

CORPORATE ANALYSIS REPORT OF NAVISTOCK

CARN

기업분석보고서

뉴로테크 [041060]

Issue 1. 뉴로테크, 새 술은 새 부대에??

| | |
|------------|---------------------|
| 기업명 | 뉴로테크 [041060] |
| 작성자 | 네비스탁 기업평가팀 |
| 작성일 | 2011년 7월 12일 |
| 52주 최고가 | 452 원 |
| 현재가 | 165 원 (액면가 500원) |
| Report No. | Q041060-1114C-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. 뉴로테크, 새 술은 새 부대에??

회사는 2011년 7월 8일 공시를 통해 다음과 같이 밝힘으로써 투자자들을 술렁이게 했다.

① 주주총회소집결의

제1호 의안 : 자본감소의 건

제2호 의안 : 정관 일부 변경의 건

제3호 의안 : 이사 및 사외이사 선임의 건

제3-1호 의안 : 이사 김기운 선임의 건

제3-2호 의안 : 이사 황의석 선임의 건

제3-3호 의안 : 사외이사 정현 선임의 건

제4호 의안 : 감사 선임의 건

제4-1호 의안 : 감사 김재하 선임의 건

② 주요사항보고서 (감자결정)

재무구조 개선을 위해 10:1 감자 결정

우선 10:1 감자 부분에 대해 살펴보기로 하자.

최근 사업연도 회사의 요약 재무상태표는 다음과 같다.

(단위 : 천원)

| 구분 | 2010년 | 2009년 |
|-------------|-------------------|-------------------|
| 자산 | 51,790,770 | 55,924,145 |
| 유동자산 | 7,447,391 | 18,928,602 |
| 당좌자산 | 6,766,679 | 18,928,602 |
| 재고자산 | 680,712 | - |
| 비유동자산 | 44,343,379 | 36,995,542 |
| 투자자산 | 43,009,274 | 36,793,218 |
| 유형자산 | 96,636 | 79,533 |
| 무형자산 | 553,719 | 20,304 |
| 기타비유동자산 | 683,750 | 102,488 |
| 부채 | 4,696,045 | 3,501,493 |
| 유동부채 | 4,618,800 | 2,918,697 |
| 비유동부채 | 77,245 | 582,797 |
| 자본 | 47,094,725 | 52,422,651 |
| 이익잉여금 | -76,011,241 | -60,393,665 |
| 자본금 | 64,039,792 | 53,756,221 |

우선, 재무상태표를 통해 확인할 수 있는 부분은 자산의 상당 부분이 투자자산에 집중되어 있다는 사실이다. 투자자산을 보다 세부적으로 확인해 보면 다음과 같다.

(단위 : 천원)

| 구분 | 2010년 | 2009년 |
|-----------|-------------|-------------|
| 투자자산 | 43,009,274 | 36,793,218 |
| 장기금융상품 | 16,820 | 16,820 |
| 매도가능증권 | 5,453,554 | 18,977 |
| 장기대여금 | 29,503,782 | 20,439,999 |
| 대손충당금 | -29,497,122 | -20,439,999 |
| 지분법적용투자주식 | 34,384,240 | 36,757,421 |
| 기타투자자산 | 3,148,000 | - |

위의 표를 통해 확인할 수 있듯이 투자자산의 상당 부분은 지분법적용투자주식으로 구성되어 있다. 회사의 2010년 말 지분법적용투자주식 내역은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

| 구분 | 지분율 | 취득원가 | 장부금액 | 비고 |
|--------------|---------|------------|------------|----------|
| (주)뉴로테크(비상장) | 92.31% | 83,270,313 | 31,866,743 | 2006년 취득 |
| (주)하베스트네트웍스 | 100.00% | 693,946 | 517,497 | 2010년 취득 |
| 나라교육(주) | 31.25% | 2,000,000 | 2,000,000 | 2010년 취득 |
| 합계 | | 85,964,259 | 34,384,240 | |

위의 표에서와 같이 회사가 보유하고 있는 지분법적용투자주식의 대부분은 06년에 주식교환의 형태로 취득한 (주)뉴로테크(비상장)로 구성되어 있다. 당시 교환비율은 약 1:55.8 수준으로 사실상 뇌졸중, 알츠하이머성 치매 치료제 등을 개발하는 신약개발 업체인 (주)뉴로테크(비상장)가 코스닥 시장에 우회상장하는 효과가 갖게 되었다.

