

CORPORATE ANALYSIS REPORT OF NAVISTOCK

CARN

기업분석보고서

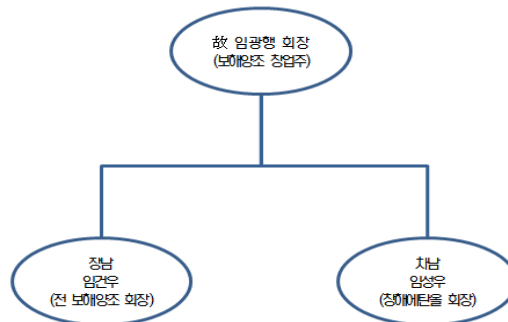
창해에너지어링[074150] 매각설 관련

| | |
|------------|---------------------|
| 기업명 | 창해에너지어링 [074150] |
| 작성자 | 네비스탁 기업평가팀 |
| 작성일 | 2012년 11월 20일 |
| 52주 최고가 | 2,900 원 |
| 현재가(전일종가) | 2,040 원 |
| Report No. | Q074150-1124C-N0001 |

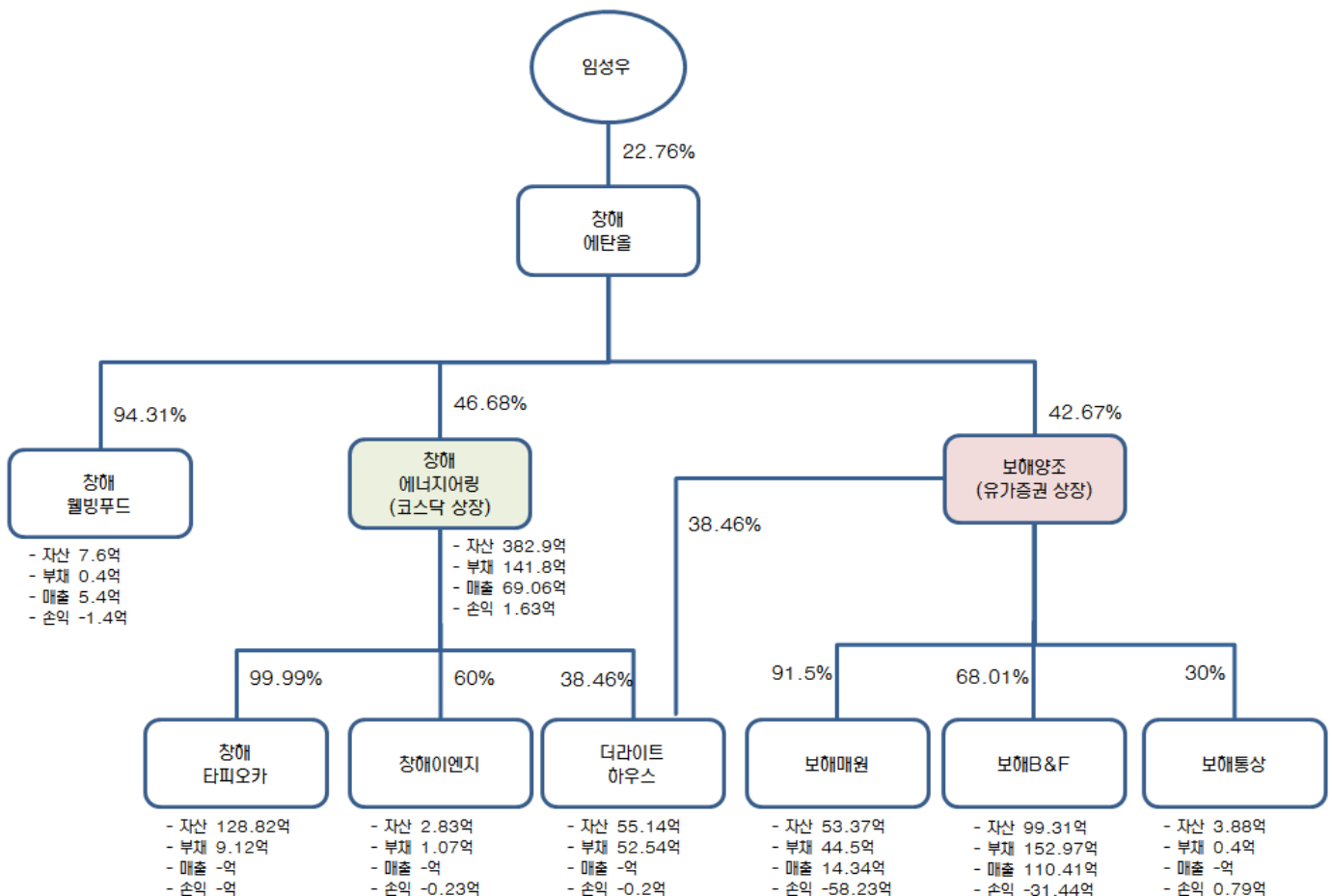
■ Caution

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.

