

CORPORATE ANALYSIS REPORT OF NAVISTOCK

CARN

기업분석보고서

엔알디 [065170]

Issue 1. 엔알디는 **보**?

<경영권 양수도 과정을 중심으로>

기업명	엔알디 [0651270]
작성자	네비스탁 기업평가팀
작성일	2011년 6월 20일
52주 최고가	6,390 원
현재가	2,850 원 (액면가 500원)
Report No.	Q065170-1114C-D0001

■ Caution

본 보고서는 특정 회사에 대한 투자의 권고 및 신용평가를 제공하지 않습니다. 본 보고서의 내용은 네비스탁이 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 근거하여 만들어진 것이지만 그 정확성이나 완전성을 네비스탁이 보증하지는 않습니다. 어떠한 경우에도 네비스탁은 보고서를 포함한 기타자료, 정보들로 인해 발생한 손해 등에 대해서는 책임을 지지 않습니다. [지적재산권] 보고서를 포함한 네비스탁이 제공하는 모든 정보는 네비스탁의 소유이며, 네비스탁의 동의 없이 고객 여러분 자신 이외의 다른 목적 (제3자에게 제공, 독자적인 가공/복사 등)으로 사용 할 수 없습니다.

1. 엔알디는 뭘?

코스닥 상장기업 (주)엔알디(이하 "회사"라 함)의 최근 대표이사 및 최대주주의 변경 내역은 다음과 같다.

대표이사			최대주주		
변경일	대표이사		변경일	최대주주	
08.01.09	권석형	→ 정성우	04.12.27	박영순	→ 권석형
09.02.02	정성우	→ 김성수	08.01.09	권석형	→ KTIC16호
09.03.27	김성수	→ 유철근	08.04.30	KTIC16호	→ 문원국
09.09.26	유철근	→ 문원국			

※ KTIC16호의 정식 명칭은 KTIC16호 기업구조조정조합이다.

최대주주 변경 내역 가운데 KTIC16호는 권석형으로부터 회사의 지분 및 경영권을 양수한 뒤 약 4개월 후에 재차 문원국에서 회사의 지분 및 경영권을 양도하였으므로, 사실상 회사의 최대주주는 권석형에서 문원국으로 변경된 것으로 판단할 수 있을 것이다. 그리고 대표이사 변경 내역 가운데 정성우는 KTIC16호가 회사의 경영권을 확보한 이후 선임되었으며, 김성수는 (주)에너지에너텍의 대표이사로서 문원국이 회사의 지분 및 경영권을 (주)에너지에너텍에 양수도하는 과정에서 일시적으로 선임되었으며 유철근은 (주)에너지에너텍과 회사 간의 경영권 분쟁 과정에서 일시적으로 선임된 공인회계사이기 때문에 사실상 회사의 대표이사 역시 권석형에서 문원국으로 변경되었다고 판단할 수 있다. 이렇게 본다면 회사의 경영권은 권석형에서 문원국으로 이전되었다고 볼 수 있을 것이다.

그렇다면, 과연 문원국은 누구인가?

문원국은 현재 회사의 대표이사이자 최대주주인 동시에 회사가 지분법적용투자주식으로 회사가 약 42.7%의 지분을 보유하고 있는 (주)네추럴에프앤피의 대표이사이자 전 최대주주이다. 회사는 문원국이 회사의 지분 및 경영권을 취득하는 시점에서 비상장기업인 (주)네추럴에프앤피의 당시 최대주주였던 문원국 등으로부터 (주)네추럴에프앤피의 지분 42.7%를 취득해 계열회사로 추가하였다.

