CORPORATE ANALYSIS REPORT OF NAVISTOCK

CARN

# 기업분석보고서

## CU전자 [056340]

**아낌없이 주는 CU전자?**

NAVISTOCK
WWW.NAVISTIOCK.COM

| | |
|---|---|
| 기업명 | CU전자 [056340] |
| 작성자 | 네비스탁 기업평가팀 |
| 작성일 | 2012년 5월 29일 |
| 52주 최고가 | 715 원 |
| 현재가 | 391 원 (액면가 500원) |
| Report No. | Q056340-1144C-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.

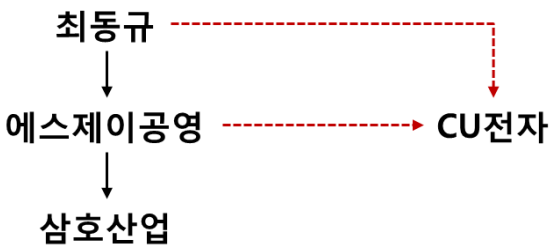
## Issue. 아낌없이 주는 CU전자?

2007년 1월 15일 CU전자(당시 사명은 동양크레디텍)의 전 최대주주인 조휘남 등은 에스제이공영, 최동규에게 보유지분 3,037,632주(33.02%) 및 경영권을 양도하는 계약을 체결하게 된다. 당시 보유지분 및 경영권 양수도 계약의 주요 내용은 다음과 같다.

| | |
|---|---|
| 매각주식수 | 3,037,632 주 (33.02%) |
| 총 매각대금 | 140 억원 (주당 4,609원) ※ 2007.01.15 종가 2,710 원 |

지분공시를 통해 최동규 등은 CU전자 지분 취득에 소요된 자금 140억원 가운데 92억원을 은행 등에서 차입하였다고 밝혔으며, 실제로 에스제이공영의 2007년 감사보고서 상의 현금흐름표에서 에스제이공영이 약 96.6억원의 단기차입금을 조달하였음을 확인할 수 있었다.

당시 에스제이공영은 건설원자재인 골재 생산, 판매, 운송을 주업으로 하고 있으며 계열회사로 레미콘 및 아스콘 제조, 판매, 운송을 주업으로 하는 ㈜삼호산업을 보유하고 있었다. 그리고 당시 에스제이공영의 최대주주는 최동규(47%)였다.




에스제이공영은 1996년에 설립되었으며 사명은 석준공영 → 에스제이공영 → CU공영 → 서진으로 변경되었다. 그리고 에스제이공영은 2001년 4월에 삼호산업을 계열회사로 편입하였다. 에스제이공영 및 최동규가 CU전자의 경영권을 획득하던 시기의 각 회사들의 재무 상황은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

| 구분 | 2006년 | | | 2005년 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | CU전자 | 에스제이공영 | 삼호산업 | CU전자 | 에스제이공영 | 삼호산업 |
| 자산 | 32,791,224 | 21,582,253 | 20,573,809 | 32,627,578 | 22,499,825 | 17,475,091 |
| 부채 | 4,398,841 | 8,538,705 | 11,435,993 | 4,699,714 | 9,843,715 | 9,059,737 |
| 자본 | 28,392,383 | 13,043,549 | 9,137,816 | 27,927,864 | 12,656,110 | 8,415,354 |
| 자본금 | 4,600,000 | 1,500,000 | 2,309,970 | 4,600,000 | 1,500,000 | 2,309,970 |
| 이익잉여금 | 22,148,417 | 11,553,563 | 6,732,280 | 21,645,287 | 11,120,372 | 5,914,500 |
| 매출 | 28,662,959 | 15,226,370 | 12,591,775 | 33,049,904 | 34,134,079 | 13,172,711 |
| 영업이익 | 4,909,393 | 1,120,838 | 1,445,933 | 6,063,303 | 4,455,758 | 1,586,215 |
| 당기순이익 | 1,552,803 | 433,191 | 817,781 | 4,321,524 | 3,116,682 | 1,016,383 |

위의 표에서와 같이 에스제이공영 및 최동규가 CU전자의 경영권을 획득하는 시점의 CU전자와 에스제이공영, 그리고 삼호산업은 모두 우량한 재무구조를 갖고 있었다.

