

## Governance Opinion

### < 최대주주를 위한 울트라급 법정관리 >

**시** | 공능력 34위의 울트라건설이 갑작스럽게 법정관리를 신청했다고 밝혔다. 단일판매/공급계역 체결 공사와 철도시설관리공단으로부터 낙찰적격심사대상자로 선정되는 등의 호재성 공시가 이어지던 와중에 날벼락처럼 법정관리 신청 공시가 떨어진 것이다. 이로 인해 주식 거래는 정지되었고, 당장 한치 앞을 알 수 없게 된 주주들은 불안감에 초조해 하고 있다.

울트라건설은 회생절차 신청을 통해 경영정상화를 도모하고자 한다고 신청 이유를 밝혔다. 과연 울트라건설의 회생절차 신청 이면에는 무슨 이야기가 숨어 있을까?

#### 누구를 위한 울트라건설인가?

2014년 6월 말 기준 울트라건설의 재무 상황은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	2014년 6월말	2013년 말
유동자산	163,880,300	193,493,396
비유동자산	162,558,814	185,151,928
<b>총 자산</b>	<b>326,439,114</b>	<b>378,645,323</b>
유동부채	217,925,136	285,673,363
비유동부채	34,513,894	20,551,046
<b>총 부채</b>	<b>252,439,029</b>	<b>306,224,409</b>
자본금	40,408,155	40,408,155
이익잉여금	2,880,384	1,249,519
<b>자본총계</b>	<b>74,000,085</b>	<b>72,420,914</b>

위의 표에서와 같이 울트라건설은 현재 소액이지만 이익잉여금도 누적하고 있으며 전혀 자본잠식 상황도 아니다. 게다가 2013년 말과 비교했을 때, 2014년 반기말 기준으로 단기차입금이 약 287억원 가량 감소하는 등 유동부채가 총 677억원 감소하여 총 부채는 약 538억원 가량 감소한 수준이다. 재무적인 상황은 오히려 개선되고 있는 것으로 보인다.

손익계산서 역시 동일한 방향성을 보여주고 있다. 전년 반기 말 보다 매출은 다소 감소하였지만 2014년 반기 말 기준 울트라건설은 총 1,697억원의 매출을 기록했으며, 7억원의 영업이익과 16억원의 반기 순이익을 달성할 수 있었다. 수익 규모가 미미하긴 하나 그래도 여전히 이익을 창출하고 있는 상황인 것이다.

영업활동을 통한 현금흐름은 더욱 양호하다. 2014년 반기말 기준으로 울트라건설이 영업활동을 통해 약 178억원의 현금의 유입이 발생했으며, 2013년 말에는 약 269억원의 현금이 유입되었다. 즉, 울트라건설은 영업활동을 통해 이익을 창출하고 있으며, 현금을 유입시키고 있어 갑작스럽게 회사가 흔들릴 만한 징후를 전혀 보이지 않고 있는 것이다. 단 하나를 빼고 말이다.

울트라건설을 갑작스럽게 뒤흔든 위험 징후는 바로 지급보증이다.

2014년 반기 말 기준으로 울트라건설이 특수관계자를 위해 제공한 지급보증 내역은 다음과 같다.

(단위 : 백만원)

제공받은자	특수관계 유형	보증한도금액	보증내용
(주)오션뷰	기타의 특수관계자	41,115	피담보채무에 대한 연대보증 등
(주)골든이엔씨	기타의 특수관계자	37,005	골든뷰CC골프장 PF연대보증
유원티비엠건설주식회사	종속회사	2,340	기업통장대출에 대한 보증
에스에이치케이에스피씨(주)	기타의 특수관계자	58,500	광교A31블럭참누리아파트 공사도급계약 연대보증

건설업 특성상 대규모 자금이 조달되어야 하므로 사업 진행과정에서 자금 조달이나 지급 보증은 사업 진행을 위해 불가피한 선택일 수 있다. 하지만 이는 궁극적으로 기업 가치를 증대시키기 위해 도전적인 선택이어야 한다. 하지만 울트라건설의 도전적인 지급보증 선택은 울트라건설을 위한 것은 아니었다.

울트라건설이 2014년 반기말 기준으로 약 370억원의 보증한도금액으로 지급을 보증해 준 골든이엔씨는 2007년 설립되어 충북 음성에서 골든뷰 컨트리 클럽 골프장을 건설, 운영하는 회사이다. 최대주주는 지분 100%를 보유한 강현정이며, 강현정은 울트라건설의 대표이사이면서 울트라건설의 최대주주인 Ultracon의 지분 100%를 보유한 최대주주이다.

