

주주공개서신

2019. 8. 26(월)

수신: 주식회사 한국아트라스비엑스 대표이사 배호열

대전광역시 대덕구 대전로 1331번길 185

참조: 이사 한강수, 이사 최석모, 기타비상무이사 홍주웅, 사외이사 임방희, 사외이사 이호석, 사외이사 주현기

발신: 밸류파트너스자산운용(주)

서울특별시 영등포구 국제금융로8길 27-9, 410호(여의도동, 동북빌딩)

안녕하십니까?

회사는 공개매수를 통한 자진상장폐지 과정(최초 공개매수 2016년 3월 이후 약 3년 이상 시간끌기로 일관)에 있습니다.

자진상장폐지를 위한 자사주 58.4% 매입으로 주당순이익(EPS: Earnings Per Share)이 기하급수적으로 상승(15년 5,972원, 16년 9,867원, 17년 11,180원, 18년 13,137원, 19년 2Q 14,879(최근 4개 분기 누적)원으로 상승)하여 지배주주를 포함한 잔존주주들의 수익가치 또한 기하급수적으로 상승했습니다.

또한, 58.4% 자사주매입 직후인 2016년 6월말부터 2019년 6월까지 3년만에 주당자기자본 즉, 주당주주가치(BPS: Book Value Per Share)가 51,655원에서 90,190원으로 75% 상승했습니다. 주당주주가치의 증가속도는 다른 말로 ROE(Return On Equity)인데, 3년만에 75% 상승한 것은 연간 단순평균 25%씩 증가한 것으로 High Quality기업의 높은 기업가치를 증명(지속적으로 ROE 25% 수준을 창출하고 있는 상장회사는 2,200여 개 한국 상장 사 중 1% 이내의 명품기업임)하고 있습니다.

자진상장폐지는 지배주주와 나머지 일반주주간 제로섬게임 거래로서 주당 내재가치보다 낮은 가격으로 일반주주들을 몰아 내면 일반주주들이 헐값에 빼앗긴 재산 2,000억원 이상을 지배주주가 독식하는 결과를 초래합니다.

강남의 1조원 가치 부동산을 2,000억원 가격으로 지배주주가 지배권을 악용하여 나머지 일반주주를 몰아내려는 상황에서 이사회 이사들은 본인들을 선임해 준 지배주주를 위해 동업자인 나머지 일반주주를 희생시켜 수 천억원을 지배주주에게 몰아주는 경영의사결정을 하는 상황입니다.

밸류파트너스자산운용은 주주(지배주주의 동업자)로서 지배주주가 지배권을 악용하여 이사회 이사들로 하여금 나머지 일반주주에게 손해를 입히고, 그 손해를 지배주주의 이익으로 전가시키는 것을 우려하고 있습니다.

이에 주주로서 다음과 같은 우려 및 요구사항들에 대해 질의하오니 검토 후 조치사항을 자세히 회신하여주시기 바랍니다.

1. 사명변경 관련하여, 사명변경을 위한 이사회결의 의사록, 한국테크놀로지그룹과 브랜드 사용료 관련 계약 체결내용 등을 공개하여 지배주주가 일반주주 재산에 손해를 끼치고 있는지 여부를 확인시켜 주시길 바랍니다.

- 사명변경에 대한 경제적 효과 분석 등 합리적 의사결정 절차에 대한 의심

회사는 70년 이상 아트라스BX 사명으로 130여개국에 수출하며 브랜드를 구축하였고, 훌륭한 영업성과를 창출해왔음에도 불구하고, 갑자기 사명을 한국아트라스BX로 변경했습니다.

지배주주에 브랜드 사용비용과 브랜드 변경에 따른 미래 매출증가 산정 등에 대한 분석 등 과정 없이 사명변경을 추진한 것은 단지 지배주주를 위한 의사결정이 아닌지 의심됩니다. 특히 지주회사가 한국타이어테크놀로지로부터 지나치게 높은 브랜드사용료를 받고 있어 한국타이어 주주에게 피해를 유발시킴은 물론, 논란의 대상이 되어온 상태에서 한국아트라스BX주주에게까지 피해를 입히지 않을까 심히 우려됩니다.

