

CORPORATE ANALYSIS REPORT OF NAVISTOCK

CARN

기업분석보고서

에스티씨라이프 [026220]

기업명	에스티씨라이프 [026220]
-----	------------------

작성자	네비스탁 기업평가팀
-----	------------

작성일	2011년 11월 07일
-----	---------------

52주 최고가	1,345 원
---------	---------

현재가	707 원
-----	-------

Report No.	Q026220_1124C_D0001
------------	---------------------

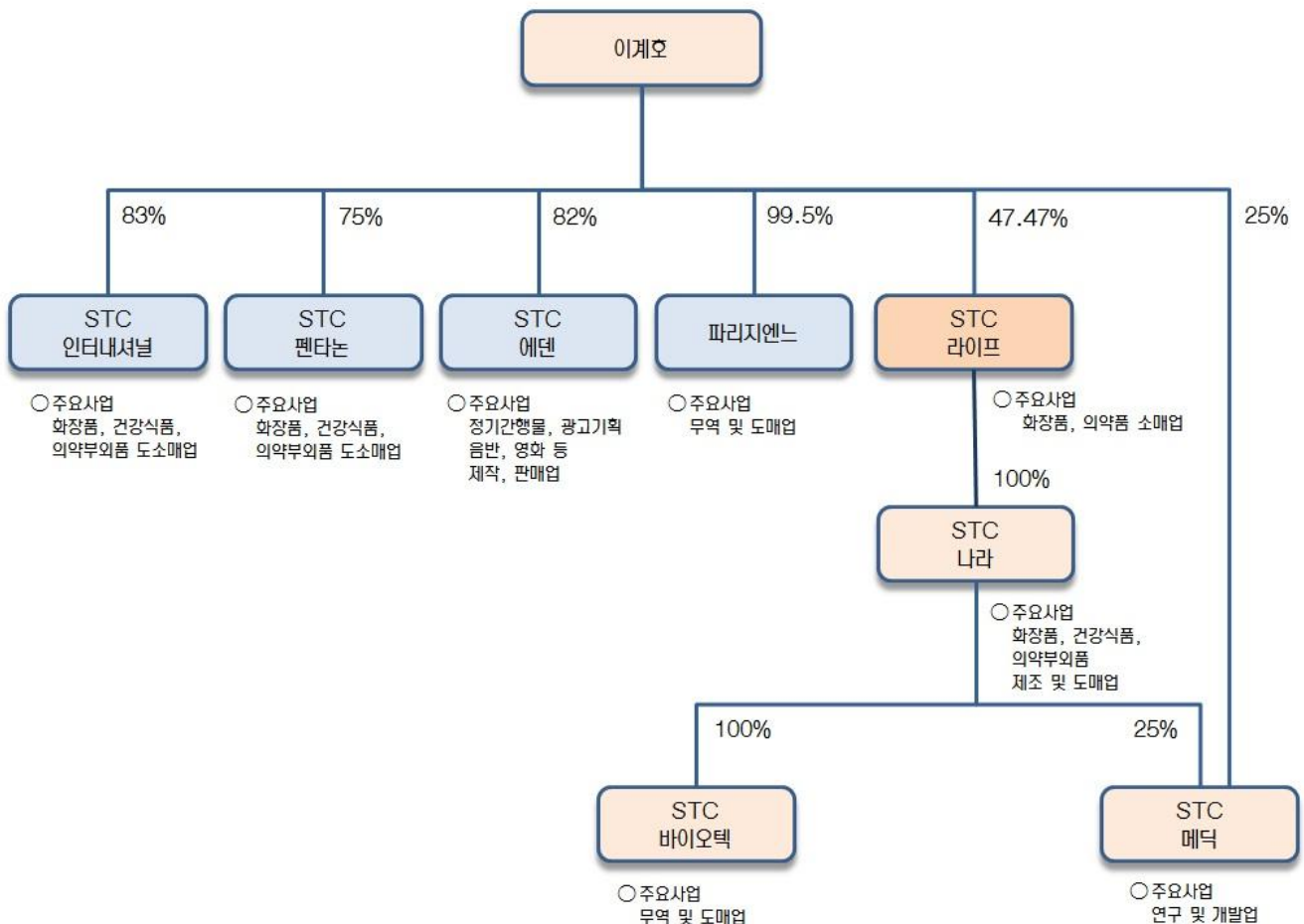
■ Caution

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.