골든이엔씨는 2013년 말 기준으로 총 자산이 246억원 규모이지만, 총 부채는 자산의 2배가 넘는 538

억원 수준이다. 이미 292억원에 가까운 결손금이 누적되어 완전 자본잠식에 빠져있는 상황이다. 게다가 최근 2년간 수익은 단 한 푼도 발생시키지 못했으며, 이자 비용 등으로 매년 50억원에 가까운 적자가 쌓이고 있다. 누가 봐도 당장 도산해도 이상하지 않을 상황이다.

그도 그럴 것이 골든이엔씨는 2007년 골프장업 및 관광자원개발업 등을 영위하기 위해 토지를 매입하였으나 아직 공사가 시작되지도 않았기 때문이다. 빚을 잔뜩 얻어 대규모 토지를 매입하였으나 전혀 사업의 진척이 없으니 빌려온 돈에 대해 매년 이자만 납부하고 있는 것이다.

하지만 골든이엔씨의 최대주주인 강현정이 골든이엔씨에 투자한 금액은 딱 5천만원이다. 강현정은 5천만원으로 골프장을 건설해 운영하겠다는 원대한 꿈을 꾀는 것이다. 애초에 빚 위에서 시작할 수 밖에 없는 상황이었던 것이다.

2013년 말 기준 골든이엔씨는 약 509억원의 단기차입금을 빌려 쓰고 있다. 외환은행과 경남은행, 그리고 여러 저축은행을 통해 약 305억원의 차입금을 조달해 쓰고 있는데 이들에 대한 연 이자율이 9~11% 수준이다. 매년 10% 이상의 이익률을 달성하지 않으면 적자가 이어질 수 밖에 없는 상황이다. 나머지 약 200억원의 차입금은 울트라건설 등 관계회사에서 조달하고 있다. 그 중 울트라건설은 약 158억원의 대여금을 제공하고 있다.

외환은행이나 경남은행 등 금융권에서는 골든이엔씨가 보유하고 있는 토지 등에 대해 담보권이라도 설정해 대여금에 대한 안전장치를 마련하고 있지만 울트라건설에 대해서는 그나마 담보마저 없는 상황이다. 게다가 이자율 역시 6.9%로 금융권에 비해 현저히 낮은 수준으로 자금을 대여해주고 있다. 울트라건설은 전혀 담보도 제공받지 못하는 상황에서 각각 15~66억원 정도를 대출해 준 금융권보다 훨씬 더 많은 158억원의 대여금을 제공하면서 훨씬 더 낮은 이자율을 적용 받고 있는 것이다. 골든이엔씨는 완전 자본잠식 상태에 전혀 수익이 없는 위험한 회사인데도 말이다.

골든이엔씨에 5천만원을 투자한 강현정 울트라건설 최대주주이자 대표이사를 빼고서는 이해할 수 없는 의사결정이다. 게다가 강현정은 이런 골든이엔씨에서 약 24.4억원의 자금을 차입해 쓰고 있는 상황이다. 강현정이 골든이엔씨에 자금을 대여해준 것이 아니라 언제 쓰러질지 모를 위태위태한 골든이엔씨가 강현정에게 24.4억원의 대여해주고 있는 것이다. 이 모든 출발이 바로 골든이엔씨에 딱 5천만원을 투자한 강현정 울트라건설 대표이사로부터 시작되었다.

울트라건설 강현정 대표이사는 골든이엔씨에 5천만원을 투자했고, 그로부터 울트라건설은 골든이엔씨에 370억원에 가까운 지급 보증을 제공했으며, 158억원의 대여금을 담보 없이 저리에 제공했다. 그리고 빚 잔치를 벌이며 계속기업 가정의 불확실성 문제를 제기받고 있는 골든이엔씨는 최대주주인 강현정 대

표이사에게 24.4억원의 자금을 대여해주고 있는 것이다.

오션뷰는 역시 골든이엔씨와 마찬가지로 골프장을 운영하고 있는 회사이다. 오션뷰의 주주 구성은 다음과 같다.

