CORPORATE ANALYSIS REPORT OF NAVISTOCK

CARN

기업분석보고서

르네코 [042940]

NAVISTOCK
WWW.NAVISTIOCK.COM

기업명	르네코 [042940]
작성자	네비스탁 기업평가팀
작성일	2011년 8월 30일
52주 최고가	969 원
현재가	653 원
Report No.	Q042940-1124C-M0001

■ 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.

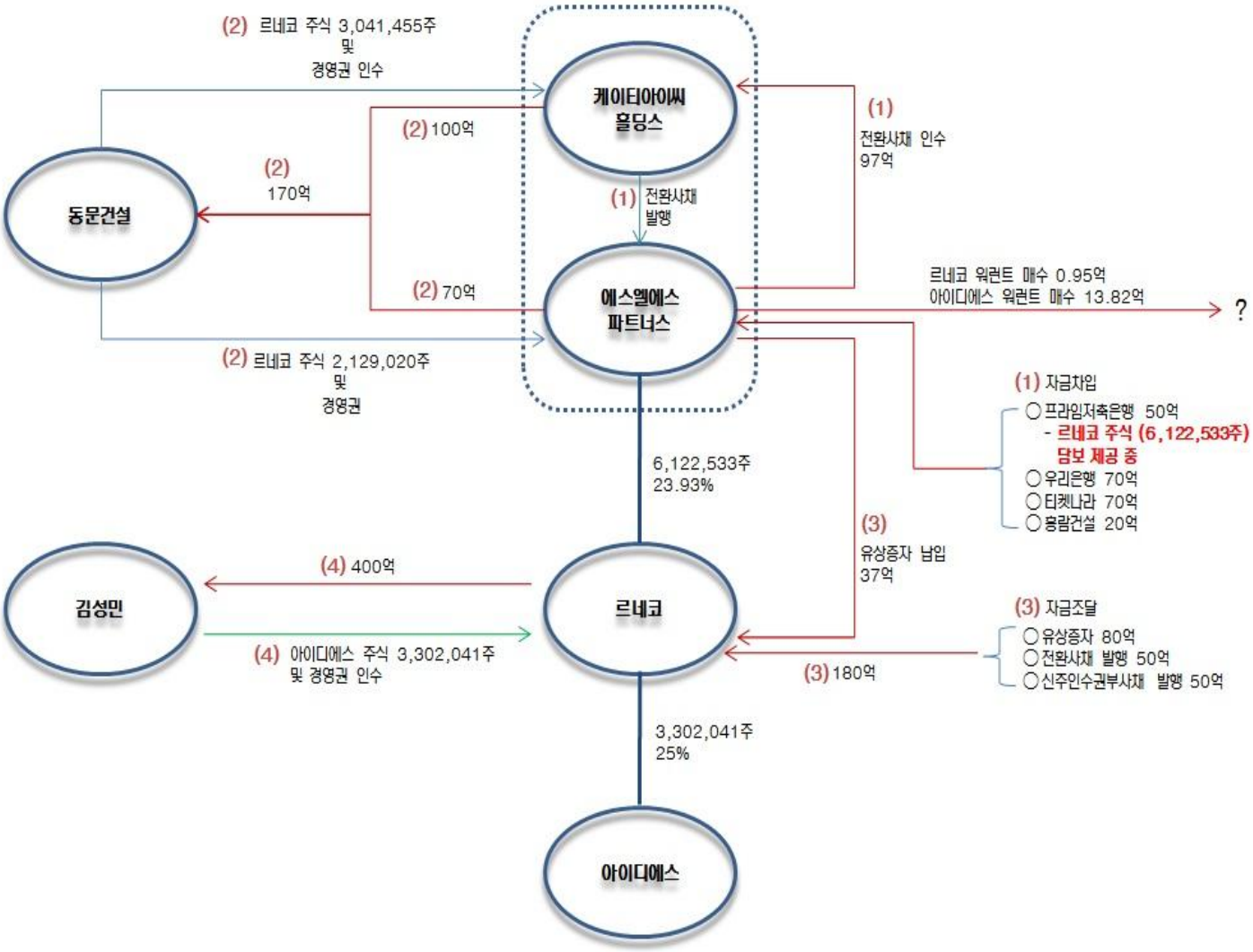
무자본 M&A가 낳을 수 있는 문제

회사의 최대주주인 에스엘에스파트너스는 케이티아이씨홀딩스와 함께 동문건설로부터 회사의 경영권을 취득한 이후, 회사를 통해 아이디에스(코스닥 078780, LCD모듈, 디스플레이 솔루션)의 경영권을 인수하여 회사의 자회사로 편입하였습니다.