- 브랜드 사용료 과다지급 우려

지배주주는 상장폐지 추진과정에서 한국아트라스BX에 대한 연간 주주배당을 대폭 낮춰 연간 배당액이 고작 순이익의 3%인 15억원에 불과한데, 향후 지배주주에게 지급할 수 있는 브랜드사용료 예상금액을 한국타이어 브랜드 이용료와 업무지원용역수수료 1%(과거 4년간 약 0.97%)를 기준으로 산정해 보더라도 대략 65억원 (=6,524억원*1%)으로 연간 배당액의 약 4.3배나 됩니다.

연간 65억원의 브랜드 사용료를 가치로 산정해 보면 약 2,166억원(=65억원/3%)으로 지배주주에게 2,166억원을 지급하는 계약이 될 수 있으며, 이는 명백한 이사의 배임행위입니다.

주주총회에서도 소수주주들이 격론을 통해 우려를 표명하고 대안을 제시했듯이 브랜드 사용료는 브랜드 변경에 따른 이익증가분 혹은 매출증가분을 기준으로 지급해야 할 것입니다. (최근 5년간의 자연증가분을 넘어서는 증가분에 대해서만 지급) 또한 매출액 감소 시 향후 사용료 감면 조항이 필요하며 그렇지 않으면 지배주주의 소수주주에 대한 또다른 강취가 행해지는 것입니다.(배임)

2. 지배주주 지분 또는 자사주 매각 혹은 합병 등 자본시장에서 나오는 소문에 대한 경영진 및 이사회 의 입장을 밝혀 주시기 바랍니다

- 자사주 소각 후 거래는 필수적 : 주주가치 증가 속도 즉, ROE에 상응하여 시간이 경과함에 따라 주가도 상승하는 것이 자본시장의 기본 메커니즘인데, 이를 이행하지 않는 것은 주주가치증가속도와 주가 상승이 반대로 나타나고 있는 가장 큰 요인 중 하나입니다 (16년2분기말~19년6월까지 BPS 51,655원에서 90,190원으로 75% 상승 vs. 동기간 주가 53,800원에서 51,600원으로 4% 하락).

지배주주가 지배주주 지분이나 자사주를 외부(사모펀드 등) 매각 혹은 다른 회사와 합병 시 지배주주 지분만 고가 매각에 따른 소수주주 피해 우려, 특히 지배주주가 지분을 더 많이 보유한 관련회사에 회사 지분 매각 혹은 합병 등 거래 시에는 회사를 저가에 매각하여 지배주주에게만 유리하게 악용될 우려가 상존하니, 우리나라 상장사 중 자사주보유비율이 가장 높은 58.4%의 자사주를 이사회에서 소각 결의하여 기하급수적으로 상승한 주당순이익과 증가한 주당 현금성자산가치가 주가에 반영되도록 해 주시길 요구합니다.

(58.4%나되는 자사주 소각 시 주가가 상승한 가치를 반영할 것이라는 것은 자본시장 참여자라면 누구나 알고 있는 상식)

3. 공시했던 상장폐지 목적에 부합하는 공개매수를 신속히 진행해 주실 것을 요구합니다

회사는 2016년 3월 공개매수 후 의도적인 시간지연으로 기하급수적으로 상승한 주당수익가치가 주가에 반영되지 못하게 소수주주들이 요구한 자사주 소각을 묵살하고, 반대로 배당성향은 큰 폭으로 하향시켰습니다. 따라서 가치를 반영한 합리적 가격과 정상적인 절차를 통해 최초 공개매수 공시에 명시했던 목적에 부합하도록 상장폐지를 진행시켜 자본시장의 모범적 사례가 되기를 희망합니다. 2016년 자진상장폐지 공개매수 공시에서 회사는 공개매수 목적을 비상장 상태에서 외부환경 변화에 기동성 있는 경영체제를 갖추고 빠르고 유연한 경영 판단을 통해 기업경영의 효율성을 제고한다고 명시했습니다. 그러나 2016년 5월 마지막 공개매수 이후 지금까지 3년 이상 시간 끌기로 일관하고 있는 것은 애초에 공개매수 목적을 허위기재 즉 허위공시 했던 것으로 간주할 수 밖에 없습니다.

