

국내 최고의 M&A 전문가들이 쉽게 알려주는

# M&A CASE BOOK

삼일회계법인 M&A지원센터



국내 최고의 M&A 전문가들이 쉽게 알려주는

# M&A CASE BOOK

삼일회계법인 M&A지원센터



국내 최고의 M&A 전문가들이 쉽게 알려주는

# M&A CASE BOOK

삼일회계법인 M&A지원센터

## 한국벤처캐피탈협회 발간사

### M&A, 성장을 위한 새로운 시작

최근 해외 및 국내 시장 전반에 걸쳐 다양한 M&A 사례가 많이 나타나고 있습니다. 외부 환경의 불확실성 극대화, 급격한 환경 변화 대응을 위한 새로운 경영 전략의 필요성이 증대됨에 따라 기존 사업 확대, 사업 다각화, 유관 산업 시너지, 코로나 극복 등 기업의 다양한 성장 전략과 혁신 수단으로 M&A의 중요성이 날로 부각되고 있습니다.

건강한 벤처 생태계 조성을 위한 회수와 창업의 선순환 구축에 있어서도 M&A 시장의 활성화는 매우 중요합니다. 최근 배달의민족이 독일 딜리버리히어로에 인수된 사례를 보면, 3,000만 원으로 창업한 기업이 5조 원에 이르는 가치로 성장하여 회수된 사례는 대표적인 스타트업 M&A 성공 사례로 평가받고 있으며, 이러한 사례는 앞으로 벤처 생태계 전반에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망됩니다.

이렇듯 과거에 비해 국내에서의 M&A에 대한 인식과 평가는 많이 개선되었지만, 여전히 M&A에 우호적인 기업 문화가 필요할 뿐만 아니라 성숙한 문화로 정착시키기 위한 시간과 노력이 필요합니다.

이에 한국벤처캐피탈협회는 중소벤처기업부 지정 M&A지원센터 및 M&A활성화지원사업 운영기관으로서 중소기업 M&A 시장 활성화 및 저변확대를 위해 M&A 매칭 지원을 비롯해 M&A 거래정보망 운영, 교육 및 정보제공, 인식개선 홍보 등 다양한 사업을 운영하고 있습니다.

이번 M&A 사례집 발간도 M&A에 관심을 가지고 있는 다양한 수요 그룹 대상 M&A 사례 소개를 통해 M&A에 대한 긍정적인 인식을 제고하여

M&A 활성화에 기여하고자 삼일회계법인과 공동으로 발간하였습니다.

본 책자에서는 다양한 M&A 유형별 사례를 수집·선별하고 사례별 M&A 추진 배경 및 개요, 진행 과정 및 주요 이슈, M&A 이후 성과 또는 기대 효과 등의 내용을 스토리 형식으로 설명하여, M&A를 희망하는 기업 관계자 등이 M&A의 생생한 현장을 간접 경험하고 실행에 적극 참고할 수 있도록 구성하였습니다.

특히, 다양한 M&A 사례를 통해 얻게 되는 긍정적인 영향을 이해하기 쉽게 설명하여, 성장 전략으로서의 M&A 활용 필요성을 제시하고 M&A를 고려하는 계기를 제공하고자 하였습니다.

그동안 기획 및 원고 집필을 위해 도움을 주신 중소벤처기업부 및 삼일회계법인, M&A 자문기관, 기업 관계자 여러분께 진심으로 감사드리며, M&A 사례집이 M&A의 긍정적인 영향을 알리고 참고자료로 활용하는 데 조금이나마 도움이 되기를 기대합니다.

2021년 4월  
한국벤처캐피탈협회



삼일회계법인

## 머리말

중소벤처기업부, 한국벤처캐피탈협회, 삼일회계법인 M&A지원센터는 2015년부터 중소기업들의 M&A에 대한 인식 제고와 저변확대를 위해 ‘국내 최고 전문가들이 알려주는 M&A에센스’를 4차례에 걸쳐 제·개정 발간하였습니다. M&A에센스는 전략, 절차, 실사 및 가치평가, 세무 및 법률 등을 개론 형태로 다뤘으며, 이를 읽으신 많은 독자분들로부터 사례 형태로 쉽게 풀어 설명해주었으면 한다는 요청을 받았습니다.

이에 중소기업부 산하 지원센터와 자문기관들의 의견 등을 수렴하여 사례를 발굴하고, 신문기사 및 공시된 자료 등을 기반으로 현황을 재기술하고, 전문가 인터뷰를 통해 필요한 시사점을 정리하여 사례집을 출간하였습니다.

M&A사례는 Value-chain에 따른 분류로 동종 및 유관 업종, 사업다각화 측면에서 3개 사례를 수록하였으며, 유형별로 Cross Border, 벤처캐피탈, 사모펀드, SPAC상장, 회생, China U Turn, 스타트업 측면에서 7개를 포함하였습니다. 사례별로는 개요, 추진과정, 주요 시사점 및 M&A Point를 기술하였습니다.

본 사례집을 통해 우리 중소기업들에 M&A 노하우가 전파되고, 성공사례가 지속적으로 이어지기를 기대해 봅니다.

M&A를 실행하는 데 어려움이나 궁금한 점이 있으실 경우 연락주시면 성실히 답변 드리겠습니다.

2021년 4월  
삼일회계법인 M&A지원센터  
센터장 유상수



## 참여하신 분들

### 저자 삼일회계법인 M&A지원센터

전화 02-709-0969 / 02-709-8147

이메일 seunghwan.hong@pwc.com / mina1.kyung@pwc.com

센터장 유상수 대표

부센터장 이도신 파트너 02-709-3321

do-shin.lee@pwc.com

실무 홍승환 회계사 서민수 회계사 권영우 회계사

### 감수 삼일회계법인 Deal Business 법무지원센터 Market & Communication

### 도움 주신 분들

한국벤처캐피탈협회	김형영 부회장	김형수 전무
	김종술 상무	김수정 팀장
	박은란 과장	이유민 대리
중소벤처기업부	차정훈 실장	박용순 국장
	양승욱 과장	이충민 사무관
	이선미 주무관	



# CONTENTS

---

<b>발간사(한국벤처캐피탈협회)</b>	<b>4 P</b>
<b>머리말(삼일회계법인)</b>	<b>6 P</b>
<b>참여하신 분들</b>	<b>7 P</b>

---

<b>CASE 01 기존 시장 확대 -</b>	<b>13 P</b>
<b>빙그레의 해태아이스크림 인수</b>	
국내 아이스크림 시장 지형 변동을 통한 흑자 전환과 시장 정상화 가격 결정력 확보 및 생산·물류 시너지를 통한 재무적 위험 감소	

---

<b>CASE 02 유관 사업 시너지 -</b>	<b>27 P</b>
<b>RF머트리얼즈의 RF시스템즈 인수</b>	
수직 계열화를 통한 사업 확장 소재에서부터 시스템까지, 설계 및 제작 One-stop 방산 그룹 조직	

---

**CASE 03** **글로벌 진출 -**  
**두올의 보그스리나 인수**

**37 P**

M&A를 통한 글로벌 시장 진출 발판 마련  
매출 다각화, R&D 통합 시너지,  
비용 및 원가 절감

---

**CASE 04** **사업 다각화 -**  
**넷마블의 코웨이 인수**

**47 P**

신규 사업 진출을 통한 사업 다각화  
기존 사업에서 확보한 인공지능, 빅데이터 등  
ICT 기술 및 운영 노하우를 활용한 스마트홈  
구독 경제 비즈니스로의 진출을 통한 안정적인  
현금 흐름 확보

---

**CASE 05** **사모펀드 인수 -**  
**TS인베스트먼트의 에스에이티 인수**

**59 P**

중소기업 해법 전문가, 에스에이티를 살려낸다.  
경영 효율화, 재무 구조 개선, M&A를 통한  
신성장동력 확보



---

**CASE 06** **사모펀드 매각 -** **69 P**  
**IMM PE의 태림포장그룹 매각**

인수기업 Value-up으로 토종 사모펀드

최대 'Exit' 이뤄낸 IMM PE

골판지 업계에 대한 재평가 이끌어낸 성공적인  
대규모 바이아웃 투자 사례

---

**CASE 07** **SPAC 상장 -** **87 P**  
**한국제3호SPAC과 씨아이에스 합병**

SPAC 합병을 통한 적시 상장

미래 성장성에 초점을 맞추어 상장 여부를  
심사하는 SPAC 합병

---

**CASE 08** **회생 -** **99 P**  
**비엠에스의 한일과학산업 인수**

회생 M&A를 통해 자금 부담 벗어나기

핵심만 남기는 다이어트 후 신속한 회생 절차 진행

---

CASE **09** China U Turn -

109 P

**캠시스의 중국 현지법인 철수**

'진성' 매수자 발굴을 통해 이룬 신속한 차이나 유턴

매도자(해외투자기업)가 불리한 기울어진

운동장에서 이겨내기

---

CASE **10** 스타트업 거래 -

123 P

**우아한형제들·스타일난다**

더욱 Hot해질 스타트업 M&A

국내 유니콘/예비 유니콘 회수 사례가 시장으로부터

집중 조명, 스타트업의 M&A에 대한 관심 급증

The cover features a white background with diagonal stripes in yellow and red. Several thin, parallel lines in red, white, and yellow are scattered across the white space. The text 'M&A CASE BOOK' is centered in a light gray, sans-serif font.

M&A  
CASE  
BOOK

# CASE 01

## 기존 시장 확대 - 빙그레의 해태아이스크림 인수

국내 아이스크림 시장 지형 변동을 통한  
흑자 전환과 시장 정상화

가격 결정력 확보 및 생산·물류 시너지를 통한  
재무적 위험 감소

## CASE 01

# 국내 아이스크림 시장 지형 변동을 통한 흑자 전환과 시장 정상화

가격 결정력 확보 및 생산·물류 시너지를 통한  
재무적 위험 감소

## M&A 개요

구분	기업명	대표자	매출액	거래방식	거래금액
매수기업	(주)빙그레	전창원	8,783억 원	지분 인수 (100%)	1,325억 원
매도기업	(주)해태제과식품	신정훈	6,900억 원		
대상기업	(주)해태아이스크림	박창훈	1,525억 원		

## 매수기업 (주)빙그레

대표자 전창원

주요 사업 유가공 제품 등 제조 및 판매

회사 설립 1967.09

홈페이지 [www.bing.co.kr](http://www.bing.co.kr)



## 기업개요

1967년 9월에 주식회사 대일양행으로 설립되어 1982년 2월 현재의 상호로 변경하였으며 1978년 8월 유가증권시장에 상장되었다. ‘투게더’, ‘메로나’ 등 아이스크림, ‘바나나맛우유’ 등 유음료 브랜드, 스낵 브랜드 ‘꽃게랑’ 등 모두에게 사랑받는 식음료품을 제조, 판매한다. 본사는 경기도 남양주시 다산순환로 45(다산동)에 소재하고 있으며, 제품 제조를 위하여 남양주, 김해, 광주 및 논산에 생산시설을 보유하고 있다.

## M&A 추진경위

국내 아이스크림 시장 내 현재 2위 플레이어이며, 동종 플레이어인 해태아이스크림과 시너지 효과를 창출하며 아이스크림 사업역량을 강화할 목적으로 인수에 참여하였다.

## 대상기업

### (주)해태아이스크림

대표자 박창훈

주요 사업 아이스크림 제조 및 판매

회사 설립 2020.01

홈페이지 [www.haitaic.com](http://www.haitaic.com)

## 기업개요

2020년 1월 전국적인 유통조직을 갖춘 제과업체인 해태 제과식품으로부터 물적분할하여 설립되었으며, 해태아이스크림의 아이스크림 사업은 1970년 ‘부라보콘’을 시작으로 50년째 이어져오고 있다. 본사는 서울특별시 중구 한강대로 416에 소재하고 있으며, 광주 및 대구에 생산시설을 운영하고 있다.

## M&A 추진경위

모회사인 해태제과식품은 현금유동성 확보, 재무구조 개선 및 과자공장 효율성 제고를 위해 50년간 영위해 온 아이스크림 사업부를 분할, 매각하기로 결정한다. 매각대금으로 차입금을 상환하는 등 재무구조를 개선하고 제과/식품 사업부를 위한 투자 및 신제품 개발을 강화하는 데 집중하는 계획을 세운다.

## 주요 진행 과정

2019.10	(주)해태제과식품 회사 분할 결정
2020.01	(주)해태아이스크림 설립
2020.03	주식매매계약 체결(매매가액 1,400억 원)
2020.09	기업결합 승인 완료
2020.10	Deal Closing(매매가액 1,325억 원)

해태제과식품은 수 년간 실적 개선이 더딘 아이스크림 사업부를 2020년 1월 물적분할하여 해태아이스크림을 설립하고 분할 신설 회사의 지분 매각대금으로 차입금 상환 및 제과, 식품 사업부의 재도약 기회를 노릴 계획을 세운다.

해태아이스크림을 빠른 시간 내에 정상화하고 가장 훌륭하게 변모시킬 책임자인 빙그레가 협상테이블에 앉았다. 통상 경쟁사 간 M&A 시 공정거래법 관련 법규 위반 우려가 있어 충분한 정보의 제공이 어려운 점에 더하여 COVID-19의 영향으로 MP/BO, site 방

문일정이 연기되는 등 Deal 진행과정은 다소 지연되었다. 같은 시기에 진행된 아시아나항공, 이스타항공 M&A 논의가 무산되는 등 COVID-19 라는 외부충격에 의해 불확실성이 짙게 드리운 환경이었지만 많은 난관을 극복하고 거래종결의 선행조건이었던 기업결합 승인 직후 레이스를 완주할 수 있었다.

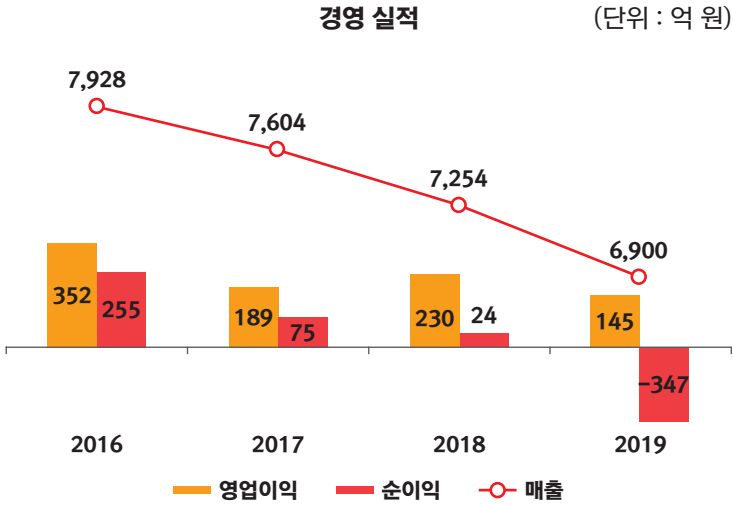
2020년 10월 5일 Deal Closing 이후, 2021년 초인 현재 해당 M&A가 성공적인 사례로 기록될 것인지는 미지수이나, 2020년 3월 31일 주식매매계약 체결일 당시 양 당사자의 주가가 모두 상한가를 기록하였고, 실시간 검색어 1위를 차지하는 등 시장의 반응은 뜨거웠다.

---

## 경영 효율성 증대와 재무 구조 개선을 위한 결단

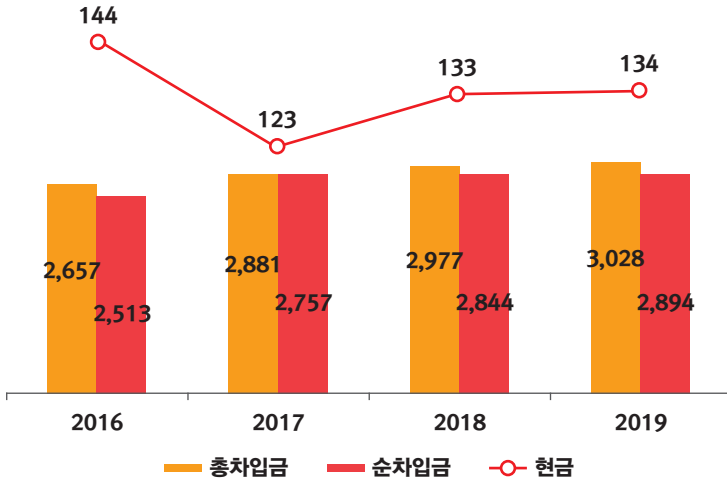
2017년부터 2019년까지 매출액 7,604억 원, 7,254억 원, 6,900억 원, 순이익 75억 원, 24억 원, -347억 원, 순차입금 2,757억 원, 2,844억 원, 2,894억 원, 해태제과식품의 성적표다. 2015년 ‘허니버터칩’이 히트를 기록한 이후로는 히트작 부재로 고전했다.