독이 된 포괄적 주식교환

회사는 2006년 8월 17일 에스티씨나라와 포괄적 주식교환을 실시하였습니다. 회사와 에스티씨나라의 포괄적 주식교환(교환비율 1:41.26)으로 회사는 에스티씨나라를 완전자회사로 편입하였고(외형상 포괄적 주식교환으로 회사가 에스티씨나라를 완전자회사로 추가하였으나, 실질은 포괄적 주식교환에 따른 우회상장입니다.), 에스티씨나라의 계열회사들을 손자회사로 편입하였으며, 에스티씨나라의 최대주주였던 이계호(현 최대주주 겸 대표이사)는 회사의 최대주주가 되었습니다.

<그림> 포괄적 주식교환 후 회사의 지배구조 변화



회사가 에스티씨나라를 완전자회사로 편입하면서, 장부에 계상한 에스티씨나라의 가치는 81,488,500,000원 입니다. 하지만, 에스티씨나라의 장부가액은 다음과 같이 매사업연도 감소하여 2010년 매각시 장부가액은 19.69억원이었습니다. 즉, 에스티씨나라의 장부가액 감소분은 매사업연도 영업외비용 처리 되었습니다.

(단위 : 천원)

연도	취득원가	기초 장부가액	지분법 평가		기말 장부가액	비고
			지분법 손실	기타 변동		
2006년	81,488,500,000	-	-64,411,368,036	-545,284,433	16,531,847,531	-
2007년	-	16,531,847,531	-8,641,309,586	2,209,031	7,892,746,976	-
2008년	-	7,892,746,976	-4,636,758,971	-467,783,353	2,788,204,652	-
2009년	-	2,788,204,652	-976,685,746	158,145,182	1,969,664,088	-
2010년	-	1,969,664,088	-	-	-	매각

뿐만 아니라, 회사는 2010년 12월 28일 에스티씨나라를 당시 장부가액인 19.7억원보다 낮은 17억원에 청목M&A 컨설팅에 매각하면서 영업외손실이 추가 발생하였습니다.

결과적으로 포괄적 주식교환은 이계호가 거느린 회사들에 더해 상장사인 회사의 경영권을 추가로 안겨준 대신 회사에는 2006년부터 2010년까지 약 815억원(에스티씨나라 장부가액)의 손실을 안겨주었습니다.

계열회사간 내부매출을 통한 상장유지

에스티씨나라의 최대주주 겸 대표이사인 이계호는 회사와 에스티씨나라의 포괄적 주식교환으로 회사의 최대주주 지위를 획득하고, 회사의 경영권을 장악한 뒤, 2007.6.20 장비사업, 2007.9.5 디스플레이 사업, 2007.9.28 피혁사업의 영위를 중단하고 의약품, 의료기구 및 화장품 소매업을 신규사업으로 추가하였습니다.

회사는 이계호에 의해 추가된 신규사업인 의약품, 의료기구 및 화장품 소매업을 영위하면서, 계열회사간 내부 판매, 매입거래가 빈번하게 발생하였습니다. 2006년부터 2010까지 회사와 계열회사 간 발생한 판매거래 및 매입거래 실적은 다음과 같습니다.

