

CORPORATE ANALYSIS REPORT OF NAVISTOCK

CARN

기업분석보고서

지앤알[043630]

기업명	지앤알 [043630]
작성자	네비스탁 기업평가팀
작성일	2010년 12월 22일
52주 최고가	2,000 원
현재가	221 원
Report No.	Q043630-1034B-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.

네비스탁은 CARN보고서 Q043630-1224A-D0001(이하 보고서라고 함)를 통해 회사의 재무적 위험성에 대해 언급한 바 있습니다. 이를 다시 간단히 요약하면 다음과 같습니다.

1. 유동성 위기

2010년 반기 기준으로 회사의 당좌자산의 대부분이 매출채권 및 공사미수금, 단기대여금 등으로 구성되어 있어 유동성 위기에 직면할 수 있는 위험성이 상존하고 있습니다. 현금흐름 역시 유상증자 등을 통해 대규모 현금을 조달하였음에도 불구하고 매출채권과 공사미수금이 회수되지 않아 영업활동에서 막대한 현금의 유출이 발생하고 있기 때문에 회사는 지속적으로 유동성 위기에 노출되어 있습니다.

2. 취약한 수익 구조

회사는 09년에 약 430억원의 매출과 45억원의 영업이익을 시현한 바 있으나 2010년 반기에는 매출이 63.8억원으로 급감하였을 뿐만 아니라 약 24.5억원 영업손실이 발생하였습니다. 게다가 회사의 주된 매출처인 태양광발전 시스템 설비 도급공사 및 트랙커(태양광 추적장치) 등과 같은 관련 제품 공급 계약이 수차례 수정되어 계약 규모가 축소되는 경우가 왕왕 발생하고 있으며 심지어 계약이 해지되기도 하였습니다. 또한 거래 상대방인 주요 공사 발주처들 가운데 재무상태가 건전하지 못한 업체들이 일부 존재하고 있으며 더욱이 회사는 이러한 거래 상대방에 대해 채무보증을 제공하고 있어 그 위험성은 더욱 배가되고 있습니다.

3. 우회상장에 따른 부담

08년 10월 (주)대림솔라는 (주)자원메디칼(현 회사)을 통해 코스닥에 우회상장하였습니다. (주)자원메디칼과 (주)대림솔라의 합병 비율은 1:69.2704615였으며 이로 인해 약 1,916만주의 합병신주가 발행되었으며 영업권 약 149.7억원이 발생하였습니다. 합병신주에 따른 발행주식수 급증으로 인한 희석화가 불가피할 뿐만 아니라 영업권 일시 상각에 따른 영업외비용으로 인해 대규모 결손금이 발생하여 지속적으로 재무구조를 악화시키고 있습니다.

그런데 회사는 2010년 12월 16일 코스닥시장본부로부터 부도설에 대한 조회공시를 요구받게 되었으며 이에 당좌수표 약 24.9억원을 결제하지 못하였으나 그 다음날 결제금액을 전액 입금하여 결제 완료하여 은행거래가 정상적으로 이뤄지고 있다고 밝힌 바 있습니다.

그런데 회사는 KRX가 주관하는 KRX 리서치 프로젝트(KRP)에 참여하여 다소 긍정적인 전망의 기업분석보고서가 2차례 발간되어 일반 투자자들에게 제공된 바 있습니다. 이에 네비스탁은 일반 투자자 보호를 위해 공정한 시각에서 2010년 3분기 분기보고서를 기준으로 회사의 재무 상태를 객관적으로 점검하고자 합니다.



1. 지속적인 재무구조의 악화

회사의 2010년 3분기 재무상태표의 유동자산 가운데 다음과 같은 부분을 주목해 볼 필요가 있습니다.

(단위:원)

구분	'10년 3분기	'10년 반기	'09년	'08년
유동자산	44,986,128,726	47,722,881,344	51,273,800,875	32,247,422,486
당좌자산	41,177,918,135	43,597,998,574	46,187,971,178	28,959,782,071
매출채권	28,941,748,265	28,068,120,002	27,378,489,757	7,847,630,992
대손충당금	(6,151,850,975)	(3,914,745,697)	(2,408,317,731)	(695,564,342)
공사미수금	14,205,208,363	14,602,237,583	12,532,046,255	2,152,008,566
대손충당금	(2,132,935,218)	(1,211,071,728)	(602,908,665)	(15,523,344)
단기대여금	5,305,191,370	4,950,191,370	4,451,902,370	2,627,849,500
대손충당금	(1,083,830,000)	(621,859,000)	(545,230,000)	(145,674,100)

회사는 위에서 언급한 바와 같이 당좌자산 가운데 매출채권 및 공사미수금, 단기대여금의 비중이 높아 유동성 위험에 노출되어 있습니다. 그런데 위의 표와 같이 2010년 반기에 비해 3분기에 매출채권, 공사미수금, 단기대여금에 대한 대손충당금이 대폭 증가한 것을 확인할 수 있습니다. 즉, 매출채권 및 공사미수금, 그리고 단기대여금에 대한 회수가능성이 더욱 불투명해진 것입니다.