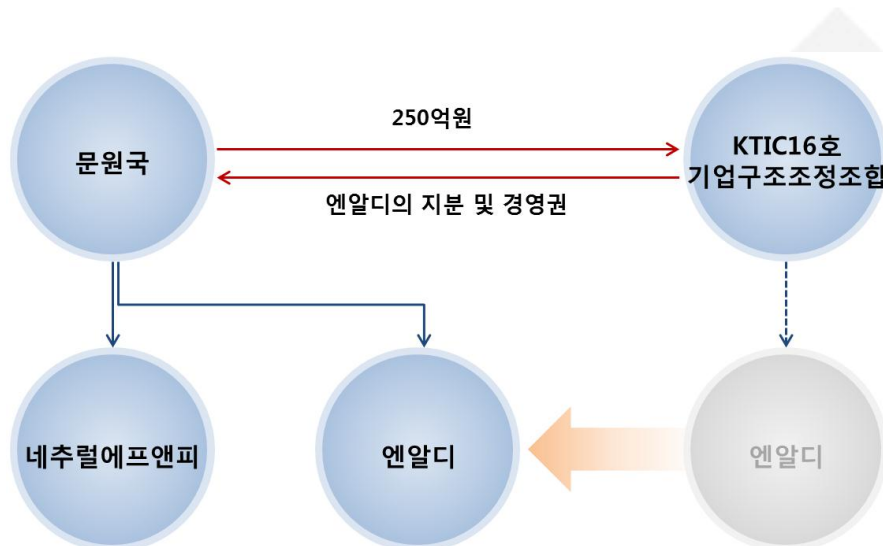
그런데 문원국이 회사의 지분 및 경영권을 취득하고 또 회사의 문원국으로부터 문원국이 보유하고 있는 비상장기업의 지분을 인수하는 과정을 좀 더 자세히 살펴보면 다소 석연치 않은 점을 발견할 수 있다.

① 권석형 → KTIC16호 구조조정조합

2007년 말에 당시 회사의 최대주주였던 권석형 등은 보유하고 있던 회사의 지분 약 17.5% 및 경영권을 한국기술투자에 200억원에 양수도하는 계약을 체결하였다. 이후 회사의 최대주주는 권석형에서 한국기술투자가 결성한 KTIC16호 구조조정조합으로 변경되었으며, 2008년 1월에 임시주주총회를 통해 정성우 등의 이사가 신규로 선임되었으며, 대표이사 역시 기존에 권석형에서 정성우로 변경되었다.

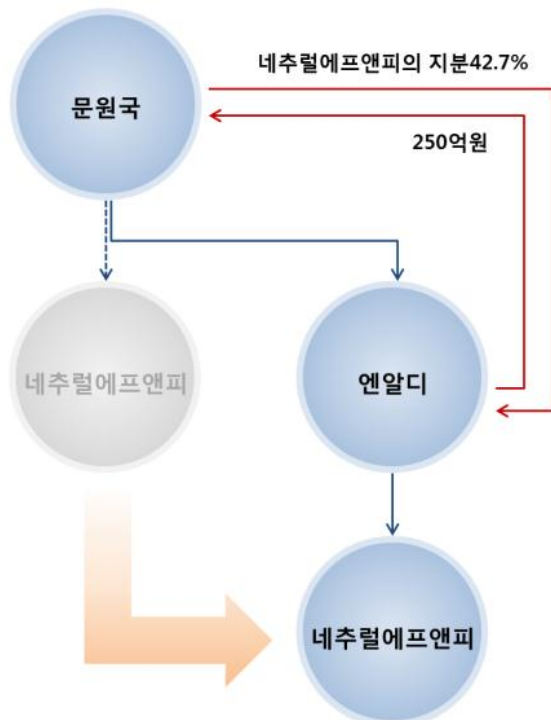
② KTIC16호 구조조정조합 → 문원국

KTIC16호는 권석형으로부터 회사의 지분 및 경영권을 취득한지 채 4개월도 되지 않은 2008년 4월에 회사의 지분 및 경영권을 문원국에게 재차 양도하게 된다. KTIC16호는 문원국 등에게 회사의 지분 약 18%와 경영권을 약 250억원에 양도하였다.



단순 계산상으로는 KTIC16호는 약 4개월만에 회사의 지분 매입과 재 매각을 통해 약 50억원의 투자차액을 얻은 셈이다. 참고로 KTIC16호를 결성한 한국기술투자(주)(현재 SBI인베스트먼트)는 문원국이 최대주주로 있던 (주)네추럴에프애피의 주주로 등재되어 있다.

