

Governance Opinion

< 흔들리는 신뢰 >

현

성바이탈은 2016년 12월 코스닥에 상장한 새내기 상장회사이다. 건강기능식품 제조업을 주된 사업으로 하고 있는 현성바이탈은 2006년 설립되어 2015년 코넥스 시장에 상장했으며 2016년 코스닥으로 이전 상장했다. 그런데 승승장구하던 현성바이탈의 주가가 2017년 여름부터 지금까지 지속적인 하락 추세를 보이고 있다. 현성바이탈 기업가치 하락 추세에 대한 면밀한 검토가 필요한 상황이다.

실적을 믿을 수 있는가?

현성바이탈의 실적은 가파른 상승세를 보여주었다. 현성바이탈의 최근 실적은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	2017년	2016년	2015년
매출	21,885,626	28,617,962	25,807,412
영업이익	5,242,413	7,901,880	9,588,909
당기순이익	4,853,980	6,752,319	7,981,186

코넥스 시장에 상장한 2015년과 코스닥 시장으로 이전 상장한 2016년 현성바이탈의 실적은 상당히 탁월한 수준이다. 2015년 현성바이탈의 영업이익률과 당기순이익률은 각각 37%와 31%에 달했다. 그리고 2016년에는 전년 대비 매출은 증가하였지만 이익 규모는 다소 감소하였다. 그렇지만 영업이익률과 당기순이익률은 각각 28%와 24%를 기록했다. 여전히 매력적인 수준을 자랑했다. 그리고 2017년 현성바이탈의 실적은 다소 하향세를 보였다. 매출과 영업이익, 당기순이익 모두 전년 대비 하락했다. 하지만 여전히 20% 이상의 이익률을 기록했다.

그런데 최근 발표한 2018년 1분기 실적은 상당히 충격적이다. 22억원의 매출과 약 2억원의 영업손실, 그리고 1.7억원의 당기순손실을 기록했다. 매출이 전년 동기 대비 40% 수준에 불과하다. 더욱이 그 동안 매출 변동에도 20% 이상을 유지했던 이익률이 급격하게 적자로 돌아섰다. 현성바이탈 실적을 보다 깊이 들여다 볼 필요가 있다.

앞서 언급한 바와 같이 현성바이탈의 주된 사업은 건강기능식품의 제조이다. 그리고 현성바이탈이 제조한 건강기능식품의 판매는 종속기업인 에이풀이 맡고 있다. 현성바이탈과 에이풀의 거래 규모는 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	2018년 1분기	2017년	2016년	2015년
현성바이탈 매출	2,206,905	21,885,626	28,617,962	25,807,412
에이풀에 대한 매출	2,168,844	21,328,797	28,055,208	24,955,923
비율	98%	97%	98%	97%

위의 표에서와 같이 현성바이탈의 매출은 거의 대부분 에이풀을 통해 발생하고 있다. 그리고 현성바이탈과 에이풀은 종속기업 관계이다. 그렇기 때문에 현성바이탈의 매출을 보다 정확히 확인하기 위해서는 에이풀의 실적을 함께 확인해야 한다. 에이풀의 최근 실적은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	2018년 1분기	2017년	2016년	2015년
매출	789,700	28,636,362	47,160,906	31,376,025
당기상품매입액	확인안됨	21,524,397	29,903,773	25,011,047
영업이익	확인안됨	1,758,754	6,832,306	779,682
당기순이익	-2,455,543	502,070	5,166,823	710,137

에이풀의 실적에서 당기상품매입액은 현성바이탈에 에이풀에 대해 매출한 것과 거의 유사한 규모이다. 즉, 에이풀은 현성바이탈로부터 매입하여 이를 다시 판매하는 구조인 것이다. 참고로 에이풀은 다단계 판매회사로 현성바이탈이 제조한 건강기능식품 등을 다단계 방식으로 판매하고 있다.

그런데 에이풀의 실적이 현성바이탈보다 더욱 처참하게 추락한 것으로 보인다. 2018년 1분기 매출이 8억 원에도 미치지 못하며 25억 원에 가까운 손실을 기록한 것이다. 현성바이탈의 향후 실적에 대한 우려가 더욱 깊어지는 대목이다.