에스엘에스파트너스와 함께 르네코의 경영권을 인수한 케이티아이씨홀딩스는 2010년 1월 15일 지분공시를 통해 보유중인 회사 주식 3,041,455주 중 3,000,000주가 담보권자의 반대매매로 임의 처분되었고, 에스엘에스파트너스와의 특별관계도 해소되었음을 공시하였습니다. 현재 에스엘에스파트너스는 회사의 최대주주로서 단독으로 경영권을 행사하고 있습니다.(케이티아이씨홀딩스는 현재 파산중에 있습니다.)

다음은 에스엘에스파트너스의 회사 및 아이디에스 경영권 취득 과정을 나타낸 그림입니다.

※붉은색 괄호 숫자는 발생순서를 표시한 것임.



(1) 에스엘에스파트너스는 프라임저축은행, 우리은행, 티켓나라, 흥람건설로부터 총 210억원의 자금을 조달하였으며, 케이티아이씨홀딩스가 발행하는 전환사채를 배정받고 97억원을 납입하였습니다.

(2) 에스엘에스파트너스와 케이티아이씨홀딩스는 동문건설로부터 회사의 주식을 각각 2,129,020주(12.58%), 3,041,455주(17.98%) 인수하고, 주식 및 경영권 인수 대가로 동문건설에 각각 70억과 100억을 지급하였습니다.

(3) 에스엘에스파트너스는 경영권을 인수한 회사의 자금조달을 위해 2차례의 유상증자(80억), 전환사채 발행(50억), 신주인수권부사채 발행(50억)을 진행하였고, 에스엘에스파트너스도 유상증자에 참여하여 37억을 회사에 납입하였습니다.

(4) 에스엘에스파트너스는 회사를 통해 김성민과 아이디에스 주식 및 경영권 양수도 계약을 체결하고 아이디에스주식 3,302,041주(25%)를 인수하고 400억을 지급하였습니다. – 회사는 내부유보자금 166억과 180억의 외부조달자금을 경영권 인수 자원으로 사용하였으며, 부족한 자금을 매출채권 양도를 통해 마련했음을 공시했습니다.

참고> 벤처캐피탈의 신화 서갑수 회장과 케이티아이씨홀딩스

케이티아이씨홀딩스는 국내 1호 벤처캐피탈의 주역인 서갑수 회장과 아들인 서일우 씨가 최대주주였던 회사로 서갑수 회장은 케이티아이씨홀딩스를 통해 한국기술투자(현 SBI인베스트먼트 / 코스닥 019550) 한국창업투자(현 SBI글로벌 / 코스닥 019660)을 지배하고 있었습니다. 서갑수 회장은 한국기술투자와 한국창업투자에 대한 지배력을 강화하고, 지주회사 체계를 완성하고자 일본계 SBI그룹이 설립한 SBI홀딩스로부터 250억원을 조달해 케이티아이씨홀딩스의 우호주주겸 참여시켰습니다. – SBI홀딩스는 재무적 투자자로 참여하여, 250억원의 자금 투자로 케이티아이씨홀딩스의 최대주주가 되었으나, 경영은 서갑수 부자에게 일임하였습니다.

그러나, 한국기술투자 지분 30% 매입 등 SBI홀딩스를 재무적 투자자로 유치하기 위한 조건들이 이행되지 않자, SBI홀딩스는 서갑수 일가를 퇴진시키고, 케이티아이씨홀딩스와 한국기술투자, 한국창업투자의 경영권을 획득하였습니다. - 서갑수, 서일우 부자는 케이티아이씨홀딩스의 경영권을 상실하였을 뿐만 아니라 횡령 및 배임 혐의와 주가조작 혐의로 구속 기소되었습니다.

케이티아이씨홀딩스의 경영권을 취득한 SBI홀딩스는 한국기술투자와 한국창업투자를 SBI홀딩스의 계열회사로 추가하고, 케이티아이씨홀딩스는 매각하여 계열 제외시켰습니다. – 케이티아이씨홀딩스의 계열 제외 사실은 SBI홀딩스 측에 인터뷰를 통해 확인한 내용입니다.

