

CORPORATE ANALYSIS REPORT OF NAVISTOCK

CARN

기업분석보고서

나노트로닉스 [010670]

왜 나노트로닉스는 추락하는가?

기업명	나노트로닉스 [010670]
-----	-----------------

작성자	네비스탁 기업평가팀
-----	------------

작성일	2013년 11월 05일
-----	---------------

52주 최고가	7,350 원
---------	---------

현재가	1,450 원 (액면가 500원)
-----	--------------------

Report No.	Q010670-1324C-D0001
------------	---------------------

■ Caution

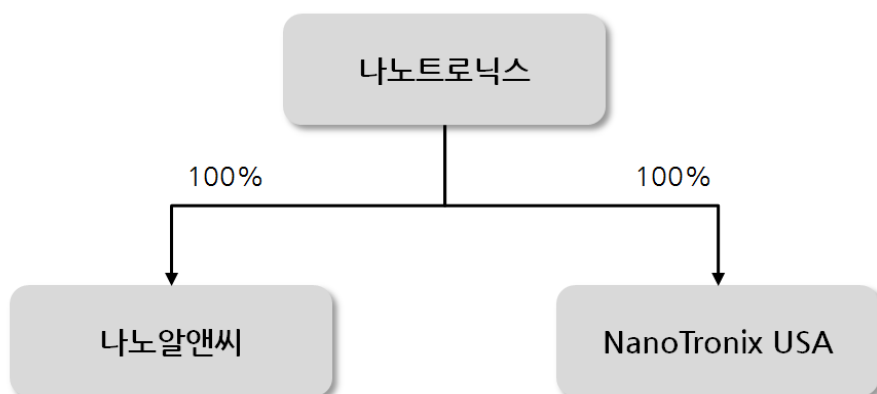
본 보고서는 특정 회사에 대한 투자의 권고 및 신용평가를 제공하지 않습니다. 본 보고서의 내용은 네비스탁이 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 근거하여 만들어진 것이지만 그 정확성이나 완전성을 네비스탁이 보증하지는 않습니다. 어떠한 경우에도 네비스탁은 보고서를 포함한 기타자료, 정보들로 인해 발생한 손해 등에 대해서는 책임을 지지 않습니다. [지적재산권] 보고서를 포함한 네비스탁이 제공하는 모든 정보는 네비스탁의 소유이며, 네비스탁의 동의 없이 고객 여러분 자신 이외의 다른 목적 (제3자에게 제공, 독자적인 가공/복사 등)으로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

Issue. 왜 나노트로닉스는 추락하는가?

나노트로닉스는 나노(Nano)라는 이름과 걸맞지 않게 1975년 설립되어 1993년에 코스닥시장에 상장한 오랜 역사를 가진 기업이다. 나노트로닉스는 제어계측장비 연구개발 및 제어계측장비 PCB를 생산하는 나노알앤씨와 미주지역의 제어계측기 판매를 담당하는 NanoTronix USA를 종속회사로 두고 제어계측기 사업과 위성통신장비 사업을 영위하고 있다.

현재 나노트로닉스의 최대주주는 한진호와 계열회사인 나노알앤씨 등으로 구성되어 있으며 지분율은 약 9.1% 수준이다. 그리고 대표이사는 최대주주인 한진호이며 나노알앤씨 이사인 김용민이 등기이사로 재직하고 있다. 그리고 KZ Corporation 대표이사인 이계천이 감사로, 그리고 와이즈오토보티브 대표이사인 박재홍이 사외이사로 등재되어 있다. 오랜 역사에 걸맞지 않게 이사회 구성은 단출하다.

나노트로닉스는 과거 인터리츠라는 이름으로 폴리우레탄 및 섬유 관련 사업을 영위하였다. 하지만 매출은 20~30억원 수준에 불과했다. 그러던 인터리츠는 2006년 최대주주가 나노트로닉스로 변경된다. 당시 비상장회사였던 나노트로닉스는 인터리츠의 최대주주 지분과 경영권을 120억원에 양수하여 최대주주의 지위를 확보하게 된다. 2005년 말 기준 비상장 나노트로닉스의 자산 총액은 20억원에 불과했지만 유상증자 등의 자금조달을 통해 인터리츠의 경영권을 확보하게 된다. 그 후 인터리츠는 감자 및 주식병합 등의 과정을 통해 부실을 청산하였고, 임시주주총회를 통해 이사회를 교체하고 사업 목적을 변경하는 등 급격하게 변모하게 된다. 그리고 상장사인 인터리츠와 비상장회사였던 나노트로닉스는 주식교환을 실시하여 나노트로닉스는 인터리츠의 100% 자회사가 되고 최대주주는 나노트로닉스의 최대주주였던 한진호로 변경된다. 결과적으로 비상장회사였던 나노트로닉스는 인터리츠를 통해 우회상장하였고 이 모든 절차는 2006년 중에 마무리 되었다. 2007년 3월 정기주주총회에서 인터리츠는 사명을 나노트로닉스로 변경하면서 새로운 운명이 시작되게 된다. (기존 비상장회사였던 나노트로닉스는 나노알앤씨로 사명을 변경하게 된다.)



