으며,

이번 신공장 증설 또한 늘어나는 내수주문을 기존의 외주 형태로 감당하던 것이 한계점에 이르러 행해진 결과입니다.

이리한다면 그간 외주로 돌리던 물량과 새로 유입되는 주문이 동시에 들어와 일반적인 성장과는 달리 폭발적인 매출액성장을 보일 것으로 기대됩니다.

2. 프랭클린, 몰스킨과 같은 외국유명상표와 비교하면 경쟁력이 떨어진다.

혹여 이러한 오해를 가지신 분이 있을까 하여 짧게 적습니다.
일단 결론부터 말하자면 집중하고 있는 시장 자체가 다릅니다.

양지사의 경우 시판매출액이 전체 매출액의 20~30%에 불과하며 그보다, 주문사업과 수출산업에 더 역량을 기울이고 있습니다.

그러나 시판사업에서 또한 프랭클린 플래너의 경우, 10만원~30만원에 달하는 고급 시스템다이어리인 반면, 양지사는 1500원~10000원 가격대의 저가격 중품질 시장의 수첩, 다이어리 시장을 차지하고 있습니다. (양지사 또한 디루소라는 고급 다이어리를 내놓았지만 실제 차지하는 매출액 비중은 미미하다고 합니다.)

여담이지만, 프랭클린 플래너나 오롬시스템과 같은 고급시스템다이어리의 경우 부스에서 가장 화려한 부분을 차지하고 있었지만, 시장조사의 결과 구매하려는 의지를 보이는 손님이 없었습니다.

시장조사의 결과도 그러하거니와 실제로 프랭클린 플래너를 직수입하고 있는 업체를 살펴본 결과, 매년 매출액이 줄어들어 120억에 달하던 매출액은 80억으로 쪼그라들어 있었고, 순이익 또한 마이너스를 기록하고 있었습니다.

이는 한 번 구입하면 8년~10년을 쓸 수 있는 과도한 내구성과 매출액의 15%에 달하는 과도한 로열티와 그에 따른 지나친 가격거품, 회사 자체의 부실한 재무상태, 그리고 무엇보다 특색없는 고급시스템다이어리의 시장 자체의 몰락이 원인인 것으로 추정됩니다.

몰스킨은 그 특화시장은 달랐지만, 형편은 비슷했습니다.

대형매장을 비롯해 십수 개의 매장을 돌아다녔지만, 단 한 곳에 재고가 비치되었을 뿐, 그나마도 빈약한 수준의 재고비치였습니다.

또한 일반 다이어리 중, 품질 대비 지나치게 비싼 가격(많은 것은 3배에 달하는) 탓에 그 구매고객을 찾아볼 수 없었습니다.

그밖에 미도리, 이노웁스 등의 해외유명다이어리를 직접 직판매장까지 찾아가 모두 살펴보았지만, 그 가격과 품질 모든 면에서 뒤떨어졌으며, 심지어 더 비싼 가격에도 불구하고 뒷비침과 잉크번짐이 심한 등, 더 낮은 품질을 보였습니다.

반면에 양지사의 경우 중소형 문구매장의 경우 90%이상이 양지사 제품을 비치하고 있었으며 대형문구매장의 경우에도 수첩류의 경우 양지사의 제품이 1/2를 차지하고 있었습니다.

이는 주문시장에서만뿐만 아니라 시판시장에서 또한 양지사의 절대적인

유통장악력을 볼 수 있는 부분입니다.

3. 신공장 증설로 인해 높은 감가상각비가 발생할 것이고, 단기적으론 순이익이 감소할 것이다.

앞서 양지사의 감가상각 회계처리방식을 살펴보겠습니다.

당사는 유형자산의 감가상각에 아래의 내용연수 동안 정률법(단, 건물, 구축물은 정액법)을 적용하고 있습니다.

구 분	추정내용연수	구 분	추정내용연수
건 물	30년	차량운반구	2~4년
구축물	15년	공구와기구	2~4년
기계장치	2~4년	비품	2~4년

다음은 재무상태표의 기계장치를 살펴보도록 하겠습니다.

기계장치	30,210,488,477
감가상각누계액	(26,955,596,556)

보시다시피 기계장치의 경우, 구매하다시피 거의 비용화 해버립니다. 실제 기계장치의 경우, 더 이상 감가상각할 부분이 남아있지도 않습니다.