최동규 등이 CU전자의 경영권을 확보한 이후 CU전자는 새로이 태양광 사업의 진출을 선언하는 등 상당한 사업의 변화와 함께 재무 상황 역시 급격한 변화를 겪게 된다.

(단위 : 천원)

| 구분 | 2011년 | 2010년 | 2009년 | 2008년 | 2007년 | 2006년 | 2005년 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 자산 | 74,335,885 | 93,861,388 | 75,653,655 | 47,933,825 | 28,414,535 | 32,791,224 | 32,627,578 |
| **부채** | **15,115,405** | **34,073,553** | **29,246,737** | **14,481,251** | **9,801,908** | **4,398,841** | **4,699,714** |
| 자본 | 59,220,479 | 59,787,834 | 46,406,917 | 33,452,574 | 18,612,627 | 28,392,383 | 27,927,864 |
| **자본금** | **25,768,073** | **25,768,073** | **12,969,435** | **6,519,435** | **4,600,000** | **4,600,000** | **4,600,000** |
| **자본잉여금** | **21,206,033** | **21,334,362** | **13,603,381** | **9,552,906** | **4,836,927** | **4,247,084** | **4,247,084** |
| **이익잉여금** | **12,781,006** | **13,739,180** | **20,622,647** | **17,354,870** | **12,905,071** | **22,148,417** | **21,645,287** |
| 매출 | 3,917,848 | 19,930,571 | 22,780,184 | 17,995,012 | 17,404,365 | 28,662,959 | 33,049,904 |
| 영업이익 | -2,958,903 | -3,335,087 | 1,203,872 | 1,264,054 | -5,125,748 | 4,909,393 | 6,063,303 |
| 당기순이익 | -958,174 | -5,912,456 | 5,622,031 | 4,449,799 | -9,243,346 | 1,552,803 | 4,321,524 |

(※ 2010년과 2011년 재무정보는 연결재무제표가 아닌 개별재무제표를 기준으로 함)

위의 표에서와 같이 최동규 등이 CU전자의 경영권을 확보한 이후 자산 규모가 급격하게 증가하였음을 확인할 수 있다. 그런데 자산의 증가와 더불어 부채와 자본금의 규모가 함께 증가하였음을 알 수 있다. 즉, 자산의 증가가 영업활동을 통한 이익 달성을 통해서가 아니라 부채 및 자본 조달을 통해 이뤄졌음을 짐작할 수 있는 것이다. 또한 같은 기간 동안 CU전자의 매출이나 이익구조가 획기적으로 개선되지 않았으며 이익잉여금이 감소하고 있다는 사실이 다시 한번 이를 증명하고 있다. 이러한 사실은 CU전자의 현금흐름표를 보면 더욱 분명해진다.

(단위 : 천원)

| 구분 | 2011년 | 2010년 | 2009년 | 2008년 | 2007년 | 2006년 | 2005년 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 영업활동 | 3,153,316 | -1,545,387 | -2,930,882 | -3,226,162 | -1,495,679 | 1,856,482 | 2,670,456 |
| 투자활동 | 10,376,403 | -17,928,931 | -21,387,121 | -3,949,742 | -8,383,507 | 762,298 | 730,673 |
| 재무활동 | **-13,410,977** | **19,339,398** | **24,594,662** | **9,837,189** | **6,416,418** | **-1,049,673** | **-1,415,877** |
| 단기차입금 차입 | -4,614,280 | 1,898,050 | 4,553,563 | 2,596,437 | 2,850,000 | - | - |
| 장기차입금 차입 | - | - | - | 1,560,000 | - | - | - |
| BW 발행 | -9,187,515 | -2,516,822 | 10,447,936 | - | 4,000,000 | - | - |
| 유상증자 | - | 19,958,170 | 9,593,163 | 6,759,166 | | - | - |
| 배당금 지급 | - | - | - | - | - | 1,049,673 | 1,415,877 |

위의 현금흐름표에서 볼 수 있는 것처럼 최동규 등이 CU전자의 경영권을 획득한 2007년부터 2010까지 영업활동을 통한 현금의 유입은 단 한 차례도 없었으며 상당한 자금이 단기차입금 및 유상증자, BW 발행 등을 통해 조달되었고,

이렇게 조달된 자금은 대여금 등 투자활동으로 유출되었음을 확인할 수 있다.