보해저축은행 비리 사건과 관련해 검찰에 구속된 임건우 보해양조 회장은 보해양조 창업주인 고(故) 임광행 회장의 장남이다. 보해저축은행 사건이 터진 이후 임광행 회장의 차남이자 임건우 회장의 동생인 임성우 창해에탄올 회장은 보해양조를 인수하기에 이른다. 창해에탄올의 보해양조 인수, 창해에탄올 관계자는 ‘형제사로서 창업주의 가업을 지속적으로 유지한다는 책임감으로 위기에 직면한 보해양조의 추가 부식을 막고 회사를 정상화시키고자 불가피하게 인수를 결정하게 됐다’며 ‘전문경영인을 투입해 유동성을 확보하는 등 재무구조 개선과 경영 혁신을 통해 위기를 극복하고 중장기적으로 기업체질을 완전히 새롭게 개선할 방침이다.’고 밝힌바 있다.



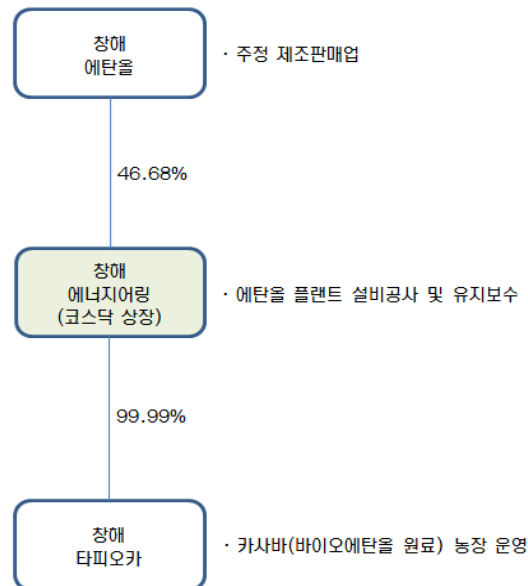
창해에탄올이 보해양조를 인수한 이후 창해에탄올과 계열사간 지배구조는 다음과 같다.



* 재무자료는 2011년 기준임.(단, 창해에너지어링은 2012년 3분기말 자료임)

최근 창해에탄올의 계열사 중 하나인 창해에너지어링(코스닥 074150)이 M&A 시장에 매물로 나왔다는 풍문이 있다. 임성우 회장이 창해에너지어링을 매물로 내놓게 된 이유는 무엇일까 ?

우선 창해에너지어링이 어떤 회사인지 살펴보자 창해에너지어링은 에탄올플랜트 설비공사 및 유지보수와 공정개선 서비스를 제공하고, 에탄올 플랜트에서 발생하는 부산물인 탄산가스를 포집, 응축해 이산화탄소를 생산, 재판매하는 사업을 영위하고 있다. 2007년 임성우 회장은 창해에탄올을 통해 코스닥 상장사인 온타임텍의 유상증자에 참여해 50.68억원을 투자한 후, 전 최대주주 및 대표이사인 황재식과의 온타임텍 주식 양수도 거래를 통해 72.52억원을 추가로 투자했다.(창해에탄올이 창해에너지어링의 우회상장에 사용한 자금은 총 123.2억원임 이후 온타임텍과 창해에너지어링을 합병해 창해에너지어링을 코스닥 시장에 우회상장 시켰다. 또한, 창해에너지어링의 우회상장 이후 창해에탄올은 자회사인 창해타피오카를 창해에너지어링에 매각해 수직 계열화를 완성하게 된다.



2007년부터 2008년에 걸쳐 창해에너지어링의 우회상장에 막대한 자금을 투자한 창해에탄올은 얼마 지나지 않은 2011년 보해양조 인수를 위해 또다시 막대한 자금을 동원하게 된다. 창해에탄올은 보해양조의 유상증자에 참여해 100억원을 납입하고, BW 발행에 참여해 150억원을 납입함으로써, 총 250억원의 자금을 투자했다.