건설중인자산	19,994,319,912
--------	----------------

실제 200억으로 잡히는 김포 신공장의 감가상각액도 30년 정액으로 감산한다면 6~7억에 불과합니다. 이는 적어도 세후 15억으로 추산되는 가산 동 구공장의 임대수익만으로도 충분히 감안되고도 남는 액수입니다.

실제로 노후화가 되는 것도 아니며, 그렇다고 현금이 비용으로 잡히는 것만큼 빠지는 것도 아닌 눈속임용 비용이지만, 그럼에도 영려되시는 분이 있다면 위의 내용을 참조하신다면 전혀 영려할 필요 없다는 걸 느끼시라 생각합니다.

보수적인 양지사

경영에 있어 보수적이다라는 의미가 무슨 뜻일까요? 간혹 연혁이 오래된 기업의 나이 지긋하신 경영자겸 오너 분들이 자본수익률에 상관없이 ‘자산’을 방치하는 것을 ‘보수적’이라고 오해하시지는 않습니까?

실제로 상장기업 중에서도 안정적인 BM 위에 꾸준한 현금을 벌어들이면

서도 자본의 효율적인 재배치에 서둘러 과도한 유동성을 확보한 상태로 우왕좌왕하거나, 또는 자산의 재배치로 인해 혹여라도 손실을 입을 것을 염려해 그대로 방치해 두는 경우가 왕왕 있습니다.

이에 저는 개인적인 생각으로 ‘보수적’이라 함은 자산을 방치하거나 과도한 유동성을 확보하는 것이 아닌, 자산의 재배치를 통해 자본수익률을 극대화시키는 한편, 다만 그 불확실성은 최소화시키는 것이라 여겨집니다.

앞서 말씀드린 ‘오해된’ 보수적이란 성향을 가진 경영자가 경영하는 기업이라면 실질 PBR 1 이하에 거래되는 것이 당연할 지도 모릅니다. 이의 경우 장기적인 관점에서 상대적 기업가치가 침식될 것이고, 청산의 시점이 정해지지 않은 이상 소수주주의 경우 고스란히 그 피해를 안을 수밖에 없습니다.

그러나 안타까운 것은, 잘못된 역의 논리, 즉 ‘PBR 1 이하의 기업들은 보수적(오해된 관점에서)이다.’ 또는 바꿔 말해 ‘PBR 1 이하의 기업들은 자본배치가 엉망이므로 자본수익률이 엉망일테고, 따라서 그러한 순자산이하 평가가 당연하다.’로 곡해해 받아들이곤 한다는 것입니다.

간단한 논리법적인 측면에서도, 이는 역과 대우의 오류일 뿐이지만, 이 탓에 PBR 1 이하의 기업은 싸잡아 도매급으로 부정적 의미의 자산주로 취급받으며, 그러한 평가가 당연하다고 여겨지곤 합니다.

그러나 오해된 의미의 ‘보수적’, 즉 자산재배치에 서투른 경영자가 운영하는 기업이 아닌, 진정한 의미의 ‘보수적’인 경영자가 운영하는 기업이라면 어떨까요?

항부로 자산을 낭비하지 않으며, 과도한 유동성을 유지하지 않으면서도, 재무적 건전함을 유지하는 한편, 뛰어난 자산배치로 최소한의 위험부담으로 최대한의 자본수익률을 거두는 그러한 경영자가 운영하는 기업이라면 어떨까요?

이는 결코 디스카운트 요소가 아니며, 도리어 경영자 그 자체만으로도 프리미엄을 받아 마땅합니다.

코카콜라의 경이로운 자본수익률 뒤에는, 물론 100여 년을 넘는 시간 동안 쌓아온 브랜드 가치가 가장 큰 공헌을 했음에 부정할 순 없지만, 또한 고이주에타라는 뛰어난 경영자가 없었다면 그 경이로운 자본 수익률은 결코 이룩해낼 수 없었을 것입니다.

그전 코카콜라는 손 데어 보지 않은 사업이 없을만큼 다각화의 함정에 빠져 있었고, 심지어 새우잡이 양식에까지 손을 뻗힐만큼 자본배치에 엉망이었음을 익히 아실 것입니다.

고이주에타 부임 이후, 핵심 사업부를 제외한 모든 사업부를 정리하고, 심지어 음료제조업부를 제외한 용기제조회사마저도 지분율을 줄이는 등, 탁월한 자산정리와 자본배치로 자본수익률 40~50%를 이루어내었습니다.

또한 주주이익극대화에 가장 손쉽고도 적합한 해결책인 저평가된 자사주 매입에 있어서도 적극적인 모습을 보였으며, 이는 장기적인 관점에서 고스란히 주주이익으로 돌아왔습니다.