CU전자의 최근 사업연도의 주요 재무 정보를 보다 구체적으로 살펴 보면 다음과 같다.

(단위 : 천원)

| 구분 | 2011년 | 2010년 |
|---|---|---|
| 자산 | 74,335,885 | 93,861,388 |
| (유동)매출채권 및 기타채권 | 9,360,272 | 55,539,904 |
| (비유동)장기성매출채권 및 기타채권 | 38,728,869 | 2,990,446 |
| 부채 | 15,115,405 | 34,073,553 |
| 단기차입금 | 7,283,769 | 11,898,050 |
| 유동성신주인수권부사채 | 4,088,308 | 7,620,628 |
| 신주인수권부사채 | - | 4,696,448 |
| 자본 | 59,220,479 | 59,787,834 |
| 자본금 | 25,768,073 | 25,768,073 |
| 자본잉여금 | 21,206,033 | 21,334,362 |
| 이익잉여금 | 12,781,006 | 13,739,180 |

위의 최근 2개 사업연도의 재무정보를 통해 CU전자가 부채 조달과 주식 발행 등을 통해 상당한 자금을 조달하였으며, 이렇게 조달된 자금의 상당 부분을 채권의 형태로 보유하고 있음을 알 수 있다. CU전자의 채권의 구성을 세부적으로 살펴보면 다음과 같다.

(단위 : 백만원)

| (유동)매출채권 및 기타채권 | | |
|---|---|---|
| **구분** | 2011년 | 2010년 |
| 매출채권 | 7,035 | 13,466 |
| 대손충당금 | -2,451 | -2,451 |
| 소계 | 4,585 | 11,015 |
| 유동성장기매출채권 | - | 1,213 |
| 대손충당금 | - | -37 |
| 소계 | - | 1,176 |
| 미수금 | 3,873 | 3,295 |
| 대손충당금 | -3,489 | -2,995 |
| 소계 | 384 | 300 |
| **단기대여금** | **1,821** | **40,344** |
| 대손충당금 | -10 | - |
| 소계 | 1,811 | 40,344 |
| 미수수익 | 2,580 | 2,705 |
| 합계 | 9,360 | 55,540 |

| (비유동)장기성매출채권 및 기타채권 | | |
|---|---|---|
| 구분 | 2011년 | 2010년 |
| 장기매출채권 | 3,943 | 2,730 |
| 현재가치할인차금 | -647 | -472 |
| 대손충당금 | -423 | - |
| 소계 | 2,873 | 2,258 |
| **장기대여금** | **34,354** | **-** |
| 장기미수이자 | 1,499 | - |
| 보증금 | 2 | 732 |
| 합계 | 38,728 | 2,990 |

위의 표에서와 같이 CU전자는 채권 중 상당 부분이 대여금의 형태로 구성되어 있다. 2010년에 단기대여금 약 403억원에서 2011년에 장기대여금 약 344억원으로 그 형태만 변했을 뿐, 여전히 대여금 등으로 수백억원의 채권이 존재하고 있다.

그렇다면 과연 CU전자 자산의 상당 부분을 구성하고 있는 대여금은 누구에게 제공된 것인가?