2016년 하반기 이후 신제품 매출 감소와 고정비 부담, 유통 교섭력 저하 등이 맞물리며 전반적으로 실적 부진이 이어졌다. 특히 냉동 식품 부문은 CJ제일제당에 냉동 만두 시장을 빼앗긴 이후 그 격차를 줄이지 못했다.



## 차입금 현황

(단위 : 억 원)



해태제과식품은 2019년 10월 아이스크림 사업부 물적분할을 결정한다. 당시 회사는 “경영 효율을 높이고 투자 및 신제품 연구 개발을 강화하기 위한 조치”라고 설명했다. 업계에서는 해태제과식품의 물적분할을 두고 매각을 위한 수순으로 분석했다. 적자 사업부를 분할을 통해 떼어내 존속 회사의 효율성을 증대시키고 매각대금으로 존속 회사의 차입금을 상환하려는 계획임을 점친 것이다.

## 분할 후 주식 매각 vs 영업 양수도

일반적으로 사업부를 매각하는 방법은 크게 두 가지다. 해태아 이스크림의 경우와 같이 물적분할 후 신설 법인의 지분을 매각하는 방법과 기존 법인의 형태는 그대로 두되 사업부만을 양도하는 “영업 양수도” 방법이 그것이다. 그렇다면 왜 분할 후 지분 매각 형태를 선택했을까. 그 답은 거래완결성에 있다.

물적분할 후 지분 매각이든 중요한 영업 양수도이든 모두 주주총회 특별 결의를 요한다. 다만 시점의 차이가 있는데 전자는 물적분할 시에 주총 특별 결의를 요하고, 후자는 영업 양수도를 결정하였을 때 실시해야 한다. 물적분할 시에 결의를 받게 되면 이후 주식매매계약 체결 시에는 주총 특별결의를 요하지 않으므로 거래종결에의 장애 요소가 되지 않지만, 영업양수도의 경우에는 M&A 관련 협상이 모두 진행된 후더라도 특별결의를 받지 못하게 되면 거래를 종결짓지 못하는 사태가 발생하게 되며 특히 주주 수가 많은 상장회사의 M&A 시 해당 요인이 중요하게 고려된다. 추가로 주식매수청구권의 인정 여부도 물적분할 후 지분 매각 방식에 유리하게 작용하는데, 주식매수청구권이 인정되는 영업양수도의 경우 반대의사를 갖는 소액주주 지분 매입비용이 추가로 발생될 수 있다. 이처럼 해태제과식품 또

한 거래의 완결성 확보와 주식매수청구권 관련 소요 비용을 최소화하고자 물적분할 후 지분 매각 방식을 채택하였다.

구분	물적분할 후 지분 매각	중요한 영업양수도
승인 절차	물적분할 시 주총 특별 결의	주총 특별 결의
채권자 보호	· 물적분할 시 연대책임 발생 · 연대책임 단절 위해 채권자 보호 필요	상법상 규정과 관계없이 실질적으로 중요한 채권자 동의 필요(법률검토 필수)
주식매수청구권	불인정	인정
등기 형태	· 분할회사 - 분할등기 · 신설회사 - 설립등기	자본 변동 없어 등기 불필요
주요 문서	분할계획서, 주식매매계약서	영업양수도계약서

## 1,400억 원 가치는 어떻게 산출되었나

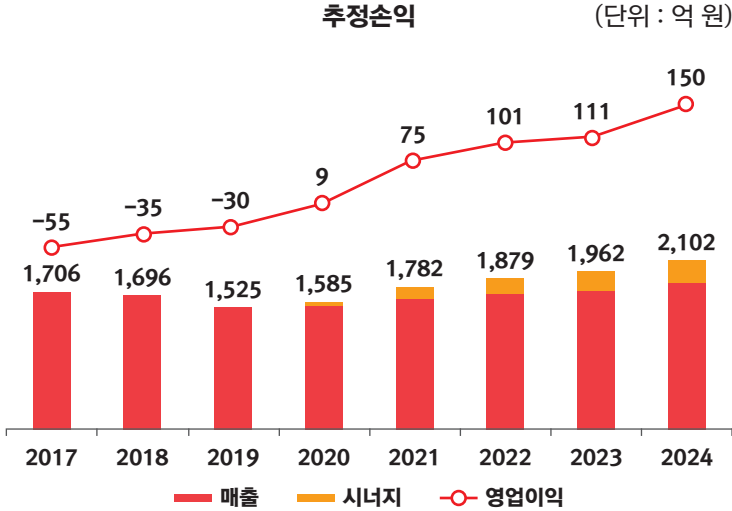
신용평가사들에 따르면 해태제과식품 아이스크림 사업부는 3년 연속 10~30억 원 가량의 영업손실을 기록한 것으로 추정된

다. 재무 실적 탓에 기존에 투자를 검토했던 사모펀드(PEF) 운용사들은 선뜻 지분 매입 의사결정을 내리지 못했던 것으로 전해진다. 그런데 빙그레가 인수하는 경우에는 어떻게 해태아이스크림의 가치가 1,400억 원으로 평가될 수 있었을까.

빙그레는 인수 이후 생산과 유통망의 변화에 박차를 가할 복안이다. 빙과 식품의 경우 저온유통체계(콜드체인)가 필수인 만큼 제품의 운송비 등 물류비 비율이 높은 편이다. 기존 빙그레의 생산공장은 남양주와 김해에 위치하고 있어 전국 단위 납품에 소요되는 물류비가 상당했으나 해태아이스크림 지분 인수로 확보한 전라도 광주와 대구의 생산 기지를 추가한다면 전국 단위 통합 물류 구축도 가능해 양사 공히 물류비 절감 효과가 상당할 전망이다.

영업 측면에서의 이점도 탁월하다. 통상 아이스크림 영업은 소매점과 독점계약 형태로 이루어진다. A슈퍼마켓 아이스크림 코너에 해태아이스크림 냉동고만 들어간다는 뜻인데, 그간 경쟁사의 독점 거래처였던 영업점을 공유할 수 있게 된다. 한 가지 더, 기존 빙그레가 개척해 놓은 해외 판로를 이용할 수 있게 되는 점도 매력적이다. 경쟁사 대비 해외 진출에 소극적이었던 해태아이스크림에게 해외개척비에 대한 큰 부담 없이 해외 진출이 가능해진다.





동종업 내 플레이어이기에 고려할 수 있는 기회들을 고려한 결과 해태아이스크림의 지분가치는 1,225억 원에서 1,665억 원 범위로 검토되었고, 1,400억 원의 인수가격을 제시하여 2020년 3월 31일 주식매매계약(SPA, Stock Purchase Agreement)이 체결되었다.

## 75억 원 가격조정

SPA 체결시점에 공시된 인수대금은 1,400억 원인 반면 최종 인

수대금은 1,325억 원으로 결정되었다. 75억 원의 가격조정이 있었다는 뜻인데, 가격조정 메커니즘 중 독자들이 쉽게 혼동하는 몇 가지 장치의 개념을 설명하고자 한다.

### Basket; Threshold

일정 임계치를 설정하고, 임계치 이상의 조정사항이 나오는 경우에만 조정하도록 하는 장치다. 다시 말해, 실사 결과 등에 따른 조정사항 총합이 일정 금액을 넘는 경우에만 그 총합을 조정하도록 하는 장치다.

### De Minimis

가격조정 여하를 논의할 수 있는 최소 금액 단위로서, 개별 조정사항을 기준으로 일정 금액 미만의 항목에 대해서는 가격조정 청구를 할 수 없고, Basket이나 Threshold 산정에도 포함시킬 수 없도록 하는 장치다.

### Cap

조정사항 총합이 일정 금액(Basket)을 초과하더라도 그 정해진 한도(Cap)까지만 조정이 가능하도록 하는 장치다.

예를 들어, A(5천만 원), B(20억 원), C(200억 원)의 세 가지 실사 조정사항이 있다고 할 경우 계약상 De Minimis 1억

원, Basket 100억 원, Cap 150억 원으로 규정했다면, A는 De Minimis 1억 원에 미달하여 가격조정 청구가 차단되고, 각 1억 원을 초과하는 B와 C의 합계 220억 원이 가격조정 청구의 대상이 될 수 있으나, 가격조정 Cap이 150억 원이므로 매수인은 150억 원까지만 가격조정 청구가 가능한 것이다.

### M&A 주요 포인트

1년여간 진행된 해태아이스크림 M&A 과정에는 원매자 물색부터 감독 당국의 기업 결합 심사 등 어려움이 산적해 있었다. 이들 난관을 모두 넘고 거래를 종결할 수 있었던 가장 큰 요인은 동종업 경쟁자이기에 기대할 수 있는 ‘시너지 밸류’ 덕분인 것으로 분석된다. 해태제과식품이 당초 재무적투자자(FI) 위주로 원매자 후보들을 꾸렸으나 최근 재무 실적과 시장 상황 등을 우려해 포기했던 딜에 회사와 시장 상황을 동시에 정상화시킨다는 비전을 갖고 참여할 수 있는 원매자는 동종업 경쟁자인 빙그레만이 가능했던 것이다.

The cover features a white background with diagonal stripes in yellow and red. Several thin, parallel lines in red, white, and yellow are scattered across the white space. The text 'M&A CASE BOOK' is centered in a light gray, sans-serif font.

M&A  
CASE  
BOOK

## CASE 02

### 유관 사업 시너지 - RF머트리얼즈의 RF시스템즈 인수

수직 계열화를 통한 사업 확장

소재에서부터 시스템까지, 설계 및 제작 One-stop  
방산 그룹 조직

## CASE 02

## 수직 계열화를 통한 사업 확장

소재에서부터 시스템까지, 설계 및 제작 One-stop  
방산 그룹 조직

## M&amp;A 개요

구분	기업명	대표자	매출액	거래방식	거래금액
매수기업	RFHIC(주)	조덕수	991억 원	지분 인수 (86.6%)	80억 원 (구주 및 신주)
	RF머트리얼즈(주)	한기우	103억 원		
매도자	김학천 외 3인				
대상기업	RF시스템즈(주)	김학천	215억 원		

## 매수기업

## RF머트리얼즈(주)(구 메탈라이프)

대표자 한기우

주요 사업 통신 부품의 화합물 반도체 패키지 제조

회사 설립 2007.12

홈페이지 [www.metal-life.co.kr](http://www.metal-life.co.kr)

## 기업개요

2007년 12월 설립되었고, 2019년 12월 코스닥 시장에 상장되었다. 전자 부품 및 통신 부품의 화합물 반도체 패키지 제조를 주요 사업으로 영위하고 있으며, 경기도 안산시 단원구에 본사 및 제조 시설을 두고 있다.

## M&A 추진경위

RF머트리얼즈와 모회사인 RFHIC는 제품의 다변화 등을 통한 통신 및 방산사업 시너지 극대화를 위해 기존 거래관계가 있던 RF시스템즈 인수를 추진하게 되었다.

## 대상기업

### RF시스템즈(주)(구 비앤씨테크)

대표자 김학천

주요 사업 군용 레이더 및 안테나 구조물 제조

회사 설립 2000년

## 기업개요

RF시스템즈는 경기도 평택시에 본사 및 생산설비를 두고 각종 항공기 및 유도탄용 레이더 안테나와 브레이징 관련 제품을 생산하고 있으며, 국내 최고의 알루미늄 DIP 브레이징 기술 및 군용 환경제어장치 공조기술 등을 보유한 기업으로 다양한 방산 사업 분야에 참여하고 있다. 국내 주요 방산 고객사로는 LIG넥스원, 민수 고객사로 파크시스템스 등이 있으며, 특히 무인항공기용 안테나는 독자적인 기술로 이스라엘 ELTA에 수출하고 있다.

## M&A 추진경위

창업주인 김학천 대표이사는 회사의 성장을 위해 자본력과 기술력을 갖춘 기업과의 M&A를 원했고, 기존 거래처인 RFHIC 및 RF머트리얼즈와 사업 시너지를 이룰 수 있을 것으로 판단하여 M&A를 결정했다.

## 주요 진행 과정

2020.04	사전 준비 작업(마케팅 자료 작성 등)
2020.05~06	마케팅(잠재적 투자자 매칭)
2020.07	잠재 투자자 브리핑 및 매도기업 방문
2020.08~09	MOU 체결 및 실사
2020.09	인수계약 체결

RF머트리얼즈는 2019년 12월 소부장(소재·부품·장비) 특례 1호로 코스닥 시장에 상장되었다. RF머트리얼즈의 2019년 사업부문별 매출액 비중은 통신용 84.1%, 레이저용 7.0%, 군수용 3.9%, 기타 5.0% 등으로 상장 직후, 통신용 제품에 치중된 매출 비중을 줄이고 다른 사업 분야로 확대시키기 위한 전략을 수립하였다. 자체 기술 개발, M&A 등 모든 가능성을 열어놓고 방안을 모색하며 실행을 위한 자금 조달에도 적극적으로 나섰다.

고민 끝에 전후방 방산사업 시너지를 극대화하는 것으로 방향



을 설정하였고, M&A를 선택하였다. 인수대상은 기존에 RFHIC와 거래관계가 있던 방산 전문업체 RF시스템즈로 결정하였다. RF시스템즈의 창업주 역시 회사의 성장을 위해 자본력과 기술력을 갖춘 기업과의 M&A를 원하고 있던 상황에서 서로 합이 맞았다. RF시스템즈의 창업주가 보유하고 있던 구주를 인수하고 신주를 발행하는 형식으로 RF머트리얼즈 60억 원(64.4%), RF머트리얼즈의 모회사인 RFHIC 20억 원(22.9%)을 투자하여, 거래 이후 87.3% 지분을 취득하였다.

---

## 전후방 사업 시너지

RF머트리얼즈는 금속·세라믹 소재 설계, 브레이징, 도금, 다층세라믹 기술을 바탕으로 다양한 산업 영역에 적용 가능하여 확장성이 높은 장점을 가지고 있다. 국내 및 해외에 화합물 반도체용 패키지를 공급하는 국내 최고의 패키지 제조업체로서, 현재 모회사인 RFHIC와의 M&A 이후 급속도로 성장하고 있다.

2017년 8월 RFHIC가 RF머트리얼즈의 지분 55%를 취득하면

서 RFHIC의 자회사가 된 이후 RF머트리얼즈는 실적이 크게 상승하였다. 매출은 2017년 114억 원에서 2018년 193억 원으로 대폭 증가했고 당기순이익도 같은 기간 약 9억 원에서 37억 원으로 4배 이상 급증했다. 이익개선 배경에는 RFHIC와의 거래 영향이 주요했다. 2018년의 193억 원에 달하는 매출 중 63%에 달하는 121억 원 가량이 RFHIC와의 거래에서 기인했다. 5G 통신장비 시장에서 경쟁력을 갖추고 있는 RFHIC와 소재 부문에서 경쟁력을 갖춘 RF머트리얼즈 간 사업 시너지를 달성한 성공적인 M&A라는 평가다.

RFHIC 그룹은 RF시스템즈를 그룹 안에 들여 수직 계열화를 완성하고 방산 사업 비중을 늘리기로 결정했다. RFHIC의 RF 트랜지스터 및 모듈 설계 기술, RF머트리얼즈의 반도체 패키지를 포함한 소재 기술, RF시스템 설계 기술을 갖춘 RF시스템즈를 인수함으로써, 소재에서부터 시스템까지 설계 및 제작 능력을 확보하여 레이더 시스템 사업 등에서 3사 간의 시너지 효과가 있을 것으로 기대하고 있다.

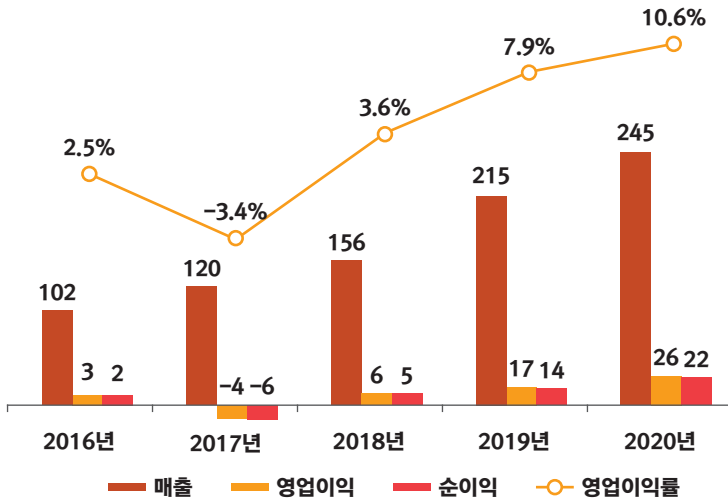
## 인수 후 성과

M&A 이후 RF시스템즈는 RF머트리얼즈 및 RFHIC와의 시너지를 통해 기존에 국내 방산에만 한정되었던 사업 영역을 해외 방산 및 RF 에너지 분야로 확장하고 있다. RFHIC의 사업 제품이 RF 트랜지스터 및 모듈에서 RF Sub-system(RF 트랜지스터 및 모듈이 포함된 시스템)으로 확장됨에 따라 RF시스템즈의 RF 시스템 설계 기술이 활용될 것으로 보이며, 특히 민수 분야에서 기존의 파크시스템스 외에도 레이저 모듈, RF 에너지 시스템(RF Generator) 분야에서 영업을 확대할 계획에 있다.