그런데 현성바이탈과 에이풀의 실적에서 두 가지 의혹이 제기된다. 우선 에이풀의 2016년 실적이다. 2015년과 2017년 에이풀의 당기순이익률은 약 2% 수준이다. 그런데 유독 2016년의 당기순이익률만 11%에 달한다. 더욱이 현성바이탈로부터 매입하여 이를 판매하는 구조에 변함이 없음에도 불구하고 2016년 에이풀의 매출총이익률이 다른 연도보다 월등히 높다. 에이풀의 2016년 실적에 의구심이 들지 않을 수 없다.

그리고 에이플의 외부감사인인 감사 의견 역시 이러한 의구심을 증폭시키고 있다. 2016년 에이플의 감사보고서를 작성한 외부감사인은 감사의견에서 다음과 같이 기술하고 있다.

"비교표시된 2015년 12월 31일로 종료되는 보고기간의 재무상태표, 동일로 종료되는 보고기간의 손익 계산서, 자본변동표 및 현금흐름표는 ○○회계법인이 일반기업회계기준에 따라 감사하였고, 2016년 3월 21일의 감사보고서에서 기초재고자산 가액에 대한 불확실성을 사유로 한정의견을 표명하였습니다."

에이플의 외부감사인은 에이플의 재무상태표에 대해 의혹이 있음을 감사의견을 통해 밝히고 있는 것이다. 더군다나 2017년 손익계산서를 작성하면서 전기인 2016년 손익계산서에 대해 "감사받지 않은 재무제표"라고 기재하고 있다. 2016년 에이플의 실적에 대한 의구심은 더욱 커진다.

2016년 에이플의 실적이 중요한 것은 2017년 현성바이탈이 에이플을 포괄적 주식교환의 방식으로 자회사로 편입했기 때문이다. 2017년 6월 28일 현성바이탈 이사회는 에이플과 주식교환을 결의하였으며 9월 에이플은 현성바이탈의 자회사가 되었다. 그 전까지 에이플은 현성바이탈의 최대주주인 신지윤 대표이사가 지분 100%를 보유하고 있는 개인회사였다. 그런데 주식교환을 거치며 현성바이탈은 에이플 지분 100%를 소유해 종속회사로 편입하였으며 신지윤 대표이사는 약 820만주의 신주를 부여 받았다.

주식교환 과정에서 에이플의 가치는 약 770억원으로 평가되었다. 2015년 에이플의 순자산은 약 36.8억원이었으며 2016년에는 88.2억원이었다. 2016년 순자산의 급격한 증가는 앞서 살펴본 2016년 에이플의 이례적인 대규모 순이익 달성에서 비롯되었다. 에이플의 가치 산정에서 핵심적인 역할을 한 것은 수익가치였다. 에이플의 자산가치는 약 8만8천원이었지만 수익가치는 주당 122만원으로 산정되었다. 그리고 2016년 에이플의 이례적인 대규모 순이익은 이러한 수익가치를 뒷받침하는 근거가 되었을 것으로 추정된다.

하지만 2017년 에이플의 실적은 다시 추락했으며 2018년 1분기에는 적자로 돌아섰다. 현성바이탈 경영진은 에이플을 자회사로 편입하여 현성바이탈의 기업 가치가 증가할 것이라고 호언장담했다. 그러나 에이플은 주주들의 기대에 턱없이 미치지 못했다. 하지만 770억원에 에이플을 현성바이탈에 넘긴 신지윤 대표이사에게는 아주 훌륭한 거래가 되었다.