(단위 : 원)

연도	거래 상대방	판매거래	매입거래	비고
2006	에스티씨나라	-	2,358,122,165	-
	[소계]	-	2,358,122,165	-
2007	에스티씨나라	-	2,325,890,710	-
	에스티씨에덴	2,184,433,913	-	-
	에스티씨인타내셔널	-	76,531,167	-
	[소계]	2,184,433,913	2,402,421,877	-
2008	에스티씨나라	-	3,013,860,457	-
	에스티씨에덴	1,664,356,392	-	-
	에스티씨인타내셔널	-	200,720,000	-
	[소계]	1,664,356,392	3,214,580,457	-
2009	에스티씨나라	-	2,459,496,083	-
	에스티씨에덴	1,517,688,033	-	-
	에스티씨인타내셔널	518,900	564,211,700	-
	[소계]	1,518,306,833	3,023,707,783	-
2010	에스티씨나라	-	1,968,036,901	-

	에스티씨에덴	118,930,603	200,442,500	-
	[소계]	118,930,603	2,168,479,401	-
	[합계]	5,485,927,841	13,167,311,683	-

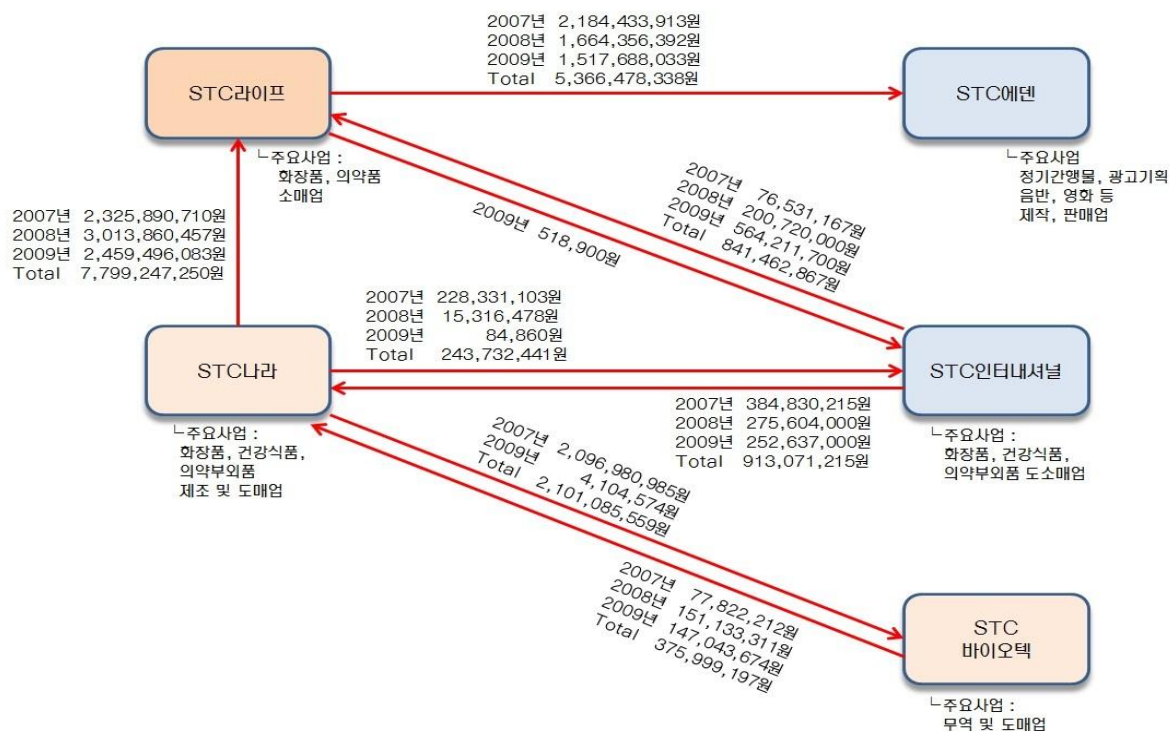
회사의 각 사업연도 매출실적에서 내부거래에 의해 발생한 매출 실적을 제외시키면 회사의 매출실적은 다음과 같이 급감합니다.