2006년부터 나노트로닉스의 실적을 살펴보면 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	2013.반기	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
매출	5,110,122	19,429,585	17,113,850	20,331,036	9,607,453	5,034,492	9,331,525	4,405,897
영업이익	-4,340,163	3,338,256	433,403	-1,381,622	790,584	179,615	1,797,644	31,336
당기순이익	-4,252,090	-3,183,343	-1,700,903	-6,104,505	766,224	5,826,880	7,979,798	-38,891,672

※ 2011년부터 회계기준 변경에 따라 매출 및 수익의 인식이 변경되었으며, 2010년 실적은 2011년 감사보고서에 기재된 전년도 실적을 기준으로 기재하였다.

나노트로닉스의 실적을 통해 그 특징을 시기적으로 구분해 볼 수 있다. 우선 1기는 07년부터 09년까지로 매출은 100억원 미만이고, 영업이익도 크지 않지만 당기순이익은 매우 큰 특징을 보여준다. 그리고 2기는 2010년부터 현재까지로 매출이 대폭 상승하였으나 매년 막대한 당기순손실을 기록하고 있다.

제1기 : 황금알을 낳는 거위인 줄 알았더니..

나노알앤씨(구 나노트로닉스)는 2000년 서울대학교 전기공학부 박사과정 학생들을 주축으로 해서 설립되었다. 그리고 계측기기 산업과 관련해서 다양한 연구활동과 함께 유선/광통신 관련 측정 장비를 개발/생산하는 등의 사업을 영위하였다. 하지만 2005년까지 자본금은 5.9억원 그리고 자산총액은 약 20억원에 불과한 소규모 회사였다. 매출도 채 10억원에 이르지 못했고 순이익은 수천만원으로 미미한 수준이었다.

하지만 2006년 상장회사인 인터리츠와 주식교환을 하게 되면서 나노알앤씨(구 나노트로닉스)의 주당 가치는 약 8,932원으로 평가되었다. 상장회사인 인터리츠가 감자 및 주식 병합과정 이후에 주당 가치가 약 4,750원이었던 것을 고려하면 거의 2배 평가를 받은 것이다. 인터리츠와 나노알앤씨(구 나노트로닉스)의 주식 교환 비율은 약 1:1.88로 책정되었다. 당시 주식교환 과정에서 가치 평가는 지성회계법인이 담당하였으며, 지성회계법인은 그 후 2008년부터 비상장 나노알앤씨의 외부감사인을 맡고 있으며 2009년부터는 상장회사인 나노트로닉스의 외부감사인 역시 맡고 있다.

당시 주식교환을 통해서 인터리츠가 나노알앤씨(구 나노트로닉스)를 어느 정도 가격을 지불하고 인수했는지는 감사보고서를 통해 보다 명백하게 확인할 수 있다. 2006년 말 감사보고서에는 나노알앤씨(구 나노트로닉스)의 취득원가가 약 445억원으로 기재되어 있다. 하지만 취득한 바로 그 해에 나노알앤씨(구 나노트로닉스)에 대해 지분법적용투자주식감액 손실로 약 403억원을 손실처리 하였다. 결국 인터리츠는 2006년에 약 389억원의 대량 손실을 떠안을 수 밖에 없었다.

[05, 06년 말 나노트로닉스의 요약 재무 상황, (단위 : 원)]

재무상태표			손익계산서		
구분	2006년	2005년	구분	2006년	2005년
자산	19,099,489,125	9,172,643,566	매출	4,405,897,034	3,269,918,121
유동자산	6,610,209,093	4,345,048,766	영업이익	31,336,020	-604,176,684
비유동자산	12,489,280,032	4,827,594,800	영업외비용	41,523,595,825	428,411,377
지분법적용투자주식	11,135,124,067	4,797,187,759	지분법적용투자주식감액손실	40,607,817,953	-
			당기순이익	-38,891,672,148	-851,712,037

하지만 그 이듬해부터 나노알앤씨(구 나노트로닉스)는 본격적인 효자 노릇을 하게 된다.