부도설이 나돌 만큼 회사의 유동성은 상당한 위기 상태에 놓여 있다고 볼 수 있습니다. 회사가 유동성을 확보하여 이러한 위기를 극복하기 위해서는 매출채권 및 공사미수금, 단기대여금 등의 회수가 매우 중요할 수 있습니다. 그런데 이와 같이 회수가능성이 더욱 희박해진다면 회사의 유동성 위기는 예상보다 강하게 회사를 압박할 수 있을 것으로 사료됩니다.

또한 회사의 자산 항목 가운데 건설중인자산과 미착기계 항목에 대해서도 검토해 볼 필요가 있습니다.

(단위:원)

구분	'10년 3분기	'10년 반기	'09년	'08년
건설중인자산	3,937,176,252	3,204,458,084	764,619,173	-
미착기계	730,685,340	-	-	-

회사는 그 동안 공시 등을 통해 신규사업을 위해 광주첨단광산업단지에 태양전지모듈제조 라인을 구축중이라고 밝힌 바

있습니다. 위 표의 건설중인자산과 미착기계는 회사가 신규사업 추진과 관련해 진행중인 자산 항목으로 보입니다. 그리고 회사가 최근 실시한 주주배정후 실권주 일반공모 유상증자를 통해 조달한 약 50.7억원 가운데 약 8.4억원을 태양전지모듈제조 관련 기계설비 도입에 사용하고 약 13.6억원을 모듈제조 원부자재 구매에 사용할 것이라고 밝혔습니다.

그런데 앞서 언급한 바와 같이 회사는 상당한 유동성 위기를 겪고 있습니다. 또한 회사는 최근 실시한 주주배정후 실권주 일반공모 유상증자에서 주주배정 청약율이 26%에 불과하였습니다. 즉, 유동성 위기에 처한 회사가 어렵게 조달한 유상증자 자금의 약 43%인 22억원이 신규사업에 투자될 예정인 것입니다. 이러한 상황을 종합해 보았을 때, 즉각적인 유동성 개선은 다소 어려울 것으로 보입니다. 그런데 역으로 회사는 또 주주배정후 실권주 일반공모 유상증자를 위해 제출한 증권신고서를 통해 회사의 유동성 확보를 위해 준공 예정인 공장 등의 보유자산을 향후 유동화할 계획이라고 밝히기도 하였습니다. 유상증자로 조달한 금액을 신규사업에 투자할 것이라고 밝힌 부분과 정면으로 배치되는 내용으로 상식적으로 다소 이해하기 어려운 계획으로 보입니다. 뿐만 아니라 준공 예정인 공장 등의 보유자산을 유동성 확보를 위해 유동화할 경우 회사의 영업활동을 통해 현금 창출은 더욱 힘들어질 수 있습니다. 그렇게 되면 보유자산 유동화를 통해 일시적인 유동성은 확보할 수 있을지 모르지만 주된 사업을 통한 현금 창출이 개선되는 것이 아니기 때문에 미봉책에 그칠 가능성이 많을 것으로 보입니다. 이와 같이 회사는 현재 진퇴양난의 상황에 처해 있으며 그렇기 때문에 회사가 현재 겪고 있는 유동성 위기는 일시적인 조치를 통해 해결될 수 있는 간단한 문제로는 보이지 않습니다.

2. 수익성 하락

회사의 최근 손익계산서를 통해 우리는 회사가 갖고 있는 치명적인 위험을 확인할 수 있습니다.

(단위:원)

구분	2010년			2009년		
	3분기	2분기	1분기	3분기	2분기	1분기
매출	1,615,042,516	1,202,523,442	5,174,580,952	13,417,780,529	12,165,879,309	10,552,664,341
매출원가	1,503,897,699	1,269,570,737	3,923,441,188	9,225,068,468	9,198,064,481	8,688,697,513
제품매출	789,244,737	537,532,000	2,855,490,000	9,518,708,845	6,554,142,000	7,788,454,545
제품매출원가	1,060,956,371	582,927,561	1,893,690,561	6,357,698,387	4,629,055,559	6,404,857,333
상품매출	598,438,000	-	-	28,479,000	3,670,330,655	672,221,259
상품매출원가	179,859,000	-	-	27,387,690	2,797,411,724	622,959,455
공사수익	227,359,779	661,355,079	2,319,090,952	3,870,592,684	1,941,406,654	2,091,988,537
공사원가	263,082,328	686,643,176	2,029,750,627	2,839,982,391	1,771,597,198	1,660,880,725

우선 회사의 매출액이 09년에 비해 2010년에 급격히 감소했음을 확인할 수 있습니다. 2010년 1분기는 약 51.7억원의 매출을 달성했지만 2분기, 3분기 연속하여 12억원, 16억원으로 전년 동기 대비 최대 10% 수준으로 급격히 감소한

수준의 매출을 달성하였습니다. 회사가 영위하고 있는 태양광발전 관련 사업이 경기 침체나 정부 정책의 변경에 민감하게 반응한다는 점을 충분히 고려한다고 할지라도 이러한 급격한 매출의 감소는 상식적으로 납득이 어려운 것이 사실입니다.