(단위 : 원)

구분	2010년	2009년	2008년	2007년	2006년
매출액	3,400,666,401	3,494,640,488	4,229,991,094	3,863,777,293	1,717,186,873
내부거래에 의한 매출	118,930,603	1,518,206,933	1,664,356,392	2,184,433,913	-
순수 외부발생 매출	3,281,735,798	1,976,433,555	2,565,634,702	1,679,343,380	1,717,186,873

위 표에서와 같이 회사의 각 사업연도 매출실적에서 내부거래에 의해 발생한 매출 실적을 제외하면, 2007년부터 2009년까지 3개년도 연속 매출 실적이 30억에 미달됩니다. 1사업연도 매출 실적이 30억에 미달되는 경우 코스닥시장상장규정 제28조에 따르면 관리종목 지정사유에 해당되며, 2사업연도 연속 매출 실적이 30억에 미달되는 경우 코스닥시장상장규정 제38조에 따르면 상장폐지 사유에 해당됩니다. 즉, 회사는 계열회사간 매출거래를 통해 매출실적 부진으로 인한 관리종목 지정 및 상장폐지를 회피해 왔다고 볼 수 있습니다.

<참고> 2006년부터 2009년까지 STC계열 회사간 판매, 매입 거래 내역



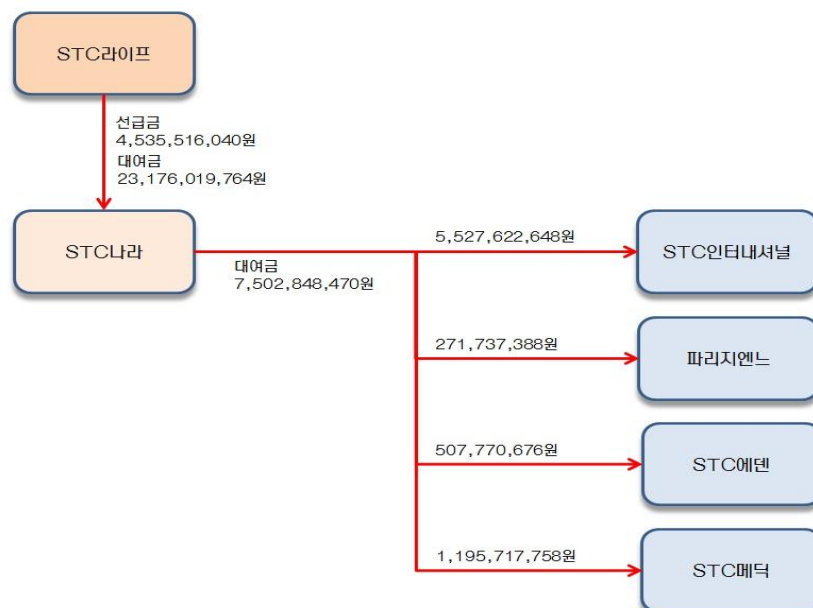
* 회사는 화장품, 건강식품, 의약부외품 등을 제조하는 STC나라로부터 상품을 매입하여 백화점 등에서 판매하는 소매업을 영위하고 있습니다. 계열회사간 내부거래를 보시면, STC나라로부터 직접 상품을 구입하는 것 외에 도소매업을 영위하는 STC인터내셔널로부터 상품을 매입하고 있어, STC나라가 생산한 제품을 회전시키고 있습니다. 또한 회사는 화장품, 의약품 등의 구입 유인이 매우 낮은 STC에덴(정기간행물, 광고기획, 음반, 영화 등 제작, 판매업)을 상대로 매출을 발생시키고 있습니다.

<의문> 계열회사간 내부거래로부터 제기되는 의문점들

2007년부터 2009년까지 회사는 에스티씨나라로부터 77.99억원의 상품을 매입하여, 에스티씨에덴에 53.66억원의 매출을 발생시켰습니다. 즉, 차액인 24.33억원은 마진없이 상품을 할인하여 매출을 일으킨 것은 아닌지 의문입니다. 또한, 에스티씨에덴은 회사로부터 매입한 상품을 보관하고 있는 것인지, 또 다른 계열회사로 매출을 일으킨 것인지 확인할 필요가 있습니다. - 에스티씨에덴의 재무자료는 입수할 수 없어 이 부분은 검증이 되지 않고 있습니다. 마찬가지로 에스티씨나라가 에스티씨바이오텍을 상대로 발생시킨 21억원의 매출과 관련하여 에스티씨바이오텍이 에스티씨나라로부터 매입한 상품을 계열회사간 거래를 통해 회전시켰는지, 외부에 매출을 발생시켰는지 확인할 필요가 있습니다. 이상의 내부매출과 관련한 연결고리를 모두 확인할 수 없어 밝혀진 내부거래 만으로는 에스티씨나라가 생산한 제품을 계열회사간 회전시키고 있는 목적을 신뢰성 있게 파악하기가 어렵습니다. 내부거래 내역에 불법적인 요소 또는 최대주주 개인의 금전적 이익을 도모하기 위한 요소가 개입되어 있는지 검증할 필요가 있어 보입니다.