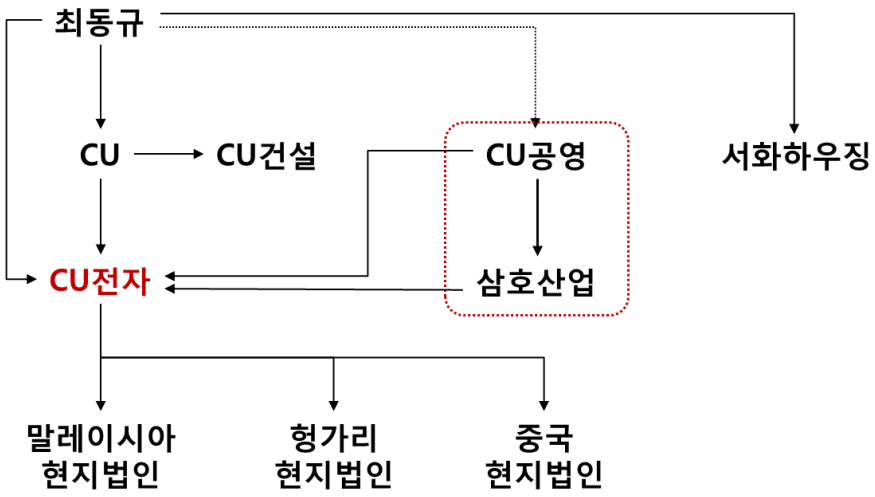
CU전자의 감사보고서 상에 기재된 최근 사업연도 특수관계자에 대한 대여금 내역은 다음과 같다.

(단위 : 백만원)

| 구분 | 2011년 | 2010년 |
|---|---|---|
| ㈜서화하우징 | 9,202 | 14,896 |
| ㈜삼호산업 | 19,423 | 797 |
| ㈜CU건설 | 7,465 | 24,561 |
| 임직원 | - | 90 |
| 합계 | 36,090 | 40,344 |

CU전자로부터 막대한 대여금을 제공받은 ㈜서화하우징 등은 CU전자와 전혀 지분관계가 없다. 그렇다면 과연 CU전자와 저들의 관계는 무엇인가?

**2011년말 기준 지배구조**



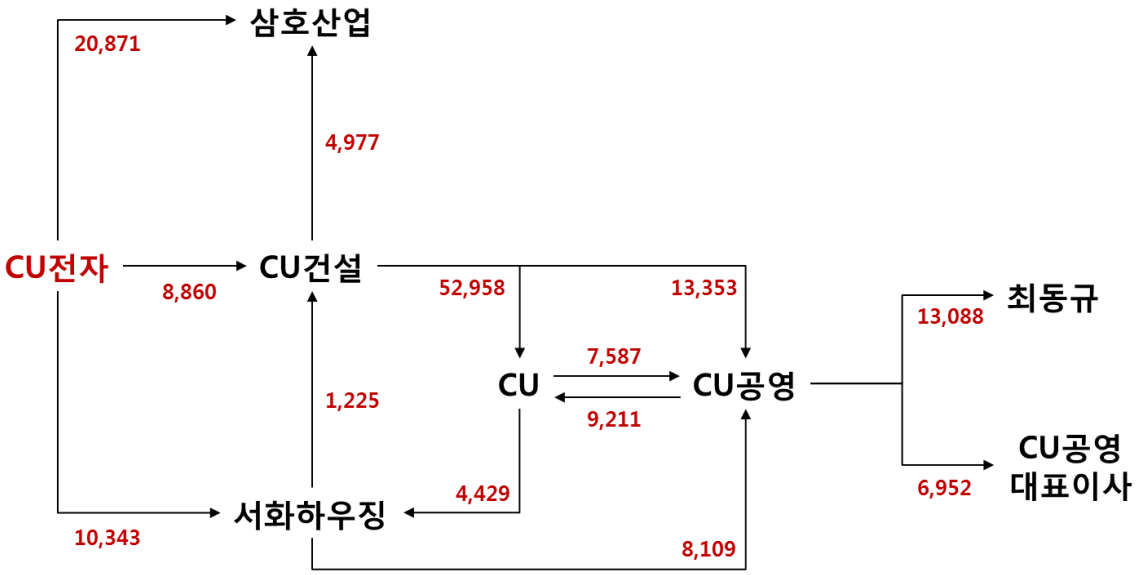

※ CU공영은 2011년 12월 30일에 삼호산업을 흡수합병하였다. 삼호산업을 피합병법인으로 하여, 합병법인인 CU공영은 합병전 99.99% 무상감자를 실시하였고, 피합병법인의 1주당 합병법인의 주식 0.6주를 발행 교부하였다.

