

CORPORATE ANALYSIS REPORT OF NAVISTOCK

CARN

기업분석보고서

승화산업[052300]

기업명	승화산업 [052300]
작성자	네비스탁 기업평가팀
작성일	2012년 11월 8일
52주 최고가	2,370 원
현재가	335 원(거래정지 중)
Report No.	Q052300-1224C-M0001

■ 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.

재벌 2세에 의한 또 하나의 먹튀 사례

2006년 연매출 30억 미만으로 2007년 3월 관리종목으로 지정된 회사에 그 다음달인 2007년 4월 회소식이 전해졌다. SK그룹 최태원 회장의 사촌이며 마이트앤메인의 최대주주 겸 대표이사 인 최철원이 기태 당시 회사의 대표이사로부터 권면총액 15억원의 전환사채를 인수한 후 보통주로 전환하여 회사의 최대주주 지위를 획득했기 때문이다.

이후, 최철원은 2007.05.21 결의한 제3자 배정 유상증자에 마이트앤메인의 주식 200,000주(100%, 액면가 5,000원)를 현물출자하여 회사의 주식 17,906,675주를 추가로 취득하고, 회사와 마이트앤메인을 합병하여 마이트앤메인을 코스닥 시장에 우회상장 시켰다. 또한, 2007.10.31 임시주주총회에서는 회사의 등기이사 및 대표이사로 선출됨으로써 회사의 경영을 완전히 장악하였다.

<참고> 마이트앤메인 기업개요

- 설립일 : 2002.08.17
- 본점소재지 : 경기도 인천시 중구 향동
- 주목적사업 :
 - 1) 보세 및 일반창고업
 - 2) 화물자동차 운송업
 - 3) 통신자재 및 차량용 위성 DMB 판매 사업
- 발행주식총수 : 200,0000주
- 액면가 : 5,000원
- 최대주주 : 최철원(175,811주, 87.91%)
- 회사와 합병전(2006년 말 기준) 재무상황

(단위 : 억원)

구분	2006년	2005년	2004년
자산	146.21	110.29	84.15
부채	126.14	92.46	74.24
자본	20.07	17.83	9.91
자본금	10	10	5
매출액	445.68	448.46	365.95
영업이익	5.19	3.41	3.39
당기순이익	2.12	2.92	1.4

최철원은 최대주주와 대표이사로 회사의 경영에 관여하면서, 2007년 엠앤엠유통(DMB제조 및 유통업) 설립에 3억, 남영특수운송(특장운송업) 인수에 96.96억, 2008년 케이앤티티(특장제조업) 인수에 17.79억, 구인산업(기계가공) 설립에 0.5억, 2009년 동서운수(유류운송업) 인수에 14억원을 투자하는 등 사업확장에 여념이 없었다.

<참고> 2007년부터 2009년까지 회사의 요약 재무상황

(단위 : 억원)

구분	2009년	2008년	2007년
자산	312.78	407.58	537.05
부채	276.15	355.04	458.21
자본	36.63	52.54	78.84
자본금	65.59	52.84	52.43
매출액	424.36	482.64	350.51
영업이익	-43.85	-19.98	-24.20
당기순이익	-93.41	-26.54	-14.39

하지만, 이러한 사업확장은 실적의 개선으로 이어지지 못했다. 최철원이 회사의 최대주주 지위를 유지했던 2007년부터 2009년까지의 회사의 재무상황에서 나타나듯이 회사는 마이트앤메인과의 합병으로 매출은 크게 신장되었지만, 손익 면에서는 적자를 면치 못하고 있었다. 급기야 2009년에는 93억이라는 대규모 당기순손실로 44.15%의 자본잠식이 발생해 상장유지를 위협하는 수준에 이르렀다.¹

<참고> 2007년부터 2009년까지 회사의 주요 현금 유출입

(단위 : 억원)

구분	2009년	2008년	2007년
현금유입			
단기차입	65.47	28.41	683.42
전환사채 발행	9.99	-	180.50
유상증자	56.01	-	-
보증금 감소	-	-	127.87
지분법적용투자주식 처분	82.49	22.93	-
매도가능증권 처분	11.49	24.88	11.94
영업활동 현금 유입	-	12.37	5.03
[계]			
현금유출			
지분법적용투자주식 취득	21.00	20.58	98.96
단기차입금 상환	-	6.13	583.37
전환사채 상환	62.29	119.79	-
장기부채 상환	26.14	-	-
보증금 증가	-	-	133.18
토지 취득	0.20	9.5	37.08
건물 취득	0.73	21.04	17.06
영업활동 현금 유출	111.38	-	-
[계]			

¹ 2009년 회사는 17.85억의 이자비용, 10.25억원의 대손상각비, 10.65억원의 매도가능증권 처분 손실, 15.22억원의 지분법적용투자주식감액손실, 43억원의 지분법손실 등 108.52억원의 영업외비용이 발생했음.

회사의 주요 현금 유출입 내역을 보면, 2007년과 2008년 사업확장을 위한 자원 마련 방법은 단기차입과 전환사채 발행이었음을 알 수 있다. 이렇게 과도한 부채를 이용한 자금조달로 인해 이자부담이 과중해 졌고, 무리한 사업확장 과정에서 취득한 계열회사의 실적악화가 겹치면서 소폭의 영업적자를 지속하고 있는 회사에 더욱 타격을 가해 2009년에는 대규모 손실이 발생하게 된 것이다.