계열사 지원 - 상장폐지의 직접적 원인

회사는 위에서 설명한 에스티씨나라와의 매입거래 외에도 선금금과 대여금을 에스티씨나라에 제공하였습니다. 2006년 회사는 에스티씨나라에 임차보증금 명목으로 45.36억원을 제공하였으며, 2007년에는 231.76억원의 자금을 대여하였습니다. 에스티씨나라는 회사로부터 제공받은 자금을 다시 계열회사들에 대여하였습니다.



회사가 에스티씨나라에 대여한 자금 231.76억원 중, 2011년 반기말 현재 회수 되지 못한 채 대여금 계정에 계상되어 있는 금액은 179.09억원 입니다. 이 중 176.47억원이 대손처리 되어 회수 가능성이 있는 것으로 판단되는 금액은 2.62억원에 불과합니다. 특히 회사가 지난 2011.08.16 공시한 '매출채권 이외의 채권에서 발생한 손상차손' 공시를 보면, 2011년 반기 중 139.04억원에 이르는 자산의 손상차손이 발생하였으며, 이 중 에스티씨나라에 대여한 대여금의 손상차손이 122.21억원에 이르고 있습니다.

<참고> 매출채권 이외의 채권에서 발생한 손상차손 내역

(단위 : 원)

구분	장부가액	기존 대손설정액	대손 발생액	잔액	비고
단기대여금	17,908,672,470	5,425,048,581	12,221,795,133	261,828,756	거래상대방 : 에스티씨나라
선급금	951,201,328	436,569,119	251,199,631	263,432,570	거래상대방 : 히스토스텀
장기미수금	1,431,441,946	-	1,431,441,946	-	엠씨티티

* 히스토스텀(코스닥 상장폐지)은 회사와 함께 줄기세포치료제에 대한 전세계 독점판매권과 지적재산권에 대한 공동사용권을 보유하고 있습니다. 한국거래소는 히스토스텀의 상장폐지 실질심사 결과 기업경영의 계속성, 건전성, 투명성 측면에서 상장 적격성이 인정되지 않는다고 판단하였습니다. 한국거래소가 지정한 부분 중 기업경영의 계속성과 관련하여 히스토스텀이 회사를 상대로 일회성 매출을 발생시키고 있으며, 특히 2011년 1분기 매출 20.5억 중 16.5억이 회사에 대한 매출로 이중 14.7억은 회계법인의 매출 인식방법에 대한 의견을 따르지 않고 매출로 인식한 것으로 반기 검토시 매출 불인정 가능성이 있음을 지적하였습니다.

에스티씨나라에 대여한 대여금 2011년 반기에 대손 처리 된 122.22억원은 회사의 자기자본 252.51억원의 48.4%에 이르는 금액으로 회사가 상장폐지 실질심사 해당 여부 확인을 위한 한국거래소의 심사대상으로 결정되는 직접적인 계기가 되었습니다.

이계호와 장송선의 관계 ?

회사는 2007년 엠씨티티에 개발비 선급금으로 4,727,272,727원을 지급하였습니다. 회사가 개발비 선급금을 지급한 엠씨티티는 이계호가 2007년 주주로 참여하고 있던 회사로(2007년 이계호의 엠씨티티 지분율은 97,144주 9.38%이며, 2008년 1,046,440주 10.11%로 증가하였습니다.) 이런 이계호의 투자관계를 통해 회사의 자금이 개발비 선급금 명목으로 엠씨티티에 제공되었습니다.