위와 같은 에스엘에스파트너스의 회사 경영권 취득과정에서 다음과 같은 의문이 제기됩니다.

첫째, 에스엘에스파트너스와 케이티아이씨홀딩스의 관계입니다. 에스엘에스파트너스는 회사의 경영권을 인수하기 전인 2008년 케이티아이씨홀딩스가 발행한 전환사채를 배정받아 95억원을 케이티아이씨홀딩스에 납입하였습니다. 케이티아이씨홀딩스가 에스엘에스파트너스와 함께 회사의 경영권을 인수하는 과정에서 투자한 자금은 총 100억원이므로, 사실상 케이티아이씨홀딩스가 취득한 회사의 지분은 에스엘에스파트너스의 자금으로 취득한 것으로 볼 수 있습니다. 케이티아이

씨홀딩스와 에스엘에스파트너스는 회사의 경영권 취득에 함께 참여하였으나, 케이티아이씨홀딩스가 보유한 회사 지분이 반대매매에 의해 강제 처분된 이후 에스엘에스파트너스는 전환사채 납입금으로 지급한 자금과 관련하여 케이티아이씨홀딩스와 소송을 벌이고 있습니다. 에스엘에스파트너스가 케이티아이씨홀딩스의 전환사채를 인수한 경위와 배경, 그리고 에스엘에스파트너스와 케이티아이씨홀딩스 사이의 관계를 면밀히 검증해 볼 필요가 있을 것으로 판단됩니다.

둘째, 에스엘에스파트너스의 자금 차입 부분입니다. 에스엘에스파트너스의 요약 재무제표를 살펴보면 다음과 같습니다. – 음영으로 표시된 계정과목을 유심히 보시기 바랍니다.

1) 재무상태표

(단위 : 원)

과목	제3기(2010년)	제2기(2009년)
자산		
Ⅰ. 유동자산	21,119,302	1,617,490,638
(1) 당좌자산	21,119,302	1,617,490,638
현금및현금성자산	20,408,580	1,616,011,383
(중략~)	(중략~)	(중략~)
Ⅱ. 비유동자산	21,875,850,546	20,557,846,768
(1) 투자자산	21,871,275,001	20,394,217,285
지분법적용투자주식	12,171,275,001	10,694,217,285
매도가능증권	9,700,000,000	9,700,000,000
(중략~)	(중략~)	(중략~)
(2) 유형자산	1,575,545	100,359,483
(3) 기타비유동자산	3,000,000	63,270,000
자산총계	21,896,969,848	22,175,337,406
부채		
Ⅰ. 유동부채	23,230,320,406	22,758,263,791
단기차입금	21,000,000,000	21,150,000,000
주주임원단기차입금	2,040,269,502	1,497,000,000
(중략~)	(중략~)	(중략~)
Ⅱ. 비유동부채	-	-
부채총계	23,230,320,406	22,758,263,791
자본		
Ⅰ. 자본금	800,000,000	200,000,000
Ⅱ. 자본잉여금	-	-
Ⅲ. 결손금	2,133,350,558	782,926,385
자본총계	-1,333,350,558	-582,926,385
부채와 자본총계	21,896,969,848	22,175,337,406

2) 손익계산서

(단위 : 원)

과목	제3기(2010년)	제2기(2009년)
매출액	-	336,909,091
매출원가	-	-
매출총이익	-	336,909,091
판관비	26,538,408	371,191,020
영업이익	-26,538,408	-34,281,929
영업외수익	313,762	709,106
영업외비용	1,324,199,527	778,061,731
법인세차감전순이익	-1,350,424,173	-811,634,554
법인세	-	-
당기순이익	-1,350,424,173	-811,634,554

에스엘에스파트너스의 재무상태표에서와 같이 에스엘에스파트너스는 거의 모든 자산이 투자자산으로 구성되어 있으며, 회사에 투자된 자금(107.89억)의 비중이 투자자산의 대부분을 구성하고 있습니다. 에스엘에스파트너스가 회사에 투자한 자금은 2009년 12월 이전 외부차입을 통해 조달된 것으로 에스엘에스파트너스가 조달한 차입금 내역은 다음과 같습니다.