그러나 (주)뉴로테크(비상장)의 재무상황 및 수익구조는 지속적으로 악화되어 취득 이후 매년 대규모 감액 및 상각이 이루어져야만 했으며, 회사가 (주)뉴로테크(비상장)를 취득한 지 약 5년이 지난 2010년 말 기준으로 (주)뉴로테크(비상장)의 장부가치는 취득원가의 약 38%에 불과한 수준으로 급감했다. 최근 2개 사업연도 (주)뉴로테크(비상장)의 요약 재무정보는 다음과 같다.

(단위 : 천원)

| 구분 | 자산 | 부채 | 순자산 | 매출액 | 당기순이익 |
|-------|------------|------------|-------------|-----|------------|
| 2010년 | 23,135,782 | 37,183,989 | -14,048,207 | - | -9,560,684 |
| 2009년 | 24,657,310 | 28,630,967 | -3,973,657 | - | -6,807,797 |

위의 표에서와 같이 (주)뉴로테크(비상장)는 부채가 자산을 초과하고 있는 상황이며 매출이 전혀 발생하지 않아 매년 상당한 규모의 당기순손실을 발생시키고 있는 상황이다. 그렇기 때문에 (주)뉴로테크(비상장)에 대한 지분법적용투자주식의 가치가 지속적으로 감액 및 상각될 수밖에 없었던 것이다.

지분법적용투자주식 뿐만 아니라 2010년 말 기준으로 약 295억원으로 되어 있는 장기대여금 가운데 약 279억원이 (주)뉴로테크(비상장)에 대여된 것이다. 회사는 (주)뉴로테크(비상장)에 대해 뇌졸중 및 치매 치료제 개발을 위한 임상지원 및 경상비용 지원을 위해 최초 단기대여금의 형식으로 자금을 제공하였으나 (주)뉴로테크(비상장)의 재무상황이 갈수록 열악해지고 대여된 자금에 대한 회수 가능성이 불확실해짐에 따라 대여금의 만기를 연장하여 장기대여금으로 계정을 재분류하여 유지하고 있으나 그 역시 회수 가능성이 희박하여 대부분 대손충당금 설정이 되었다.

이 뿐만 아니라 회사는 (주)뉴로테크(비상장)에 대해 2010년 말 기준으로 미수수익으로 약 18억원의 채무를 보유하고 있다. 하지만 이 역시 그 회수 가능성에 대해 확인할 수 없어서 대부분 대손충당금 설정이 되어 있는 상황이다.

이와 같이 (주)뉴로테크(비상장)에 대한 지분법적용투자주식의 감액 및 상각과 장기대여금 및 미수수익에 대한 대손충당금 설정은 고스란히 손익계산서 상의 비용으로 계상되어 회사의 수익구조를 악화시키고 있다. 최근 사업연도 회사의 요약 손익계산서는 다음과 같다.

(단위 : 천원)

| 구분 | 2010년 | 2009년 |
|--------------|-------------------|-------------------|
| 매출 | 7,281,701 | 1,922,979 |
| 매출총이익 | -28,232 | -369,599 |
| 판매비와관리비 | 3,110,737 | 3,869,115 |
| 영업이익 | -3,138,969 | -4,238,713 |
| 영업외수익 | 1,534,867 | 1,722,115 |
| 영업외비용 | 13,467,474 | 18,186,012 |
| 당기순이익 | -15,071,576 | -20,702,611 |

위의 표에서와 같이 회사는 최근 2개 사업연도 연속하여 150억원과 200억원의 막대한 당기순손실을 기록했는데 이러한 당기순손실의 대부분은 영업외비용에서 기인하고 있다. 그리고 이러한 영업외비용은 대부분은 지분법손실 등 지분법적용투자주식에서 발생하거나 기타의대손상각비와 같이 장기대여금 및 미수수익에 대한 대손충당금 설정으로 인해 발생하고 있다.