※ CU는 자회사 등에 대한 자금 및 업무지원사업, 경영자문업을 주요 사업으로 하며 2008년 5월 설립되었다.

앞서 CU전자로부터 막대한 대여금을 제공받은 서화하우징은 CU전자의 최대주주인 최동규의 개인회사이며, CU건설과 삼호산업 역시 사실상 최동규의 개인회사나 다를 바가 없다. 즉, CU전자가 부채 조달 및 주식 발행 등을 통해 확보한 자금이 최동규의 개인회사에 대여금의 형태로 유입된 것이다.

다음은 2011년 말 기준 CU전자와 기타의 특수관계자들 간의 자금 흐름을 나타낸 것이다. 각 기업들이 서로에 대해 보유하고 있는 채권의 흐름을 통해 자금 흐름을 대략적으로 유추해 볼 수 있다.

**2011년말 기준 채권 관계** (단위 : 백만원)




위의 그림에서와 같이 CU전자는 삼호산업과 CU건설, 그리고 서화하우징에 대해 채권을 보유하고 있으며 이들 기업들이 다시 특수관계에 있는 CU와 CU공영 등과 상당히 복잡한 채권 관계를 갖고 있다. 그리고 CU공영은 CU전자의 최대주주인 최동규 등에 대해서도 상당한 채권을 보유하고 있다. 즉, CU전자는 최대주주인 최동규의 개인회사들에게 상당한 자금을 대여하였으며, 또 최동규의 개인 회사들은 서로간에 자금을 자금을 대여하는 등 채권/채무 관계를 형성하고 있는 것이다. 그리고 최동규 등도 CU공영으로부터 대여금 등을 제공받아 채권/채무 관계를 형성하고 있는 것이다.

CU전자가 전혀 지분을 보유하고 있지 않은 기업들에게 자체 자금도 아닌 외부 자금을 조달하여 대여금을 지원하는 의사결정에 대해서는 의문을 가지지 않을 수 없다. 그리고 수백억원에 달하는 채권의 회수는 CU전자가 계속기업으로 존속할 수 있는지를 판단함에 있어서 매우 중요한 조건으로 작용할 수 있다.

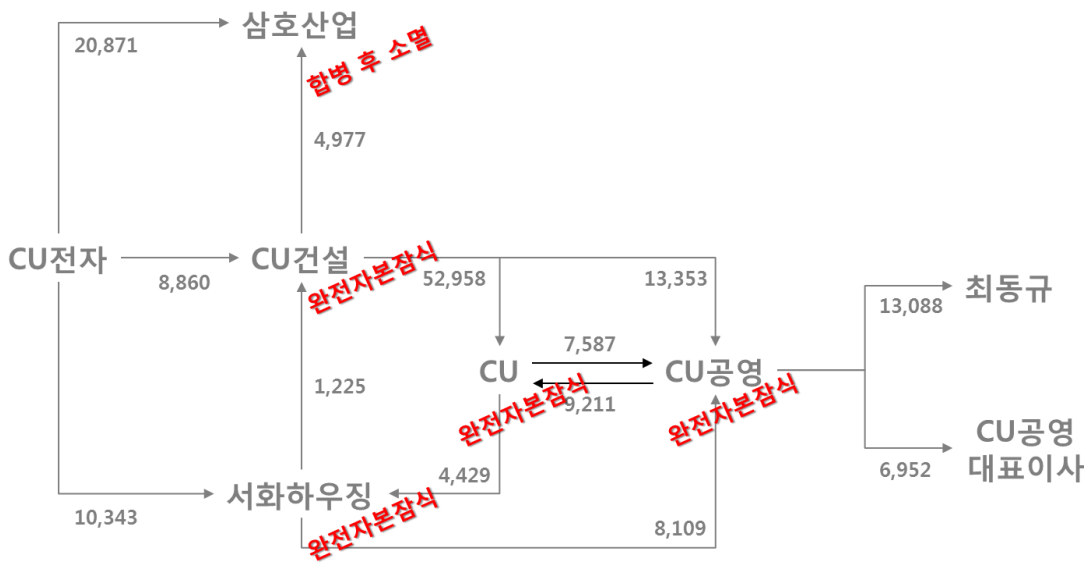
그렇다면, 과연 CU전자와 특수관계에 있는 기업들의 경영 상태는 어떠할 것인가? 이를 토대로 채권의 회수 여부에 대해 어느 정도 짐작을 할 수 있을 것으로 보인다.