[나노트로닉스 손익계산서 (단위 : 원)]

구분	2009년	2008년	2007년
매출	9,607,453,408	5,034,491,667	9,331,524,572
영업이익	790,583,763	179,615,012	1,797,643,637
영업외수익	2,110,819,941	8,960,273,141	5,651,672,231
지분법이익	1,597,875,042	7,014,375,207	5,389,014,469
영업외비용	2,168,238,055	2,465,110,043	300,289,293
당기순이익	766,223,737	5,826,879,686	7,979,798,421

위의 표에서와 같이 나노트로닉스는 07년부터 09년까지 연속해서 당기순이익을 달성하는데 성공하였다. 큰 폭의 매출 상승이 없었고 비약적인 영업이익의 증가가 없었음에도 불구하고 대규모 영업외수익으로 인해 상당한 당기순이익을 달성할 수 있었다. 특히 2008년에는 매출보다 당기순이익이 더 크기도 했다. 이러한 막대한 당기순이익은 지분법이익에서 기인했다. 나노트로닉스는 07년부터 09년까지 3년 동안 지분법이익으로만 약 140억원을 기록했으며, 이는 주식교환을 통해 100% 자회사가 된 나노알앤씨의 이익이 반영되었기 때문이었다.

나노알앤씨의 실적은 다음과 같다.

(단위 : 원)

구분	2009년	2008년	2007년
매출	4,448,120,000	6,145,568,000	7,244,476,214
매출총이익	4,093,500,571	5,484,408,331	6,765,612,190
영업이익	2,195,989,817	4,352,631,537	5,865,448,559
당기순이익	295,010,202	6,479,381,158	5,078,916,639

나노알앤씨는 같은 기간 동안 놀라운 실적을 달성했다. 매출은 그리 크지 않았지만 거의 매출에 육박하는 순이익을 달성하는 등 상당한 수익성을 보여주었다. 이는 매출의 대부분이 사실상 매출원가가 거의 없는 로열티매출의 형태였기 때문에 가능했다.

이러한 놀라운 수익성을 가진 자회사를 둔 덕분에 나노트로닉스의 주가는 07년부터 1만원을 전후하는 수준을 기록하는 등 상당한 시장의 관심을 끌 수 있었다.

하지만 같은 기간 나노트로닉스의 현금흐름은 다소 상반된 모습을 보여주었다.

(단위 :원)

구분	2009년	2008년	2007년
영업활동 현금흐름	-3,209,793,338	958,403,304	-2,444,591,649
투자활동 현금흐름	-2,361,637,546	-575,918,288	1,992,847,581
재무활동 현금흐름	6,484,025,060	-518,474,310	
현금의 증가	912,594,176	-135,989,294	-451,744,068

막대한 당기순이익을 달성했음에도 불구하고 나노트로닉스의 영업활동 현금흐름은 오히려 악화되었다. 지분법이익은 회계적인 이익이기 때문에 자회사인 나노알앤씨의 수익이 모회사인 나노트로닉스의 현금으로 연결되지 않기 때문이다. 그래서 나노트로닉스의 현금흐름은 개선되지 못하였고, 2009년에는 사채 발행 및 단기차입금의 차입 등 재무활동을 통해 현금을 조달할 수 밖에 없었다.

그렇다면 과연 같은 시기 나노알앤씨의 현금흐름은 어떠했을까?

(단위 :원)

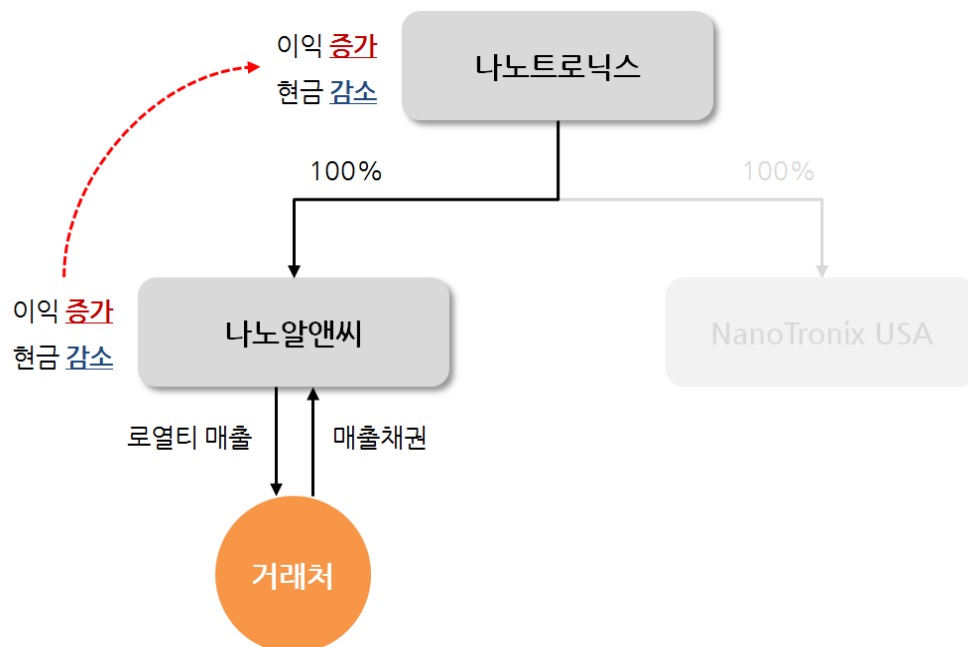
구분	2009년	2008년	2007년
영업활동 현금흐름	4,813,734,157	2,389,974,269	-5,187,032
투자활동 현금흐름	-3,228,047,949	-2,189,540,313	-3,088,464,562
재무활동 현금흐름	1,938,042,128	-754,200,000	4,586,861,112
현금의 증가	3,523,728,336	-553,766,044	1,493,209,518