그리고 이렇게 계속 누적되는 당기순손실은 결손금으로 재무상태표의 자본항목에 쌓이게 되는 것이다. 2010년 말 기준으로 회사는 약 760억원의 결손금을 보유하고 있으며 이로 인해 회사는 자본금이 자본총계를 초과하는 자본잠식 상태에 빠진 것이다. 2009년에는 약 2.5% 수준의 자본잠식 상태였지만 2010년에는 자본잠식 규모가 확대되어 약 26.5%의 자본잠식 상태를 보여주고 있다. 자본잠식은 그 정도에 따라 관리종목 지정 사유 및 상장폐지 사유에 해당할 수 있기 때문에 상장기업에게는 치명적일 수 있으며, 대부분의 기업들은 자본잠식 상태에 빠지게 되면 무상감자 등을 통해 재무구조를 개선하고자 하게 된다.

하지만 더욱 주목해야 하는 부분은 (주)뉴로테크(비상장)의 장부가치가 여전히 약 318억원 규모로 남아 있다는 사실이다. (주)뉴로테크(비상장)의 현재 재무상황만으로도 (주)뉴로테크(비상장)의 기업가치가 회복될 수 있는가에 대해 중대한 의문을 갖게 하지만 이에 더해 (주)뉴로테크(비상장)가 갖고 있는 신약개발의 위험요소로 인해 (주)뉴로테크(비상장)의 기업가치 회

복에 대해 의구심을 가질 수 밖에 없게 된다.

회사의 전 최대주주인 박병주는 06년 주식교환의 방식으로 회사의 최대주주가 되었다. 박병주는 아주대 의과대학 약리학 교수 출신으로 (주)뉴로테크(비상장)의 대표 겸 연구소장을 역임하고 있었다. 그러나 박병주는 (주)뉴로테크(비상장)가 개발하고 있는 치매 치료제가 보건복지부 대형국가연구개발 실용화 과제로 선정되는 과정에서 관련 공무원에게 뇌물을 공여한 혐의로 기소되어 09년 1심에서 징역 2년 집행유예 4년을 선고 받아 항소를 진행 중에 있다. 뿐만 아니라 전 최대주주 박병주는 보유 주식을 장내에서 매도하였으며 이로 인해 제3자배정 유상증자를 통해 약 3.49%의 지분을 취득한 유건상(현 최대주주)으로 최대주주가 변경되었다.

(주)뉴로테크(비상장)의 신약 개발에 있어서 중추적 역할을 담당하고 있는 박병주가 보유 지분을 시장에서 매도하여 최대주주가 변경되고, 불법행위로 인해 재판이 진행되고 있는 상황 등을 고려해 봤을 때, 과연 (주)뉴로테크(비상장)가 신약개발에 성공해 기업가치를 회복할 수 있는가에 대해 의문을 가지지 않을 수가 없는 것이다.

2010년 말 기준으로 약 318억원의 장부가치를 갖고 있는 (주)뉴로테크(비상장)의 잔존가치가 마저 감액 및 상각될 위험성이 있고 이로 인해 손실이 누적된다면 10:1 감자를 통해 재무구조를 개선한다 할지라도 여전히 재무적 건전성을 회복할 수 있는가에 대해서는 중대한 의문이 제기될 수밖에 없을 것으로 보인다.

(주)뉴로테크(비상장)의 잔존가치가 추가로 감액 및 상각될 수 있을 가능성을 주주총회소집결의 공시를 통해 유추해 볼 수 있다.