② (주)네추럴에프애피, 문원국 → 회사



회사의 경영권이 KTIC16호에서 문원국에서 이전되는 시점에 회사는 문원국이 최대주주로 있던 비상장기업 (주)네추럴에프애피의 지분 42.7%를 문원국 등으로부터 250억원에 양수한다.

정리하면, 문원국은 250억원에 회사의 지분 및 경영권을 획득하였으며, 회사는 다시 문원국으로부터 (주)네추럴에프애피의 지분을 250억원에 매입하였다. 결과적으로 문원국은 회사를 지배하게 되었으며 회사가 (주)네추럴에프애피를 지배할 뿐만 아니라 (주)네추럴에프애피의 대표이사는 여전히 문원국이기 때문에 문원국은 (주)네추럴에프애피 역시 지배할 수 있는 구조가 만들어졌다. 물론 문원국은 회사의 경영권을 확보하기 위해 250억원을 투자해야 했지만, (주)네추럴에프애피의 지분 매각을 통해 다시

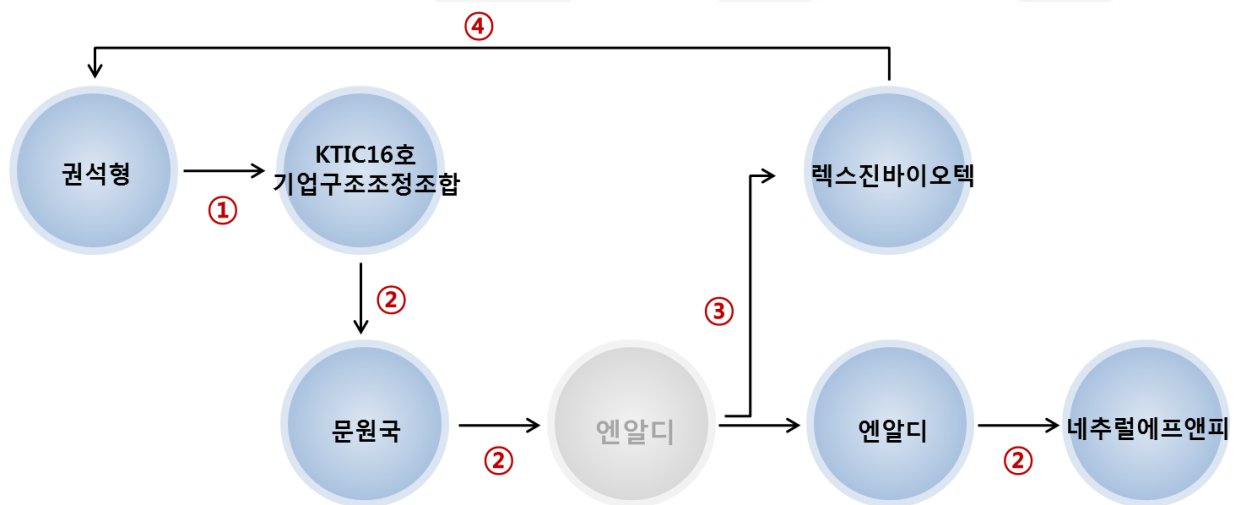
250억원을 회수할 수 있었기 때문에 계산상으로 문원국은 회사의 경영권을 돈 한 톨 들이지 않고 획득하였으며, (주)네추럴에프앤피에 대한 지배력 또한 유지시킬 수 있었다.

③ 엔알디 분할, 분할법인 → 권석형

회사는 경영권이 권석형을 떠난 이후인 2008년 7월 31일을 기준으로 하여 회사를 (주)엔알디와 (주)렉스진바이오텍으로 분할하게 된다. 분할을 통해 건강기능식품 도매 및 유통을 주된 사업으로 하는 코스닥 상장기업 (주)엔알디가 존속하게 되고 건강기능식품 제조 및 수출을 주된 사업으로 하는 (주)렉스진바이오텍이 비상장기업으로 신설되었다.