07년부터 09년까지 나노알앤씨는 약 120억원의 당기순이익을 달성하였으나 실제 영업활동을 통한 현금흐름은 약 70억원 수준에 불과하다. 이는 매출채권의 증가에서도 확인할 수 있다.

(단위 : 원)

구분	2009년	2008년	2007년
매출채권	10,997,418,960	13,307,537,760	7,149,058,480
대손충당금	-2,028,449,706	-779,643,348	-366,040,335

2006년 나노알앤씨의 매출이 약 18억원 수준에 불과했으며 2007년부터 본격적인 매출이 발생했다고 봤을 때, 사실상 나노알앤씨는 거의 모든 매출을 매출채권의 형태로 발생시켰음을 확인할 수 있다. 특히 나노알앤씨가 가장 눈부신 수익을 달성한 07년과 08년는 거의 모든 매출이 매출채권의 형태로 발생된 것으로 보인다. 07년 매출이 약 72억원, 그리고 08년 매출이 약 61억원으로 2년간 매출의 합 133억원이 08년 말 기준 매출채권 총액과 거의 일치하기 때문이다. 즉, 나노알앤씨는 외상으로 매출을 발생시킨 것이다.



그나마 매출채권으로 유지되던 나노알앤씨의 영광은 2009년부터 서서히 기울기 시작한다.

(단위 :원)

구분	2012년	2011년	2010년	2009년
매출	1,164,000,000	1,042,850,000	865,702,796	4,448,120,000
영업이익	-361,621,072	-539,466,502	-2,504,163,564	2,195,989,817
당기순이익	-892,233,155	-1,132,678,354	-3,516,186,085	295,010,202

2010년부터 매출이 급격하게 감소되었으며, 매년 막대한 적자를 기록하기 시작했다. 2009년까지 매출의 대부분을 차지하던 로열티 매출은 2010년부터 사라졌으며, 제품과 상품 매출은 미미한 수준이었다. 뿐만 아니라 해당 매출 역시

거의 대부분이 모회사인 나노트로닉스와 거래를 통해 발생하게 된다.

(단위 : 원)

구분	2012년	2011년	2010년	2009년
나노알앤씨 매출	1,164,000,000	1,042,850,000	865,702,796	4,448,120,000
나노트로닉스에 대한 매출	1,114,000,000	1,042,850,000	318,450,000	196,500,000

하지만 같은 기간 07년과 08년에 누적된 매출채권은 점차 감소되었다.

(단위 : 원)

구분	2012년	2011년	2010년	2009년	2008년
매출채권	5,664,329,960	6,518,268,960	7,621,108,960	10,997,418,960	13,307,537,760
영업이익	-2,535,409,286	-2,262,457,365	-2,261,316,538	-2,028,449,706	-779,643,348

133억원에 달했던 매출채권은 일부 대손 처리되긴 했지만 점차 감소하였다. 즉, 매출채권이 감소해서 밀린 외상값을 받았으니 다소 현금 유입이 발생할 수 있게 된 것이다. 하지만 공교롭게도 같은 시기 나노알앤씨의 씬씬이는 더 커지게 된다.

2010년 나노알앤씨는 2009년에 고작 6천만에 불과했던 경상연구개발비를 자그마치 17억원이나 지출하게 된다. 그리고 꾸준히 무형자산으로 축적해 온 개발비를 2010년에 대규모 비용 처리하여 약 14.7억원의 무형자산손상차손을 인식하게 된다. 또한 2010년에 단기대여금이 약 4.8억원에서 약 14.8억원으로 증가하였으며, 주주임원종업원단기대여금 역시 약 1.2억원에서 20억원으로 대폭 증가하게 된다. 뿐만 아니라 2007년 6월에 발행한 15억원의 전환사채가 2010년 6월에 만기가 도래하면서 전환권이 행사되었으나 전환으로 증가한 자본금에 대해 유상소각을 실시하면서 약 25억원의 자금 유출이 발생하게 된다.

경상연구개발비의 증가와 무형자산손상차손 등으로 인해 2010년 나노알앤씨는 약 35억원의 당기손실을 기록했다. 그리고 현금흐름에 있어서도 35억원의 적자에도 불구하고 매출채권의 감소 등으로 인해 영업활동을 통해 현금이 약 20억원 증가했으나 대여금 집행과 유상감자 등으로 인해 약 44.5억원의 현금의 감소가 발생하게 된다.