4. 민사법의 대원칙을 준수해 줄 것을 요구합니다

쌍방간 이해상충이 해소되기 전에는 거래 자체를 금지시키는 것이 민사법의 대 원칙입니다. 현재 한국아트라스 BX가 추진 중에 있는 공개매수를 통한 자진상장폐지 과정을 보면 명백히 지배주주와 소수주주간의 심각한 이해상충문제가 있음에도 불구하고 대리인인 이사회 이사들은 지배주주의 요구대로 그들에게 유리한 결정을 함으로써 소수주주에게 막대한 손해를 끼치고 있습니다. 이에 이사회 이사들은 의사결정을 함에 있어 민사법의 대 원칙을 준수해 줄 것을 강력히 요구합니다. 참고로 의사결정의 과정과 중요성에 관한 이상훈 교수(변호사)의 논문 중 일부를 인용하니 참고하시기 바랍니다.

지배주주의 개인적인 이해상충이 해소되지 아니한 채 회사의 의사가 결정되었다면 그러한 단체법적 의사결정은 흠이 있는 것이며, 이로써 전체 주주의 부가 지배주주 앞으로 이전된다면 그것은 정상적인 ‘거래(deal)’가 아니라 법의 일반 원칙에 위배된 불법적인 ‘편취(騙取)’라고 보아야 할 것이다.

지배권이란 회사의 의사결정에 지배적인 영향력을 미칠 수 있는 권능, 임원의 인사권을 장악하고 있는 힘을 뜻하기 때문이다. 전체 주주와 지배주주간의 이해상충이 있을 경우 지배권은 전체 주주가 아니라 지배주주 개인을 위해 남용될 위험성이 있다. 이것은 중대한 이해관계를 갖는 ‘일방이 이해 당사자 양쪽의 의사를 모두 결정’할 수 있는 이해상반(자기거래 내지 쌍방대리) 상황을 뜻한다. 이것은 주주들의 개인법적 문제가 아닌 단체법적 문제 상황이다. 단체의 의사를 결정할 사람이 자신의 개인적 이익이 결부된 상황에서 단체의 이익에 부합하는 공정한 의사결정을 내리긴 어렵기 때문이다.

5. 임방희 감사위원장의 사퇴를 강력히 촉구합니다

임방희 감사위원장은 2회 연속 연간감사보고서에 서명하지 않아 본연의 의무에 소홀했으며, 감사보고서 신뢰성을 저하시켰습니다. 따라서 외부감사인으로 하여금 감사위원장이 서명하지 않은 감사보고서에 대해 더욱 철저한 감사를 요구해야 할 것입니다.

또한, 이호석, 주현기 감사위원과 이사회 의장은 임방희 감사위원의 서명 여부에 대해 주총당일까지도 인지하지 못하고 있었습니다. 그러나 사업보고서/분기/반기보고서의 ‘감사제도에 관한 사항’에서 감사위원 임방희는 결산실적 보고의 건에 찬성한 것으로 기재하여 이는 허위 기재한 것으로 판단되는데 이에 대한 조사와 답변을 요구합니다.

6. 거둬 강조하면, 공개매수를 통한 자진상장폐지는 소수주주를 축출하는 것인데, 주당 가치보다 낮은 가격으로 소수주주를 축출하면 소수주주들의 재산을 지배주주가 이익으로 취하는 제로섬 게임 상황입니다.

여기서 가치를 따져보면, 절대가치방법(Discounted Cash Flow; 현금흐름할인법)으로 산정한 주당가치는 312,280원(참조1), 상대가치법으로 산정한 주당가치는 259,400원(참조2)으로 이 두 가지 방법으로 산정한 평균가치는 285,840원입니다. 그런데 자본시장에서 거래되고 있는 주가는 51,600원으로 가치의 1/5 수준인데, 이는 소수주주들이 지속적으로 요구하고 있는 보유자사주(58.4%로 우리나라에서 가장 높은비율 보유) 소각과 배당성향 증대를 통한 높은 자본효율성(ROE) 유지라는 두 가지 핵심사항들을 묵살하고 있기 때문입니다. 이로 인해 소수주주 재산 2,000억원 이상을 지배주주에게 몰아주는 결과를 초래하고 있는데, 이러한 행위의 직접적인 주체는 조양래, 조현범, 조현식 등 지배주주가 선임한 이사회 이사과 경영진이라는 것을 명백히 인식해야 할 것입니다. 그러나 이사회 이사들이 소수주주의 요구를 묵살하고 희생시켜 지배주주에게 이익을 몰아주는 꼭두각시 역할을 해 왔다는 사실은 자사주소각여부 결의 주체인 이사회회의 회의록 등을 보면 쉽게 확인할 수 있는 사항입니다. 이에 동의하지 않는다면 그 동안 이사회에서 지배주주 생각(안건)에 반대의견을 개진했거나 반대표를 행사한 내역이 있다면 “해당 의사록”을 제시해 주시기 바랍니다.