양지사의 경우 두 번의 토지매각으로 인한 대규모 현금유입이 있었습니다. 2000년 가산동 371-57 매각으로 인한 31억의 현금흐름이 그 첫 번째임

니다.

현재로서는 큰 금액은 아니지만, 그 당시, 지금과 같은 순 자본을 가지기 이전으로선 31억의 일시적 현금유입은 재무상태에 큰 호흡을 가져다 줄 수 있는 현금흐름이었습니다. 이는 그 즉시 현재의 구공장 가산동 451-1 번지의 토지매입금 121억에 일부 충당됩니다.

2010년 245억의 가산동 481-2번지 매각대금 역시 김포공장의 토지 매입과 그밖에 기계장치 등 매입에 충당되었습니다.

신공장 증설이나 대규모 시설투자 건이 있을 경우, 일반적으로 한국의 경영자의 경우 구 본사를 그대로 놓아두고선, 과도한 부채차입으로 재무상태를 악화시키거나 무의미한 유상증자로 주주이익을 희석시키기 일췌입니다. 그러나 양지사의 경우, 필요한 공장확장을 위해, 가산동 2공장을 매각했으며, 이에 비교적 적은 규모의 100억 원 가량의 차입금만을 끌어들었을 뿐입니다.

현재 시가 700억~800억으로 추정되는 가산동 본사 역시, 당장에 큰 유동성이 필요치 않아 놓아둔 것일뿐, 새로운 시설확장이나 설비투자가 필요하다면, 언제든지 매각하여 자금조달에 충당할 것으로 추정됩니다.

이러한 현금흐름배치 뿐만이 아니라 생산과 유통, 판매에 있어서도 이러한 양지사의 조심스러우며, 그러나 결코 게으르지 않은 양지사의 경영방침이 드러납니다.

해외 생산시설 이전을 통한 원가절감이나, 적극적으로 해외유통에 뛰어들지 않는다는 오해를, 아마도 양지사에게 대해 하고 있을지도 모르겠습니다.

사실, 문구업체의 경우에도, 여타 산업과 마찬가지로 90년대, 2000년대 해외 공장이전 붐이 일어나 너도나도 해외로 공장이전을 하기도 하였으며, 실제로 97년 양지사 또한 동남아 이전을 통해 문구종합업체로 거듭나려 한 적 있으며, 2005년, 중국으로의 생산시설 이전 또한 검토한 바 있습니다.

97년의 경우, 단순히 그 검토가 보류되었다는 것만 짐작할 뿐이지만, 2005년 중국으로의 생산시설 이전에 대한 부분은 일정부분 대표이사의 좌담회를 통해 짐작할 수 있습니다.

‘생산설비 이전을 검토하기 위하여 중국을 방문하여 조사를 펼친 결과 우리가 원하는 수량을 생산하기 위해서는 약 4,500명의 노동인구가 필요하다는 결과가 나오더군요. 종이문구는 노동집약적인 산업임에도 불구하고 우리 회사는 상당부분 자동화 설비체제를 갖추었습니다. 조사결과 중국은 우리 제품의 품질을 생산 관리할 수 있을 만큼 시스템이 구축되어 있지 않습니다. 우리 제품은 특성상 생산 공급 시기를 맞춰야 하는데, 그 점 역시 중국에서는 여의치 않아 중국으로의 생산설비 이전을 포기한 바 있습니다. 또한, 중국은 향후 공략해야 할 거대한 시장인 것만은 확실하지만, 아직 유통체계가 구축되지 않아 직접적인 진출은 시기상조라 여겨집니다.’

위의 문구는 2004년 문구업체 좌담회에서 대표이사가 언급한 부분입니다. 즉, 단순한 원가절감이나 해외판로에 대한 욕심 탓에 무리한 시세확장보다는, 그로 인해 잃을 수 있는 납기에 대한 엄수 등의 ‘무형의 신용가치’를 잃을까 염려한 것이고, 이 부분 또한 탁월한 선택이라고 여겨집니다. 실제로도 국내 굴지의 문구회사들의 경우, 비교적 비슷한 매출액에도 불구하고 형편없는 이익률을 보이곤 하는데, 이는 오히려 진정한 의미의 ‘보수적’인 경영자 관점을 상실한 데 따른 손실이 아닌가 생각됩니다.

그밖에 좌담회의 언급을 살펴보아도, 타업체 경영자에 비해 양지사의 경영자는 결코 게으르지 않으면서도, 한 발, 한 발 내딛는 것을 조심스레 여기는 보수적인 경영자라는 것을 알 수 있습니다.