2011년에도 판매비와관리비로 분류되는 경상연구개발비를 5.7억원이나 지출했으며, 주주임원종업원대여금 역시 24억원으로 증가하게 된다. 그리고 2012년에는 경상연구개발비를 약 3억원, 그리고 매출채권에 대한 상각으로 약 2.7억원의 비용을 지출하게 된다.

제2기 : 일단 팔고 보자

나노트로닉스는 2006년 말 제어계측기기 사업의 미국 및 북미, 남미, 중미 영업활동을 강화하고 미국 현지 A/S 센터

확충을 통한 미국 현지 경쟁력을 확보하는 동시에 현지 완제품 생산을 통한 제품의 대외인지도 및 경쟁력을 확보하기 위한 목적으로 미국에 NanoTronix USA를 미화 1백만불을 투자해 설립하게 된다.

[NanoTronix USA의 요약 재무정보 (단위 : 천원)]

구분	2010년	2009년	2008년	2007년	2006년
자산	12,289,089	7,150,667	3,520,674	2,164,199	929,999
부채	10,091,914	4,304,589	2,260,150	1,202,331	-
매출	9,816,647	2,323,048	2,618,651	1,393,803	-
당기순이익	-562,176	-82,787	2,652	23,441	-

설립 이듬해인 2007년 나노트로닉스는 미국의 NanoTronix USA에 대해 매출을 발생시켰으며 NanoTronix USA 역시 나노트로닉스로부터 매입한 수준과 근사하게 매출을 발생시켰다. 그리고 꾸준히 자산 총액과 매출액이 늘어 나긴 했지만 실질적 순자산의 증가나 순이익의 증가로 연결되지는 못했다. 2009년 순자산의 증가는 2009년 중에 나노트로닉스가 NanoTronix USA에 대해 추가로 투자를 집행했기 때문이다. 2009년 중 나노트로닉스는 지분법적용투자주식의 취득 목적으로 약 20억원(미화 150만불)을 추가로 지출했다.

결과적으로 나노트로닉스는 NanoTronix USA에 대한 매출을 통해 매출을 급격하게 증가시킬 수 있었다. 하지만 정작 NanoTronix USA의 수익성의 개선이나 기업 가치의 증대는 거의 찾아보기 어렵다.

(단위 : 천원)

구분	2010년	2009년	2008년	2007년	2006년
NanoTronix USA 매출	9,816,647	2,323,048	2,618,651	1,393,803	-
나노트로닉스→ NanoTronix USA 매출	7,800,209	4,010,844	2,781,823	1,270,620	-
나노트로닉스→ NanoTronix USA 매출채권	10,086,235	4,297,936	2,252,183	1,139,913	-
나노트로닉스 매출	20,331,036	9,607,453	5,034,492	9,331,525	-

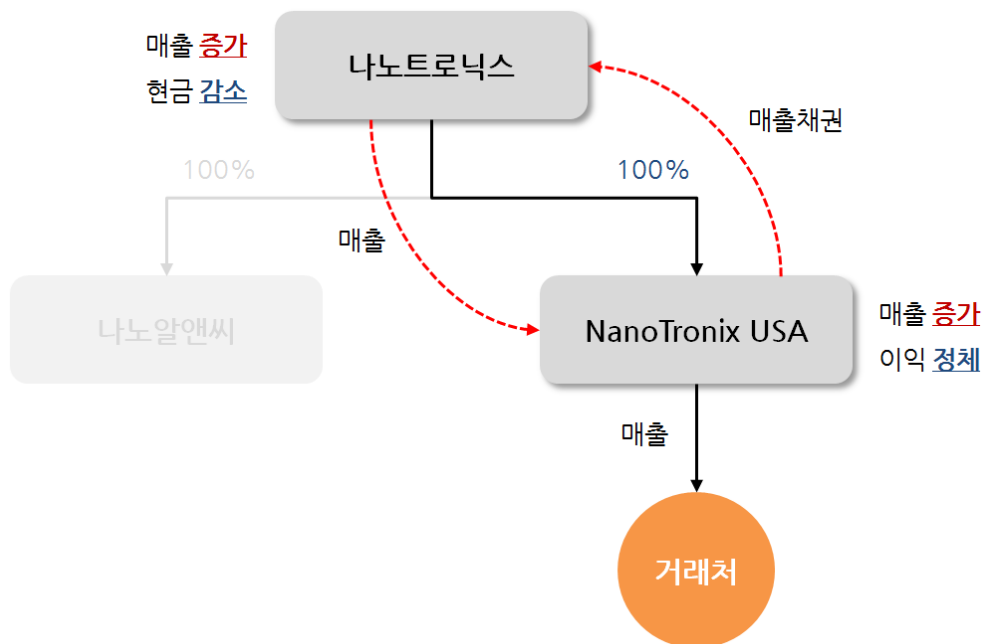
더욱이 같은 기간 동안 나노트로닉스는 NanoTronix USA에 대한 매출의 상당 부분을 매출채권의 형태로 처리했다. 즉, 외상으로 미국 자회사에 물건을 판 것이다. 앞서 살펴본 나노알앤씨가 매출의 대부분을 매출채권의 형태로 판매한 것과 많이 닮아있다. (2011년부터는 감사보고서에서 지분법적용투자회사에 대한 실적을 공개하고 있지 않아 확인이 되지 않는다.)