<참고 : 창해에탄올 요약 재무정보>

(단위 : 억원)

| 구분 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 |
|-------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 자산 | 1,215.00 | 820.48 | 724.98 | 690.97 | 637.42 | 509.54 |
| 부채 | 581.55 | 214.76 | 140.38 | 196.61 | 205.28 | 153.01 |
| 자본 | 633.46 | 605.71 | 584.60 | 494.36 | 432.14 | 356.52 |
| 매출액 | 647.17 | 656.43 | 660.12 | 644.58 | 601.07 | 588.74 |
| 영업이익 | 52.38 | 69.81 | 93.28 | 100.35 | 104.32 | 86.25 |
| 당기순이익 | 20.06 | 47.70 | 59.17 | 50.71 | 75.61 | 66.76 |

* 2010년, 2011년 재무정보는 한국채택국제회계기준에 따라 작성된 재무제표에 근거한 것임.

창해에탄올이 창해에너지어링의 우회상장에 막대한 자금을 투자한 2007년 재무정보를 보면, 부채의 증가는 약 50억원에 그치고 있어, 우회상장에 사용된 123억원 중 타인자본 조달의 비중이 낮았음을 알 수 있다. 또한, 손익상황에도 큰 변동이 없었으나, 2011년 보해양조에 250억을 투자한 후 창해에탄올의 부채는 2010년 214억원에서 581억원으로 급증하게 된다. 창해에너지어링의 우회상장 시와 달리 보해양조에 대한 투자는 타인자본 조달의 비중이 매우 높았음을 알 수 있는 대목이다. 앞친데 뒤편격으로 당기순이익 폭도 예년 수준의 절반으로 급감하게 되는데, 이는 창해에너지어링 지분 보유분의 손상차손(53억원) 인식과 타인자본 사용으로 인한 금융비용의 증가(2010년 3.5억에서 2011년 14억으로 증가) 때문이다.

<참고 : 창해에탄올 부채 관련 계정 요약>

(단위 : 억원)

| 구분 | 2011년 | 2010년 | 2009년 |
|-------|--------|--------|--------|
| 부채총계 | 581.54 | 214.76 | 274.03 |
| 유동부채 | 468.80 | 203.27 | 265.36 |
| 차입금 | 342.23 | 84.27 | 127.97 |
| ... | ... | ... | ... |
| 비유동부채 | 112.75 | 11.50 | 8.67 |
| 차입금 | 90.54 | - | - |
| ... | ... | ... | ... |

* 상기 재무정보는 한국채택국제회계기준에 따라 작성된 재무제표에 근거한 것임.

즉, 부실한 보해양조의 인수를 위해 타인자본 조달을 통해 막대한 자금을 투자한 후유증이 나타나기 시작하고 있는 것이다. 하지만, 보해양조의 재무구조 개선 및 경영정상화의 길은 요원해 보인다.

<참고 : 보해양조 요약 재무정보>

(단위 : 억원)

| 구분 | 2012년 3분기 | 2011년 | 2010년 |
|-------|-----------|----------|----------|
| 자산총계 | 2,409.08 | 2,356.98 | 2,580.53 |
| 부채총계 | 1,818.76 | 1,775.36 | 1,668.03 |
| 자본총계 | 590.32 | 581.63 | 912.50 |
| 부채비율 | 308.10% | 305.24% | 182.80% |
| 매출액 | 867.89 | 1,261.81 | 1,256.84 |
| 영업이익 | 48.18 | 46.39 | 44.98 |
| 당기순이익 | -8.74 | -449.16 | -273.38 |

2012년 3분기말까지 보해양조의 영업실적을 보면 영업이익은 전년동기(2011년 3분기말) 영업이익 30.75억원에서 약 18억원 증가한 48.18억원을 기록했고, 당기순이익은 502.93억원 적자에서 8.74억원 적자로 2012년 연결산 결과를 지켜 봐야겠지만, 크게 개선된 모습을 보여주고 있다.

손익의 개선은 나타나는 듯 하지만, 재무구조 면에서 300%가 넘는 부채비율을 유지하고 있어, 불안감을 해소하지 못하고 있다. 특히, 보해양조의 2012년 3분기 말 부채총액 1,818.76억원에는 729.4억원의 단기차입금과 56.7억원의 장기차입금이 포함되어 있다. 단기차입금이 부채총액의 40.1%에 이르고 있어, 단기 유동성이 매우 낮은 상황이다. 현

재의 영업상황으로는 감당하기 힘든 규모의 차입금을 유지하고 있어 모기업의 추가적인 지원이 불가피해 보이는 상황이다.

결론적으로 현재 창해에탄올과 관계사들의 여력만으로는 보해양조의 재무구조 정상화를 부담하기에는 무리인 것으로 보인다. 보해양조의 재무구조 정상화에는 추가적인 지원이 불가피해 보이는데, 창해에탄올 역시 보해양조 인수에 자금 투자를 위해 막대한 자금을 차입했기 때문에 더 이상의 자금 차입은 모기업에 부담을 줄 수 있는 상황이다. 따라서, 여유 자금 마련을 위해 코스닥 상장사인 창해에너지어링을 매물로 M&A 시장에 내놓은 것이 아닌가 추정된다.