더욱 큰 문제는 이러한 지배주주와 그 대리인들의 잘못된 행위와 의사결정에 대해 견제하고 감시해야 할 감사위원회 또한 일방적으로 지배주주 편에서 동조하며 거수기 역할을 하고 있다는 점입니다. 이에 대한 책임을 지고 ‘5번’ 사항에서 밝혔듯이, 감사위원장 임방희는 즉시 자진사퇴 할 것을 거듭 요구하고, 자사주 소각은 모든 문제와 불신을 해결할 수 있는 방안인 바, 조속히 이를 실행에 옮겨 주실 것을 강력히 요구합니다.

그 밖의 우려, 요구사항에 대해서도 성실히 답변해 줄 것과 이사회와 경영진은 지금이라도 지배주주와 동등한 소수주주의 이익제고를 위한 방안을 제시해 주시기 바랍니다.

밸류파트너스자산운용(주)

대표이사 윤종엽, 김봉기 (인)

[참조 1] 절대가치방법(Discounted Cash Flow; 현금흐름할인법)

(십억원)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	407.9	372.5	438.4	474.8	475.2	487.3	465.2	542.4	554.8	629.9	652.4	665.4	678.8	792.3	876.2	893.7	911.6	929.8	948.4
영업이익	82.8	59.6	69.3	60.1	72.2	62.4	55.3	65.6	64.2	60.9	64.3	66.5	67.9	79.2	87.6	89.4	91.2	93.0	94.8
유효세율	26.2%	22.5%	23.7%	23.8%	23.0%	25.0%	21.1%	24.6%	26.6%	25.3%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%
세후순영업이익 (NOPLAT)	61.1	53.7	52.9	45.8	55.6	46.9	43.6	49.5	47.1	45.5	48.8	50.5	51.5	60.1	66.5	67.8	69.2	70.6	72.0
비현금손익 (상각비)	7.6	8.3	9.7	9.7	7.9	8.2	9.6	13.6	14.6	16.1	17.5	18.0	20.0	23.0	24.0	24.0	25.0	25.0	25.0
투자액 (CAPEX)	(11.3)	(11.3)	(12.9)	(11.0)	(9.3)	(11.9)	(46.4)	(7.6)	(12.9)	(20.7)	(20.1)	(40.0)	(40.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
순운전자본증감	0.0	2.0	11.0	12.6	(9.0)	11.7	15.1	4.6	(3.2)	(10.8)	48.8	(27.0)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
잉여현금흐름 (FCF)	57.5	48.7	38.7	31.9	63.3	31.4	(8.2)	50.8	52.1	51.7	(2.5)	55.5	28.5	65.1	72.5	73.8	76.2	77.6	79.0
잉여현금흐름 성장률		-15.3%	-20.5%	-17.6%	98.7%	-50.4%	-126.1%	-719.3%	2.4%	-0.8%	-104.9%	-2281.9%	-48.6%	128.4%	11.3%	1.8%	3.2%	1.8%	1.8%

현재가계수												0.93	0.86	0.79	0.74	0.68	0.63	0.58	0.54	0.50
영업자산가치 (현재가치)	1,025.6											51.4	24.4	51.7	53.3	50.2	48.0	45.3	42.7	658.5
비영업자산가치 (현금 및 현금성자산)	162.3																			
기업가치	1,187.9																			
유통주식수(주)	3,803,893																			
주당 적정가치(원)	312,277																			
주당 현재가격(원)('19.8.23.)	51,600																			
업사이드	505.2%																			

<주요 가정>	2018-2025	2026-
매출액성장률	2.0%	2.0%
영업이익률	10.0%	
할인율	8.0%	

* Global Lead Acid Battery Market Growth CAGR 4.4%(2017-2017)

<https://www.persistencemarketresearch.com/market-research/lead-acid-battery-market.asp>

[참조 2] 상대가치평가법

- 2018년 EBITDA 10 배 적용 시 주당 215,000 원 + 보유 주당순현금 44,400 원 = 259,400 원

* EBITDA 818 억원 * 10 배 / 유통주식수 3,803,893 주 = 215,000 원