또한 매출 대비 매출원가의 비율이 급격히 증가하고 있다는 점 또한 심각하게 고려해야 할 것입니다.

(단위:%)

구분	'10년 3분기	'10년 2분기	'10년 1분기	'09년 3분기	'09년 2분기	'09년 1분기
매출원가율	93.12	105.58	75.82	68.75	75.61	82.34
제품매출원가율	134.43	108.45	66.32	66.79	70.63	82.24
상품매출원가율	30.05	-	-	96.17	76.22	92.67
공사수익원가율	115.71	103.82	87.52	73.37	91.25	79.39

※ 원가율 = 매출원가/매출액

09년과 2010년 1분기에는 매출원가율이 68%~82% 수준을 보여주었으나, 2010년 2분기에는 100%를 초과하여 105.58%, 그리고 2010년 3분기에는 93.12%를 기록하였습니다. 더욱이 회사 매출의 대부분을 차지하는 제품매출과 공사수익에서 원가율이 급격히 상승하였습니다. 2010년 2분기와 3분기 모두 제품매출원가율과 공사수익원가율이 모두 100%를 초과하였습니다. 즉, 회사는 손해 보는 장사를 계속 해왔던 것입니다.

앞서 언급한 바와 같이 회사는 심각한 유동성 위기 상황에 봉착해 있습니다. 물론 당장 외부에서 자금을 조달하여 일시적으로 유동성 위기를 극복할 수도 있을 것이나 보다 근본적으로는 주된 사업을 통해 현금을 창출할 수 있어서 계속기업으로서 존속할 수 있을 것입니다. 그러나 기본적으로 매출원가조차 극복할 수 없는 사업이라면 그 사업 자체의 사업성에 대해 진지하게 고민해 보아야 할 것입니다.

3. 결손금 누적

회사의 최근 자본상황은 다음과 같습니다.

구분	'10년 3분기	'10년 2분기	09년	08년
자본금	24,096,959,000	24,096,959,000	23,373,964,000	12,860,847,000
자본잉여금	49,182,614,653	49,182,614,653	48,386,176,180	35,253,468,873
자본조정	-18,798,706,052	-18,798,706,052	-18,798,706,052	-20,704,193,206
이익잉여금(결손금)	-24,917,017,907	-20,197,265,623	-14,005,461,840	-15,048,814,170
자본총계	29,563,849,694	34,283,601,978	38,955,972,288	12,361,308,497

위의 표와 같이 회사의 결손금은 지속적으로 누적되어 가고 있습니다. 08년에 (주)대림솔라 합병 과정에서 발생한 영업권을 일시 상각하면서 결손금의 규모가 급격히 증가하였으며 09년에 당기순이익을 달성하여 결손금의 규모를 일부 감소시켰으나 2010년에 매출이 급감하면서 결손금의 규모는 눈덩이처럼 불어난 상황입니다.

2010년 3분기를 기준으로 했을 때는 결손금이 추가로 누적될 경우 자본잠식에 빠질 가능성도 배제할 수는 없습니다. 물론 최근에 회사는 일반공모증자와 주주배정우 실권주 일반공모증자, 2차재 증자를 통해 자본금 및 자본잉여금을 확충하여 당장 자본잠식의 위험은 일부 해소되었다고 볼 수 있습니다. 다만, 앞서 살펴본 바와 같이 회사가 지속적으로 주된 사업을 통해 이익을 달성하지 못한다면, 회사는 자본잠식의 위험에서 벗어나기 어려울 수 있습니다. 더욱이 주주배정우 실권주 일반공모증자에서 구주주의 청약현황이 약 26%에 불과했으며 최근 부도설로 인해 잔액인수를 했던 교보증권이 전량 보유증권을 매도하는 등 향후 회사가 증자 등을 통해 추가로 자본금을 확충함에 있어서 장애물이 많을 수 있습니다. 그리고 2010년 12월 22일 종가 기준 회사의 주가는 221원으로 액면가 500원을 훨씬 밑돌고 있습니다. 일반적으로 액면가 아래에서 증자 등을 통해 자금을 조달하는 것에 어려움이 많기 때문에 회사의 주가가 반등하지 않는 한, 한 동안 추가로 증자 등은 어려울 수 있습니다. 그러나 회사의 주가가 반등하기 위해서는 주된 사업을 통해 이익을 창출하는 등의 실적이 뒷받침되어야 할 것이나 이 부분 역시 앞서 누누이 언급한 바와 같이 단기간에 가시적인 성과를 달성하기에는 다소 어려움이 있을 것으로 보입니다. 그렇기 때문에 경우에 따라서는 자본감소 등의 극단적인 조치가 취해질 가능성에 대해서도 배제할 수는 없을 것으로 사료됩니다.