2011년 7월 8일 회사는 임시주주총회 소집을 결의하였음을 공시를 통해 밝혔다. 2011년 8월 18일로 예정된 주주총회에서 다루고자 하는 의안은, 앞서 살펴본 자본감소의 건 뿐만 아니라, 정관 일부 변경의 건과 이사 및 사외이사의 선임, 그리고 감사 선임의 건이다.

의안 별로 살펴보면, 정관 일부 변경의 건을 통해 정관에 사업목적에 추가하고자 하고 있다. 추가될 사업목적은 주로 컴퓨터 장치, 에너지, 콘텐츠 등이며 주요 사업목적은 다음과 같다.

<컴퓨터기기 판매 및 서비스업, 데이터 통신장치 제조 및 판매업 ... 신재생에너지/대체에너지 및 청정에너지 등 에너지의 생산/수송/공급과 관련 기술사업, 원유/석탄/철강/비철금속/천연가스를 포함한 국내외 자원과 그 부산물의 수입/제조/저장/수송/판매/수출 관련 사업, 원유/석탄/철강/비철금속/천연가스를 포함한 국내외 자원의 탐사, 채취와 관련 개발사업 ... 영상콘텐츠 기획/제작/배급 및 판매업, 음반 및 음원 기획/제작/유통/판매업, 연예 매니지먼트업 ... 패션/펜시/캐릭터 상품 제조 및 판매업 등>

그리고 신규로 선임될 이사, 사외이사, 감사 등의 세부 내역은 다음과 같다.

| 구분 | 성명 | 신규선임여부 | 현직 |
|------|-----|--------|------------------------------|
| 이사 | 김기운 | 신규선임 | 이명신유니온 대표이사 |
| | 황익석 | | 이명신유니온 부사장 |
| 사외이사 | 정헌 | | 동아시아전략연구소소장, 주한 러시아 연방 명예총영사 |
| 감사 | 김재하 | | 장부산테크노스 사무국 |

신규로 이사 등을 선임하고 사업목적을 추가한다는 사실에서 회사의 주인이 변경될 수도 있다는 가능성을 조심스레 점쳐볼 수 있을 것이다. 일반적으로 경영권이 변경되는 경우에 자주 발견되는 현상과 유사하기 때문이다.

만약 현재 회사가 밝힌 공시를 회사의 주인이 변경되기 위한 전 단계로 본다면, 주주총회 소집과 감사 결정을 함께 결부시켜 다음과 같이 유추해 볼 수 있을 것이다.

상장기업인 회사를 통해 우회상장과 같은 방식으로 상장 효과를 누리고 싶어하는 신규 경영진은 회사의 재무구조가 부실함에도 불구하고 회사의 경영권에 대해 매력을 느낄 수 있을 것이다. 그러나 살얼음판을 걷는 듯이 위태위태한 회사의 재무구조 때문에 선불리 회사의 경영권을 취득하지는 못할 것이다. 이에 신규 경영진은 기존 경영진에게 회사의 경영권을 취득하는 조건으로 회사가 갖고 있는 재무적 위험요소들을 제거해 줄 것을 요청했을 것이다. 물론 회사가 갖고 있는 가장 큰 재무적 위험요소는 막대한 결손금과 투자자산일 것이다. 이에 회사는 10:1 감자를 통해 자본잠식을 탈피하고자 할 것이며, 감사 차익 등을 통해 결손금을 상계할 수도 있을 것이다. 또한 추가로 감액 및 상각의 위험성이 있는 투자자산의 잔존 가치를 일시에 상각하거나 제3자에게 매각하여 투자자산이 갖고 있는 위험요소를 제거할 수 있을 것이다.