실적 또한 눈에 띄게 증가하고 있는데, 2017년 120억 원이었던 매출액은 2018년 흑자 전환에 성공한 이후, 2020년 245억 원으로, 영업이익은 26억 원을 달성하였다. 현재 RF시스템즈는 2022년 코스닥 상장을 목표로 주관사 선정을 완료하였다.

경영 실적

(단위 : 억 원)



 M&A 주요 포인트

- ✓ RFHIC의 RF 트랜지스터 및 모듈 설계 기술과 RF머트 리얼즈의 반도체 패키지를 포함한 소재 기술에, RF 시스템 설계 기술을 보유한 RF시스템즈를 인수함으로써 소재에서부터 시스템까지 설계 및 제작 능력을 확보하여 레이더 시스템 사업 등에서 3사 간의 기술적 시너지 효과를 기대할 수 있게 되었다.

- ✓ RF시스템즈는 LIG넥스원과 이스라엘 ELTA, 파크시스템스 등 굵직한 방산 및 민수 고객사를 두고 있다. RFHIC 그룹은 계열사들의 크로스셀링(Cross-selling)이라는 영업적 시너지 또한 갖추게 되어 국내 방산을 넘어 해외 방산에 드라이브를 걸 수 있게 되었다.



The cover features a white background with diagonal stripes in yellow and red. Several thin, parallel lines in red, white, and yellow are scattered across the white space. The text 'M&A CASE BOOK' is centered in a light gray, sans-serif font.

M&A  
CASE  
BOOK

## CASE 03

### 글로벌 진출 - 두올의 보그스티나 인수

M&A를 통한 글로벌 시장 진출 발판 마련  
매출 다각화, R&D 통합 시너지,  
비용 및 원가 절감

CASE 03

**M&A를 통한 글로벌 시장 진출  
발판 마련**

매출 다각화, R&D 통합 시너지, 비용 및 원가 절감

**M&A 개요**

구분	기업명	대표자	매출액	거래방식	거래금액
매수기업	(주)두올	조인회, 정재열	2,959억 원	지분 인수 (95.0%)	623 억 원
매도자	Herenco AB(Sweden) 외 2인				
대상기업	보그스티나	Jorge Machado	901억 원		

**매수기업 (주)두올**

대표자 조인회, 정재열

주요 사업 자동차 시트 내장재, 부품 제조 판매

회사 설립 1983.02

홈페이지 [www.idual.co.kr](http://www.idual.co.kr)



## 기업개요

1983년 2월 주식회사 두오올로 설립되어 1995년 10월 현재의 상호로 변경하였으며, 2016년 7월 유가증권시장에 상장되었다. 설립 당시 인테리어용 소재 사업을 주력으로 하였으나 자동차용 시트 사업에 본격 진출하여 자동차 내장재 제조 기업으로 거듭났다. 본사는 서울특별시 강남구 영동대로 96길 20(삼성동)에 소재하고 있으며 강화, 아산 및 울산에 제조 시설을 보유하고 있다.

## M&A 추진경위

두올은 자동차 내장재 생산 및 판매의 실적 호조를 보이며 성장하던 중 2016년 사드(THAAD) 사태 및 완성차 업계의 파업 여파로 전년 대비 매출액 70억 원, 영업이익 67억 원이 감소하였다. 당시 두올의 매출 중 95%가 현대·기아차에 집중되어 있었고, 해외 사업 다각화를 통한 고객 다변화 목적으로 보그스티나(Borgstena) 인수에 참여하였다.

## 대상기업

### 보그스티나(Borgstena Group Sweden AB)

대표자 Jorge Machado

주요 사업 자동차 시트 내장재 제조 및 판매

회사 설립 1925년

홈페이지 [www.borgstena.com](http://www.borgstena.com)

## 기업개요

1925년 설립된 이래 자동차 관련 섬유 제품을 생산하는 원단 사업 및 원단을 사용한 봉제 사업을 백 년 가까이 이어오고 있다. 볼보, 폭스바겐, 피아트, 르노 등 유럽 태생의 우수 자동차 회사를 고객으로 두고 있다.

## M&A 추진경위

매도자는 2010년 보그스티나의 최대 거래처인 스웨덴 볼보(Volvo)사가 중국 지리자동차에 매각된 시점부터 당시 영위하고 있던 다양한 사업군 중 비주력 사업이었던 자동차 부품 제조업 회사 매각을 고려하였다. 거래 관계 및 개인적 친분 관계를 다져오던 두올에서 인수 의향을 밝히면서 M&A가 시작되었다.

국내 특정 매출처에 대한 의존도가 높았던 두올은 이에 대한 영업위험을 줄이기 위해 거래처 다변화에 대한 고민을 하던 중 스웨덴 소재 보그스티나(Borgstena)사의 인수 작업에 착수한다. 보그스티나는 1925년 설립된 자동차 부품 회사로서 볼보, 폭스바겐, 피아트, 르노 등을 거래처로 두고 있으며, 또한 유아용 카시트 업체 브리탁스 등에도 납품하며 2016년 매출액 901억 원, 순이익 64억 원을 기록한 우량회사이다.

보그스티나사는 2000년대 초반부터 두올과 합작회사(Dual Borgstena VA)를 운영하며 협력관계를 유지해왔다. 스웨덴 대주주의 사업 포트폴리오 개편 및 신사업 투자를 위해 두올에 보그스티나 매각을 타진했다. 두올에게는 Cross Border M&A를 통해 글로벌 완성차 업체에 자사 제품을 납품할 수 있는 절호의 기회로 여겨 M&A 협상을 시작했다.

## 거래 과정

Cross Border M&A는 참여자 간 언어, 문화, 관련 법률 등 모든 측면에서 이질적이다 보니 국내 거래보다 많은 비용과 노력이 소요된다. 두올은 회계법인, 법무법인 등 국내 자문사뿐 아니라 해외 자문사를 선임하여 보그스티나 실사 및 협상에 참여하였다.

M&A 과정은 두올에 인수 의사를 타진한 시점부터 약 1년 뒤인 2017년 8월 31일 종결되었다. 스웨덴 거주자 3인이 소유하고 있던 보그스티나 발행 주식 95%를 623억 원에 매입하는 것으로 최종 합의되었고, 인수대금은 두올 및 자회사인 두올산업의 보유자금과 FI로서 참여한 프리미어파트너스의 RCPS 투자대금을 재원으로 하여 마련되었고, 별도의 인수비용은 없었다.

인수 절차를 진행하는 내내 두올에겐 성장에 대한 기대감과 모든 문화가 다른 현지 기업 운영을 잘 해낼 수 있을지에 대한 두려움이 공존했다.

인수대상 기업은 스웨덴 소재였지만 두올은 포르투갈에 설립한 인수목적회사(SPC)를 통해 보그스티나를 인수했다. 관련 법률과 세금 효과 등을 분석한 결과 EU 소속인 두 국가 중 어느 곳을 선택해도 무차별하다는 결론을 얻은 후에 SPC를 포르투갈

CEO의 관리 권한하에 두는 것으로 최종 결정했다. 이는 현지 법인 전문가에 대한 신뢰를 약속하고, 회사 경영 및 이익에 대해 공유함으로써 문화적 이질감을 극복하기 위한 안전장치로 작용하였다.

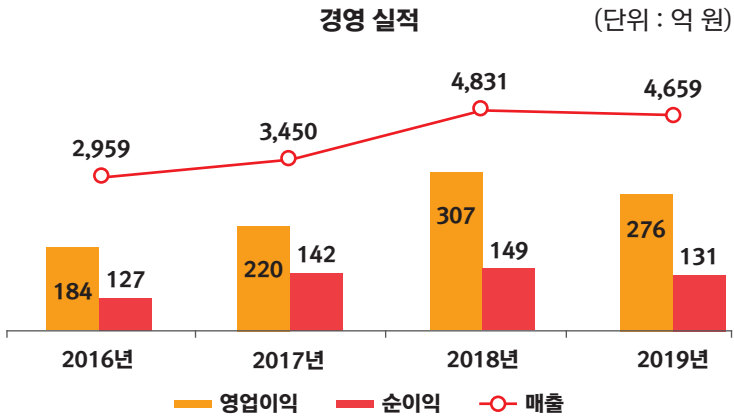
Cross Border M&A에서는 실사 및 협상 당시 기업에 대한 정보 획득만큼이나 중요한 것이 인수 후 문화 차이를 극복하는 문제다. 국내 M&A보다 물리적·문화적 차이가 크다는 부담과 인수 후 시너지에 대한 기대 사이에서 인수자의 인수 의지는 하루에도 몇 번씩 줄타기하기도 한다. 물리적 제약 때문에 인수자가 접근 가능한 정보가 부족하고 회사 내부 사정에 대해서도 파악이 어려운 것뿐만 아니라 한국 문화 특유의 폐쇄성 탓에 거래 상대방과의 신뢰 관계를 형성하는 데도 문제가 생기게 마련이다. 인수자의 확고한 의지와 끈기가 Cross Border M&A의 성공 열쇠다.

---

## 인수 후 성과

장기간의 지지부진한 협상에도 두율은 시종일관 협상의 우위를 잃지 않았고 소기의 성과를 달성했다. 무엇보다 보그스터나 인수를 통해 유럽 내 큰 영향력을 지니고 있는 볼보(Volvo)

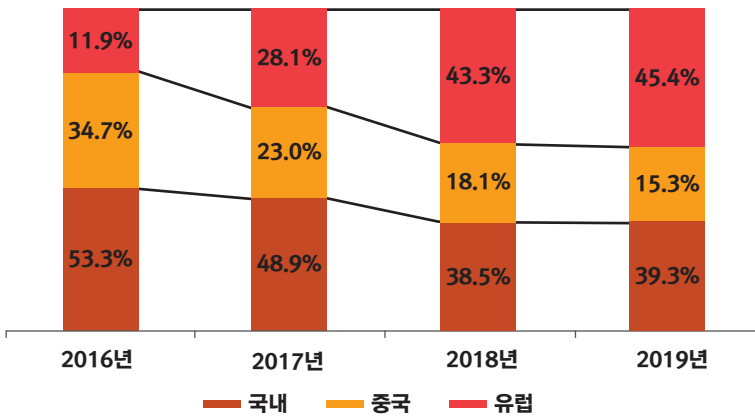
사와 파트너십을 구축하고, 유럽시장에 안정적으로 착륙할 수 있었다는 점에서 큰 수확이 있었다. 두올은 M&A 이후 보그스티나의 현지 영업망을 이용할 수 있었고, 보그스티나의 원천 기술을 이용한 신제품 런칭에도 성공한 결과, 인수 후 3년 만에 매출은 2,959억 원(2016)에서 4,659억 원(2019)으로 57% 성장하였고, 영업이익 또한 184억 원에서 276억 원으로 50% 증가하였다. 보그스티나 역시 피인수 후 안정적인 경영 상태를 유지하면서 여전히 볼보의 1차 부품 공급사로서 지위를 공고히 하고 있다.



두올은 성공적인 Cross Border M&A를 통해 특정 거래처에

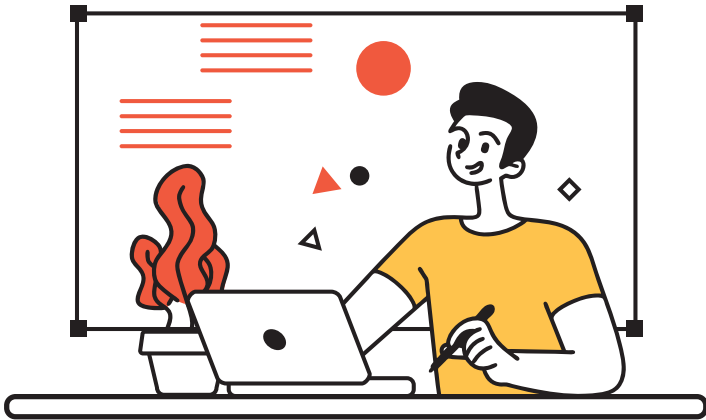
편중된 매출 구조를 탈피하며 국내 자동차 산업 경기에 따른 매출 변동성을 보완할 수 있었고 대량 구매에 따른 원가절감이 실적에 반영되었다. R&D 및 시장 정보 등을 활발히 공유하며 그룹 차원의 글로벌 다각화를 이루고 있는 두올의 세계 진출은 이렇게 시작되었다.

국가별 매출 비중



## M&A 주요 포인트

Cross Border M&A는 해외 매출처 다변화, 글로벌 시장 확대 등 순기능이 많지만 현지 회사에 대한 정보가 충분치 않고, 법률 및 언어, 문화 차이에 따른 난관 또한 다수 존재한다. 국내 거래와 비교했을 때 많은 시간과 비용을 요하며, 철저한 시너지 분석으로부터 얻은 확신을 기반으로 한 강력한 의지를 갖고 거래에 임해야 한다.



The cover features a white background with diagonal stripes in yellow and red. There are several thin, parallel lines in red, orange, and yellow scattered across the white space. The text 'M&A CASE BOOK' is centered in a light gray, sans-serif font.

M&A  
CASE  
BOOK



## CASE 04

### 사업 다각화 - 넷마블의 코웨이 인수

#### 신규 사업 진출을 통한 사업 다각화

기존 사업에서 확보한 인공지능, 빅데이터 등 ICT 기술 및 운영 노하우를 활용한 스마트홈 구독 경제 비즈니스로의 진출을 통한 안정적인 현금 흐름 확보

## CASE 04

## 신규 사업 진출을 통한 사업 다각화

기존 사업에서 확보한 인공지능, 빅데이터 등 ICT 기술 및 운영 노하우를 활용한 스마트홈 구독 경제 비즈니스로의 진출을 통한 안정적인 현금 흐름 확보

## M&amp;A 개요

구분	기업명	대표자	매출액	거래방식	거래금액
매수기업	넷마블(주)	권영식, 이승원	21,786억 원	지분 인수 (25.08%)	17,400억 원
매도기업	(주)웅진씽크빅	이재진	6,522억 원		
대상기업	코웨이(주)	이해선, 서장원	30,189억 원		

## 매수기업

## 넷마블(주)

대표자 권영식, 이승원

주요 사업 유선 온라인 게임 소프트웨어 개발 및 공급업

회사 설립 2000.03

홈페이지 [www.netmarble.net](http://www.netmarble.net)

## 기업개요

2000년 3월 설립되었으며, 2017년 5월 12일 한국거래소 유가증권시장에 상장되었다. 설립 초기 PC 위주의 캐주얼게임 서비스를 제공하였으나, 2011년부터 방준혁 의장의 “모바일에의 집중” 선언을 시작으로, 2012년 “다함께 차차차”, 13년 “몬스터 길들이기”, 14년 “세븐나이츠”, 15년 “레이븐”, 16년 “리니지2 레볼루션”, 19년 “일곱개의 대죄” 등 수많은 모바일 게임 히트작을 보유하고 있다.

## M&A 추진경위

넷마블이 보유한 IT 기술을 코웨이의 렌탈 사업과 접목시켜 “스마트홈 구독 경제”로 사업 체질을 개선시키고, 안정적인 현금 흐름을 바탕으로 기존 사업의 안정화를 도모할 목적으로 이종 사업에 뛰어 들었다.

## 대상기업

### 코웨이(주)

대표자 이해선, 서장원

주요 사업 렌탈서비스 및 가전제품 제조업

회사 설립 1989.05

홈페이지 [www.coway.co.kr](http://www.coway.co.kr)

## 기업개요

1989년 5월 한국코웨이로 설립되었으며, 이듬해 웅진코웨이로 사명을 변경한다. 2017년 5월 12일 한국거래소 유가증권시장에 상장되었다. 국내에서 정수기 및 공기청정기, 연수기, 비데, 침대 매트리스, 침대 프레임, 안마의자, 전기레인지, 소파 등의 렌탈서비스 및 제조를 하고 있으며, 특히 정수기 시장과 비데 시장에서 국내 1위의 시장 점유율을 보이고 있다.