성명	주식수	지분율
박예자	5,000	50.0
강현정	2,000	20.0
강민구	1,500	15.0
강선정	1,500	15.0
합계	10,000	100.0

오션뷰에서 울트라건설 강현정 대표이사의 지분은 약 20%에 불과하다. 하지만 다른 주주 구성에서 강현정 대표이사와의 연관성을 어렵게 추정해볼 수 있다. 일부 언론 보도에 따르면 강현정의 부친이자 울트라건설의 강석환 전 대표이사는 부인인 박경자 울트라건설 현 회장 사이에 1남 3녀를 두었으며, 그 중 아들이 강민구이며, 둘째 딸이 강현정 대표이사, 그리고 다른 딸이 강선정인 것으로 알려져 있다. 이렇게 본다면, 박예자 역시 박경자 회장과 연관성이 있어 보인다. 게다가 울트라건설의 김재현 상무가 오션뷰의 대표이사를 맡고 있는 점 등을 고려해 보면, 오션뷰 역시 앞서 살펴본 골든이엔씨와 마찬가지로 오너 일가의 개인 회사로 추정된다.

앞서 살펴본 바와 같이 울트라건설은 오션뷰에 대해 골든이엔씨보다 더 많은 보증한도금액 약 411억원의 지급보증을 제공하고 있다. 그런데 오션뷰의 재무 상황 역시 골든이엔씨와 크게 다르지 않다.

2013년 말 기준 오션뷰의 총 자산은 약 1,457억원이며, 총 부채는 약 1,446억원이다. 자산이 거의 부채로 구성되어 있는 것이다. 오션뷰 역시 골든이엔씨와 마찬가지로 자본금은 5천만원에 불과하며, 누적 결손금은 458억원에 달한다. 사실 오션뷰는 2012년 말까지 완전 자본잠식 상황이었다. 총자산 922억원에 부채는 총 1,367억원에 달했다. 그런데 2013년 중에 자산재평가를 통해 약 469억원의 재평가 잉여금이 발생하여 겨우 자본잠식을 벗어날 수 있었던 것이다.

하지만 손익 상황을 살펴보면, 잠시 탈피한 자본 잠식도 그리 오래 갈 것으로 보이지는 않는다. 2013년 오션뷰의 총 수익은 75억원이었으나, 영업이익은 고작 4억원에 불과했다. 그런데 이자비용만 17.7억원에 달해 약 13억원의 손실이 발생했다.

오션뷰는 농협과 외환은행, 경남은행 등으로부터 326억원의 차입금을 조달하고 있으며 이자율은 7~8%

수준이다. 그리고 울트라건설은 외환은행과 농협, 경남은행을 채권자로 하여 오션뷰를 위해 앞서 살펴본 바와 같이 300억원 이상의 지급 보증을 제공하고 있는 것이다.

그런데 울트라건설 입장에서 대규모 지급보증 못지 않게 중요한 문제는 울트라건설이 오션뷰로부터 아직 받지 못한 돈이 약 443억원에 달한다는 것이다. 울트라건설은 2014년 반기말 기준으로 단기차입금으로 약 526억원을, 그리고 장기차입금으로 약 260억원의 자금을 은행권 등으로부터 조달하고 있으며, 단기차입금의 경우 이자율은 최대 10%에 이르고 있는 상황이다. 그리고 2014년 반기말 기준으로 지출한 이자비용만 38.4억원이다. 만약 울트라건설이 오션뷰로부터 받지 못한 443억원을 회수할 수 있다면, 울트라건설을 차입금을 절반 이상 감소시킬 수 있으며, 이자비용을 현저하게 줄여 수익성이 상당 부분 회복될 수 있는 상황이다.

하지만 현재 오션뷰의 상황으로는 울트라건설이 443억원의 미수금을 회수할 수 있을지 의문이다. 오션뷰는 적자를 이어가고 있으며, 현금 창출 능력이 현저히 떨어지기 때문이다. 뿐만 아니라 자산 대부분이 부채로 구성되어 있어 미수금 전액을 정상적으로 상환할 수 있을지 확신할 수 없는 것이다.

울트라건설은 오션뷰로 받을 돈이 있는 채권자이면서 오션뷰를 위해 다른 채권자에게 지급보증까지 제공한 셈이 되었다. 정상적인 의사결정이었다고 판단하기 어렵다. 그리고 오션뷰가 울트라건설의 전폭적인 지원으로 사업이 성공한다 하더라도 울트라건설이 얻을 수 없는 것은 전혀 없다. 울트라건설은 오션뷰의 지분을 전혀 보유하고 있지 않기 때문이다. 울트라건설이 기꺼이 도전적인 위험을 감수해 오션뷰의 성공을 이끈다 하더라도 이는 고스란히 강현정 대표이사과 그의 일가의 몫으로 돌아갈 것이다.

