

CORPORATE ANALYSIS REPORT OF NAVISTOCK

# CARN

## 기업분석보고서

브이에스에스티 [035400]

기업명	브이에스에스티 [035400]
-----	------------------

작성자	네비스탁 기업평가팀/공인회계사 곽지웅
-----	----------------------

작성일	2010년 6월 1일
-----	-------------

52주 최고가	2,680 원
---------	---------

현재가	155 원
-----	-------

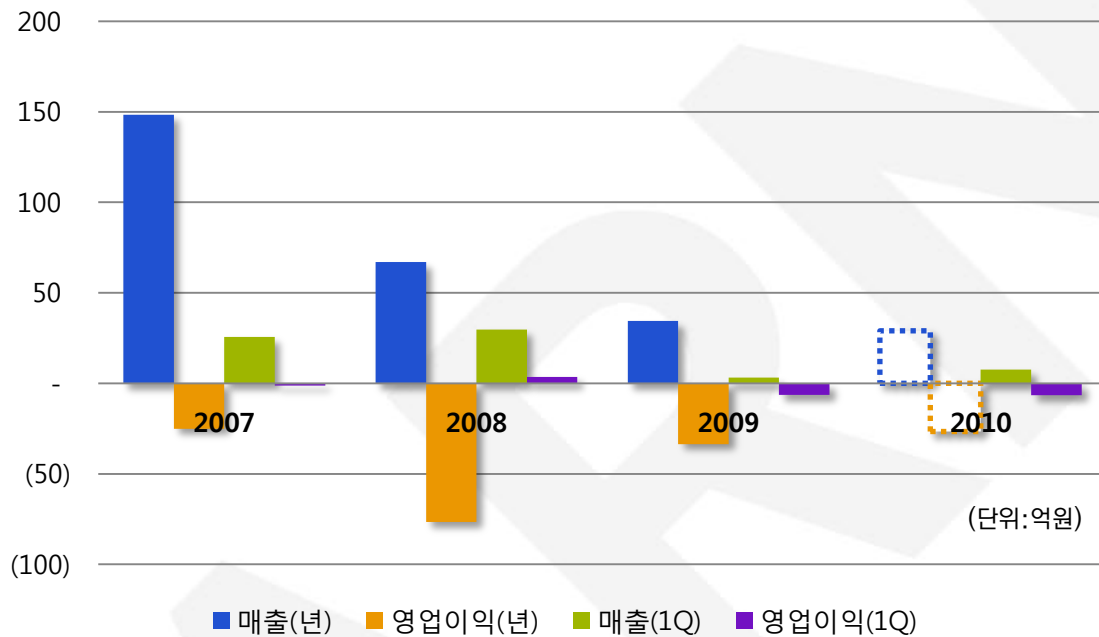
Report No.	Q035400-1014B-D0002
------------	---------------------

#### ■ 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.

### CARN' s Issue 1. 매출의 부진

CARN 보고서 Q035400-0944A-D0001 (이하 'report' 라고 함) 8 페이지 II.재무제표 분석의 3.손익계산서에서 언급하였듯이 주식회사 브이에스에스티(이하 '회사' 라 함)의 매출은 07 년도부터 지속적으로 감소하고 있습니다. 회사가 2010 년 5 월 17 일에 제출한 제 19 기(2010 년) 1 분기 분기보고서에 따르면, **회사는 제 19 기 1 분기에 약 7.6 억원의 매출을 기록하였으나 약 6.7 억원의 영업손실과 14.3 억원의 당기순손실을 기록하였습니다.** 회사의 매출액은 여전히 개선되고 있지 않으며 영업활동을 통한 현금 창출 능력 역시 여전히 취약한 상태임을 알 수 있습니다.



※ 코스닥 상장규정에 따르면 최근 2 개년 사업연도의 매출액이 30 억원 미만일 경우, 상장폐지 사유가 될 수 있습니다.

뿐만 아니라 report 8 페이지 II.재무제표 분석의 3.손익계산서에서 언급하였듯이 회사는 09 년에 가공매입으로 인해 서초세무서로부터 약 1.9 억원의 부가가치세 추징을 고지 받은 바 있습니다.

회사의 매출은 지속적으로 감소하고 있으며 매출액 미달로 인해 상장폐지의 위험으로부터 자유롭지 못한 상황입니다. 그러므로 향후 회사의 매출 추이와 본연의 영업활동을 통한 현금 창출 능력에 대해 지속적으로 관심을 갖고 지켜보아야 할 것으로 보입니다.

### CARN' s Issue 2. 한림창업투자㈜

네비스탁은 report 7 페이지 II.재무제표 분석의 2.재무상태표에서 회사가 09 년 12 월 3 일 한림창업투자㈜의 지분 34%와 경영권을 156 억원에 취득하였음을 언급한 바 있습니다. 아울러 제 18 기(2009 년) 말 기준으로 한림창업투자(주)의 지분과 경영권에 대한 거래가 마무리되지 않아 지분법적용투자주식으로 계상되지 않은 한림창업투자(주)에 대한 투자

금이 지분법적용투자주식으로 전환될 경우 회사의 잠재적 재무 리스크로 작용할 수 있음에 대해 우려를 표명한 바 있습니다.

09년 말 기준으로 회사는 한림창업투자(주)의 지분과 경영권에 대가로 계약금 31.2 억원은 우선 지급하였으나, 잔금 124.8 억원은 법무법인에 에스크로 한 후 2010년 1월 11일에 지급하여 2010년에 거래가 종료된 관계로 09년 말 기준으로 한림창업투자(주)에 대한 투자금은 지분법적용투자자산이 아닌 보증금 계정으로 계상된 것으로 추정됩니다. 보증금 등의 계정은 그 가치가 평가에 따라 변동되지 않지만 지분법적용투자주식 등의 계정은 평가에 따라 그 가치가 변동될 수 있기 때문에 한림창업투자(주)가 지분법적용투자주식으로 전환되어 평가감 될 경우, 이로 인해 발생하는 손실이 회사의 재무상태를 악화시킬 수 있는 것입니다.