그리고 현성바이탈과 에이플의 실적에 대한 의구심은 여기에 그치지 않는다. 바로 매출채권이다. 현성바이탈의 매출채권이 급격하게 상승하고 있다. 앞서도 언급한 바와 같이 현성바이탈의 매출 대부분은 에이플과의 거래를 통해 발생하고 있다. 그렇다면 현성바이탈의 매출채권 역시 에이플과의 거래에서 기인하는 것이다. 현성바이탈의 매출채권이 증가하고 있다는 것은 현성바이탈이 에이플에 물건을 팔고 있지만 대금 회수는 제대로 이뤄지지 못하고 있다는 것을 의미한다. 현성바이탈의 매출과 매출채권 추이

는 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	2018년 1분기	2017년	2016년	2015년
매출	2,206,905	21,885,626	28,617,962	25,807,412
매출채권	36,814,352	35,824,799	15,094,454	7,989,593

위의 표에서와 같이 현성바이탈의 매출채권이 급격하게 증가하고 있음을 확인할 수 있다. 특히 2017년 현성바이탈은 에이풀에 약 213억원을 판매했는데 매출채권은 207억원이 증가했다. 사실상 전혀 대금 회수가 안된 것이다. 이는 현금흐름표에서도 확인된다. 2017년 현성바이탈은 약 48.5억원의 순이익을 달성했지만 영업활동 현금흐름은 -166.6억원에 달한다. 매출채권 등의 증가로 인해 현금이 회사로 유입되지 못한 것이다. 2016년 말 현성바이탈의 현금성자산과 단기금융상품 등은 약 256억원에 달했다. 하지만 2017년 72억원 수준으로 급감하였고 2018년 1분기에는 48.5억원으로 쪼그라들었다.

에이풀의 매출채권 및 현금흐름 상황은 더욱 위험하다. 2015년 말 기준 에이풀의 매출채권은 39.4억원에 불과했지만 2016년 141억원으로 대폭 증가했으며 2017년에는 448억원까지 치솟았다. 2016년 대비 2017년 에이풀의 매출채권은 약 307억원 증가했다. 2017년 에이풀의 매출이 약 286억원이었음을 고려하면 에이풀은 물건을 팔았지만 대금 회수는 전혀 안된 것이다. 에이풀에서 시작된 현금흐름 악화가 현성바이탈로 고스란히 이전된 것이다.

2018년 3월말 개별재무제표 기준으로 현성바이탈의 총 자산은 약 1,311억원이다. 그 중 매출채권이 약 368억원이며, 종속기업투자주식이 약 770억원이다. 이 둘을 더하면 약 1,138억원으로 총 자산의 약 87%에 달한다. 현성바이탈의 매출채권 대부분은 에이풀에 대한 것이며, 종속기업투자주식 역시 포괄적 주식교환으로 취득한 에이풀이다. 즉, 현성바이탈 자산의 87%가 에이풀의 가치에 달려 있는 것이다. 만약 에이풀이 영업 환경 등의 악화로 기업 가치에 중대한 변동이 발생할 경우 이는 즉시 현성바이탈의 가치에 직접적인 타격이 될 수 밖에 없다. 그런데 2018년 1분기 에이풀의 암울한 실적은 이러한 우려를 더욱 심화시키고 있다.

경영진을 믿을 수 있는가?

현성바이탈의 최대주주는 신지윤 대표이사이며, 이사회는 신지윤 대표이사를 포함해 3명의 사내이사와 3명의 사외이사, 그리고 1명의 감사로 구성되어 있다. 그 중 2018년 3월 정기주주총회에서 신규 사내이사로 선임된 신동인 이사는 신지윤 대표이사의 친인척이다.

그런데 현성바이탈의 경영진에는 최대주주도 아니고 등기임원도 아니지만 회장 직함을 가진 경영인이

있다. 바로 김윤영 회장이다. 공시에 따르면 김윤영 회장의 담당 업무는 R&D 총괄이다. 참고로 현성바이탈 등기임원 중 사외이사인 노재열 이사의 담당 업무는 R&D이다. 노재열 이사는 연세대 및 성균관대에서 의대 교수로 재직한 바 있는 전문가이다. 그리고 서울대 의대 교수 등을 역임한 정명희 사외이사는 R&D 지원 업무를 담당하고 있다. 김윤영 회장은 이러한 쟁쟁한 석학들이 담당하고 있는 R&D를 총괄하고 있는 것이다.