그리고 경영권 양수도 진행과정의 일부로 신규 경영진 일부가 회사의 이사로 선임되어 회사의 경영에 개입하는 것일 수 있는 것이다. 아울러 기존 경영진에서 회사의 위험요소를 제거하여 정상적으로 경영권 이전이 진행된다면, 신규 경영진 측에서는 기존 최대주주의 지분이 미약하기 때문에 (유견상 외 2인 8.52%) 대규모 증자 등을 통해 추가로 지분을 확보해 안정적인 최대주주의 지위를 확보하고자 할 수 있을 것이다. 그렇게 된다면, 10:1 감자 이후 대규모 증자로 인해 기존 주주들의 지분이 급격하게 희석이 될 위험성이 있는 것이다.

물론 위에서 기술한 시나리오는 주주총회 소집과 감사 결정이라는 2개의 공시를 통해 유추한 내용이기 때문에 분명 사실과 다를 수 있을 것이다. 하지만 일반적인 코스닥 상장기업들이 보여준 그간의 패턴들을 고려해 볼 때 충분히 가능한 추측이라고 할 수 있을 것이다.

만약 이러한 추측이 어느 정도 사실과 가깝다면, 그 이후 회사의 기업가치는 어떠한 모습을 보여줄 것인가에 대해 의문을 가지지 않을 수가 없다.

현재 회사 매출의 대부분은 LED디스플레이 사업부와 LCD사업부에서 발생되고 있다. LED디스플레이사업부는 홍보용 전광판이나 열차행선 안내장치 등이 제품을 취급하고 있으며, LCD사업부는 LCD검사장비를 주로 취급하고 있다. 그러

나 앞선 간단히 회사의 손익계산서에서 확인할 수 있었던 것처럼 회사는 2010년에 약 72.8억원의 매출을 달성하였지만, 매출원가가 약 73.1억원으로 매출액을 초과하고 있는 실정이다. 즉, 장사를 하면 할수록 밑지게 되는 것이다. 매출액 자체가 작은 상황에서 그나마 발생하고 있는 매출 역시 손해 보는 장사인 셈이다.

이와 같이 기존 사업의 사업성이 취약한 상황에서 신규 경영진이 강력한 수익성을 갖고 있는 유망한 사업을 회사에 이식한다면 분명 회사의 기업가치는 회복될 수 있을 것이다. 여기서 우리가 신규 경영진에 대해 유추해 볼 수 있는 힌트는 신규 이사로 선임 예정인 김기운, 황익석이 현재 대표이사 및 부사장으로 재직하고 있는 (주)명신유니온이다. 하지만 공시 등을 통해서 (주)명신유니온이라는 회사에 대한 유의미한 정보를 획득할 수는 없는 상황이다. 금번 임시주주총회를 통해 사업목적에 추가될 내용들을 통해 (주)명신유니온이 에너지 및 콘텐츠 등의 사업을 영위하고 있지 않을까 하고 조심스레 추측해 볼 수 있을 뿐이다.

만약 앞서 추측한대로 신규 경영진이 회사에 진입하고자 하고 있다면, 신규 경영진의 정체가 회사의 향후 기업가치를 결정하는데 중요한 역할을 담당하게 될 것이다. 하지만 이 부분에 대해 드러난 정보가 많지 않아 여전히 이 부분에 대한 의문은 해소되지 않고 있다. 또한 경영진이 변경되는 과정에서 여러 이해관계자들 사이에 마찰이 발생할 경우 회사의 기업가치가 급격하게 변동될 위험성 역시 배제할 수 없을 것이다. 일반적으로 경영권이 변경되는 과정에서 그 동안 은폐되었던 회사의 부실이나 경영진의 불법 행위들이 드러나는 경우가 종종 있으며 자본시장의 머니게임에 휘둘러 기업이 정상적인 경영 활동을 영위하지 못하는 경우가 종종 발생하기 때문이다.

※ 네비스탁은 2010년 6월 18일에 뉴로테크의 재무제표 및 주요 공시를 중심으로 기업분석보고서를 발간한 바 있다. 보다 자세한 기업분석이 필요한 경우에는 이를 참고할 수 있을 것으로 보인다. (www.navistock.com)