(단위 : 천원)

| 구분 | 2011년 | | | | 2010년 |
|---|---|---|---|---|---|
| | CU공영 | CU건설 | CU | 서화하우징 | 삼호산업 |
| 자산 | 65,011,968 | 23,980,998 | 13,695,275 | 46,489,211 | 45,178,011 |
| 부채 | 76,081,292 | 38,582,559 | 62,999,181 | 47,736,117 | 38,746,266 |
| 자본 | -11,069,323 | -14,601,561 | -49,303,906 | -1,246,907 | 2,309,970 |
| 자본금 | 1,386,130 (완전자본잠식) | 7,000,000 (완전자본잠식) | 1,000,000 (완전자본잠식) | 300,000 (완전자본잠식) | 6,431,745 |
| 매출 | 3,676,156 | 10,080,917 | - | 59,027,190 | 12,253,501 |
| 영업이익 | -2,813,778 | -1,348,886 | -152,849 | 15,036,992 | -3,694,209 |
| 당기순이익 | -3,230,742 | -41,477,973 | -34,314,799 | 11,576,531 | -7,472,939 |
| 기타 | 계속기업 가정에 대한 중대한 의문 제기 | | | | |

위의 표에서처럼 2011년 말에 CU공영과 합병된 삼호산업을 제외한 나머지 기업들은 모두 2011년 말 기준으로 자산보다 부채가 더 많은 완전 자본잠식 상태에 처해 있다. 그리고 서화하우징을 제외한 나머지 세 기업은 모두 막대한 당기순손실을 기록하고 있는 상황이다. 또한 각 회사들은 외부감사인들은 감사보고서를 통해 각 회사들에 대해 계속기업으로서의 존속능력에 대해 중대한 의문을 제기하였다. 이러한 상황에서 CU전자가 전여 지분을 보유하고 있지 않은, 부실한 최대주주의 개인회사에 제공한 대여금 등의 채권의 회수 여부에 대해서는 회의적일 수밖에 없을 것으로 보인다.

**2011년말 기준 채권 관계** (단위 : 백만원)




CU전자의 주가 역시 지속적으로 하락해 액면가인 500원에도 미달하는 수준에 그치고 있다. 다행히 2011년에 부채가

절반 이상 줄어들고, 영업활동을 통해 현금이 유입되는 등 다소 실적이 개선되고 있는 것으로 보인다. 하지만 회사 자산의 상당 부분을 차지하고 있는 기타의 특수관계자에 대한 채권 부분의 불확실성이 분명하게 매듭 지어지지 않는다면, 여전히 CU전자의 재무 구조의 불안요소가 제거되었다고 보기는 어려울 것이다. CU전자가 기존 사업을 강화하고 새로운 성장 동력이 될 신규 사업을 강력하게 추진함으로써 기업 가치를 증대시키기 위해서는 반드시 재무구조의 불안요소를 명백하게 해소해야만 할 것으로 보인다.

**※ 주주의 회계장부열람권**

**우리 상법은 일정 조건에 해당하는 주주가 합당한 이유가 있을 시, 회사에 필요한 회계의 장부와 서류의 열람 또는 등사를 청구할 수 있도록 규정하고 있다.**

**만약 CU전자의 주주가 회사의 주인으로서 CU전자의 재무 및 회계와 관련하여 잠재되어 있는 불안요소를 분명하게 확인하고자 한다면, 주주의 회계장부열람권을 행사하여 주주로서의 권익을 보호할 수 있다.**