현성바이탈은 건강기능식품을 제조하는 기업이고 사업목적상 R&D는 기업 가치를 결정하는 매우 중요한 요소이다. 그렇기 때문에 R&D를 총괄하는 김윤영 회장의 역할은 무엇보다 중요하다. 그런데 김윤영 회장에 대해서는 다소 불확실한 정보들이 존재하고 있어 주주들의 혼란을 가중시키고 있다.

우선 김윤영 회장이 과거 언론에 노출된 정보 속에는 김윤영 회장이 김범준, 또는 김황찬이라는 다른 이름으로 등장하는 경우가 있다. 참고로 김황찬이라는 가명의 황찬은 현성바이탈의 대표 제품 가운데 하나인 황찬고와 일치한다.

그리고 현성바이탈의 사업보고서가 공개된 2014년부터 2017년까지 4차례 사업보고서에서 김윤영 회장의 약력은 동일하게 기재되어 있다.

한미약품(주) 전무 ('92~'96)

광동제약(주) 전무 ('92~'02)

그리고 실제로 김윤영 회장에 대한 언론 보도에서도 김윤영 회장은 국내 굴지의 제약회사 임원 출신임을 강조하고 있다. 하지만 2018년 3월 1분기 보고서에서 김윤영 회장의 약력이 변경되었다.

동아프라임 상무

(주)한미 전무

광동휴텍 전무

한미약품은 한미가 되었고 광동제약은 광동휴텍이 되었다. 얼핏 비슷해 보일 수 있다. 하지만 속 내용은 전혀 다르다. 우선 (주)한미는 제약회사가 아니라 건강보조식품, 청량 음료 및 탄산 음료 등의 제조 판매, 음료 임가공업을 목적으로 하는 회사이다. 제약과는 전혀 무관한 것이다. 그리고 광동휴텍은 정수기 등을 다단계 판매하는 회사로 제약과는 거리가 멀다. 게다가 등기부등본 상 광동휴텍은 2000년 12월 28일 해산 결의하였다. 광동제약에서 2002년까지 재직했다는 사업보고서의 약력은 회사명도, 근속기간도 모두 맞지 않는 것이다. 동아프라임 상무라는 약력을 고려했을 때 김윤영 회장은 R&D보다 오히려 영업 전문가로 추정된다.

직책상 현성바이탈 경영진의 가장 꼭대기에 있는 김윤영 회장이지만 구체적인 정보에 대해 혼란스러운 부분이 곳곳에서 확인되고 있다. 약력도 이름도 확실한 정보가 없는 셈이다. 주주들은 누구를 믿고 회사의 경영을 맡겨야 하는 것일까

불확실한 현성바이탈의 가치

현성바이탈의 주가가 지속적으로 하락하고 있으나 그래도 여전히 1천억원이 넘는 시가총액을 유지하고 있다. 하지만 여전히 현성바이탈 기업가치에는 곳곳에 불확실성이 확인된다. 상장기업임에도 불구하고 현성바이탈의 기업 가치는 종속기업인 비상장사 에이폴의 가치를 통해 결정된다. 투자자들과 주주들은 정보가 제한적인 상황에서 감감이 투자를 결정해야 하는 것이다. 뿐만 아니라 의사결정의 정점에 있는 김윤영 회장에 대해서도 불확실성이 존재하고 있다. 미등기임원이기 때문에 등기임원에 비해 주주들의 간섭을 받지 않고 법적 책임 및 정보 노출에서 벗어나 있다. 하지만 김윤영 회장은 회사의 핵심인 R&D를 총괄하는 위치에 있으며 언론 등을 통해 회사를 대표해 얼굴을 비추고 있다. 그러나 김윤영 회장에 대해서 정작 주주들이 선명하게 확인할 수 있는 정보는 많지 않다.

불확실성은 결국 기업 가치의 할인 요소가 된다. 그리고 불확실성이 깊어지면 불신이 되고 불신의 끝은 외면이다. 거짓말로 마을 주민들을 속이던 양치기 소년은 결국 늑대의 습격에서 마을주민들로부터 외면 당했다. 현성바이탈의 경영진에게 지금 필요한 교훈이다.