임성우 회장은 정말로 창해에너지어링을 매각할 마음이 있을까 ?

풍문에 따르면, 창해에너지어링 매각 옵션으로 spin-off를 내걸었다고 한다. 즉, 경영권 매각과 함께 분할을 통해 다시 창해에너지어링의 사업을 떼어 나가겠다는 것인데, 신빙성이 있어 보인다. 왜냐하면 창해에탄올의 주정 제조 공정이 창해에너지어링이 영위하는 바이오에탄올 설비에 적용 가능하기 때문에 창해에탄올이 바이오에탄올 사업으로 사업을 확장한 계기가 되었고, 바이오에탄올 사업을 위해 파푸아뉴기니에 창해타피오카를 설립해 바이오에탄올 원료인 카사바 농장 운영을 해 온지 수년이 흘렀으며, 특히, 최근 창해에너지어링 우회상장 이후, 창해에너지어링을 통해 창해타피오카에 추가 투자한 금액이 약 59.82억원에 이르기 때문이다.(창해에탄올이 창해에너지어링에 창해타피오카를 매각하기전, 창해에탄올이 창해타피오카에 직접 투자한 금액 23억원을 감안하면, 임성우 회장이 창해타피오카에 투자한 금액은 약 87억원에 이른다.)

또한, 현재까지의 초기 사업투자 규모와 대체에너지로서 각광받고 있으며, 향후 시장 확대가 기대된다는 것 등을 고려할 때, 임성우 회장 입장에서도 경영권 매각과 함께 spin-out을 통해 기존 사업(창해에너지어링)을 다시 챙기고, 코스닥 상장사라는 title만을 매각하는 것이 보다 이익이기 때문이다.

창해에너지어링의 매각만으로 보해양조의 경영정상화 재원 조달이 충분할 것인가 ?

창해에너지어링의 매각가격으로 제시한 것이 300억원이라는 소문이다. 창해에탄올이 보유한 창해에너지어링 지분이 약 47%, 창해에너지어링의 최근 시가총액 약 170억원임을 감안하면, 매우 높은 금액에 매물로 나온 것으로 생각된다. 특히나 spin-out을 옵션으로 제시하고 있다는 사실을 감안하면, 더더욱 높은 금액인 것으로 생각된다. 매각가격인 300억원에 거래가 성사된다 하더라도, 모기업인 창해에탄올이 최근 조달한 부채(차입금 약 350억)를 전부 상환 또는 일부 상환하고 나면, 보해양조에 추가 지원할 수 있는 금액은 얼마 남지 않게 된다. - 보해양조의 단기차입금은 앞서 살펴본 것처럼 700억이 넘음.

따라서, 보해양조 경영정상화를 위해서는 추가적인 자금 조달이 필요할 수 있는 상황인데, <참고 : 창해에탄올 요약 재무정보>에서 본 것과 같이 창해에탄올은 상장구도를 만들 수 있을 정도로 우량한 기업이다. 또한, 최대주주와 특수관계인들의 지분율도 과반에 육박하고 있어, 공모상장 이후에도 경영권을 안정적으로 가져갈 수 있다.

<참고 : 창해에탄올 주주구성>

(2011년 말 기준)

| 주주명 | 보유주식수 (주) | 지분율 (%) | 비고 |
|---------|--------------|------------|------|
| 임성우 | 1,211,540 | 22.76 | 회장 |
| 보해양조 | 230,000 | 4.32 | 관계기업 |
| 창해에너지어링 | 226,400 | 4.25 | 관계기업 |
| 자기주식 | 461,850 | 8.68 | - |
| 우리사주조합 | 199,440 | 3.75 | - |
| 케이프 | 750,000 | 14.09 | - |
| 씨앤비홀딩스 | 593,560 | 11.15 | - |
| 죽산기업 | 250,000 | 4.70 | - |
| 기타 | 1,400,860 | 26.30 | - |
| [계] | 5,323,650 | 100.00 | - |

* 임성우 회장과 우호지분(관계회사, 자기주식 및 우리사주조합)을 모두 합하면, 2,329,230주 43.76%임.

이런 면에서 보해양조 재무구조 개선을 위한 추가 자원 조달에 있어서 차입을 통해 기존 사업들에 부담을 주기보다는 자기자본 조달, 그 중에서도 공모 상장을 통한 추가자본 조달을 고려하고 있지는 않은지 조심스럽게 예상해 본다.