2011년 회계기준 변경에 따라 감사보고서의 형태가 바뀌면서 데이터의 연속성이 다소 훼손되었다. 하지만 매출채권과 관련해서는 더욱 심각해지고 있음을 확인할 수 있다.

(단위 : 천원)

구분	2013년 반기	2012년	2011년	2010년
나노트로닉스 매출	5,110,122	19,429,585	17,113,850	20,331,036
매출채권	31,755,322	29,351,413	26,525,739	17,241,730
대손충당금	-11,385,538	-6,787,395	-6,029,914	-5,898,401
NanoTronix USA에 대한 매출	3,072,580	11,908,630	9,981,837	7,800,209
NanoTronix USA에 대한 채권	24,978,382	22,392,417	19,555,493	10,086,235

위에서 확인할 수 있는 것처럼 매출의 증가와 함께 매출채권 역시 큰 폭으로 증가하고 있음을 알 수 있다. 뿐만 아니라 매출에 있어서 NanoTronix USA에 의존이 상당함 역시 확인할 수 있다. 결과적으로 나노트로닉스는 2백억원 가까운 매출을 유지하고 있지만 상당 부분이 자회사에 대한 매출이고 그나마도 매출채권의 형태로 이뤄지기 때문에 사실상 회사의 자금 유입은 많지 않은 것이다.



전체 자산 규모를 고려한다면, 나노트로닉스의 매출채권은 더욱더 납득하기 어려운 수준이다. 2012년 말 기준 나노트로닉스의 자산 규모는 약 525억원이며, 유동자산과 비유동자산이 각각 263억원과 262억원으로 절반씩을 차지하고 있다. 유동자산 가운데 매출채권및기타채권은 185억원으로 약 70% 수준이고, 비유동자산 가운데 매출채권및기타채권은 64억원으로 약 24% 수준이다. 그리고 합계로 보면 전체 자산 가운데 약 47.4%가 매출채권 등으로 구성되어 있다. 그리고 종속기업및관계기업투자, 매도가능금융자산, 매각예정자산이 약 177.6억원으로 전체 자산의 약 34%를 차지하고 있다.

2013년 반기 말 기준으로 나노트로닉스의 결손금은 약 17.7억원 수준에 불과하다. 최근 수년간 수십억원의 적자를 기록한 점을 고려해 본다면 크지 않은 수준이다. 하지만 이익잉여금 상당 부분이 과거 나노알앤씨에 의한 지분법 이익 등이었기 때문에 실질적인 자금의 여유는 조금 상황이 다르다. 게다가 최근 매출 역시 NanoTronix USA를 통한 매출이고 대부분이 매출채권으로 구성되어 있기 때문에 역시 나노트로닉스의 자금 유입은 크지 않은 수준이다. 겉으로는 멀쩡해 보이지만 속 빈 강정일수밖에 없는 상황인 것이다.

현금 조달과 자금 사용

2007년 나노트로닉스는 지분법 이익 등을 통해 80억원에 가까운 당기순이익을 기록했다. 하지만 실제 자금이 유입되지 않는 지분법 이익이었으며, 같은 기간 매출채권의 증가 등으로 오히려 영업활동을 통한 현금흐름은 감소했다. 이로 인해 2007년 말 기준 현금및현금성자산은 고작 3억 7천만원에 불과했다. 2008년 역시 60억원에 가까운 당기순이익을 달성했지만 실질적인 영업활동을 통한 현금의 유입은 9.6억원에 불과했다. 그런데 이런 상황에서 나노트로닉스는 자기주식 취득에 약 5억원의 자금을 집행했고, 매도가능증권 취득에 4.5억원을 투자했다. 이로써 2008년 말 기준 나노트로닉스의 현금및현금성자산은 2억 3천만원으로 감소했다. 이익은 계속 발생하고 있는데 정작 주머니는 점점 얇아지고 있는 것이다.