## M&A 추진경위

웅진그룹은 극동건설 인수 등 무리한 투자로 인한 경영 위기로 2013년 MBK Partners에 웅진코웨이를 매각하였다. 2014년 법정 관리 졸업 이후 2019년 3월 MBK로부터 지분 22.17%를 1조 6,800억 원에 재인수하였으나, 인수금용을 포함해 2조 원에 달하는 부채에 대한 부담 및 경영 악화 등을 이유로 재매각을 추진하게 된다.

## 주요 진행 과정

2018.10	웅진씽크빅, MBK와 코웨이 인수 본계약 체결
2019.06	웅진그룹, 웅진코웨이 재매각 결정
2019.07	인수 후보군에 투자설명서(IM) 배포
2019.10	넷마블 매각 본입찰 참가, 우선 협상자로 선정
2019.12	주식매매계약 체결

최초 예비입찰에는 칼라일그룹, SK네트웍스, 하이얼, 베인캐피탈 등이 참여하였다. 매각 측과의 눈높이 차이 등으로 인해 본입찰에는 베인캐피탈만이 잔류하여 흥행에 실패한 듯 보였으나 넷마블이 1조 8,500억 원의 가격을 써내며 본입찰에 깜짝 등장하여 시장의 관심을 샀다. 언뜻 게임 산업과 렌탈 사업의 연관성을 찾기 어려워 보이지만 넷마블은 기존 보유하던 AI 기반 빅데이터 기술들을 활용해 코웨이와 상품성 및 서비스 고도

화, “스마트홈 구독 경제”로의 체질 개선 및 안정적인 현금 흐름을 보유한 사업으로의 다각화 등을 표방하며 유력 인수자로 떠오르게 된다.

넷마블은 웅진씽크빅으로부터 블록딜(시간 외 대량 매매) 형식으로 코웨이 주식 1,851만 1,446주(지분율 25.08%)를 사들이면서 코웨이의 최대주주로 올라섰다. 주당 인수 가격은 9만 4,000원으로 총 1조 7,400억 원 규모다. 인수 재원은 기존 보유한 현금성자산 1조 2,000억 원에 단기차입금 5,500억 원을 조달함으로써 마련됐다.

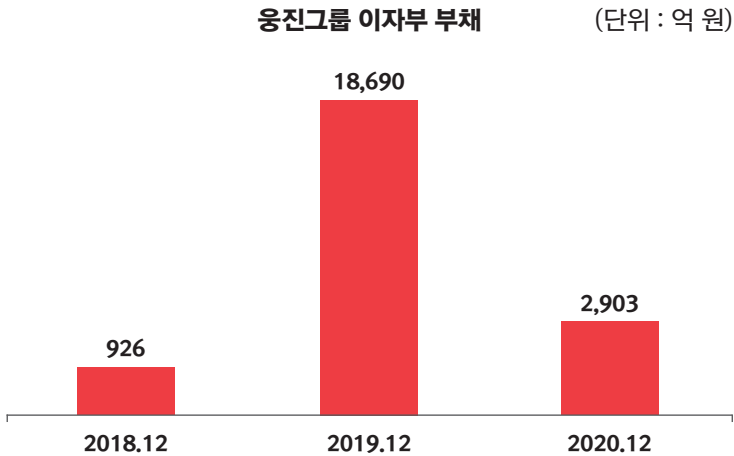
---

## 웅진그룹의 코웨이 매각 그 이면

웅진그룹은 2019년 코웨이를 인수한 지 채 1년도 되지 않아 다시 매각을 시도한 셈인데, 그 이면에는 MBK로부터 코웨이를 재인수하는 과정에서 사용한 약 1조 6,000억 원의 인수금 융의 부담, 웅진에너지 등 웅진그룹 계열사의 재무 건전성 악

화와 CS닥터 노조의 파업으로 인한 노사 갈등이 존재했던 것으로 보인다.

당시 태양광 사업을 영위하던 웅진에너지가 감사 의견 거절을 받아 기업 회생 절차에 들어가면서 지주사인 웅진 회사채 신용 등급에 부정적 영향을 미쳤으며, 신용 등급이 BBB+에서 BBB-로 한 단계 하락하면서 자금 조달 비용 증가로 이어졌다.



또한, CS닥터(렌털장비 설치·수리 기사) 노조들의 파업으로 인한 노사 갈등도 경영 불안 요소였다. 기 계약 해지된 CS닥터와 현직 CS닥터로부터의 소송으로 인하여 발생하게 될 비용과 정규직

전환 이후 부담하여야 할 인건비 등도 웅진그룹 입장에서는 큰 부담으로 다가왔을 것으로 보인다.

## 1,100억 원 가격조정의 배경

최초 본입찰 시, 1조 8,500억 원의 인수가격을 제시했던 넷마블 측에서 최종 1조 7,400억 원으로 1,100여억 원의 가격조정을 요구했다. 통상적으로 가격조정 수준은 최초 제시가액의 5% 수준이나 간혹 협상력에 따라 15%까지 조정되기도 한다. 확률은 희박하지만 협상이 넷마블에 유리하도록 흘러간다면 최대 1조 5,000억 원대까지 조정이 가능했다.

코웨이의 가격 협상에 있어 걸림돌은 CS닥터와의 노사 갈등이었다. CS닥터들이 회사를 상대로 제기한 소송에서 2019년 6월 승소하면서 회사가 설정한 소송충당부채 260여억 원 외에도 천억 원대 이상의 추가 비용이 소요될 것으로 예상되는 상황이었다.

최초 협상 시, 웅진그룹은 넷마블 측에 2%의 협상 한도를 제시

하였으나, 향후 가격 협상으로 SPA 체결이 지연되면서 2020년 초로 예정된 회사채 상환과 매달 수십억 원에 달하는 이자의 압박에 1,100억 원의 가격조정을 받아들여지게 된다.

## 넷마블의 코웨이 인수 그 후 ...

넷마블은 코웨이 인수 후, CS닥터를 정규직으로 전환하며 국내 영업을 정상화했고 기존에 보유하던 AI 기반 빅데이터 기술들을 활용해 코웨이와 상품성 및 서비스 고도화에 공을 들이고 있다.

M&A의 직접적인 결과라고 보기는 어렵지만 최근 코웨이의 고객 관련 동향을 보면 유의미한 성과가 포착되고 있다. 코웨이의 2020년 3분기 총 계정 수는 약 629만 개를 기록 중이다. 인수 직전인 2019년 말과 비교하면 1만 개 가량 늘어난 상태다. 특히 2020년 3분기 해약률은 0.94%로 전년동기 대비 0.03% 낮아진 수치를 기록하며 긍정적인 흐름을 보이고 있다.

넷마블의 경우 지분법 손익 규모가 빠르게 늘어났다. 실제로 넷



마블은 2019년 연간 지분법 손익이 128억 원에 그쳤으나, 2020년 3분기 기준으로 526억 원에 달한다. 넷마블의 지분법 손익의 대부분은 방탄소년단(BTS) 소속사인 빅히트엔터테인먼트(현 하이브)와 코웨이로부터 발생됨을 알 수 있는데, 2020년 연환산 기준 700억 원이 넘는 지분법 손익을 기록할 수 있을 것으로 예측된다.

실제로 코웨이는 연결 실적이 반영되기 시작한 2020년 상반기 기준 매출 1조 5,744억 원, 영업이익 3,080억 원을 기록했다. 2020년 3분기 8,004억 원의 매출과 1,686억 원의 영업이익을 발생시키며, 매분기 1,000억 원 중반대의 수익을 꾸준히 내고 있는 셈이다.

꾸준하고 안정적인 현금 흐름을 보유한 코웨이를 품은 넷마블, 빅데이터와 인공지능 기술 등 IT 기술을 보유한 넷마블을 품은 코웨이가 앞으로 어떻게 상생하며 발전해 나갈지 기대된다.



## M&A 주요 포인트

게임 산업은 대표적인 모험형 사업군이다. 넷마블은 코웨이 인수를 통해 게임 산업 특유의 불확실성을 해소했다는 평가를 받는다. 코웨이의 경우 수익 모델이 구독경제 기반으로 이루어져 한 번 고객을 유치하면 해지하지 않는 한 꾸준하고 안정적인 현금 흐름을 만들 수 있는 것이 특징이다. 넷마블은 코웨이 인수로 요요현상 없이 꾸준한 체력을 만든 셈이다. M&A는 사업 포트폴리오를 재구성하여 그룹 전체의 영업 위험을 헤지(Hedge)하는 수단으로도 활용될 수 있다는 점을 기억하자.



The cover features a white background with diagonal stripes in yellow and red. There are several thin, parallel lines in red, orange, and yellow scattered across the white space. The text 'M&A CASE BOOK' is centered in a light gray, sans-serif font.

M&A  
CASE  
BOOK

## CASE 05

### 사모펀드 인수 - TS인베스트먼트의 에스에이티 인수

중소기업 해법 전문가, 에스에이티를 살려낸다.

경영 효율화, 재무 구조 개선, M&A를 통한  
신성장동력 확보

## CASE 05

## 중소기업 해법 전문가, 에스에이티를 살려낸다.

경영 효율화, 재무 구조 개선, M&A를 통한  
신성장동력 확보

### M&A 개요

구분	기업명	대표자	매출액	거래방식	거래금액
매수기업	(주)TS인베스트먼트	김웅	157억 원	지분 인수 (35.13%)	118억 원
매도기업	템퍼스(유)	이인희	-		
대상기업	(주)에스에이티	정성원	1,252억 원		

### 매수기업 (주)TS인베스트먼트

대표자 김웅

주요 사업 중소기업 창업투자

회사 설립 2008.02

홈페이지 [www.tsinvestment.co.kr](http://www.tsinvestment.co.kr)

## 기업개요

2008년 2월 설립되었고 2016년 12월 코스닥 시장에 상장되었다. 중소기업 창업자 및 벤처기업에 대한 투자와 중소기업창업투자조합의 운영 등을 주요 사업으로 영위하고 있으며, 서울 강남구 역삼동에 본사를 두고 있다.

## M&A 추진경위

과거 벤처 투자를 행하며 통신 중계기 회사에 대한 연구와 검토 경험이 축적되어 있었으며, 에스에이티 기존 사업의 수익성 개선, M&A 등을 통한 신규 사업 접목으로 회사 가치를 높일 수 있을 것으로 판단하여 인수를 결정하였다.

## 대상기업

### (주)에스에이티

대표자 정성원

주요 사업 교통 관련 장비 및 모바일 관련 장비 제조

회사 설립 1998.12

홈페이지 [www.satech.co.kr](http://www.satech.co.kr)

## 기업개요

1998년 12월 설립되었고 2006년 11월 코스닥 시장에 상장되었다. 교통 관련 장비 및 모바일 관련 부품 제조업을 영위하고 있으며, 경기도 군포에 본사를 두고 있다.

## M&A 추진경위

대표이사의 잦은 변경 등 불안정한 지배 구조 형성, 연속된 영업적자의 발생, 순자산가액 대비 40% 수준에서 형성된 주가 등 부정적인 회사의 상황을 정상화 시키기 위한 방안 중 M&A를 선택하였고 적임자를 찾아 나섰다.

## 주요 진행 과정

2010.05	TS인베스트먼트에 인수의향 타진(Private Deal)
2010.06	인수실사
2010.07	신주인수권 취득, 신주인수권부사채 취득 및 행사 (지분 21.84% 확보)
2010.09	주식 13.29% 장외 추가 취득(최종 35.13% 확보)

에스에이티는 기존 대주주에게 인수된 이후 1년 내에 대표이사 3회 변경되는 등 안정적인 운영이 이루어지지 않고 있었다. 인수 당시 금융기관 차입을 대규모로 일으킨 LBO(Leveraged Buy-Out) 구조를 활용하였는데 인수금융에 대한 차입금이 연체 상태에 이르렀다. 중소기업 창업자 및 벤처기업에 대한 투자를 주로 해오던 TS인베스트먼트는 2010년 5월 기존 대주주의 지인을 통해 에스에이티의 경영권 인수를 제안받게 되었다. 과거 벤처 투자를 행하며 통신 중계기 회사에 대한 연구와 검토 경험이 축적되어 있었던 TS인베스트먼트는 에스에이티 기존 사업의 수익성 개선, M&A 등을 통한 신규 사업 접목으로 회사가치를 높일 수 있을 것으로 판단하여 인수에 참여하였다.

거래는 비공개로 진행되었고 직원들의 동요를 우려하여 상장사 공시자료와 CFO의 협조에 기반하여 신속하게 약식 실사를



진행했다. 회사에 대한 정밀한 실사가 어려운 상황이었지만, 에스에이티의 CFO와 TS인베스트먼트 임원 간 오랜 신뢰 관계를 바탕으로 인수 의사결정은 신속하게 이루어졌다.

## 재무적 투자자(FI)의 투자 의사결정 요인

### 1 경쟁력 있는 가격으로 상장사 경영권 인수

TS인베스트먼트는 총 118억 원을 지불하여 에스에이티 발행 주식 35% 및 경영권을 인수하였다. 당시 에스에이티의 자산 총계는 500억 원, 부채 총계 250억 원으로 순자산가액은 약 250억 원이었다. 시가총액은 약 100억 원으로써 순자산가액의 40% 수준으로 저평가되어 있었다. 합의된 지분 인수 단가는 3,336원으로 주당 순자산가액인 3,513원보다 낮았다. 또한 인수 단가 3,336원은 1,500원가량이었던 주당 가격 대비 약 120%의 경영권 프리미엄을 제공하는 것이었지만 순자산가치에 비해 여전히 매력적인 가격이었다. 시가총액 100억 원 중 지분가치 35%에

해당하는 35억 원을 제외하고 경영권 프리미엄은 83억 원으로 계산되는데 통상 상장사에 대한 경영권 프리미엄이 100억 원 이상에서 형성되는 걸 감안하면 틀림없이 싸게 잘 산 격이다.

## 2 주식가치 상승 기회

에스에이티는 3년 연속 결손을 기록했지만 영업손실의 규모는 크지 않으며 충분히 Turn Around될 수 있는 기회가 존재한다고 보았다. ① 자금력과 책임감을 갖춘 최대주주가 참여함으로써 지배구조 개선, ② 사업부 조정과 인력 재배치, ③ 신규 자금 투입으로 인한 재무 구조 개선, ④ 신성장동력이 될 업체와의 M&A를 목표로 하였고 실행하였다.

① **지배 구조 개선** - 차입이 없는 M&A 펀드를 통해 회사를 인수하였고, 투명하고 팀워크가 좋은 인력들로 이사회를 구성하였다. TS인베스트먼트의 임원은 향후 회사의 매각 시까지 3년 동안 상근 대표이사를 맡아 일주일의 2~3일을 에스에이티에서 Full Time 근무하며 주요 의사 결정에 참여하였다.

② **사업부 조정과 인력 재배치** - 사업 구조를 외형 위주에서

수익성 위주로 바꾸기 위해 수익성 없는 아이템을 정리하는 한편 연구 개발팀으로 인원을 추가로 배치하여 향후 매출이 늘어날 LTE용 중계기·제어기 개발에 매진하였으며, 제어 기술을 활용하여 응찰기, 지하철 자동문 제어기를 개발하여 중계기 사업에 대한 의존도를 줄였다.

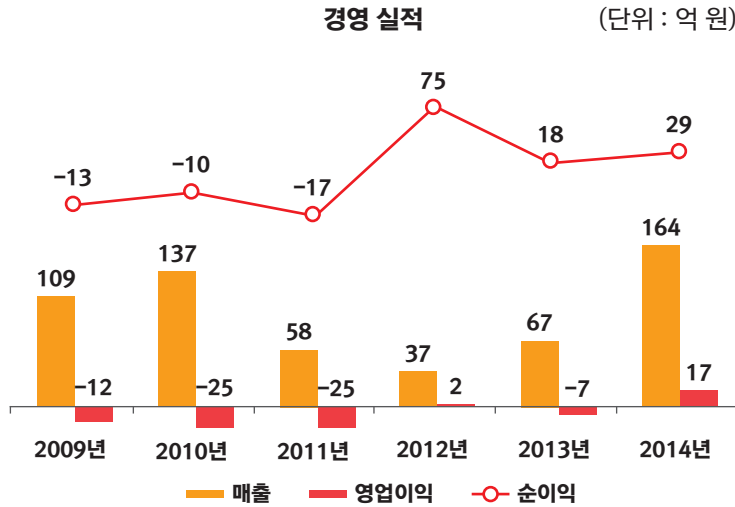
③ **재무 구조 개선** - 2010년 12월, 70억 원의 자금을 투자 유치하였고 이때 TS인베스트먼트의 대표이사는 BW(신주인 수권부사채) 채권자에 대해 연대보증인으로 참여하였다. 그리고 2013년 8월에도 총 50억 원의 자금을 유치하여 두 건에 걸쳐 총 120억 원의 신규 자금이 회사로 유입되었다. 또한, 2012년에는 100% 자회사인 에임시스템을 삼성그룹 계열사에 매각하여 74억 원의 처분이익을 기록하여 재무 구조를 우량하게 변모시켰다. 더불어 회사의 여유자금을 활용해 한국사이버결제 등에 투자하여 2011년~2014년까지 55억 원의 Capital Gain을 기록하기도 했다.