그리고 이렇게 신설된 (주)렉스진바이오텍은 이듬해인 2009년 4월에 지분 100%가 115억원에 매각된다. 회사로부터 (주)렉스진바이오텍을 인수한 양수인은 헬스사이언스(주)라는 비상장기업인데, 헬스사이언스(주)의 대표이사는 다른 회사의 전 대표이사이자 최대주주였던 권석형이다. 권석형은 KTIC16호에 경영권을 양도한 2008년 11월에 헬스사이언스(주)를 설립하였으며, 그 이후 회사로부터 (주)렉스진바이오텍을 인수한 것이다. 그 후 헬스사이언스(주)는 (주)렉스진바이오텍과 합병하였으며 사명 또한 (주)렉스진바이오텍으로 변경하였다.

앞에서 언급한 ①, ②, ③을 그림으로 정리하면 다음과 같다.



위와 같은 경영권의 양수도 등의 과정에서 주요 주체들의 대략의 거래내역은 다음과 같다.

(단위 : 주, 원)

거래 내용	지분 및 경영권 양수도 거래 내역				
	양수도대금	거래주식수	주가	지분 가치	경영권 가치
권석형 → KTIC16호	20,000,000,000	1,525,919	6,170	9,414,920,230	10,585,079,770
KTIC16호 → 문원국	25,000,000,000	1,566,991	5,620	8,806,489,420	16,193,510,580

※ 권석형 → KTIC16호 거래의 주가는 양수도 결정일인 2007년 11월 22일 종가이며, KTIC16호 → 문원국 거래의 주가는 양수도 결정일인 2008년 4월 30일 종가이다.

아울러 권석형, KTIC16호, 문원국이 회사 및 회사의 계열사 등의 지분 및 경영권을 양수도하는 과정의 금전 거래를 정산하면 다음과 같다.

주체	수입		지출		이익	
	내역	금액	내역	금액	금전적	비금전적
권석형	회사의 경영권 매각	200억원	렉스진바이오텍 (분할법인) 인수	115억원	85억원	회사의 일부 사업을 분리한 비상장법인 소유
KTIC16호	회사의 경영권 매각	250억원	회사의 경영권 획득	200억원	50억원	-
문원국	(주)네추럴에프앤피 지분 매각	250억원	회사의 경영권 획득	250억원	-	회사의 경영권 확보 및 (주)네추럴에프앤피의 지배력 유지
회사(엔알디)	렉스진바이오텍 (분할법인) 매각	115억원	(주)네추럴에프앤피 지분 획득	250억원	-135억원	(주)네추럴에프앤피 지분 획득

위의 내용을 통해 07년부터 08년까지 회사의 경영권에는 상당한 변화가 발생한 것으로 보인다. 정리하면 우선 기존 최대주주이자 경영진이었던 권석형은 KTIC16호에 지분 및 경영권을 200억원에 매각하였으며, 후에 회사로부터 건강기능식품 제조 등의 사업을 분할하여 설립된 분할법인(렉스진바이오텍)을 115억원에 인수하였다. 즉, 상장기업의 경영권을 포기하는 대가로 85억원의 금전적 이익을 확보한 셈이 된다.

그리고 KTIC16호는 회사의 지분 및 경영권을 권석형으로부터 인수하고 재차 문원국에게 양도하는 과정에서 4개월만에 약 50억원의 금전적 이익을 획득할 수 있었다.

마지막으로 문원국은 KTIC16호로부터 250억원이라는 막대한 비용을 지불하고 회사의 지분 및 경영권을 인수하였으나 본인 소유의 비상장기업인 (주)네추럴에프앤피의 지분 42.7%를 다시 회사에 250억원에 매각하였기 때문에 금전적으로는 본전인 셈이다. 하지만 문원국은 이 거래를 통해 상장기업인 회사의 지분 및 경영권을 확보할 수 있었으며, 본인 소유였던 (주)네추럴에프앤피에 대한 지배력 또한 지속할 수 있는 구조를 갖출 수 있었다. 즉, 돈 한 톨 들이지 않고 상장기업의 경영권을 확보할 수 있었던 셈이다. 그리고 만약 문원국이 권석형과 마찬가지로 회사의 지분 및 경영권을 고가에 다시 제3자에게 매각하고 회사가 보유하고 있던 (주)네추럴에프앤피의 지분을 다시 매수한다면, 문원국은 상당한 수준의 경영권 매각 차익을 누릴 수도 있을 것이다.