2009년에도 적자는 면했지만 영업활동을 통한 현금흐름은 더욱 악화되어 약 32억원 영업활동을 통한 현금의 감소가 발생했다. 뿐만 아니라 같은 기간 나노트로닉스는 미국 자회사인 NanoTronix USA에 추가 자금을 투자하며 약 20억원의 현금을 지출한다. 가뜰이나 얇아진 주머니 사정을 고려했을 때, 외부 자금 조달은 불가피한 상황이 된 것이다. 2009년 나노트로닉스는 단기차입금과 신주인수권부사채 발행을 통해 70억원의 자금을 조달하게 된다. 외부 자금 조달 덕분에 2009년 말 나노트로닉스의 현금및현금성자산은 11.5억원으로 다소 여유가 생기게 된다.

2010년 나노트로닉스는 대규모 적자를 기록하면서 현금흐름은 다시 어려워지게 된다. 영업활동을 통한 현금의 감소만 57억원에 달한다. 게다가 계열회사에 대한 자금 대여와 선금금 등으로 인해 현금흐름은 더욱 힘들어진다. 결국 부족한 현금을 메우기 위해 다시 한 번 신주인수권부사채를 발행하게 된다. 2010년 3월 나노트로닉스는 그린손해보험을 대상으로 해서 100억원의 신주인수권부사채를 발행하였으며 워런트의 절반은 나노트로닉스의 최대주주이자 대표이사인 한진호가 인수하였다. 대규모 자금 조달 덕분에 나노트로닉스는 2010년 말 약 27억원의 현금을 보유하면서 현금 보유액을 안정적으로 늘릴 수 있었다.

하지만 두둑해진 주머니는 채 1년을 가지 못했다. 2011년 적자 지속에 따라 영업활동을 통해 약 43억의 현금이 감소했다. 결국 2011년에 나노트로닉스는 약 16.5억원의 자금을 추가로 차입해야만 했다. 하지만 2011년 말 현금및현금성자산 보유액은 약 5억 4천만원으로 급감했고 다시 어려운 현금흐름으로 고생을 하게 된다.

결국 2012년 나노트로닉스는 다시 대규모 자금 조달에 나서게 된다. 나노트로닉스는 기 발행한 신주인수권부사채 등 기존 부채를 상환하기 위한 목적 등으로 단기차입금을 조달하고 새로이 신주인수권부사채를 발행하는 등 외부 자금을 조

달했다. 뿐만 아니라 전환사채 발행을 통해 약 10억원을 조달했으며 유상증자를 통해 49억원의 자금을 조달하였다. 이러한 다양한 재무활동을 통해 약 75억원의 순현금이 나노트로닉스로 유입되었다. 이렇게 조달된 자금 덕분에 2012년 말 나노트로닉스의 현금및현금성자산은 다시 31.6억원으로 안정을 되찾을 수 있었다.

하지만 2013년 반기 말 기준으로 다시 나노트로닉스의 현금및현금성자산은 3.6억원으로 줄어들었다. 적자가 지속된 데다가 대여금 등 채권 발생으로 인해 현금의 유출이 발생했기 때문이다.

최근 수년간 나노트로닉스의 현금흐름을 살펴보면 자회사 지분법 이익과 매출의 증대에도 불구하고 지속적으로 영업활동을 통한 현금이 유출이 발생하여 회사의 자금사정을 어렵게 괴롭혔다. 그런 상황에서 신규 투자 및 대여금 등은 더욱 나노트로닉스의 현금흐름을 악화시켰다. 결국 현금흐름을 맞추기 위해 나노트로닉스는 외부 자금을 조달해야만 했고, 수차례에 걸친 신주인수권부사채의 발행과 차입금 조달, 그리고 유상증자 등을 통해 현금을 조달할 수 있었다. 하지만 밑바진 독에 물붓기처럼 영업활동을 통한 현금의 유입이 개선되지 못했기 때문에 지속적인 외부 자금 조달에도 불구하고 여전히 자금 상황은 어렵기만 하다.

이런 과정에서 나노트로닉스의 재무 구조는 악화될 수 밖에 없었다. 2007년 말 기준으로 나노트로닉스는 약 225억원의 자산에 부채는 20억원에 불과했다. 그러던 것이 2010년 말에는 자산 407억원에 부채는 189억원으로 급증했으며, 2012년 말 기준으로는 자산 525억원에 부채는 자산의 절반이 넘는 267억원으로 증가했다.

이러한 재무 구조의 악화는 고스란히 비용 증가로 연결될 수 밖에 없다. 2007년 말 나노트로닉스의 이자비용은 약 2억원에 불과했다. 하지만 2010년에는 이자비용이 14.4억원으로 증가했으며, 2012년에는 21.5억원으로 급증했다. 그리고 2013년 반기까지 벌써 약 10억원의 이자비용을 지출하고 있다. 결국 본래 사업을 통해 현금을 창출하지 못하는 상황에서 지속적인 외부 자금의 조달은 이자비용을 증가시킬 수 밖에 없고 이는 다시 현금흐름을 악화시키는 악순환으로 이어지게 된다.

새로운 돌파구? 하지만..