(단위 : 천원)

차입처	차입금액	만기일	이자율	비고
프라임저축은행	5,000,000	2011.12.22	10.00	-
우리은행	7,000,000	2011.03.07	4.55	-
티켓나라	4,000,000	2011.03.28	9.00	-
	3,000,000	2011.02.22	9.00	-
흥림건설	2,000,000	2011.02.24	7.00	-
[계]	21,000,000	-		

에스엘에스파트너스는 반대매매로 인해 보유 중이던 회사의 주식이 임의 처분된 케이티아이씨홀딩스와 마찬가지로 보유 중인 회사의 주식을 프라임 저축은행에 담보로 제공하고 있습니다. 에스엘에스파트너스가 차입처에 제공하고 있는 담보 내역은 다음과 같습니다.

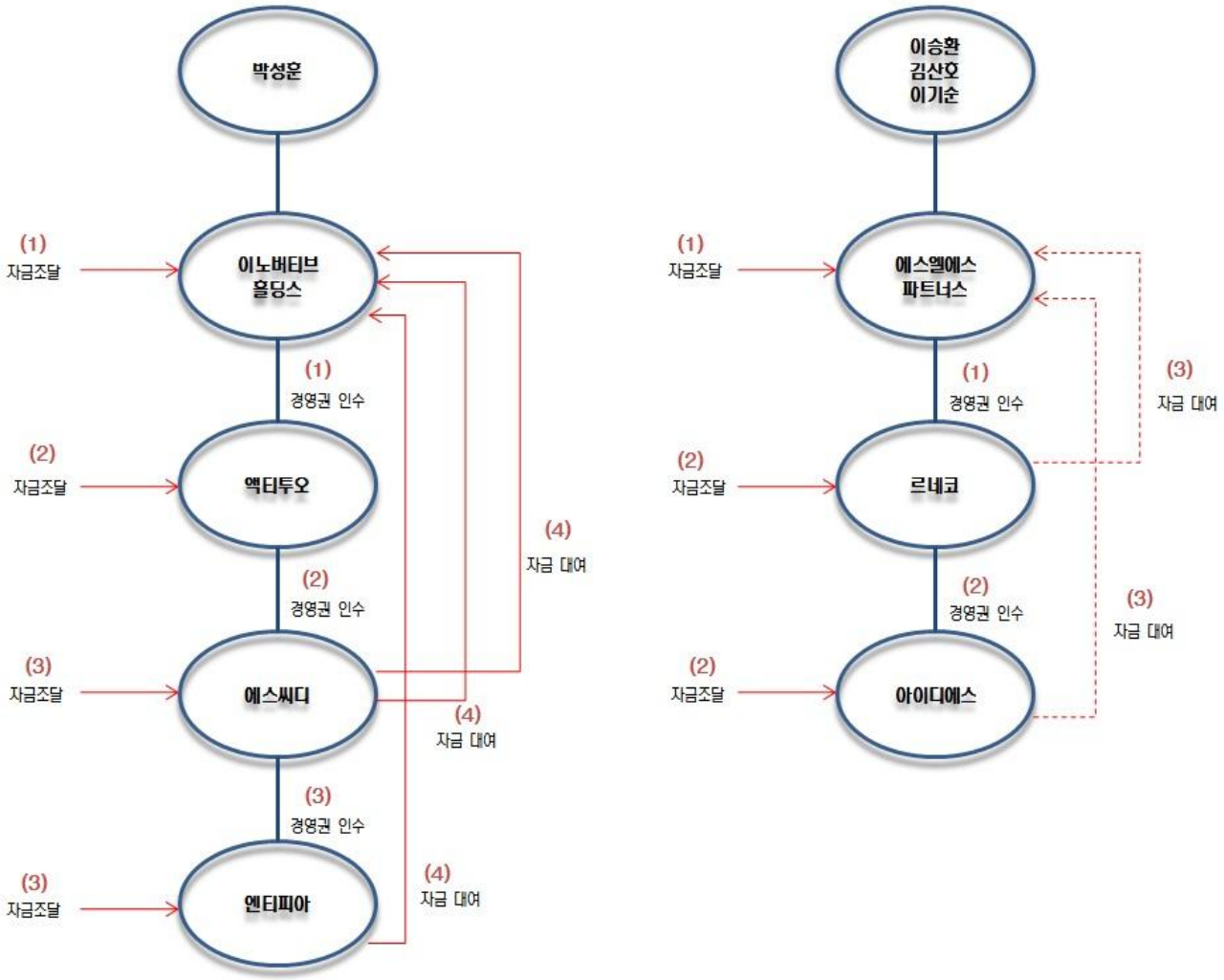
○ 담보제공내역

담보제공 자산	담보권자	채무 내용	비고
르네코 보통주 6,122,533주	프라임저축은행	단기 차입금 50억	-

위 요약 재무제표에서와 같이 에스엘에스파트너스의 자본규모와 영업실적은 대규모 차입이 불가능하나, 에스엘에스파트너스가 보유 중인 회사의 주식이 차입처에 담보로 제공되고 있는 점 등으로 볼 때 에스엘에스파트너스는 무자본 M&A 방식으로 회사의 경영권을 인수하였던 것으로 추측됩니다.