실제로 문원국은 2008년 12월에 회사의 지분 및 경영권을 (주)에너텍에게 양도하는 계약을 체결한 바 있다. 계약의 주요 내용은 다음과 같다.

(단위 : 주, 원)

거래내용	양수도대금	거래주식수	주가	지분가치	경영권가치
문원국 → (주)에너텍	19,000,000,000	1,677,669	3,030	5,083,337,070	13,916,662,930

※ 주가는 양수도 결정일인 2008년 12월 16일의 종가이다.

회사의 기존 최대주주이자 경영진이었던 권석형은 07년 말에 약 100억원의 경영권 가치를 받고 회사를 매각하였으며 약 1년이 지난 뒤 문원국은 주가가 하락한 대신 경영권 가치가 그 만큼 증가된 약 140억원의 경영권 가치를 받고 회사를 재차 매각하고자 하였다. 하지만 07년 말에 비해 08년 말의 회사의 가치가 증대되었다고 판단하기에는 어려울 것이

다. 회사의 07년, 08년 요약 재무정보는 다음과 같다.

(단위 : 천원)

요약 재무상태표			요약 손익계산서		
구분	2008년	2007년	구분	2008년	2007년
자산	40,484,961	43,691,058	매출	29,523,773	30,320,173
유동자산	6,082,334	23,289,352	매출원가	27,706,558	26,315,676
비유동자산	34,402,627	20,401,707	매출총이익	1,817,215	4,004,497
부채	20,991,521	10,432,116	판매비	4,052,510	3,835,110
유동부채	20,991,521	8,241,549	영업이익	-2,235,295	169,387
비유동부채	-	2,190,566	영업외수익	1,044,422	747,814
자본	19,493,440	33,258,943	영업외비용	15,154,251	1,551,557
자본금	4,352,750	4,352,750	당기순이익	-16,544,740	-292,713

그러나 문원국과 ㈜에너지 사이의 경영권 양수도 계약은 해지되었지만, 만약 정상적으로 계약이 진행되었다면, 문원국은 08년 4월 말에 회사의 지분 및 경영권을 인수하고 약 8개월 뒤에 이를 재매각 함으로써 상당한 차익을 획득할 수 있었을 것으로 보인다. 만약 문원국이 권석형과 마찬가지로 경영권을 ㈜에너지에 양도한 뒤 약 1년 뒤에 다시 회사로부터 (주)네추럴에프앤피의 지분을 재매입하였다면, 문원국이 얻게 되었을 경제적 이익은 상당하였을 것이다. 왜냐하면 09년 말 기준으로 회사는 (주)네추럴에프앤피의 지분 42.7%의 장부가치를 약 114억원으로 보고 있기 때문이다. 만약 (주)네추럴에프앤피의 지분이 장부가액으로 다시 문원국에게 되돌아 왔다고 해도 문원국은 약 76억원의 차익을 얻을 수 있었기 때문이다. 그리고 문원국이 회사로부터 (주)네추럴에프앤피의 지분을 재매입하지 않았다면 문원국은 비상장기업인 (주)네추럴에프앤피의 지분 42.7%를 190억원에 매각한 셈이 되는 것이다. 만약 이 계산대로라면 (주)네추럴에프앤피의 총 기업가치는 약 445억원으로 볼 수 있는 것이다. 하지만 과연 (주)네추럴에프앤피의 기업가치가 445억원에 달할 수 있을 것인가에 대해서는 다소 회의적일 수밖에 없다. 단순히 (주)네추럴에프앤피의 08년과 09년 재무정보만 대충 짐작할 수 있을 것이다. (주)네추럴에프앤피의 08년과 09년의 자산 총액은 약 450억원 수준이지만 부채 총액이 약 300억원에 달하기 때문이다.