④ **신성장동력 확보** - M&A를 적극적으로 검토하여 3년간 2개 회사를 인수하였다. 2011년에 온라인 게임 회사인 게임프릭에 신규 투자하여 경영권을 인수하였고 2013년 8월에 교통 정보(ITS) 회사인 한국도로전산의 구주 및 신

주를 총 100억 원에 인수하여 11월에 합병, 기존 사업 외  
신성장동력을 접목하였다.

각고의 노력 끝에 에스에이티는 3개년 연속 영업손실 상태에  
서 2014년 매출 164억 원, 영업이익 17억 원, 순이익 29억 원을  
기록하는 우량 회사로 변모되었다. TS인베스트먼트와 같은 FI의  
주된 사업 목적은 인수한 회사의 정상화 후 재매각이다. 인수 후  
4년이 경과한 시점에서 에스에이티를 중견기업인 홍아에 198억  
원에 매각하며 ROI 68%, IRR 15.5%를 기록한 성공적인 투자회  
수였다.





### M&A 주요 포인트

회사 인수 후 재매각을 목적으로 하는 FI에 대해 곱지 않은 시선으로만 볼 이유는 없다. 본 사례에서 확인할 수 있듯이 불안정한 회사를 인수하여 임원 파견, ERP 도입, 투명한 지배 구조 운영 등으로 회사의 Value-up을 돕는 조력자다. 경영권 매각이 아니더라도 이들로부터 투자 유치 받아 공동 운영하며 회사의 정상화 방안을 함께 모색할 수도 있다.

The cover features a white background with diagonal stripes in yellow and red. Several thin, parallel lines in red, white, and yellow are scattered across the white space. The text 'M&A CASE BOOK' is centered in a light gray, sans-serif font.

M&A  
CASE  
BOOK

## CASE 06

### 사모펀드 매각 - IMM PE의 태림포장그룹 매각

인수기업 Value-up으로 토종 사모펀드  
최대 'Exit' 이뤄낸 IMM PE

골판지 업계에 대한 재평가 이끌어낸 성공적인  
대규모 바이아웃 투자 사례

## CASE 06

# 인수기업 Value-up으로 로종 사모펀드 최대 'Exit' 이뤄낸 IMM PE

골판지 업계에 대한 재평가 이끌어낸 성공적인  
대규모 바이아웃 투자 사례

## M&A 개요

구분	기업명	대표자	매출액	거래방식	거래금액
매수기업	세아상역(주)	하정수	1조 7,969억 원	지분 인수	약 7,300 억 원
매도기업	IMM PE	송인준	-		
대상기업	태림포장그룹	김영식	5,729억 원		

## 매수기업

### 세아상역(주)

대표자 하정수

주요 사업 의류제조 및 판매

회사 설립 2015.11

홈페이지 [www.sae-a.com](http://www.sae-a.com)

## 기업개요

세아상역(주)은 2015년 11월 글로벌 의류 제조 및 판매 회사인 글로벌세아(구 세아상역)로부터 의류 제조 사업 전문성을 제고하기 위해 물적분할되어 신설된 법인이다. 미주 지역을 주요 수출선으로 하고 중남미 및 동남아 지역에 임가공 공장을



운영하고 있으며, 전 세계 10개국, 40개 생산 공장에서 하루 평균 250만 벌의 의류를 생산하고 있다. 언더아머, 포에버21, 자라 등에 납품하며 트루젠, 조이너스, 꿈빠니아 등 자체 브랜드도 보유하고 있다.

## M&A 추진경위

의류 내수 사업 부문의 포장 및 배송과 관련된 박스 수요를 충족시켜 의류 사업 수직 계열화를 수립하고, 기존에 보유하고 있던 해외 인프라를 활용한 골판지 사업의 글로벌화를 도모하는 등 사업 다각화 및 신성장동력 확보를 위해 인수에 참여하였다.

## 대상기업

### 태림포장그룹

(태림포장(주), 태림페이퍼(주) 외 4개 법인)

대표자 김영식

주요 사업 골판지 원지, 원단, 상자 제조 및 판매

회사 설립 1976.04

홈페이지 [www.tailim.com](http://www.tailim.com)

## 매도기업

### IMM Private Equity

대표자 송인준

주요 사업 자산 관리, 운용 및 경영 자문

회사 설립 2006.09

홈페이지 [www.immpe.com](http://www.immpe.com)

## 기업개요

### 대상 기업 - 태림포장그룹 (태림포장(주), 태림페이퍼(주) 외 4개 법인)

태림포장그룹은 국내 1위의 골판지 및 골판지 상자 제조·판매 업체로, 골판지 원지, 원단, 상자 사업 간 수직 계열화된 사업 모델을 보유하고 있다. 전국에 4개의 원지 공장과 9개의 원단 및 상자 공장을 운영하고 있으며, 연간 생산 능력은 각각 130만 톤, 13억m<sup>2</sup> 수준이다.

### 매도기업 - IMM Private Equity

IMM Private Equity는 2006년 9월 8일 설립되어 기업에 대한 경영 자문 및 지원, 자본시장과금융투자업에관한법률에 따른 사모집합투자기구에 제공하는 자산 관리 및 운용 용역 등을 주된 사업 목적으로 하고 있다. 2019년 2조 원 규모의 블라인드 펀드<sup>1)</sup>를 결성하였고, 누적 운용자산(AUM, Asset Under Management) 규모 4.9조 원으로 명실공히 국내 대표 사모펀드로 자리매김했다.

## M&A 추진경위

태림포장그룹의 생산성 개선 등 경영 효율화를 통해 기업 가치를 상승시킨 IMM PE는 우호적인 시장 상황 속에서 회사의 추가적인 성장 및 투자금 회수를 고려하여 매각을 추진하였다.

1) 투자 대상을 미리 정해 놓지 않은 상태에서 펀드를 설정하고 우량 투자 대상 확보 시 투자하는 펀드

## 주요 진행 과정

2019.04	투자안내문(티저레터) 발송
2019.06	Non-binding 예비입찰 진행 및 적격 인수 후보 5곳 선정
2019.06 ~ 2019.08	적격 인수 후보 대상 VDR 실시, 현장 실사 및 MP/BO session 진행
2019.08	공개 경쟁입찰 방식의 본입찰 진행
2019.09	세아상역 우선 협상 대상으로 선정
2019.10	주식매매계약 체결
2020.01	Deal Closing

2014년 1월 어느 토요일, 송인준 IMM PE 대표를 비롯한 전 직원이 강원도의 한 콘도 회의실에 모였다. 매년 초에 회사의 투자 방향을 설정하는 ‘인베스트먼트 컨센서스 미팅(ICM)’이 열렸다. 송 대표부터 주니어 심사역까지 각자가 준비한 투자 아이디어를 공유하는 자리다. 이들은 하루를 꼬박 새운 토론 끝에 중점 투자 분야 중 하나로 ‘내수 시장 과점 기업’을 선정했다. 내수 시장을 확실히 잡고 있지만 경영 개선의 여지가 있는 기업을 인수하여 운영 효율성 증대 등의 경영 개선 활동을 통해 기업가치를 제고하는 전략적 방향성을 세운 것이다.

ICM 이후 내수 시장 과점 산업에 대한 조사를 이어가던 IMM

PE에 태림포장이라는 골판지 업체 이름이 들려왔다. 창업주가 마땅한 후계자를 찾지 못해 매각을 고민 중이란 소식이였다.

골판지 시장은 크게 고지(폐지) 등을 활용하여 골판지 원지를 생산하는 원지 시장과 원지를 활용하여 골판지 원단 및 상자를 생산하는 포장 시장으로 구분된다. 가격 대비 부피가 크고, 수분에 취약한 골판지의 특성상 항공 및 해운 운송이 어려워 내수 지향적이며, 다수의 중소 규모 골판지 업체들의 출혈 경쟁이 과다했던 2000년대 초반 이후 시장 내 대형 회사들에 의한 중소 규모 골판지 업체 인수합병(M&A)이 지속적으로 이루어지며 과점화 및 수직 계열화된 시장이다.

IMM PE는 태림포장이 ① 내수 중심의 골판지 시장 내 과점 업체인 점, ② 향후 온라인 쇼핑 시장 성장으로 택배 상자 수요는 꾸준할 것으로 전망되어 안정적인 성장이 기대되는 점, ③ 여러 중소 업체들을 인수하며 성장하는 동안 외형 성장에 집중하여 운영 효율화를 통한 경영 개선의 여지가 존재할 것이라는 점을 들어 당초 계획하였던 투자 방향에 적합한 투자 대상이라고 판단하였다. 이에 IMM PE 경영진은 태림포장 창업주를 찾아가 매각을 설득하였고, 인수 조건을 둘러싼 줄다리기를 1년 가까이 하다가 2015년 5월 약 3,500억 원에 태림포장 지분 58.9%와 관계사인 태림페이퍼의 지분 34.5%를 인수하는 데 성공하게 된다.

## IMM PE의 인수 기업 Value-up을 위한 고민과 노력

인수 직후 IMM PE는 경영 개선 방향성을 찾아내기 위해 투자를 집행한 내부 운용 인력들을 태림포장에 파견하였다. 이들은 인수 과정에서 실사를 담당한 컨설팅 업체와 함께 6개월에 걸친 기간 동안 회사에 상주하며 기업 및 시장 분석을 수행하였고, 이를 통해 당시 태림포장에는 원지 계열과 포장 계열의 사업부 재편을 통한 업종별 계열화와 이에 따른 구매, 생산, 영업 및 관리의 최적화가 필요하다고 판단하였다. 태림포장이 오랜 기간에 걸쳐 중소 규모 골판지 업체들을 인수합병해 만들어진 회사인데다, 시장 내 과점 업체 간 제품 차별성이 낮고, 업체별 고객 기반이 확보되어 있으며, 이미 어느 정도 규모의 경제가 작용하는 시장에서 경쟁 과점 업체보다 뛰어난 실적을 내기 위해서는 운영 효율성 극대화가 필요하다고 판단한 것이다.

IMM PE는 경영 개선 활동의 첫걸음으로 골판지 사업에 집중하기 위해 비핵심 관계 기업인 동일팩키지(제지 제조 인쇄업), 제이타우젠트(골프장 운영업), 코렌소코리아(가공지 제조) 등의 지분을 매각하고 매각 자금으로 골판지 사업 핵심 계열사인 월산페이퍼, 동원페이퍼 등의 지분을 추가 취득하였다. 이후 핵심

계열사 및 생산 공장들을 골판지용 종이를 생산하는 원지 사업부와 원지를 원단, 상자 등의 제품으로 만드는 포장 사업부로 명확히 구분하고, 각 사업부 간 구매, 생산, 영업 및 관리를 일원화 및 집중화하였다.

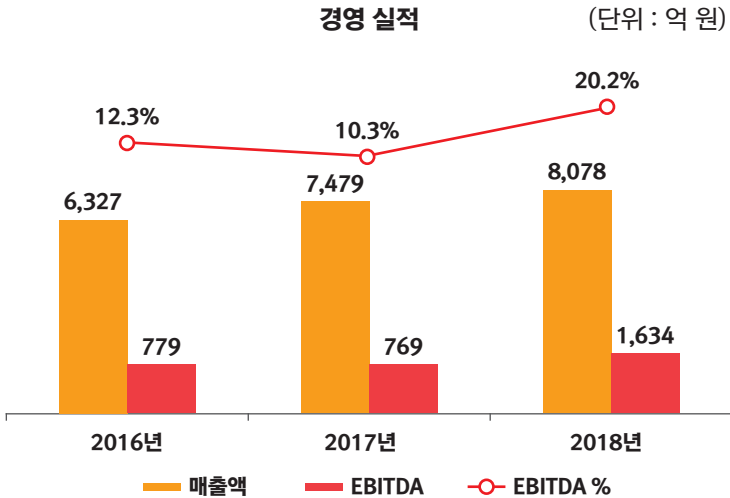
운영 효율화의 효과는 가시적이었다. 집중화된 원재료 구매 시스템을 도입함에 따라 보다 강력해진 협상력을 기반으로 기존 대비 유리한 조건으로 원재료 매입 계약을 체결할 수 있게 되었고, 수주 물량 통합 관리를 통해 초과 수주 물량을 개별 공장에 효율적으로 배부할 수 있게 되었으며, 공장별 생산 효율성을 고려한 생산 제품 Mix 변경, 통합 생산 스케줄링을 통한 조업 중단 시간 단축 등을 통해 유휴 CAPA를 최소화시키고 생산성을 향상시킬 수 있었다.

효율성 증대와 더불어 2017년 4월 태림판지를 인수하며 포장사업부 생산 CAPA를 보강하고 판매망이 부실하였던 충청도와 전라도까지 네트워크를 확장하였으며, 주변 포장 공장과의 물량 교환을 통해 생산 최적화를 극대화하였다. 구매, 생산 및 관리에서의 비효율 제거로 생산성이 향상되고 원가가 절감되면서 자연스럽게 영업 경쟁력 또한 강화되었다.

이러한 구조 개편의 효과는 실적에 그대로 반영되어 나타났다. 태림포장의 매출액은 2016년 6,327억 원에서 2018년 8,078억 원으로 28% 증가하였으며, 상각전영업이익(EBITDA) 역시 2015

년 406억 원에서 2018년 1,634억 원으로 크게 증가하였다.

그러던 중 2017년 중국의 고지수입 금지 정책 발표로 골판지 생산의 주원재료인 고지 매입가격이 감소하며 시장 상황 또한 우호적으로 개선되었다. 결국 IMM PE는 태림포장그룹 인수 이후 시장 점유율 확대, 매출액 성장, 수익성 개선을 모두 달성하며 기업 가치를 상승시키는 데 성공한 것이다.



## 실적 개선을 바탕으로 진행된 매각 절차와 뜨거운 시장의 반응

태림포장그룹의 연결 기준 조정 EBITDA는 2016년 779억 원, 2017년 769억 원, 2018년 1,634억 원을 기록하였다. 생산성 및 수율 개선, 운반비 절감 등의 Value-up 노력과 함께 중국 고지 수입 금지에 따른 국내 고지 매입 단가가 하락하며 2018년 조정 EBITDA가 평년 대비 2배 이상 증가한 것이다. 이와 같은 실적 상승 및 우호적인 시장 상황에 힘입어 IMM PE는 2019년 태림포장 그룹 투자금 회수를 위한 매각 절차에 돌입하였다.

매각 대상은 태림포장 지분 70%와 자회사인 태림페이퍼 지분 100%로, 희망 매각가격은 2018년 조정 EBITDA를 기준으로 6.5 배 가량의 EV/EBITDA 배수를 적용하여 기업가치를 1조 원 이상으로 제시했다. 기업가치에 순부채를 제외하고 매각 지분율을 고려한 거래대상 지분의 매각가격은 7,000억 원대 수준으로, 이는 IMM PE 입장에서는 합리적인 희망 매각가격으로 볼 수 있으나, 유사한 규모의 경쟁사인 신대양제지의 당시 시가총액인 2,800억 원이었던 것에 비하여 과도한 매각가격이 아니냐는 논란이 일기도 하였다. 또한, 아무리 시장 상황이 양호하고 실적이 개선되었



다고는 하나, 인수 이후에도 이러한 상황이 지속될지, 높은 인수 가격으로 인해 인수 이후 승자의 저주에 빠지지 않는지 등 우려의 목소리도 컸다.

그러나 이러한 우려에도 불구하고 예비입찰은 7~8곳의 국내외 원매자들이 입찰 제안서를 제출하며 흥행하였다. 진입 장벽이 높고 규모의 경제가 적용되는 골판지 산업 내 1위 업체라는 점과 전방 산업인 온라인 유통 시장이 향후 지속적으로 성장하여 최근의 실적이 어느 정도 지속될 것으로 전망되는 점 등이 흥행의 사유라고 평가된다. 또 하나의 흥행 사유로는 Non-binding 예비입찰 방식을 꼽을 수 있다. 보통 공개 매각의 본입찰에서는 예비입찰 때 제시한 가격보다 일정 비율 이상 높거나 낮은 금액을 써낼 수 없도록 제한하나, Non-binding 예비입찰의 경우 본입찰 시 예비입찰에서 제시한 가격의 구속을 받지 않아 많은 기업이 예비입찰과 실사에 참여하도록 할 수 있다. 이러한 이유로 매각가격에도 불구하고 다수의 국내외 투자자들이 협상의 여지가 있다고 판단하여 예비입찰에 참여한 것으로 보인다.