그렇다고 하여 해외로의 진출에 결코 소극적인 모습을 보이진 않습니다. 오히려 국내문구시장의 쇠퇴를 염려해 일찍이 1980년부터 수출에 적극적이었고, 그 결과 노트류 수출액의 2/3를 차지하기도 하였습니다.

비록 양지사의 대표이사가 코카콜라의 고이주에타만큼 세계 최고의 경영자는 아닐지라도 위와 같은 현금의 배치나, 조심스러우면서도 적극적인 경영방침을 살펴본다면, 결코 경영자로 인해 실질순자산 이하로 거래될만한 회사가 아님을 알 수 있습니다.

실제로 2002년 200억에 미달하는 자본이 10년이 되지 않아 실질 순자본 1200억으로 6배 이상 뛰어올랐으며 이는 복리로 20%를 넘어서는 자본증가율입니다.

이를 단순히 운이 좋은 부동산시세 상승으로 치부하시는 분도 있을 수 있습니다. 설령 단순한 운으로 인해 위와 같은 자본증가가 일어났다고 가정하더라도, 그 결과는 크게 다르지 않습니다.

단순히 은행예금이자율을 적용한 5% 상승만 적용하여 매각되었다고 가정하더라도 100억에 매입한 가산동 481-2번지 역시 130여 억으로 매각차액 역시 100여 억이 줄어들 뿐이며, 아직 팔리지 않은 가산동 451-1 번지의 본사를 단순 5% 지가 상승을 적용해 500여 억을 감산한다 할지라도 600억 정도의 순자본을 짐작할 수 있을 것입니다.

거기에도 기계설비 및 비품을 단숨에 비용화 해버리는 양지사 특유의 회계처리 방식으로 인해 30여억으로 기술된 300여 억의 기계장치 등을 정상적으로 감안한다면, 설령 양지사의 부지가 은행이자 정도만큼만 시세가 증가하였다 가정하더라도 실질 순자본은 800억에 달할 것이며 이는 본업으로만 연 15% 가량의 자본성장률을 보여 왔다는 말이며, 실질순자본 이하로 거래되는 기업 중에 이만큼 뛰어난 자본효율을 보이는 경우를 찾아보기 힘듭니다.

또한 위의 경우는, 실제 일어난 일을 마치 일어나지 않은 것처럼, 가정한 경우로서, 실제 양지사의 경우 모든 것을 고려한다면, 현재 실질순자본 1500억을 기록해내었으며, 위와 같은 보수적인 경영자 아래 이루어지는 뛰어난 자본배치, 35년 간 기록해낸 신용과 브랜드라는 무형의 가치를 감안한다면, 현재 자사주 감안 500억이 채 안 되는 시가총액이 과연 타당한 평가일까 하는 의문이 듭니다.

(현재 양지사의 자사주 물량은 14%에 이릅니다. 이 또한 시중 유통물량의 절반에 해당하는 지분이며, 이러한 자사주 매입은 분명 주주이익극대화에 대한 또 다른 기여라 여겨집니다.)

과거는 잘 해왔지만 앞으로는 과연 잘 해나갈 수 있을 것인가에 대해서 알기 위해서는 다이어리와 스마트용품들에 대한 공통점과 차이점을 파악하는 것이 필수적이라고 생각합니다.

왜냐하면 대부분의 참여자들이 새로운 스마트기기들 때문에 다이어리 산업이 침몰 할 것이라고 생각하고 있기 때문에 꼭 잡고 넘어가야 할 것입니다.

다이어리와 스마트용품(PDA,스마트폰,타블렛 PC)의 공통점과 차이점

공통점

첫 번째, 휴대가 간편하다.

다이어리의 강점

- 1) 가격이 저렴하다.
- 2) 스마트용품들(노트북,PDA,스마트폰,타블렛 PC) 모두가 통신비 및 유지비가 지속적으로 든다.
- 3) 배터리가 있기 때문에 계속해서 장시간 메모하거나 사용해야할 경우 소용이 없다.
- 4) 다이어리에 메모나 글을 쓰는 것과 터치패드로 메모나 글을 쓰는 것 두가지가 있다면 대부분의 사람들이 전자가 편안하다고 느낀다.
- 5) 스마트기기들은 전원을 켜야만 사용할 수 있다.

스마트기기의 강점

- 1) 인터넷이 가능하기 때문에 정보 취득이 용이하다.
- 2) 여러가지 기능들이 많다.