문제는 에스엘에스파트너스가 외부조달한 대규모 차입금을 상환할 수 있는 능력이 결여되어 있다는 점입니다. 회사의 경영권 인수에 함께 참여했었던 케이티아이씨홀딩스가 담보권자의 반대매매로 보유 중이던 회사의 주식이 모두 임의 처분된 예에서처럼 에스엘에스파트너스가 보유 중인 회사의 주식이 담보로서 가치를 상실하거나, 차입금을 상환하지 못하는 경우 역시 반대매매로 주식이 처분될 수 있습니다.

아래 그림은 무자본 M&A를 통해 코스닥 상장사들을 인수하였던 박성훈(이노버티브홀딩스 대표)과 에스엘에스파트너스의 코스닥상장사 경영권 인수 방법을 비교한 것입니다.



- 에스엘에스파트너스의 회사 및 아이디에스 경영권 인수과정은 횡령, 배임 혐의로 구속된 박성훈의 액티투오, 에스씨디, 엔티피아 인수과정과 유사합니다. 박성훈은 자신이 최대주주 및 대표이사인 이노버티브 홀딩스를 통해 외부에서 자금을 차입하여 액티투오를 인수하였으며, 액티투오에서 다시 외부 자금을 조달하고 조달된 자금으로 에스씨디를 인수하였으며, 에스씨디에서 조달한 자금으로 또다시 엔티피아를 인수하였습니다.

- 박성훈은 인수한 액티투오, 에스씨디, 엔티피아의 자금을 이노버티브 홀딩스의 계열회사에 대여하여 자금을 회

전시켰으며, 자금의 회전 과정에서 횡령 사건이 발생되어 구속 수감되었습니다.

- 이승환, 김산호, 이기순이 최대주주인 에스엘에스파트너스도 외부에서 자금을 차입하여 회사를 인수하였으며, 회사에서 다시 외부 자금을 조달하고 조달된 자금으로 아이디에스를 인수하였습니다.

- 현재까지 에스엘에스파트너스와 회사 및 아이디에스 사이에 자금의 회전 또는 수상한 거래는 발생하지 않았으나, 각별한 주의가 요구됩니다.

에스엘에스파트너스와 회사 및 아이디에스 사이에 자금의 회전 또는 수상한 거래 발생여부에 각별한 주의가 요구되는 또 다른 이유는 불투명한 지배구조에 있습니다. 에스엘에스파트너스의 임원들은 회사와 아이디에스의 임원을 겸직하고 있습니다. 임원 겸직 현황은 다음과 같습니다.

◯임원 겸직 현황

성명	에스엘에스파트너스		르네코		아이디에스	
	대표이사	이사	대표이사	이사	대표이사	이사
이승환	◯	-	-	-	◯	-
이기순	-	-	◯	-	-	◯
김산호	-	◯	-	◯	-	◯
이경환	-	-	-	◯	-	◯

* 이승환, 김산호, 이기순은 에스엘에스파트너스의 주주로, 특히 이승환과 김산호는 에스엘에스파트너스의 지분을 각각 30%^(총 60%) 보유하고 있는 최대주주입니다.

이러한 불투명한 지배구조는 내부통제구조의 취약성을 드러낼 위험이 있습니다. 에스엘에스파트너스의 대규모 차입금에 대한 상환 압박이 가해질 경우 회사와 아이디에스의 자금이 최대주주인 에스엘에스파트너스의 지원에 부당하게 이용될 가능성과 최대주주인 에스엘에스파트너스를 위해 회사와 아이디에스에 재무적 손실을 전가하는 행위가 발생될 가능성을 배제할 수 없습니다.

향후 회사와 아이디에스의 자금 거래 내역에 대한 상당한 주의가 요구됩니다.