## 예상 밖의 우선 협상 대상자 선정

예비입찰을 흥행시킨 IMM PE는 적격 인수 후보로 전략적 투자자인 한솔제지, 세아상역 및 샤닝페이퍼(중국 3위 제지 업체)와 재무적 투자자인 TPG, 베인캐피탈 등 5곳을 선정하였고 VDR (Virtual Data Room) 실사, 현장 실사 및 MP/BO session을 진행하였다. 이후 2019년 8월 진행된 본입찰에는 한솔제지가 불참하고 베인캐피탈이 샤닝페이퍼와 컨소시엄을 구성하여 최종적으로 세아상역, 샤닝페이퍼-베인캐피탈 컨소시엄, TPG 등 3곳이 참여하였다. 샤닝페이퍼는 중국 제지 업체로서 국내 제지 업체와의 시너지를 위해, 세아상역은 그룹사 사업 다각화 및 신성장동력 확보를 위해, TPG는 재무적 투자를 위해 참여한 것으로 보인다. 각 인수 후보들은 실사 및 MP/BO session을 바탕으로 적정 인수 가격을 제시하였으며, 샤닝페이퍼-베인캐피탈 컨소시엄이 가장 높은 7,000억 원 중반대의 가격을 제시했고, 세아상역과 TPG는 이에 다소 못 미치는 7,000억 원 초반대를 제시한 것으로 전해졌다. 본입찰 직후 시장에서는 가격 요소에서 우위를 점한 샤닝페이퍼-베인캐피탈이 사실상 인수하지 않을까, 하는 관측에 무게가 실리기도 했다.

하지만 IMM PE는 단순히 가격 조건 외에도 거래종결 가능성, 매각 이후 책임 경영, 임직원 고용 유지 문제, 진행 중인 소송 결과에 따른 매각 측 손해배상 관계 등의 비가격 요소 또한 종합적으로 검토하여 세아상역을 우선 협상 대상으로 선정하게 된다.

---

## COVID-19로 빛을 발한 사업 다각화 전략

세아상역은 우선 협상 대상으로 선정된 후, 정산을 위한 몇 차례의 협상 과정을 거쳐 2020년 1월 인수대금 7,300억 원을 IMM PE에 지급하며 태림포장, 태림페이퍼 및 태림판지 인수를 완료하였다. 전체 인수대금 중 3,800억 원은 인수를 위해 신규로 설립된 세아인베스트먼트가 산업은행으로부터 인수금융을 통해 조달하였고, 나머지 대금은 세아상역 보유 현금 및 추가 차입금으로 마련했다.

인수는 성공적으로 이루어졌으나, 인수대금을 마련하면서 늘어난 차입 조달 규모가 문제였다. 인수 작업이 마무리된 후 세아

상역의 조정 총차입금은 6,594억 원이었고, 여기에 세아인베스트먼트를 통해 조달한 인수금융 약 3,800억 원과 태림포장그룹이 보유하고 있던 약 1,700억 원의 차입금을 합산하면 회사가 보유한 연결 총차입금 규모는 약 1조 2,000억 원 수준이었다. 부채 비율 98%의 건실한 기업이었던 세아상역의 부채 비율이 340%로 꺾충 뛰며 승자의 저주를 우려하는 목소리가 컸다.

그러나 인수 직후인 2020년 2월, 신종 코로나바이러스(COVID-19)가 전 세계로 퍼져 나가며 외출 자제 분위기가 확산되었고, 이에 따라 온라인 거래가 급증하며 택배 물량이 폭주하기 시작했다. 택배 물량이 폭주하며 택배 상자를 생산하는 골판지 업체도 수요를 충족시키기 힘들 정도로 호황을 맞이하였다. 골판지 기업마다 모든 공장을 24시간 가동해도 공급이 달려 주요 업체 딜리버리가 종전 3일에서 7~8일로 배 이상 지연될 정도로 주문이 몰리게 된 것이다. 이로 인해 2020년 태림포장그룹의 매출액은 작년보다 늘어날 것으로 예상되며, 영업이익은 1,000억 원을 훨씬 초과할 것으로 전망된다.

세아그룹의 차입금에 대한 우려는 아직 존재하나, 태림포장이 COVID-19 사태를 계기로 더욱 활황을 유지하고 있어 이에 따른 승자의 저주 우려는 어느 정도 사그라들었다. 오히려 COVID-19 사태로 피해가 불가피한 모기업 세아상역에도 큰 힘이 되며 인수 목적이었던 사업 다각화 효과를 톡톡히 봤다고 할 수 있겠다. 이를

발판 삼아, 향후 태림포장그룹의 글로벌 진출, 패션 그룹과의 시너지 효과 발현 등 세아그룹이 이종 사업 인수를 통한 비유기적 성장에 지속적으로 성공할 수 있을지 귀추가 주목된다.

### M&A 주요 포인트

- ✓ IMM PE는 이번 Deal을 통해 국내 토종 사모펀드 최대 규모의 바이아웃 투자금 회수를 기록하였다. 그 과정에서 기업 사냥꾼이라는 사모펀드의 이미지와 달리 창업주의 고민을 덜어주었고, 산업, 시장 및 경쟁사에 대한 폭 넓은 이해를 바탕으로 기업가치를 높였으며, 시너지를 발휘할 수 있는 기업에 매각하여 자본 시장 내 유희유 역할을 톡톡히 하였다.
- ✓ 공개 매각의 흥행 요소 중 하나로 다수의 기업이 입찰에 참여하도록 유도하는 Non-binding 예비입찰이 있다.
- ✓ 매각 시 고려할 요소는 가격뿐이 아니며, 거래종결 가능성, 매각 이후 책임 경영, 임직원 고용 유지 문제, 진행 중인 소송 결과에 따른 매각 측 손해배상 관계 등

의 비가격 요소 또한 종합적으로 검토하여야 성공적인 Deal이 될 수 있다.

- ✓ 세아상역은 사업 다각화를 위한 M&A를 통해 전무후무한 글로벌 위기인 COVID-19를 지혜롭게 헤쳐 나아가고 있다. 사업 다각화를 위한 M&A는 무리한 확장만 아니라면 신성장동력 확보, 위험 분산, 시장 지배력 강화 등 다양한 기업의 니즈를 충족시켜줄 수 있다.



The cover features a white background with diagonal stripes in yellow and red. Several thin, parallel lines in red, white, and yellow are scattered across the white space. The text 'M&A CASE BOOK' is centered in a light gray, sans-serif font.

M&A  
CASE  
BOOK



## CASE 07

### SPAC 상장 - 한국제3호SPAC과 씨아이에스 합병

SPAC 합병을 통한 적시 상장

미래 성장성에 초점을 맞추어 상장 여부를  
심사하는 SPAC 합병

## CASE 07

## SPAC 합병을 통한 적시 상장

미래 성장성에 초점을 맞추어 상장 여부를  
심사하는 SPAC 합병

## M&amp;A 개요

구분	기업명	대표자	매출액	거래방식
합병법인	한국제3호SPAC(주)	윤강훈	-	합병
피합병법인	씨아이에스(주)	김수하	1,006억 원	

## 합병법인

## 한국제3호SPAC(주)

대표자 윤강훈

발기인 (주)에이씨피씨, 한국투자증권(주)

상장일 2015.09

주요 사업 다른 회사와의 합병

## 기업개요

2015년 5월 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제373조의 2에 따라 설립되었으며, 한국거래소의 유가증권시장 또는 코스닥 시장에 상장한 후 다른 회사와 합병하는 것을 유일한 사업 목적으로 한다.

## 피합병 법인

### 씨아이에스(주)

대표자 김수하

주요 사업 2차전지 제조 설비 및 자동화 설비 설계 제작

회사 설립 2002.09

홈페이지 [www.cisro.co.kr](http://www.cisro.co.kr)

## 기업개요

2002년 9월 설립되었으며, 2014년 4월 코넥스 시장에 상장되었다. 2차전지 제조 설비 제작을 주업으로 하고, 대구에 생산 시설을 보유하고 있으며 중국, 독일에 관계 회사를 두고 있다.

## M&A 추진경위

중국 수주 물량 급증에 따른 투자 재원의 안정적 확보, 회사의 대외 인지도 및 신뢰도 확대를 통한 영업 경쟁력 제고, 우수한 신규 인력 확보, 기존 투자자들의 투자금 회수 등을 위해 기업 공개가 필요한 상황이었고, 회사 상황에 정통했던 SPAC 자문 전문 기관인 (주)에이씨피씨(이하 “ACPC”)의 도움을 받아 SPAC 합병을 추진하였다.

## 주요 진행 과정

2015.05	한국제3호SPAC 설립
2015.09	한국제3호SPAC 코스닥 시장 상장
2016.08	합병 의사회 결의 및 합병예비심사청구서 거래소 제출
2016.09	거래소 심사 승인
2016.12	합병 관련 주주총회 특별 결의 득
2017.01	합병 및 합병 신주 상장
6개월 후	발기인 보호 예수 기간 종료

2012년 8월, 씨아이에스는 코스닥 상장을 위해 예비심사청구를 하였으나 부결된다. 이후 2014년 4월 코넥스 시장 상장에 성공하였지만 회사의 안정적 성장을 위해서는 여전히 코스닥 상장이 필요했다.

씨아이에스는 SPAC 자문 전문 기관 조력으로 코스닥 시장으로의 직상장이 아닌 SPAC 상장을 택하여 2016년 8월 합병예비심사청구서를 제출하고 2017년 1월 코스닥 시장에 입성한다. 직상장 방식을 택했을 경우 2016년 실적에 대한 회계 감사가 종료되는 2017년 3월 이후 거래소 예비심사청구가 가능한 상황이었음을 고려하면 약 7개월 이상 일정을 단축한 셈이다.

2차전지 사업에 대한 시대적 요구와 맞물린 영향 또한 크지만

상장일인 2017년 1월 20일의 종가 1,895원은 3년 후 2021년 1월 19일 종가 15,850원(시가총액 9,112억 원)으로 상승하였고, SPAC 합병 시 기업가치 1,014억 원 대비 시가총액은 8.9배 증가하며 순항 중이다.

---

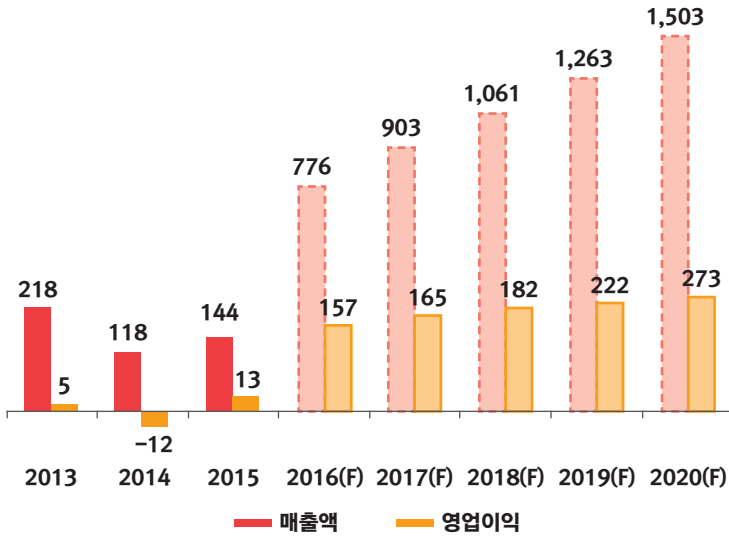
## Why SPAC?

전기차, ESS(Energy Storage System, 에너지 저장 시스템) 등 전방 산업 성장에 힘입어 세계적으로 2차전지 수요가 급증하고 있었으며, 이에 따라 2차전지 제조 업체의 설비 투자로 인해 글로벌 2차전지 장비시장 규모 또한 확대 중이었다. 특히 중국 정부의 전기차 및 2차전지 육성 정책에 따라 2차전지 제조 기업은 공격적인 투자 계획을 수립했다. 씨아이에스 또한 2015년 8월 중국의 2차전지 장비 업체와 함께 중국 내 합작 법인인 HCIS를 설립하여 중국 영업력을 강화하였으며, 씨아이에스의 기술력과 중국 파트너사의 영업력을 바탕으로 중국 수주가 급증했다. 중국 수주 물량 급증에 따른 투자 재원의 안정적 확보, 회사의 해외 인지도 및 신뢰도 확대를 통한 영업 경쟁력 제고, 우수한 신

규 인력 확보, 기존 투자자들의 Exit 등을 위해 코스닥 상장이 필요한 상황이 왔다.

손익 추정 내역

(단위 : 억 원, 2016년 8월 기준)



출처 : 증권신고서(합병)

2016년 당시 직상장 방식을 택할 경우 직전 사업연도인 2015년의 실적이 상장 심사 및 공모가 산정의 기초가 된다. 2015년 실적은 매출액 144억 원, 영업이익 13억 원, 순이익

16억 원으로 승인에 대한 확신이 부족한 상황인 데 반해, 수주 물량은 중국 향 주문 증가로 급증(2015년 말 391억 원, 2016년 말 385억 원)하며 2016년 실적에 대한 전망이 긍정적인 상황이었다.

SPAC 합병을 추진할 경우 향후 5개년 치 추정 실적을 합병 비율 산정에 반영할 수 있으며, SPAC 발기인과 합병 예정회사 경영진 간 사전에 조율한 합병가액으로 기업가치 산정이 가능하다. 물론 합병가액에 대해서는 외부 평가 기관으로부터 분석기관평가의견서를 수령하여 예비심사청구서 및 증권신고서에 첨부해야 하며, 추정 근거의 논리성이 부족할 경우 증권신고서 수리 과정에서 정정 사유가 발생할 수 있으므로 어느 한쪽으로 편중된 합병 비율 산정은 불가하다. 직상장의 경우 공모 시점의 주식시장 시황, 유사 회사들의 주가 수준 등에 따라 기관투자자 수요 예측 과정에서 사후적으로 공모가 및 기업가치가 확정된다는 점에서 차이가 있다.

구분	SPAC 합병	IPO
상장 방식	Private(합병)	Public(공모)
가치평가	미래가치평가(DCF, 본질가치)	유사회사와 비교평가(PER, EV/EBITDA), 바이오기업 등 특수 사례 제외 시 과거 실적 기준
장점	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 사업 계획, 미래가치 반영</li> <li>· 사전 가격 확정(공모 불확실성 감소)</li> </ul>	다수(기관, 일반) IR
단점	<ul style="list-style-type: none"> <li>· SPAC 합병 주주총회</li> <li>· 합병 제반 절차</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 과거 실적 기반한 평가</li> <li>· 기관 수요 예측을 통한 가격 결정</li> <li>· 주식시장 침체 시 가치평가 불리함</li> </ul>
공통	상장사전준비(내부 통제 시스템, 내부 회계 관리 제도 구축 등), K-IFRS 기준, 상장 전 지정 감사	

씨아이에스의 경우 향후 1~2년 치의 수주 금액에 대한 객관적인 근거를 제시할 수 있어 사업 계획상 추정 손익을 가치평가에 반영하는 것이 용이하였으며, SPAC 합병을 택할 경우 기업가치 및 자금 유입 규모(SPAC 보유 현금)가 사전에 확정되어 명확한 투자 계획 수립 또한 가능했다. 씨아이에스는 이러한 이점을 충분히 활용하기 위해 SPAC 합병을 통한 코스닥 상장을 선택했다. 한편, 씨아이에스가 직상장 방식을 택하였다면, 2016년 감사보고서가 확정된 2017년 3월 이후에나 예비심사청구가 가능했으



므로 SPAC 합병은 직상장 대비 7개월 이상 상장 일정을 단축시킬 수 있었던 것도 SPAC 합병을 선택한 주된 이유다.

---

## SPAC 합병도 사람이 하는 일

SPAC 합병에 있어 SPAC 발기인의 역할은 대단히 크다. 씨아이에스의 코스닥 입성에 도움을 준 자문기관은 SPAC 발기인을 전문으로 하는 회사로서 유수의 증권사들을 파트너로 하여 다수의 SPAC에 투자하고 있었다. 씨아이에스의 과거 코넥스 시장 상장 이력, 코스닥 상장 심사 청구 당시 업황 등에 대해 잘 알고 있으며 상황하에서 과거 실적은 낮지만 향후 1~2년간 성장 잠재력을 발견하여 SPAC 합병 법인으로 낙점하는 눈썰미 또한 지녔다. 증권사, 합병 추진 회사 양쪽 모두 탁월한 네트워크를 지니고 있어야 시작이 가능하다는 의미다.