그리고 마지막으로 울트라건설은 에스에이치케이에스피씨에게 보증한도 약 585억원의 지급 보증을 제공하고 있다. 에스에이치케이에스피씨는 주택건설업 등을 영위하는 SHK디벨로프먼트의 100% 자회사이며, SHK디벨로프먼트의 최대주주는 지분 91.85%를 보유한 박경자와 강현정이다. 에스에이치케이에스피씨 역시 강현자 대표이사과 박경자 회장 일가의 개인회사인 것이다.

SHK디벨로프먼트는 약 3억원에 에스에이치케이에스피씨의 지분 100%를 취득했으며, 2013년 말 기준으로 장부가액은 0원이다. SHK디벨로프먼트 감사보고서에 따르면 에스에이치케이에스피씨의 총 자산은 약 633억원이며, 부채는 697억원으로 부채가 자산을 초과하는 완전 자본잠식 상태에 빠져있다. 게다가 2013년 에스에이치케이에스피씨의 총 매출은 56억원에 불과한데 당기순손실은 66억원에 달한다.

그런데 울트라건설은 자본잠식에 현금 창출 능력이 없는 부실한 오너 일가의 개인 회사에 585억원이라는 막대한 지급 보증을 제공한 것이다. 만약 에스에이치케이에스피씨가 잘못되기라도 한다면, 이는 전부 울트라건설이 부담해야 하는 부채가 된다. 울트라건설은 전혀 지분을 보유하고 있지 않은 에스에이

치케이에스피씨를 위해 이러한 위험을 감수하고 있는 것이며, 이는 오너 일가를 대신해 울트라건설이 위험을 부담하는 것이다.

지급보증 뿐만 아니라 울트라건설은 에스에이치케이에스피씨에 대해 약 90억원의 대여금 및 기타 미수금의 채권을 보유하고 있다. 에스에이치케이에스피씨가 부실화 된다면 이러한 울트라건설의 채권 역시 회수 여부가 불투명해질 수 밖에 없다.

이에 더해 에스에이치케이에스피씨의 최대주주인 SHK디벨로프먼트 역시 울트라건설에게 약 207억원을 미지급하고 있는 상황이다. 그런데 SHK디벨로프먼트 역시 총자산 84억원에 부채가 220억원에 달하는 완전 자본잠식 기업이며, 매출은 채 10억원도 되지 못하고 매년 적자를 기록하고 있어 울트라건설이 SHK디벨로프먼트로부터 207억원을 받아낼 수 있을지 확신할 수 없는 상황이다.

앞서 울트라건설의 현재 재무 상황 등을 검토해 봤을 때, 이렇게 갑작스럽게 회생절차를 신청할만한 이유가 없었던 것으로 판단된다. 하지만 오너 일가의 개인회사에 대한 지급보증과 대여금, 미수금 등의 채권이 부실화될 경우 울트라건설의 재무 상황이 급격하게 악화될 수 있는 상황이었다.

그리고 우려는 현실이 되었다. 울트라건설의 회생절차 신청과 함께 골든이엔씨와 오션뷰가 회생절차를 신청했다. 이제 울트라건설은 이들에게 제공한 지급보증에 책임을 져야 하고 이들에 대해 보유하고 있는 채권 가치는 급격하게 하락할 수 밖에 없게 되었다.

골든이엔씨와 오션뷰는 모두 울트라건설 오너 일가의 개인회사인데, 결국 모든 책임은 울트라건설의 몫이 되었다. 반대의 상황을 가정해 보면, 만약 이들 회사의 사업이 성공했다면, 울트라건설의 가치도 증대되었을까? 절대 아니다. 결국 울트라건설은 위험에 대해 책임만 부담하고 성공에 대한 보수는 전혀 가질 수 없는 절대적으로 불리한 선택을 한 것이다. 이는 다시 얘기하면, 울트라건설의 전체 주주는 오너 일가의 성공을 위한 위험한 도박판에서 절대적으로 불리한 선택을 한 '호구'가 된 셈이다. 2013년 말 기준으로 울트라건설의 일반 소액주주는 총 4,133명에 달한다.