<참고> 엠씨티티 요약 재무제표

구분	2010년	2009년	2008년	2007년	2006년
유동자산	5,480,728,273	8,624,577,789	10,671,308,022	1,949,256,177	10,532,609,605
비유동자산	2,044,864,404	3,789,156,506	5,001,418,741	21,527,077,482	2,556,960,923
자산총계	7,525,592,677	12,413,714,295	15,672,726,763	23,476,263,659	13,089,570,528
유동부채	1,931,838,394	540,715,196	603,883,180	6,844,467,207	1,843,269,959

비유동부채	361,976,667	312,242,677	218,924,014	122,061,251	101,783,183
부채총계	2,293,815,061	852,957,873	822,807,194	6,966,528,458	1,945,053,142
자본금	5,176,150,000	5,176,150,000	5,176,150,000	5,176,150,000	2,461,850,000
자본총계	5,231,777,616	11,560,756,422	14,849,919,569	16,509,735,201	11,144,517,386
매출액	1,133,936,330	856,943,233	1,995,350,543	3,235,804,454	102,044,750
영업이익	-1,842,704,542	-2,410,577,433	-1,913,628,971	403,332,791	-1,355,355,143
당기순이익	-6,168,262,764	-3,139,722,077	1,238,422,918	348,790,185	-1,045,984,059

2007년 엠씨티티는 회사로부터 수령한 47억원을 매출로 계상한 것으로 판단됩니다. 2007년 매출의 급증으로 엠씨티티는 2007년 영업이익과 당기순이익을 기록하였습니다.(2008년 영업손실이 발생했음에도 불구하고 당기순이익이 발생한 것은 매도가능증권의 처분에 따른 것입니다.)

엠씨티티의 최대주주이며 대표이사인 장송선은 2009년 중 자신이 보유한 엠씨티티의 주식을 코스닥 상장회사인 코어포울(현 엠씨티티코어, 2010.12.03 상장폐지)에 매각하고 그 재원으로 코어포울의 경영권을 인수함으로써, 코스닥 상장회사인 코어포울의 경영권을 취득함과 동시에 코어포울을 통해 엠씨티티까지 지배하게 됩니다. 장송선의 엠씨티티를 활용한 코어포울 경영권 인수과정은 다음과 같습니다.

날짜	내용	비고
2009.07.14	엠씨티티 주식 양도 양도인 : 장송선 양수인 : 코어포울 양수도 주식수 : 625,000주(6.04%) 양수도 금액 : 30.5억(주당 4,880원)	주식 양수도 계약을 위한 외부평가기관의 주당 가액 평가는 정동회계법인이 실시하였으며, 정동회계법인이 평가한 엠씨티티의 주당 가액은 4,884원 이었습니다.
2009.08.18	엠씨티티 주식 양도 양도인 : 장송선(513,000주), 박현숙(112,820주), 박찬웅(100,000주) 양수인 : 코어포울 양수도 주식수 : 725,820주(7.01%) 양수도 금액 : 35.42억(주당 4,880원)	주식 양수도 계약을 위한 외부평가기관의 주당 가액 평가는 우림회계법인이 실시하였으며, 우림회계법인이 평가한 엠씨티티의 주당 가액은 4,862원 이었습니다. 2차례의 엠씨티티 주식 양도로 장송선은 총 55.44억원을 수령하였습니다.
2009.08.18	코어포울 주식 신주인수권부사채 양수 양수인 : 장송선 양도인 : 나우아이비 4호 펀드 인수금액 : 39.7억 신주인수권 행사시 취득할 수 있는 주식수 : 3,476,967주	-
2009.09.15	신주인수권 행사 행사인 : 장송선 행사가액 : 500원 행사총액 : 999,667,700원 취득주식수 : 3,139,579주	신주인수권 행사로 최대주주 지위 획득
2009.10.14	임시주주총회 장송선 등기이사로 선임	-
2009.10.23	대표이사 변경 장송선 대표이사 취임	-

* 장송선은 엠씨티티의 주식을 코어포울에 양도한 대가로 총 55.44억원을 수령하였으며, 코어포울의 신주인수권부사채 양수에 39.7억, 신주인수권 행사에 9.9억원을 사용하였습니다. 장송선은 엠씨티티의 지배권 상실 없이, 코어포울의 경영권을 추가 취득하고도

5.86억원의 차익을 남겼습니다.