스마트용품 시장과 다이어리 시장이 겹치는 부분이 있다고 생각했으나 의외로 전혀 다른 시장입니다.

숫자로 돌아보면 스마트 용품시장은 시장대로 성장하고 다이어리 시장은 시장대로 성장하고 있습니다.

스마트폰이나 타블렛 PC를 가지고 다니지만 다이어리를 같이 쓰는 사람들이 월등히 많으며 그러한 추세는 수천만대의 스마트폰과 타블렛 PC가 유행하는 지금에도 그대로입니다.

앞으로도 이런 오해가 있을 수 있습니다만 전혀 다른 시장에 가깝습니다.

예를들면, 무학의 ELS 손실과 롯데의 부산소주시장 진입 때 수많은 사람들이 사실을 확인해보지 않고 리스크를 부풀려서

오해했던 것처럼 결국 Fact를 확인하고 정확하게 인지한다면 험값에 지분을 살 수 있는 좋은 시기가 됩니다.

그 것이 대중과 반대로 가는 투자라고 할 수 있겠지요.

적은 거래량에 대한 문제는 정말 오랫동안 이야기되고 있는데 실질적으로 주가가 움직이고 회사에 대해서 주목하는 눈들이 많아지면 자연스럽게 적은 거래량에 대한 문제는 충분히 해결될 수 있다라고 생각합니다.

예를 들면 2009년 중순 한국셀석유의 6~8만원 구간에서 거래는 지금의 양지사와 비견될 수준의 거래량이었으나

한국셀석유 지분을 그 가격에 매입했었는데 실제로 며칠동안 몇십주씩밖에 매수하지 않았으나 종종 매수창구 1위는 본인이었습니다.

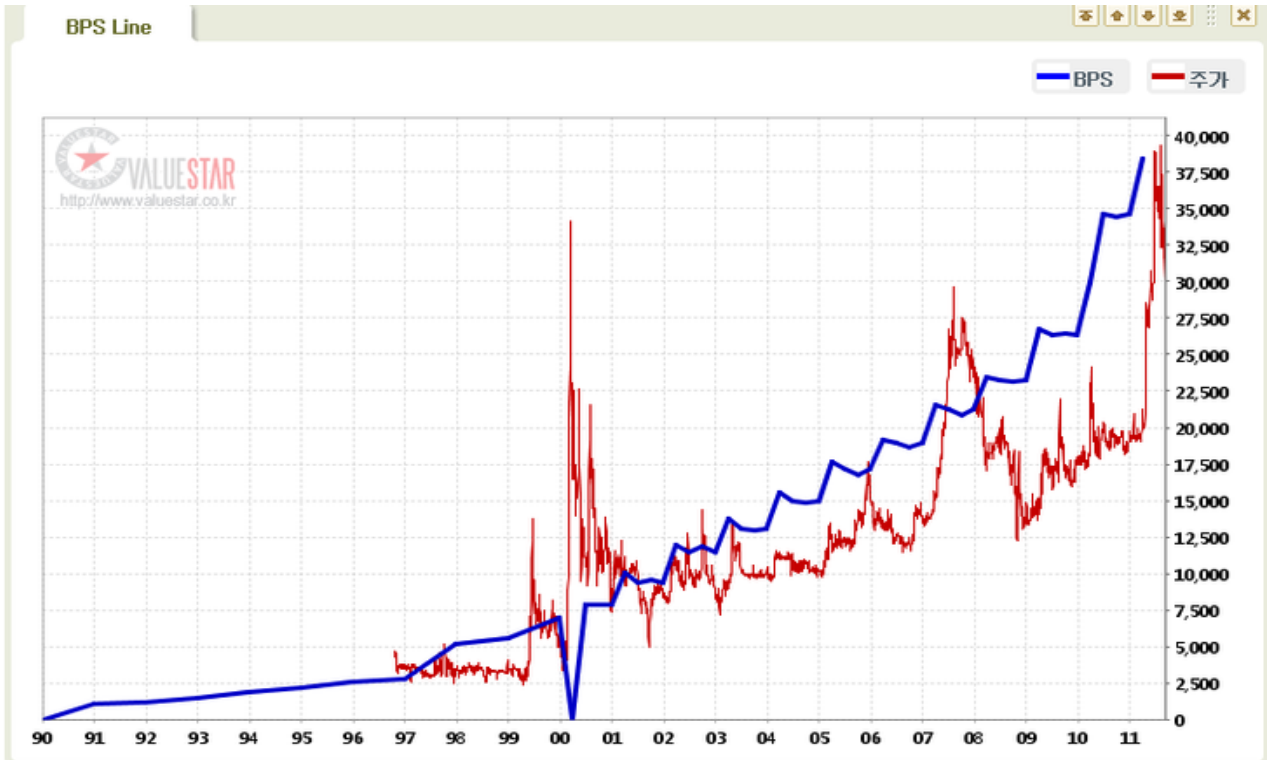
한국셀석유의 주가가 20~25만원까지 상승하게 되고 여러사람들이 주목하게 되면서 적은 거래량에 대한 이야기들은 전혀 없어지게 되었습니다.