2013년 8월 나노트로닉스는 화공약품 도소매업을 영위하고 있는 티엘홀딩스의 지분 100%를 인수할 것이라고 공시했다. 매입 대금 150억원은 신주인수권부사채 발행을 통해 조달할 예정이었다. 즉, 티엘홀딩스의 최대주주인 류영길에게 150억원의 신주인수권부사채를 발행하고 류영길은 그 대가로 티엘홀딩스의 지분 100%를 나노트로닉스로 넘긴 것이다. 그런데 신주인수권부사채 발행시 주당 행사가액이 2,430원임을 고려할 때, 150억원의 신주인수권부사채로 발행될 수 있는 주식은 약 617만주 가량이다. 2013년 7월 공시한 나노트로닉스의 최대주주인 한진호의 지분이 약 200만주임을 감안할 때, 신주인수권부사채가 발행된다면 최대주주가 변경될 수도 있는 수준이다. 이에 한진호는 워런트 150억원 가운데 절반이 75억원의 워런트를 1억 5천만원에 류영길로부터 매입하게 된다.

2012년 말 기준 티엘홀딩스의 자산은 약 100억원 수준이지만 매출이 약 863억원으로 그 규모가 상당히 25억원의

당기순이익을 달성할 만큼 수익성도 괜찮은 회사이다. 일부 언론에서는 화학업종의 장기 공급계약 등의 특성을 고려할 때, 티엘홀딩스의 향후 전망도 밝다고 예측했다.

그런데 2013년 10월 티엘홀딩스의 류영길은 자신이 티엘홀딩스의 주식을 보유하고 있는 주주임을 확인하고, 나노트로닉스와 체결된 티엘홀딩스의 지분 및 경영권 양수도 계약이 효력이 없다는 내용의 소송을 제기하게 된다. 언론에 보도된 내용에 따르면 류영길은 나노트로닉스 측에서 계약 조건 불이행으로 계약이 해지되었다고 주장하는 반면에 회사측에서는 이는 류영길의 일방적인 주장이라며 반박하며 양측이 팽팽한 대립이 이어지고 있는 상황이다.

일부에서는 티엘홀딩스의 실적이 양호하나 설립된 지 얼마 되지 않은 회사를 과도한 외부 자금 조달을 통해 인수하는 선택에 대해 의문을 제기하기도 했다.

이러한 과정 속에서 나노트로닉스의 기업 가치는 지속적으로 하락하고 있다. 2013년 10월 23일 종가 기준으로 나노트로닉스의 시가 총액은 194억원에 불과하고 주가는 1,050원으로 조금만 더 하락하면 동전주가 될 처지에 놓여있다. 한 때 나노트로닉스는 유망한 기술과 막강한 수익성 등으로 시장의 호평을 받기도 했다. 일부 증권사 리서치 센터에서는 나노트로닉스를 분석하면서 성장성과 수익성을 견비하고 있다고 칭찬하기도 했다. 하지만 나노트로닉스는 조금씩 가라앉고 있었던 것으로 보인다.

가장 핵심적인 문제는 그 동안 나노트로닉스가 기록한 매출과 이익에 대해 확신과 신뢰를 가지기 어려운 것이다. 회계적인 이익을 폭발적으로 증가시킨 자회사 나노알앤씨의 이익은 대부분이 매출채권을 통한 이익이었으며, 나노트로닉스의 매출 증가 역시 자회사인 NanoTronix USA와의 거래를 통해 발생했고 대금 역시 매출채권으로 보유하고 있기 때문이다. 상식적인 수준에서 정상적인 거래를 통한 매출과 이익이라고 납득하기에는 다소 석연치 않은 부분이 많다. 영리 활동을 목적으로 하는 기업이 가장 본질적인 매출과 이익에 대한 시장의 신뢰를 얻지 못한다면 이는 실로 가뭄지 않은 문제라 할 것이다. 더군다나 나노트로닉스는 2012년 말 기준으로 3,300여명의 주주를 보유하고 있는 상장기업이기 때문에 문제는 더욱 심각하다.

추락하고 있는 나노트로닉스가 완전 침몰하기 전에 나노트로닉스를 살리기 위한 특단의 조치가 필요할 것으로 보인다. 아울러 나노트로닉스 주주들은 나노트로닉스의 기업 가치 변동에 상당한 주의를 기울여야 할 필요가 있을 것으로 판단된다.

※ 네비스탁은 본 보고서 발표에 앞서 나노트로닉스 측에 본 보고서와 관련하여 몇몇 의문점에 대해 질의한 바 있습니다. 이는 시장과 투자자들에게 보다 구체적이고 균형 있는 정보와 분석을 전달하기 위함이었습니다. 하지만 안타깝게도 네비스탁은 나노트로닉스 측으로부터 그 어떤 답변도 받을 수 없었습니다.