위 엠씨티티의 재무상황과 장송선의 코어포울 인수과정을 통해 살펴볼 때, 회사로부터 엠씨티티에 지급된 자금이 엠씨티티를 이익이 발생하는 기업으로 탈바꿈시키고, 이를 바탕으로 기업가치평가를 받아 코스닥 상장회사를 인수하기 위한 수단으로 활용된 것이 아닌지 의구심이 듭니다.

표면적으로 회사는 엠씨티티에 개발비 선금금과 관련하여 계약불이행을 사유로 엠씨티티에 자금의 반환을 청구하는 민사소송을 진행하고 있습니다. 그럼에도 불구하고 이계호가 장송선이 지배하고 있던 엠씨티티에 주요주주로 참여하면서, 장송선의 코스닥 상장사 인수에 도움을 주고, 본인의 금전적 이익을 챙기기 위해서 회사 자금을 개발비 선금금 명목으로 제공한 것은 아닌지 의문입니다.

상장폐지 실질심사

회사는 2011.8.16 매출채권이외의 채권에서 발생한 손상차손 공시로 인하여 상장폐지 실질심사 대상 해당여부 판단을 위하여 한국거래소에 의하여 매매거래가 정지되었습니다. 결국 2011.9.6 한국거래소는 회사를 상장폐지 실질심사 대상으로 결정하였고, 2011.9.27 상장폐지 실질심사 위원회 심의 결과 상장폐지가 결정되었습니다.

앞으로, 회사는 상장폐지 결정에 대한 이의신청을 할 수 있으며, 한국거래소는 회사의 상장폐지 이의신청이 제출될 경우 상장위원회를 개최하여 상장폐지 여부를 재판단하게 됩니다.

현재, 회사의 상황을 볼 때, 한국거래소가 지적한 부분은 다음과 같을 것으로 예상됩니다.

- 1) 계속기업으로서의 존속 가능성 - 매출의 대부분이 내부거래에 의해 발생하고 있는 바, 내부거래를 제거할 경우 계속기업으로서의 존속가능성이 매우 낮은 것으로 판단하였을 것입니다. 회사는 2010년 12월 에스티씨나라를 청목 M&A 컨설팅에 매각하여 계열회사에서 제외하였으나, 여전히 이계호가 에스티씨나라에 실질적인 영향력을 행사하고 있습니다. 뿐만 아니라, 에스티씨나라로부터 상품을 제공받아 판매하는 소매업을 영위하고 있어, 에스티씨나라에 대한 의존도가 계속기업으로서의 존속 가능성 판단에 불리한 영향을 미칠 수 있습니다.
- 2) 재무구조의 왜곡 - 회사는 이미, 2010년 자본잠식 상태였고, 2011년 반기 들어 매출채권 이외의 채권에서 발생한 손상차손으로 인하여 자본잠식률이 더 높아져, 2011년 반기말 현재 자본잠식률이 82.63%에 이르고 있습니다.
- 3) 기업지배구조의 불투명성 - 회사는 빈번한 계열회사간 내부거래가 발생하고 있고, 계열회사들의 규모에 비추어 볼 때 매우 내부거래 규모도 매우 크게 나타나고 있습니다. 또한, 회사의 최대주주 겸 대표이사 인 이계호는 계열회사들의

최대주주이기도 합니다. 또한, 경영감시 장치들이 제기능을 발휘하지 못하고 있는 것도 문제로 지적되었을 것으로 판단됩니다.

따라서, 회사가 상장유지를 위해서는 한국거래소가 지적한 부분에 대한 구체적이고, 실현 가능한 대안을 마련하여 제시함으로써, 향후 개최 예정인 상장위원회에 대응하여야 할 것입니다.