양지사에 대한
소문의 진실은
Fact의 실증

Fact를 알고 투자하는
것이 진정한 가치투자자

지속보유하거나 지속적으로 매입할 경우 확고한 안전마진 확보가 되어 있는 기업이라고 판단됩니다.

단기적인 평가손실은 있을 수 있으나 장기적으로는 실질적인 손실 가능성은 지극히 제한적이며 투자수익이 계속해서 증가할 가능성이 높은 투자처라고 생각합니다.



최근 들어 주가가 리레이팅 되면서 장부상 순자산 근방까지 주가가 뛰어 올랐으나 또 다시 400 억대 수준의 시가총액으로 되돌아 왔습니다.

2011년 3/4 분기 보고서에 있는 BPS(주당 순자산을)를 감안하면 주당 순자산은 39791 원으로 잡혀 있습니다만 가산동 본사의 김포양촌단지 이전으로 매각 가능한 본사부지의 가치까지 포함시키게 된다면 1500 억의 기초자산 즉 약 9만원 수준의 주당 순자산을 보유하고 있다고 보는 것이 더욱 객관적일 것입니다.

현재 시가로는 가산동 본사부지가 800 억 아니라 1000 억대로 알고 있는데 그러한 부분은 할인하도록 하겠습니다.

결국 지금의 괴리는 과거에 비추어 상대평가를 하게 된다고 하더라도 비효율적인 상황이며 절대평가를 하게 된다고 하더라도 상장사 전체에서 가장 낮은 수준의 평가를 받고 있다고 생각합니다.

본업도 성장하며 돈을 벌어들이며 자산이 지속적으로 늘어나고 시총 두 배 이상의 유후자산이 추가되었습니다.

그리고 가산동부지 두 배 규모의 김포 양촌단지 확장 이전 후 성장성까지 고려해본다면 현재 주가는 비이성적인 수준에 가깝다는 생각이 듭니다.

시장 전체에서 양지사보다 더욱 더 월등한 투자처를 찾아보고 있으나 쉽지 않습니다.

양지사의 2010 년, 2011 년의 기본적인 밸류에이션입니다.

구분	Annual				Net Quarter				
					2010.03 IFRS(개 별)	2010.06 GAAP(개 별)	2010.09 GAAP(개 별)	2010.12 GAAP(개 별)	2011.03 IFRS(개 별)
매출액(억원) [2]					83	78	84	235	59
영업이익(억원) [2]					14	-38	4	62	26
조정영업이익(억원) [2]					14	-38	4	62	26
당기순이익(억원) [2]					10	75	3	45	19
자산총계(억원)					786	712	742	882	874
부채총계(억원)					307	159	192	287	261
자본총계(억원)					478	553	549	595	613
자본금(억원)					80	80	80	80	80
부채비율(%) [2]					64.25	28.73	35.02	48.28	42.53
유보율(%) [2]					526.79	620.66	615.74	672.50	695.82
영업이익률(%) [2]					16.68	-48.97	4.54	26.19	43.52
순이익률(%) [2]					12.35	96.24	3.51	19.30	31.38
ROA(%) [2]					1.29	10.01	0.40	5.59	N/A(IFRS)
ROE(%) [2]					2.16	14.54	0.53	7.93	N/A(IFRS)
EPS(원) [2]					639	4,693	184	2,838	1,166
BPS(원) [2]					31,340	36,033	35,787	38,625	39,791

2010 년의 145 억원의 유형자산처분이익(양지사 제 2 공장)으로 인해서 주당 8906 원의 영업외수익이 있었습니다.

그로 인해서 2010 년의 당기순이익이 139 억까지 늘었습니다만 대부분의 투자자들이 일시적인 자산매각을 통한 이익이라 큰 의미를 부여할 필요는 없다고 합니다.

심지어는 필요 이상의 심한 심리적인 할인을 통해서 아무런 의미가 없는 자본증가라고 하는 경우도 있습니다.