한국제3호SPAC을 함께 조직한 한국투자증권과 실사 과정에 참여한 것은 물론이고 거래처별 수주 잔고를 꾸준히 업데이트 하면서 수주 잔고의 신뢰성 등을 철저히 검증하였으며, 아울러

중국을 중심으로 한 2차전지 시장 성장률 등을 근거 자료로 하여 거래소에 대응한 결과 2015년 순이익 16억 원 대비 840억 원의 높은 기업가치를 관철할 수 있었다. 2015년 순이익 기준 PER × 64.6, 2016년 순이익 기준 PER × 11.8라는 배수가 성공적인 SPAC 합병을 설명한다.

직상장과 달리 SPAC 합병 시 발생하는 조세 문제 또한 전문가와 함께 검토해야 할 사항이다. 합병 회사에서 발생하는 과세 이연 문제, 합병 회사 주주에게 발생하는 의제배당 문제 등이 존재하며 반드시 충분한 사전 검토가 필요함은 아무리 강조해도 더함이 없다.



### M&A 주요 포인트

- ✓ 과거 실적에 비해 향후 1, 2년의 성장성이 두드러지고, 성장성의 근거에 대한 합리적 설명이 가능한 기업의 경우 SPAC 합병 상장으로 상장 시기를 앞당길 수 있고, 추정 실적을 가치평가에 반영할 수 있다.
- ✓ 씨아이에스는 SPAC 합병 상장을 통해 상장사로서 누릴 수 있는 기업 인지도 상승, 우수 인력 채용 기회 확

대, 신속한 자금 조달 등의 이점을 활용하며 성장세를 지속하였고, 씨아이에스 고유의 경쟁력과 함께 2차전지 시장 성장의 수혜를 입어 기업가치가 합병 시점 대비 4년 후 8.9배('21.01 기준) 상승하였다.



The cover features a white background with diagonal stripes in yellow and red. Several thin, parallel lines in red, white, and yellow are scattered across the white space. The text 'M&A CASE BOOK' is centered in a light gray, sans-serif font.

M&A  
CASE  
BOOK

## CASE 08

### 회생 - 비엠에스의 한일과학산업 인수

회생 M&A를 통해 자금 부담 벗어나기  
핵심만 남기는 다이어트 후 신속한 회생 절차 진행

## CASE 08

## 회생 M&amp;A를 통해 자금 부담 벗어나기

핵심만 남기는 다이어트 후 신속한 회생 절차 진행

## M&amp;A 개요

구분	기업명	대표자	매출액	거래방식	거래금액
매수기업	(주)비엠에스	김선기	759억 원	지분 인수 (100%)	43억 원
매도자	장은호 등				
대상기업	한일과학산업(주)	장은호, 장규호	78억 원		

## 매수기업 (주)비엠에스

대표자 김선기

주요 사업 생명과학 연구장비 유통

회사 설립 1992.5

홈페이지 [www.bms.kr](http://www.bms.kr)

## 기업개요

1992년 5월 설립되었고, 생명과학 연구 장비 유통업을 영위한다. 서울 강남구에 본점을 두고 있으며 대전, 김포에 지점, 그리고 경기도 김포에 연구소를 두고 있다.

## M&A 추진경위

비엠에스의 자회사인 자이로젠은 한일과학산업과 국내 원심분리기 시장을 양분하고 있는 업체로서 원심분리기 시장에서 확고한 1위 업체로 올라서는 것과 동시에 1~2조 원에 달하는 글로벌 시장 진출을 겨냥하고 인수에 참여하였다.

## 대상기업

### 한일과학산업(주)

대표자 장은호, 장규호

주요 사업 원심분리기 제조, 판매

회사 설립 1993.03

홈페이지 [www.ihanil.com](http://www.ihanil.com)

## 기업개요

1993년 3월 설립되었고 원심분리기 시장에서 점유율 35% 이상을 확보하며 업계에서 인지도가 높다. 원심분리기는 원심력을 이용해 성분이나 비중이 다른 물질들을 분리·정제·농축하는 기계로 제약 회사, 바이오 관련 업체에서 수요가 많다. 인천시 계양구에 본점을 두고 있다.

## M&A 추진경위

대량 생산 설비 구축을 위한 공장 건설 등 무리한 고정자산 투자와 매출액 하락에 따른 영업손실 등으로 채무 압박이 가중되었다. 2011년 재무 구조 개선을 위해 유상증자를 추진했으나 실패했고, 2012년 영업손실 규모는 더욱 불어났다. 결국, 2013년 회생 절차를 개시한다.

## 주요 진행 과정

2013.04	인천지방법원 회생 절차 개시 신청
2013.05	회생 절차 개시 결정
2014.03	회생계획안 인가
2015.11	변경회생계획안 인가
2015.12	회생 절차 종결 결정

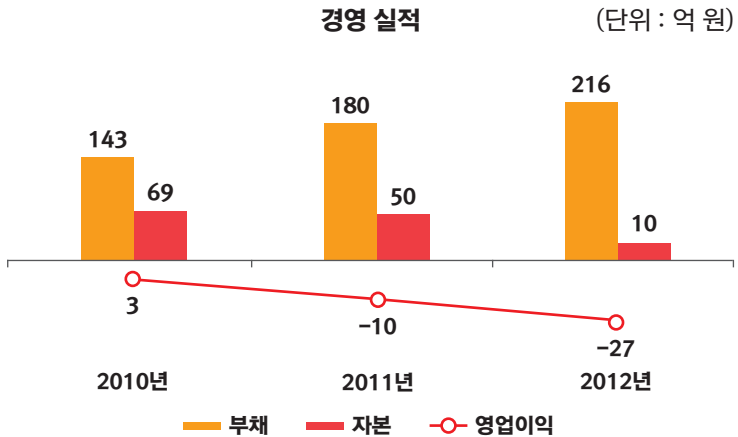
한일과학산업은 원심분리기를 생산하는 전문 제조 업체다. 국내 시장 점유율을 35% 이상 확보할 정도로 높은 기술력을 인정 받았다. 이러한 점이 높이 평가되어 다수의 기관투자자로 구성된 투자조합과 산업은행으로부터 투자 유치를 받기도 했다. 이후 2010년 7월 대량 생산을 위한 강릉 공장 건립 운용, 2011년 인천 송도 바이오 단지에 R&D 센터 건설에 투자했다.

하지만 2011년 한일과학산업은 영업손실 10억 원을 기록하는 등 초라한 경영 실적을 내놨다. 실적이 하락하면서 자연스럽게 재무 구조도 악화됐다. 2010년 143억 원, 2011년 180억 원, 2012년 216억 원까지 부채는 매년 증가했다. 이들은 재무구조 개선을 위해 유상증자를 계획한다. 송도 바이오 단지에 보유 중인 부동산 자산들을 매각하는 조건과 IPO도 추진할 것이라는 전



락도 제시했으나 유상증자는 실패하고 만다.

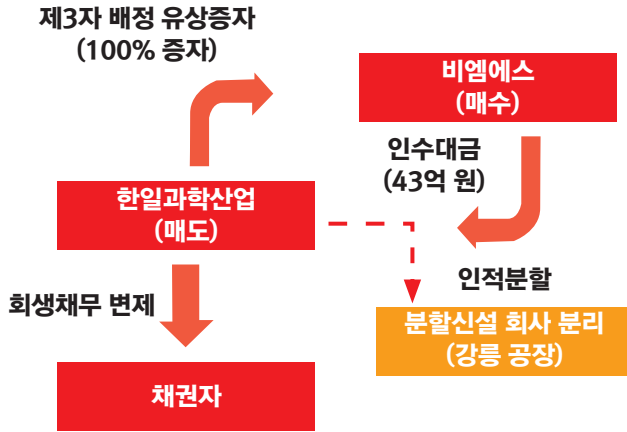
2012년 경영 성과는 더욱 악화됐다. 매출은 96억 원으로 하락했고, 영업손실은 27억 원으로 늘어났다. 결국, 한일과학산업은 2013년 5월 산업은행을 주채권은행으로 하는 회생 절차를 개시한다.



## 핵심만 남기는 다이어트

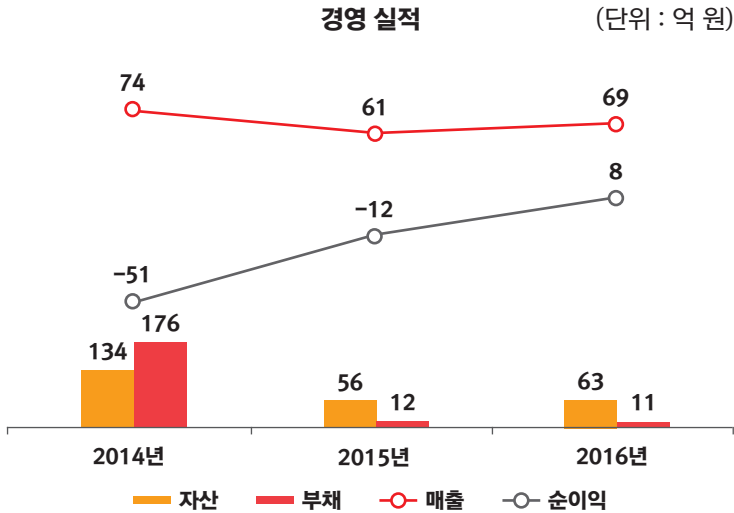
한일과학산업은 유형자산 과다(인천 작전동 공장, 송도 연구소, 강릉 공장)로 인해 2014년 9월에 진행된 1차 공개입찰에 실패했다. 회사는 유형자산 비중을 줄여서 다음 공개입찰에 도전하기로 결정하였고 2015년 4월 인천 송도에 보유하고 있던 R&D 센터를 매각하고 회생담보채권 60억 원을 변제했다. 이제 R&D 센터와 사업부를 통으로 인수하는 데 부담을 느낀 원매자들이 조금 더 수월하게 인수를 고려할 수 있게 되었다고 안도한 것도 잠시, 잠재적 투자자 접촉 시 비영업용 자산이었던 강릉 공장에 대한 입찰 희망자가 없었다. 회사는 결국 사업부와 강릉 공장의 분할이라는 특단의 조치를 내린다.





실사 기준일 시점으로 강릉 공장 건물 및 관련 회생담보권을 분할 신설 회사로 이전하고, 사업부 관련 자산·부채는 존속회사인 한일과학산업에 남기는 인적분할을 계획했다. 이후 2015년 8월 진행된 2차 공개입찰에서 비엠에스는 단독으로 강릉 공장이 제외된 존속회사의 입찰에 참여하였다. 11월 존속회사만을 인수하는 구조하에, 존속회사 기존 주식의 무상소각 및 비엠에스의 유상증자를 내용으로 하는 회생계획안을 인가받았으며, 이에 따라 43억 원 유상증자를 실시하고 이를 재원으로 회생채무를 전액 변제했다. 그해 12월 결국 회생 절차 종결 결정을 받아냈고 비엠에스는 한일과학산업의 100% 주주가 된다. 회생 절차 종결 후 한일과학산업의 부채는 2014년 176억 원에서 2015년 12억

원으로 감소했고, 이자비용의 부담에서도 벗어나 순손실 51억 원에서 순이익 8억 원으로 흑자 전환하며 극한의 자금 부담에서 벗어났다.



비엠에스는 한일과학산업과 국내 원심분리기 시장을 양분하고 있던 업체로 M&A 후 원심분리기 시장에서 확고한 1위 업체로 올라서게 됐다. 비엠에스는 한일과학산업을 정상화하면 1~2조 원에 달할 것으로 추정되는 해외 시장에도 활발히 진출할 수 있을 것으로 기대하고 있다.

## M&A 주요 포인트

- ✓ 한일과학산업의 사례에서는 과도한 유형자산 문제로 회생 절차 초기에 진행이 더뎠으나, 인적분할로 회사를 다이얼트하여 신속히 진행된 과정을 볼 수 있다. 한일과학산업은 2015년 8월 공개입찰 후 12월 회생 절차 종결까지 신속히 진행됐다. 이렇듯 인가 전 M&A는 회생 절차 개시와 동시에 M&A를 추진함으로써 매각 준비 시간을 단축할 수 있고, 인수자를 사전에 발굴하여 인수대금에 의한 채무의 일시변제로 회생 절차의 조기 종결이 가능하다.
- ✓ 더불어 한일과학산업이 택한 제3자 배정 신주인수 방식은 인수대금에 의한 회생채무의 일시변제로 인수 후 회사의 재무 구조가 건전해진다. 또한 기존 주주는 대폭적으로 감자되며 이후 인수자의 지분율도 90% 이상 확보가 가능하다. 인수자는 인수 시점의 자산 전체와 공익채무(회생 인가 이후의 정상적인 영업채무 등)만을 승계하게 되며, 감자 시 발생하는 감자차익 등으로 인해 자본구조는 더욱 건전해지는 장점이 있어, 회생회사 M&A 시 법원에서 가장 선호하고 일반적으로 채택하는 방법이기도 하다.

The cover features a white background with diagonal stripes in yellow and red. Several thin, parallel lines in red, white, and yellow are scattered across the white space. The text 'M&A CASE BOOK' is centered in a light gray, sans-serif font.

M&A  
CASE  
BOOK

## CASE 09

### China U Turn - 캡시스의 중국 현지법인 철수

'진성' 매수자 발굴을 통해 이룬 신속한 차이나 유턴  
매도자(해외투자기업)가 불리한 기울어진  
운동장에서 이겨내기

CASE 09

**'진성' 매수자 발굴을 통해 이룬  
신속한 차이나 유턴**

매도자(해외투자기업)가 불리한 기울어진  
운동장에서 이겨내기

**M&A 개요**

구분	기업명	대표자	매출액	거래방식	거래금액
매수기업	위해화신생물공 정유한공사	WEI NA	비공개	지분 인수 (100%)	3,750만 RMB (61억 원)
매도기업	(주)캠시스	박영태	6,848억 원		
대상기업	위해선양수마과 기유한공사	박영태	61.8억 원 (2018년 1~9월)		

**매수기업**    **위해화신생물공정유한공사**

대표자    WEI NA

주요 사업    바이오 의약품 개발, 대외 지분투자

회사 설립    2005.02



## 기업개요

2005년 2월에 설립된 위해화신생물공정유한공사는 화신그룹(Kashine Group) 산하 기업으로, 바이오 의약품 개발 및 대외 지분투자를 주요 사업으로 하고 있다. 위해화신생물공정유한공사는 화신그룹의 대외 투자 플랫폼으로서 종속회사를 통하여 일반의약품 개발 및 생산, 부동산 개발, 투자, 임대 및 관리, 금융리스 등 다양한 사업을 영위하고 있다.

## M&A 추진경위

중국 산둥성 웨이하시의 대형 부동산 개발 업체인 화신그룹은 캄시스 중국 생산법인인 선양수마의 탁월한 입지 조건을 사업 기회로 포착하였다.<sup>1)</sup>

## 매도기업

### (주)캠시스

대표자 박영태

주요 사업 휴대폰 카메라 모듈 개발 및 제조

회사 설립 1993.01

홈페이지 [www.cammsys.net](http://www.cammsys.net)

1) 일반적으로 중국 내 투자자본 회수 시 가격은 순자산 공정가치에 의하여 결정된다. 대상기업의 가치는 [토지 등 부동산의 가치 + 현금성 자산 - 부채]의 형태로 결정된다. 영업가치는 특수한 상황에서 제한적으로 이용되나 높은 Value를 잠재 인수자가 제시하지 않는 것이 일반적이다. 이같은 기업가치의 결정 형태를 고려하였을 때, 중국 내 투자자본 회수 시 부동산 개발 업체가 주요 잠재 인수자 중의 하나이다.

## 기업개요

1993년 1월에 주식회사 선양테크로 설립되어 2010년 3월 현재의 상호로 변경하였으며 2001년 5월 유가증권 시장에 상장되었다. 반도체 생산용 장비 및 이동통신단말기용 카메라 모듈의 제조, 판매 및 수출입, 전기자동차 제조 및 판매 등을 주된 사업 목적으로 하고 있다. 인천광역시 연수구 벤처로 100번길 26(송도동)에 본점을 두고 있으며 한국, 중국, 베트남에 생산 시설을 보유하고 있다.

## M&A 추진경위

중국을 생산 본거지로 하여 매출 성장을 이루던 중 최대 매출처인 삼성전자의 스마트폰 생산 기지 이전에 발맞추어 베트남으로 생산 시설을 이전하기로 의사결정 한다. 대부분의 생산 물량이 베트남으로 이동함에 따라 일감이 줄고 고정비만 발생하게 된 중국 생산 시설의 처분을 계획한다.

## 주요 진행 과정

2018.11	잠재매수자 탐색, 인수의향서 수령, 실사 및 협상
2018.12	주식매매계약서 체결
2019.01	거래대금 한국 송금 및 Deal Closing

캠시스 중국 생산법인인 선양수마는 연평균 20%에 이르는 성장가도를 달리던 중 베트남으로 생산기지를 이전하는 의사결정을 내린다. 신설된 베트남 생산법인은 선양수마의 바통을 그대로 이어받아 승승장구하지만 고정비만 축내는 선양수마 처리를 놓

고 골치를 썩는다.