그러나 안타깝게도 회사의 제 19기(2010년) 1분기 분기보고서에 따르면 **한림창업투자(주)는 지분법적용투자주식으로 전환되었으며, 1 분기에만 평가차액으로 약 61.1 억원이 평가감 되었습니다.** 즉, 09년 12월 3일에 인수 계약을 체결하고 약 4개월만인 10년 3월 31일 기준으로 그 가치가 약 61.1 억원만큼 감소한 것입니다. 단, 이는 외부 감사인에 의해 검토된 사항이 아니며 분기결산 내역을 적용하여 평가한 것입니다.

(단위: 원)

구분	제 18 기(09년)	제 19 기(10년) 1분기
보증금	10,422,840,650	1,419,730,650
지분법적용투자주식	7,343,223,450	16,633,967,729

제 19기 1분기 회사의 자산총액은 약 274.8 억원이며 그 중 한림창업투자(주)의 장부금액은 156 억원에서 약 61.1 억원 감소하여 약 94.9 억원이며, 제 19기 1분기 기준으로 한림창업투자(주)는 회사 전체 자산의 약 35%를 차지하고 있습니다.

앞에서 살펴본 바와 같이 매출이 지속적으로 감소하고 있는 상황에서 한림창업투자(주)와 같이 막대한 자금을 투자한 자산이 이와 같이 단기간에 대폭 상각되고 있다면 이로 인해 회사가 감당해야 할 재무적 부담은 상당할 것으로 예상됩니다. 그러므로 **한림창업투자(주) 뿐만 아니라 회사가 투자를 결정하고 있는 투자자산들의 상각 및 가치 변동에 대해 보다 주의를 기울여야 할 것으로 보입니다.**

### CARN' s Issue 3. (주)페가서스인터내셔널

report 14 페이지 IV.결론에서 언급하였듯이 회사는 신규사업의 하나로써 해양식물인 우뚝가사라 등의 홍조류로부터 펙트를 생산해 내는 특허를 보유하고 있는 (주)페가서스인터내셔널의 지분 약 35%를 보유하고 있습니다. 회사는 그리고 2010년 4월에 발표한 제 18기 사업보고서와 2010년 5월에 발표한 제 19기 1분기 분기보고서를 통해 (주)페가서스인터내셔널의 사업 진행 과정에 대해 다음과 같이 밝힌 바 있습니다.

구분	내용
2010년 상반기	시험생산공장 및 연구소 준공(예정), 기계/설비 수입 및 설치(예정)
2010년 하반기	시험 생산 개시

그러나 본 보고서의 작성시점인 2010년 6월 1일 기준으로 회사는 (주)페가서스인터내셔널의 사업 진행 과정과 관련하여 공시나 뉴스 등을 통한 그 어떠한 발표도 없었습니다.

회사는 08년 2월 약 62.1억원을 투입하여 (주)페가서스인터내셔널의 주식 62,055주를 취득하였으며 현재는 (주)페가서스인터내셔널의 지분 약 35%를 보유 중에 있습니다. 그러나 09년 말 기준으로 (주)페가서스인터내셔널의 장부가치는 취득원가 62.1억원에서 약 39.6억원으로 감소하였으며, 또 다시 평가감되어 2010년 3월 말 기준으로 장부가치는 약 37.6억원에 불과합니다.

(주)페가서스인터내셔널의 앞에서 언급한 한림창업투자(주)와 더불어 회사의 투자자산 가운데 가장 많은 부분을 차지하고 있는 중요한 자산입니다. 그렇기 때문에 회사의 향후 기업가치 및 사업성 등을 결정함에 있어서 (주)페가서스인터내셔널의 사업성과 그 진행상황은 매우 중요한 변수로 작용할 수 있습니다. 그리고 앞에서 살펴 본 한림창업투자(주)와 마찬가지로 만약에 (주)페가서스인터내셔널의 가치가 지금과 같이 지속적으로 상각된다면 이로 인해 회사가 감당해야 하는 재무적 부담은 상당할 수 있습니다.

#### CARN's Issue 4. 대표이사의 변경

회사의 최근 대표이사 변경 내역은 다음과 같습니다.

변경일	대표이사		변경사유
	전	후	
07. 5. 25	설준희	소민석	최대주주의 효율적인 경영관리를 위해
09. 3. 27	소민석	김도현	전문경영인을 통한 기업혁신과 효율적 경영관리를 위해
10. 3. 12	김도현	소민석	최대주주의 효율적인 경영관리를 위해
10. 5. 26	소민석	민봉기	

회사는 2010년 5월 26일 임시주주총회를 통해 사내이사 민봉기와 사외이사 어준호 선임의 건을 가결한 바 있습니다. 그리고 사내이사로 선임된 민봉기는 최대주주인 소민석을 대신해 대표이사로 선임되었습니다.

그러나 위의 표와 같이 회사는 2010년 3월 12일 최대주주의 효율적 경영관리를 목적으로 최대주주인 소민석을 대표이사로 선임하였으나 불과 3개월도 지나지 않은 시점에서 다시 전혀 지분을 보유하고 있지 않은 민봉기를 대표이사로 변경 하였습니다. 짧은 기간 내에 찾은 대표이사의 변경 사유에 대해 관심을 가져야 할 것으로 보이며, 추후 대표이사 및 최대주주의 행보에도 지속적으로 주의를 기울여야 할 것으로 보입니다.