경영진의 효율적이고 뛰어난 자산배치

양지사의 역사를 추적해보면 그러한 이야기들은 대부분 결론론적인 해석에 불과하며 일종의 우세적편견에 가깝다는 것이 저의 판단입니다. 2005년 8월 26일 토지 98억+ 건물 2억으로 매입한 공장부지를 5년만인 2010년에 145%의 차익을 얻어서 매각했다는 것은 fact만 놓고 볼 때 상당히 의미있는 자본배치였으며 현명한 판단이었다고 생각됩니다. 그런 자산의 증식을 통한 차익뿐만 아니라 생산을 통한 부가가치까지 감안하면 아름다운 자산배치였다고 생각합니다.

철저한 계획없이 자산을 매각한 후 경영진에서 새로 증가한 자본을 어떻게 배치할 줄 몰라 일시적인 폭탄배당을 한다던지 단순히 예금이나 금융자산에 유보해놓는 경우 혹은 늘어난 자본으로 기존의 사업수준의 자기자본이익률을 창출하지 못할 때를 의미없는 자산매각이라고 봐야합니다.

대부분의 참여자들이 생각하는 의미없는 자산 매각에 대한 케이스를 든다면 " 한국가구 " 의 케이스가 그런 수준의 자산매각에 가깝습니다. 시가총액 수준의 자산을 매각했습니다만 본업 자체가 부실하고 일시적인 자본효율을 보인 것에 불과 하였기 때문입니다. 하지만 양지사는 전혀 다른 케이스라고 볼 수밖에 없는 것이고 오히려 그러한 부분 때문에 한데 묶여서 저평가를 받는 구조라 할 수 있겠습니다.

양지사는 유후부지 매각후에 김포 양촌단지에 새로운 대규모 공장을 만들기 위해 자산매각으로 창출된 현금들은 모두 신규공장 투자로 배치되었으며 그 이상의 효율적인 자본배치는 없지 않나 생각할 정도로 사업을 진행해 나가고 있습니다.

아마 제가 경영진이었다고 해도 똑같은 방식으로 투자 했을겁니다.

본업의 장기자본효율이 10~20%를 10년이상 유지하고 있는 회사라면 가장 합리적인 선택입니다.

잉여현금이나 영업외적인 금융자산에 투자해서 몇프로 되지 않는 이윤에 돈을 썩히는 것보다 우수한 본업에 대규모 투자를 통해서 규모의 경제 확대와 점유율 상승 및 매출증가를 꾀 하고

경쟁 영세업체들과 해외업체들과의 격차를 더 벌일 수 있는 가장 현명한 투자를 하고 있다고 봅니다.

공장을 증설한다고 해서 매출이 증가할 것인가에 대한 물음이나 고민들이 많은듯한데 아이폰, 아이폰 3와 아이폰 4를 지나 아이폰 2가 출시되고 아이폰 5가 등장할 시간이 얼마남지 않은 지금까지도 꾸준히 매출이 증가하고 있으며 그 증거가 바로 재무제표에도 드러나고 있으며 실질적인 김포산단의 신규공장증설 역시 눈에 보이는 성장을 담보해주고 있습니다.

요즘 주변을 둘러보면 스마트폰을 쓰지 않는 사람들을 찾기 어려울정도로 굉장히 많습니다.

그 만큼 스마트폰 및 태블릿 PC 같은 스마트 기기들이 이미 퍼질만큼 퍼져있습니다.

우리나라는 초고속 인터넷망이 곳곳에 깔려있고 무선인터넷까지 어디서든 쉽게 접할 수 있으며 스마트기기가 쉽게 쓰일 수 있는 전반적인 인프라가 굉장히 잘 구축된 나라입니다.

스마트기기의 대중화에도 불구하고, 지속적인 매출,이익의 증가가 Fact

스마트폰 스마트기기에 익숙한 사람들의 비중이 우리나라보다 많은 나라는 찾기 힘들다고 해도 과언이 아닙니다.

그러면 지속적인 매출의 증가 및 이익의 증가는 무엇을 반증하느냐?
다이어리의 미래에 대한 확고한 fact 를 보여준다고 할 수 있습니다.
직접 아이폰, 아이패드 및 갤럭시나 여러가지 스마트 기기들을 다뤄보며
편리함에 감탄을 합니다만
결국 다이어리산업이 스마트기기산업과 경쟁하는 관계가 아닌 전혀 다른
분야에 가깝다는 결론입니다.