그렇다면 이러한 거래 속에서 분할법인인 렉스진바이오텍을 115억원에 매각하고 문원국으로부터 (주)네추럴에프앤피를 250억원에 매입함으로써 약 135억원의 현금 지출이 발생한 회사는 과연 거래를 잘 한 것으로 볼 수 있을까?

회사가 (주)네추럴에프앤피를 취득한 08년부터 2010년까지 (주)네추럴에프앤피에 대한 지분법적용투자주식 평가내역은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	기초	기말	차액
2008년	25,000,000	12,650,122	-12,349,878
2009년	12,650,122	11,433,272	-1,216,850
2010년	11,433,272	10,861,321	-571,951

앞의 표에서와 같이 회사는 (주)네추럴에프앤피를 취득한 2008년에만 약 123.5억원의 평가손실을 기록해야만 했다. 그리고 09년에도 약 12억원의 지분법손실을 부담해야만 했으며 2010년에도 평가손실은 지속되고 있다. 이러한 지분법 투자손실은 회사의 자산 규모를 감소시킬 뿐만 아니라 영업외비용을 계상되어 수익성을 악화시키는 요인으로 작용할 수 있다. 실제로 회사는 08년 말에 약 151.5억원의 영업외비용을 부담해야만 했으며 영업외비용의 대부분은 바로 (주)네추럴에프앤피에 대한 투자손실에서 발생한 것이었다. 07년에 회사가 부담한 영업외비용이 약 15.5억원 수준이었음을 감안한다면, 회사는 (주)네추럴에프앤피의 지분 취득으로 인해 전년 대비 약 10배의 영업외비용을 부담해야만 했던 것이다.

여기서 더욱 주목해 볼 부분은 바로 08년에 감액된 (주)네추럴에프앤피의 평가가치이다. 회사가 (주)네추럴에프앤피를 취득할 당시 신화회계법인의 가치 평가에 의해 회사는 (주)네추럴에프앤피의 지분 42.7%를 250억원에 인수하였다. 그러나 08년 말에 외부 감정평가법인으로부터 다시 평가를 받았으며 그 평가 결과에 따르면 (주)네추럴에프앤피 지분 42.7%의 가치는 약 131억원에서 159억원 수준이다. 결국 평가 결과의 차이로 인해 약 99억원의 손실을 입은 것이다. 뿐만 아니라 회사가 (주)네추럴에프앤피를 인수하기 전에 예측한 08년과 09년 (주)네추럴에프앤피의 재무사항이 실제 실적치와 상당한 괴리를 보여주고 있다. 예를 들어 인수하기 이전에 08년과 09년 영업이익 예측치는 약 58억원과 72억원이었으나, 실제 실적은 16.6억원과 17.6억원에 불과했다. 즉, 실제 예측치와 실적의 괴리가 약 70%에 달하는 것이다. 이에 대해 08년에 발생한 글로벌 금융위기의 여파로 인해 경기변동에 민감한 건강보조식품 사업을 영위하고 있는 (주)네추럴에프앤피의 실적이 기대에 미치지 못했다고 설명하고 있지만, 여전히 회사가 (주)네추럴에프앤피를 250억원 취득한 사실에 대해서는 선뜻 납득하기 어려운 부분이 있는 것으로 보인다.

여기서 우리는 과거 문원국의 행적 가운데 다음을 주목해 볼 필요가 있다. 문원국은 07년 4월 과거 코스닥 상장기업이었던 (주)비엔디로부터 횡령 및 배임 혐의로 고소/고발 된 바 있다. 본 사건에 대한 대법원 판결서에 따른 사실관계를 요약해보면 다음과 같다.