최철원은 이렇게 경영난에 처한 회사를 남겨두고 2009년 11월 자신이 보유한 회사 주식 12,782,121주 중 8,600,000주를 매도하는 계약을 체결하였다.² 이 주식양수도 계약으로 회사의 최대주주는 최철원에서 아시아기업구조조정2호 조합으로 바뀌게 된다. 또한 최철원은 우회상장으로 회사의 주요 사업으로 편입되었던 보세 및 일반창고업, 화물자동차 운송업, 통신자재 및 차량용 DMB 판매 사업 중 DMB판매 사업은 2008년 계열회사인 엠앤엠유통으로, 통신자재 판매업은 2009년 물적분할을 통해 엠앤엠알오 이관해 두었고, 회사의 주식을 처분한 다음해인 2010년에는 창고사업을 물적분할 해 자신의 소유(분할 후 최철원은 200,000주 100%의 주식을 소유)로 이전했다.

설상가상으로, 2011년 4월에는 SK네트웍스와의 물품운송 거래가 중단되기에 이른다. 결국, 마이트앤메인이 우회상장 하면서 회사에 편입됐던 보세 및 일반창고업, 화물자동차 운송업, 통신자재 및 차량용 위성 DMB 판매 사업 중 화물자동차 운송업 만이 남게 되었는데 이마저도 주요 거래처인 SK네트웍스와의 거래 중단으로 위기에 처하게 된 것이다.³ 실제로, 2012년 매출 실적을 보면, 주요 사업부의 분할과 주요 거래처의 이탈로 매출이 급감한 것을 알 수 있다.

(단위 : 억원)

구분	2012 반기	2011 반기	2011	2010
매출액	79.62	122.97	246.12	343.37
용역매출	79.62	118.02	226.63	287.31
상품매출	-	4.95	19.49	56.00
기타매출	-	-	-	0.06

사업확장 과정에서 추가한 계열회사들 중 하나인 남영특수운송의 경우 가장 규모가 큰 인수합병 건이었다. 2007년 12월 회사는 남영특수운송의 주식 44,800주 89.6%를 인수하는데 96.96억원(주당 216,420원)을 사용했다.

<참고> 남영특수운송⁴ 기업개요

- 설립일 : 1992.05.20
- 주목적사업 : 특장운송, 자동차출고관리 및 정비관리, 주유소운영
- 본점소재지 : 서울시 용산구 동자동
- 최대주주 : 김인겸(24,800주, 49.6%)

² 주당 매도가격은 465원으로 최철원은 약 40억원을 양수도 대가로 수취하였음.

³ SK네트웍스와의 거래 규모는 94.08억원으로 2010년 물류운송사업 매출액 279억 중 33.7%에 이룸

⁴ 남영특수운송은 회사에 인수된 이후 엠앤엠유통으로 사명을 변경했음.

○ 2007년 회사가 인수할 당시(2007년말 기준) 요약 재무상황

(단위 : 억원)

구분	2007년	2006년	2005년
자산	186.64	192.07	130.60
부채	114.42	130.69	80.76
자본	72.21	61.38	49.84
자본금	5	5	5
매출액	125.66	130.18	109.08
영업이익	14.79	14.41	11.05
당기순이익	10.83	11.54	8.25

요약 재무상황에서와 같이 남영특수운송은 꽤 건실한 기업이었으나, 회사에 인수된 이후 2009년 34.77억원의 당기순 손실을 기록하게 된다. 결국 2010년 8월 회사는 보유 중인 남영특수운송의 주식 중 24,491주를 인수 당시 주당 매매 가격 216,420원보다 낮은 167,408원(양도총액 41억원)에 플러스에프앤씨에 매각했다. 그러나, 남영특수운송은 2010년부터 다시 이익을 발생시키기 시작했다.

<참고> 2009년부터 2011년까지 남영특수운송 매출 및 손익상황

(단위 : 억원)

구분	2011년	2010년	2009년
매출액	157.29	115.22	88.05
영업이익	1.34	2.27	1.97
당기순이익	2.39	2.06	-34.77

또한, 회사가 남영특수운송을 매각한 이후, 남영특수운송의 주주구성에도 큰 변화가 발생했는데, 주목되는 부분은 최철원이 남영특수운송의 주주로 진입한 점이다.

<참고> 남영특수운송 주요 주주구성 변화

(단위 : 억원)

구분	주요 주주구성			비고
2007년말 기준	김인겸	24,800주	49.6%	-
	김기돈	11,450주	22.9%	
2008년말 기준	승화산업	44,800주	89.6%	-
	김인겸	5,200주	10.4%	
2009년말 기준	승화산업	44,800주	89.6%	-
	김인겸	5,200주	10.4%	
2010년말 기준	플러스에프앤씨	19,491주	38.98%	-
	승화산업	11,647주	23.29%	
	마이트앤메인	8,662주	17.32%	
	엠앤엠산업	5,200주	10.40%	
	코스맥스	5,000주	10.00%	

2011년말 기준	플러스에프앤씨	15,999주	29.51%	-
	엠앤엠산업	15,262주	28.16%	
	대성목재공업	8,662주	15.98%	
	승화산업	5,077주	9.36%	
	코스맥스	5,000주	9.22%	
	최철원	4,214주	7.77%	

최철원이 우회상장 시킨 마이트앤메인은 SK그룹의 지원으로 성장한 회사였다. 이러한 마이트앤메인을 회사의 유상증자에 현물출자 후 합병하는 방법으로 코스닥에 입성해 자금조달이 용이한 상장회사의 이점을 충분히 이용해 무리한 사업확장을 꾀하면서, 본래 자신 소유의 기업인 마이트앤메인이 영위하던 사업들을 순차적으로 분할하고, 사업확장 과정에서 인수한 건설한 자회사의 주식을 본인 소유로 이전하는 참신한(?) 먹튀 수법을 보여준 사례라 하겠다.