우리나라처럼 스마트기기를 자연스럽게 사용하는 나라에서 세계최고의 아
이폰 4 가 폭발적인 인기를 끌었던 2010 년 하반기의 내수용 다이어리 매
출액이 사상최대였다는 것은
앞으로 해외시장 역시 스마트기기 때문에 시장이 크게 훼손되는 경우는
발생하기 힘들다는 해석이 매우 타당하며 합리적인 유추라고 할 수 있겠
습니다.

객관적으로 학교에서 스마트기구나 터치패드로 수업중에 필기하고 공부하
는 것이 보편화될 때쯤이면 연탄산업처럼 다이어리 산업도 서서히 저물어
갈지도 모른다고 생각합니다만
학교에서 터치패드로 수업을 하고 필기하고 공부를 하는 그런 시대가 올
까에 대해서도 의문이며
그 기간이 얼마나 오래 걸릴지도 쉽게 판단하기 힘듭니다.
글을 배울 때 키보드로 배우는게 아니고 공부를 할 때 터치패드로 하는게
아니라면 전자책이 나와도 꾸준히 팔리고 있는 책들처럼 앞으로도 지속가
능한 사업에 가깝다는 생각입니다.

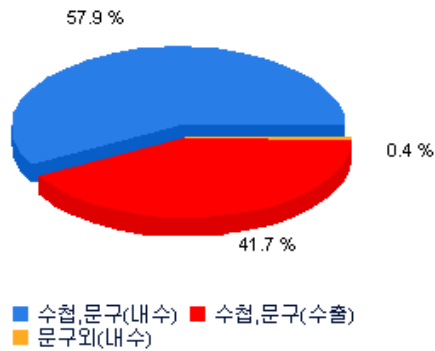
제지업체들의 치열한 공급경쟁

최근 들어서는 제지업체들의 공급경쟁으로 인해서 양지사는 더욱 더 수혜
를 받을 가능성이 높다고 생각됩니다.
2010 년의 칠레지진에 의한 펄프파동 때문에 급증한 원재료가격 급등에도
판가를 지속적으로 반영하여 반기누적 65 억수준의 영업이익을 올렸다는
것은 지속가능한 경쟁력을 가진 회사라고 말 할 수 밖에 없을 것 같습니
다.

칠레 지진 이후 톤당 1000 불이 넘던 펄프 가격은 서서히 하락해서 지금
은 900 불대에서 거래가 이루어 지고 있습니다.
1000 불이 넘던 펄프 가격은 역대 최고가였다고 할 수 있으며 칠레지진과
같은 공급쇼크가 얹혀서 생긴 것이라
앞으로 다시 예전보다 더 높은 수준의 가격으로 오르는 쉽지 않아 보입
니다.
이러한 상황은 양지사 다이어리의 매출원가에 제지업체의 경쟁과 펄프 가
격 안정을 통한 용지 판가 하락으로
더욱 높은 이익을 올릴 가능성이 점점 커지고 있다 할 수 있다고 하겠습
니다.

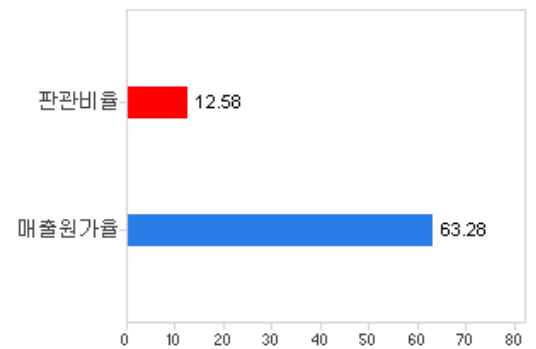
원재료의 안정적인 공급과 꾸준한 가격인하

주요제품 매출구성(%) [2010,06]



수첩,문구(내수)	57.90
수첩,문구(수출)	41.70
문구외(내수)	0.40

비용구성(%) [2010,12]



매출원가율	63.28
판관비율	12.58

단순 다이어리 제조업체의 매출원가율로 생각하기 힘들만큼 마진율이 높습니다.
 그 것이 양지사의 무형의 내재가치와 프랜차이즈를 설명해준다고 생각합니다.

프로투자자가 아닌 평범한 일반투자자로서도 판단하기 쉬운 깔끔하고 단순한 사업을 영위합니다. 소형기업이고 시장에서 소외되어 있지만 기업투자를 추구하는 동업자 마인드의 장기적인 투자자라면 매력적인 대상이 아닌가 싶습니다.