문원국은 2004년 9월에 왕기주에게 (주)비엔디(당시 엔바이오테크놀로지)의 주식 및 경영권을 양도하면서 그 대가로 123억원을 지급받기로 하였다. 그리고 그 123억원 가운데 45억원을 약속어음으로 지급하였으며, 문원국이 지정하는 자((주)네추럴에프앤피)는 (주)비엔디가 소유하고 있던 오창공장을 105억원 매수하되 60억원의 부채를 승계함으로써 실제 오창공장의 매수를 위해 지급해야 하는 금액이 45억원 정도가 되도록 합의하였다. 그리고 위의 약속어음은 왕기주가 (주)비엔디의 대표이사로 취임하면서 자신이 경영해 온 대현농수산(주)가 발행한 것으로 왕기주는 해당 약속어음을 문원국에게 교부하였고 (주)네추럴에프앤피는 문원국으로부터 해당 약속어음을 받아 (주)비엔디에 배서, 교부하였다. 그리고 (주)비엔디는 해당 약속어음을 발행인인 대현농수산(주)에 넘겨준 것이다.

물론 문원국의 횡령 및 배임 혐의에 대한 형사소송의 경우 참고인의 소재 불명으로 참고인중지 상태이며, (주)비엔디 측에서 횡령 및 배임의 목적물에 대해 문원국과 (주)네추럴에프앤피에 그 지급을 청구하는 민사소송의 경우 대법원은 (주)네추럴에프앤피 등이 미지급 채무를 지고 있지 않다고 판결하였다. 하지만 만약 위의 횡령 및 배임 혐의가 입증 된다면,

문원국은 (주)네추럴에프앤피 및 자신의 이득을 위해 (주)비엔디에 경제적 피해를 입힌 것이 되는 것이다. 그러므로 문원국의 횡령 및 배임 혐의에 대한 형사소송의 진행 과정에 대해서도 관심을 가져볼 필요가 있을 것으로 보인다. 그리고 마지막으로 또 한가지 주목해 볼 부분은 바로 회사의 경영진 구성에서 그 힌트를 얻을 수 있다.

경영진 현황 (2011년 4월 기준)

성명	직위	등기여부	상근여부	담당업무	특징
문원국	대표이사	등기	상근	경영총괄	(주)네추럴에프앤피 대표이사
이윤무	이사	비등기	상근	관리총괄	(주)네추럴에프앤피 전무이사
최동호	이사	등기	상근	기획홍보	(주)네추럴에프앤피 기획홍보부 이사
문지성	이사	등기	비상근	-	문원국의 가족 (子)
문재호	사외이사	등기	비상근	사외이사	
이광일	감사	등기	비상근	감사	

경영진의 상당수가 (주)네추럴에프앤피의 경영진을 겸임하고 있어 이에 따라 이해관계가 상충될 수 있으며 전체적인 의사결정 과정에서 왜곡이 발생할 수 있는 위험성이 존재하고 있다. 뿐만 아니라 최근 제16기 정기주주총회를 통해 문원국의 가족(子)이 비상근 등기이사로 선임되었으며, 정관에 이른바 [황금낙하산 조항]이 추가되는 등 내부통제체계의 적정성에 의구심을 발생시킬만한 의사결정이 이뤄진 바 있다. 정관에 추가된 [황금낙하산 조항]의 내용은 다음과 같다.

정관 제 38 조 (이사의 보수와 퇴직금)

- ② 이사의 퇴직금의 지급은 주주총회 결의를 거친 임원퇴직금지급규정에 의한다.
- ③ 전항에도 불구하고 적대적 인수합병을 목적으로 하여 이사 또는 감사가 해임되거나 강제 퇴직될 경우 회사는 전 항에서 규정된 통상적인 퇴직금 이외에 대표이사에게 70억원, 그 외의 이사 및 감사에게 각각 20억원의 위로금을 퇴직 후 7일 이내에 지급한다.

참고로 황금낙하산 조항은 적대적 M&A를 방어하는 전략의 하나로 M&A 대상 기업의 경영자가 M&A로 인해 임기 이전에 사임하게 될 경우 거액의 퇴직금을 지급하도록 규정하여 M&A의 비용을 높이는 방법이다. 그러나 이 방법은 적대적 M&A의 위험이 없는 평상시에는 경영자를 해임하기가 어려우므로 무능한 경영진에게 과도한 혜택을 부여하는 비효율성을 초래할 수 있는 단점이 있다.