홍석현 회장 일가의 에스티씨라이프 투자 손실

회사의 2 대 주주인 홍석현 회장 일가는 현재 회사의 주식 7,367,455 주, 14.51%(홍석현 회장과 장남 홍정도의 보유 주식 포함한 수지임)를 보유하고 있습니다. 특히, 홍석현 회장의 장남인 홍정도는 회사와 에스티씨나라가 포괄적 주식교환을 실시하기 이전부터 에스티씨나라에 투자하고 있었으며, 포괄적 주식교환으로 회사의 주식 8,210,740 주를 보유하게 되었습니다. 포괄적 주식교환 이후에도 홍석현 회장 일가는 유상증자 참여, 장내외매수, 전환사채 인수로 거액의 자금을 회사에 투자하였습니다.

공시에 따르면 홍석현 회장 일가의 회사 주식(주식관련 사채 포함) 투자 내역은 다음과 같습니다.

(단위 : 주, 원)

날짜	내용	주식수	투자자금	비고
2006-08-22	장외매수 (매도인: 이계호)	2,500,000	5,000,000,000 (주당 2,000)	홍정도 - 1,000,000주 홍정인(홍석현 회장의 차남) - 750,000주 홍정현(홍석현 회장의 장녀) - 750,000주
2006-10-27	전환사채 인수	3,529,411	5,999,998,700	홍석현
2007-03-10	유상증자 참여	3,002,634	11,980,509,660	홍정도 - 1,292,196주 홍정인 - 855,219주 홍정현 - 855,219주
2007-05-03	장내매수	10,000	29,750,000 (주당 2,975)	홍석현
2007-05-04	장내매수	12,000	42,276,000 (주당 3,523)	홍정도
2009-06-30	신고대량매매	4,514,936	4,876,130,880 (주당 1,080)	매도인 : 홍정도 매수인 : 홍석현
2009-10-30	전환사채 소멸	-3,529,411	-5,999,998,700	홍석현 보유 전환사채
	[계]	5,524,634	21,928,666,540	홍정도가 주식교환으로 취득한 주식 8,210,740주를 포함 할 경우 총 보유주식은 13,735,374주임.

* 위 내용에 따르면, 홍회장 일가의 지분은 현재 총 13,735,374 주이고, 홍석현 4,524,936 주, 홍정도 6,000,000 주를 보유하고 있어야 하나, 회사가 공시한 내용에 따르면 홍석현 3,167,455 주, 홍정도 4,200,000 주를 보유하고 있는 것으로 나타나고 있어, 홍석현 회장 일가는 주식을 일부 처분하고도 지분변동 공시를 하지 않은 것으로 보입니다.

홍석현 회장 일가의 주식 투자 내역에 따르면, 홍석현 회장 일가는 회사 주식(주식관련 사채 포함)에 약 229.8억원을 투자하여 60억원을 회수(전환사채 상환분)한 것으로 나타나고 있습니다.(홍정도가 포괄적 주식교환 이전에 에스티씨나라에 투자한 금액은 제외한 수치입니다.) 특히, 홍석현 회장이 회사의 전환사채를 인수한다는 공시가 제출된 2006.10.27 이후 회사의 주가는 급등하여 2007.1.9 최고가 12,019원을 기록하였습니다.

홍석현 회장 일가는 회사의 주식을 보유하면서 제출한 지분공시를 통해 회사의 지분 보유가 경영권에 영향을 주기 위한 것이 아닌, 단순투자 목적의 지분 보유임을 밝혔습니다. 그러나, 홍석현 회장 일가는 주가 급등으로 막대한 차익을 획득할 수 있었음에도 불구하고 주식을 처분하지 않았습니다. 뿐만 아니라, 최근 회사의 상장폐지 실질심사 과정에서도 침묵으로 일관하고 있습니다.

거액의 투자차익을 얻을 수 있음에도 불구하고, 주식을 처분하지 않고, 투자원금을 모두 상실할 수 있는 상황임에도 불구하고 특이한, 반응을 보이지 않고 있는 점등 홍석현 회장 일가의 투자 방법에 이해할 수 없는 부분들이 매우 많습니다.