단독으로 선양수마 지분의 매각 절차를 밟지만 두 차례 무산 후 자문사와의 협업을 결정하였고 2개월 내 중국 철수를 마무리 지을 수 있었다. 중국 내 M&A는 ‘진성’ 매수자의 발굴이 무엇보다 중요하다. 또한 외국인에 유리하지 않게 형성된 M&A 협상 관례와 관할관청의 행정 등에 가로막혀 비전문가가 단독으로 해 내기에는 쉬운 작업이 아니다.

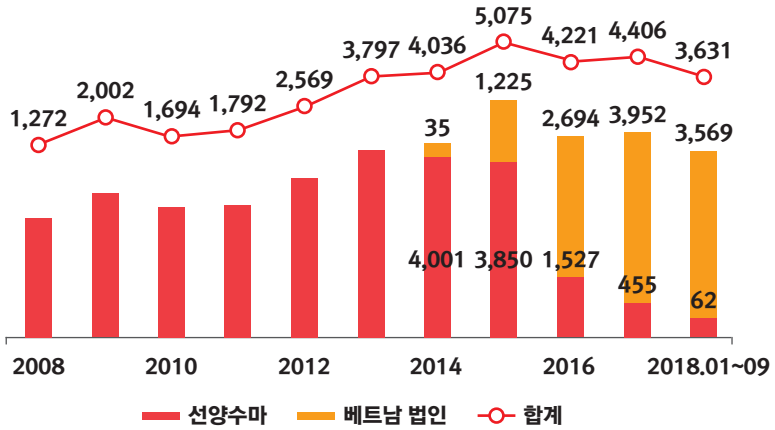
캠시스와 자문사의 협업으로 중국 투자자본 회수는 성공적으로 마무리되었고, 선양수마의 역할을 이어받은 베트남 생산법인 은 캠시스의 핵심 계열사 역할을 담당하고 있다.



## 중국 생산 시설의 베트남 이전

캠시스는 중국과 베트남의 생산법인을 통해 월 2,000만 대의 카메라 모듈을 생산하며 2003년부터 삼성전자와 17년째 파트너 관계를 유지하고 있는 명실공히 카메라 모듈 업계 선도 기업이다. 2004년 중국 위해(威海, Weihai) 현지에 생산법인인 위해선양수마과기유한공사(이하 “선양수마”)를 설립하였고 2008년 매출액 1,272억 원이 2014년 4,001억 원에 달하기까지 연평균 20%의 괄목할 성장을 이뤄냈다. 2014년에는 중국 스마트폰 생산 물량을 줄이고 베트남으로 이전하는 삼성전자의 움직임에 따라 베트남 생산법인을 설립하는 과감한 투자 의사결정도 있었다. 2019년 현재 베트남 법인은 캠시스 연결 매출액의 98%를 차지하는 등 핵심 계열사 역할을 톡톡히 해내고 있지만 당시 남겨진 선양수마는 일감은 줄어드는데 고정비는 계속 발생하며 해마다 자본을 잠식해갔다. 캠시스에게는 선양수마의 매각을 통한 신속한 투자자본 회수의 필요성이 증가하였다.

캠시스 해외 자회사 매출액 추이 (단위 : 억 원)



캠시스는 선양수마의 생산 물량이 베트남으로 이전 완료된 2017년 하반기부터 매각 작업을 추진하였으나, 중국 M&A 특성상 진성매수자 발굴의 어려움 등 많은 이슈에 봉착하게 되어 거래가 성사되지 못했다. 시간이 갈수록 운전자본은 깎여 나가고 매각 절차에 대한 피로감에 젖어가던 시기에 자문사를 찾았다. 이후 2개월간 속전속결로 진행된 ‘차이나 유턴’의 성공사례를 보자.

## **‘진성’ 매수자 발굴해야**

중국 투자 자본 회수 시 ‘진성’ 매수자를 발굴하는 게 가장 중요한 요소 중 하나이다. 현지 브로커의 말만 믿다가 매수자를 찾지 못하기도 하고, 겨우 발굴한 매수자가 자금 여력이 충분하지 않아 거래가 성사되지 않는 경우도 허다하기 때문이다. 이를 방지하기 위해 자문사는 상무국에 직접 연락, 중국 진출 의향을 갖고 있는 기업 정보를 받기도 하고 내부 리서치 등을 통해 발굴한 잠재 인수자들로부터 인수의향서(LOI) 접수와 동시에 이들의 은행 잔고 증명서를 확인했다. 2018년 11월 비로소 중국 산둥성 위해에서 대형 부동산 개발 업체이자 제약 사업을 영위하고 있는 화신그룹을 협상 테이블에 앉혔다. 인수의향서 수령 후 법률 자문사 선정, SPA 초안 작성 및 Mark-up을 거쳐 계약 체결을 완료하고 계약 이행 보증금(거래대금의 10%)을 수령하기까지 불과 2주일이 걸린 초고속 진행이었다.

## SPA에 매도자 불리한 항목 없는지 확인해야

SPA 내 매도자에 불리한 항목을 담지 않는 것도 중요하다. 노사 이슈를 매도자가 책임지게 한다든지 우발부채 기간을 최대한으로 길게 잡는 등 매수자에 유리한 항목을 SPA에 담으려 한다. 또한, 우발부채를 보증하기 위해 거래대금의 일부를 중국에 남겨둬야 한다는 등 자금 회수를 막는 조항이 계약서에 담기지 않도록 주의해야 한다.

경제 보상금은 해외 투자 기업이 중국 내 지분 매각 시 흔히 발생하는 문제 중 하나다. 중국의 근로 관련법에 따르면 회사가 근로 관계를 해지하는 등 일정 사유가 발생하면 근로자에게 경제 보상금을 지급해야 하는 규정이 있다. 그중 회사의 주주 변경 자체는 지급 사유에 해당하지 아니함에도 위해시에서 외국 투자 기업이 지분 매각 시 경제 보상금을 지급하는 것이 관례가 되어 있었으며 캄시스 또한 예외가 아니었다. 캄시스와 자문사는 화신그룹과 충분한 사전 협상을 통해 경제 보상금을 거래가격에서 차감하지 않고, 만일 지급이 필요한 경우에도 매수자가 부담한다는 내용을 SPA에 명기했다.

SPA 체결 직후 선양수마의 근로자들은 대규모 시위를 벌였고,

정부 기관이 선양수마와 화신그룹을 방문하여 상황을 살피기까지 했다. 화신그룹은 이러한 상황을 미리 예상하고 정부 설명 자료를 사전에 준비하였으며, 근로자들을 강제 해고하지 않는 이상 경제 보상금을 지급하지 않는 것으로 협의하였다.

## 매각 성사 후 인허가로 발목 잡힐 수 있어

인허가 절차 또한 만만치 않다. 거래대금을 한국에 송금하기 위해서는 다수 정부 기관의 인허가를 받아야 한다. 순차적으로 시장감독관리국의 공상변경등기(한국의 주주 변경) 후 신규 영업집조(사업자등록증) 발급, 세무국 세금 납부 후 세무비 안표(납세증명서) 수령, 외환관리국의 해외 송금 실사 절차 등이 남았다.

일반적으로 공상변경등기는 자료 제출 후 3~4일 내 완료되는 것이 통상이다. 그러나 선양수마 건의 경우 이례적으로 시장감독관리국에서 청세증명서의 제출을 요구했다. 청세증명서



는 세무국에서 세무조사 후 회사의 과거 기간 세금 납부에 문제가 없고, 미납 세금이 없다는 것을 증명하는 문서로서 일반적으로 기업 청산 시 요구되는 것이기에 당황스러웠다. 14년간 영업을 해 온 기업에 대하여 세무적으로 허점이 없다고는 누구도 장담할 수 없거니와 세무조사가 시작되면 장기간 거래를 멈출 수밖에 없으므로 치명적인 변수로 인식되었다. 화신그룹과 해결책을 논의 끝에 공상변경등기 과정에 청세증명서의 제출과 관련해 담당 공무원의 경험 부족에 따른 무리한 요구인 것으로 판단하였다. 자문사는 정부 민원 가이드 자료 및 위해시에서 수행한 타 프로젝트 사례 자료를 정리하였고, 화신그룹이 직접 시장감독관리국을 설득한 결과 청세증명서는 제출 자료에서 제외되었다.

세무국에 주식양수도 거래를 신고하고 관련 세금을 납부한 후 세무비안표를 수령해야 할 차례다. 선양수마의 경우 거래손실에 해당하여 인지세 납부만 필요한 상황이었다. 그러나 세무국에서는 세무조사 진행 후 세무비안표를 발급하겠다고 다시 한 번 브레이크를 밟았다. 세무조사가 불가피하게 되어 일단 대응을 시작하여 화신그룹과 지속적으로 대화를 나눴다. 세무 리스크에 대한 분석과 SPA 조항에 대한 해석을 논의한 끝에 화신그룹이 관련 조세 문제에 대한 해결을 담보하는 것으로 협상되면서 세무조사도 중단되었다.

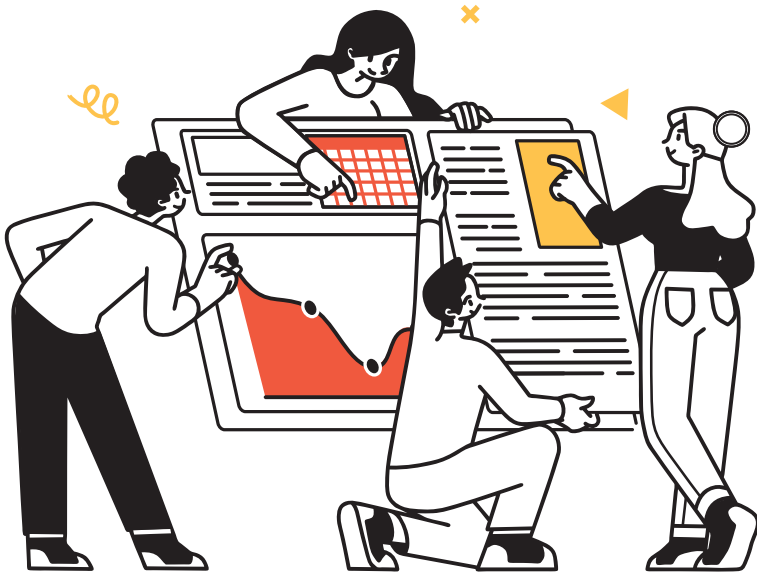
선양수마 지분 매각 과정에는 위에 열거한 사항 이외에도 여러 가지 이슈가 존재했으나 캄시스의 담당 임원 및 자문사의 발 빠른 대응으로 인수의회서 수령 후 2개월 안에 매매대금 조정 없이 100% 한국 송금 및 Deal Closing을 실현했다.



### M&A 주요 포인트

- ✓ **진성매수자의 발굴** - SPA 체결 후 거래완결이 안될 경우, 핵심 조건(거래가격 등)의 유출 가능성이 존재한다. 가급적 잠재 매수자의 인수 여력, 인수의회 등을 충분히 검토 후 계약을 체결해야 한다. 좋은 매수자는 거래 과정에서 매도자의 동반자로 많은 도움이 될 수 있다.
- ✓ **전문 자문사의 조력** - 중국에 투자한 자금을 한국으로 송금하기 위해서는 공상국, 상무국, 세무국, 외환관리국 등 다수의 정부 기관의 인허가가 필요하다. 인허가 절차를 전문 인력이 대행해야 신속하고 원활하게 처리할 수 있다.

- ✓ 커뮤니케이션 창구 일원화 - 가격 및 조건 협상을 진행하며 감정 다툼이 발생해 딜이 무산되는 경우도 자주 발행한다. 또한 통번역이 미숙해 치명적인 실수가 발생하기도 하므로 전문 인력을 통해 소통 창구를 일원화하여 커뮤니케이션하는 것이 거래 성사에 효율적이다.



The cover features a white background with diagonal stripes in yellow and red. Several thin lines in red, orange, and yellow are scattered across the white space. The text 'M&A CASE BOOK' is centered in a light gray, sans-serif font.

M&A  
CASE  
BOOK

# CASE 10

## 스타트업 거래 - 우아한형제들·스타일난다

더욱 Hot해질 스타트업 M&A

국내 유니콘/예비 유니콘 회수 사례가 시장으로부터  
집중 조명, 스타트업의 M&A에 대한 관심 급증

## CASE 10

**더욱 Hot해질 스타트업 M&A**

국내 유니콘/예비 유니콘 회수 사례가  
시장으로부터 집중 조명, 스타트업의  
M&A에 대한 관심 급증

## 국내 스타트업 M&A 현황

2021년 1월, 미국 나스닥 상장사인 매치그룹이 영상 메신저 아자르 운영사 국내 기업인 하이퍼커넥트의 지분 100%를 17억 2,500만 달러(약 1조 9,330억 원)에 인수하기로 결정하였다. 합병 후에도 독립적인 경영 체제를 그대로 이어가며 2분기 중 클로징이 예상된다.

2019년 12월, 배달 앱 배달의민족을 운영하는 우아한형제들 지분 87%가 독일 배달 서비스 기업 딜리버리히어로에 기업가치 40억 달러(약 4조 7,500억 원)로 평가되어 매각된다고 발표되었다. 김봉진 대표는 딜리버리히어로의 주요 주주로서 아시아 배달 사업을 총괄한다. 이는 국내 스타트업 M&A 사상 최대 규모였다.

2019년 10월에는 인공지능 스타트업 수아랩이 창업 6년 만에 미국 나스닥 상장사인 코그벡스에 1억 9,500만 달러(약 2,300억 원)로 매각되었다. 코그벡스는 수아랩 지분 100%를 취득하면서도 경영권을 보장하고 수아랩의 해외 고객사 확보를 지원하기로

하면서 양사 시너지에 대한 기대를 불러일으켰다.

글로벌 기업인 아마존, 애플, 구글, 마이크로소프트 등은 경쟁적으로 스타트업을 인수하면서 사업을 확장하고 빠른 속도로 성장하고 있다. 과거 우리나라 기업은 스타트업 M&A에 소극적이었지만, 최근 네이버, 카카오, 야놀자, 삼성전자 등 많은 기업들이 스타트업을 적극적으로 인수하고 있다. 아울러 신성장동력을 확보하기 위해 중견기업들도 스타트업과 협업 방안으로 M&A를 강구하고 있다.

미 벤처금융전문 실리콘밸리은행 ‘2020 글로벌 스타트업 아웃룩’ 보고서에 따르면, 스타트업의 60% 이상이 M&A를 중장기 목표로 하고 있다. 국내 스타트업 M&A 성공 사례들이 시장의 집중 조명을 받고 있으며, 이에 스타트업 M&A는 많은 관심 속에서 향후 가속화되어 더욱 증가할 것으로 예상된다. 빠르게 변화하는 시대에 맞춰 새로운 시장에 진출하고 미래 성장동력을 확보하기 위해서 스타트업을 인수하여야 할 필요가 어느 때보다 높고 경쟁력 있는 스타트업도 많이 생기고 있다. 대기업/중견기업/유니콘 입장에서는 급변하는 시장에 민첩하게 대응하고 혁신적인 서비스를 만들어내는 스타트업을 인수함으로써 신사업 진출 발판을 마련하고 검증된 인재를 영입하게 되는 추진 동기도 있다. 스타트업 입장에서는 대기업/중견기업/유니콘의 자금, 시스템, 인력 등의 지원을 통해 성장의 기회를 가지게 된다.

그동안 스타트업들은 혁신적인 서비스/제품 출시, 자금 조달,

사업의 성장에 초점이 맞추어져 있어, M&A에 대한 이해도가 낮은 것도 사실이었다. IPO뿐만 아니라 M&A도 Exit 방안으로 고려가 필요하며 기회가 왔을 때 성공적으로 M&A를 완료할 수 있도록 준비가 필요하다.

## 주요 스타트업 M&A 사례

### 1) M&A를 통한 새로운 성장 동력 찾기 : 우아한형제들

#### 주요 진행 과정

2015.05	신선식품 배달 업체 덤앤더머스 인수
2015.06	베이커리 배달 업체 헤이브레드 인수
2015.07	배달 대행 업체 두바퀴콜 인수
2015.11	반찬 제조, 정기 배송 업체 더푸드 인수
2016.01	고급 도시락 업체 옹가숨씨 인수
2019.12	딜리버리히어로, (주)우아한형제들 지분 87% 인수



## 핵심 역량에서의 경쟁력 확보가 1순위, 투자자금으로 추가적인 영업 및 수익모델 확장

2010년 배달통이 국내 최초로 배달 앱 서비스를 시작한 이후 수많은 업체가 나타났다가 사라졌다. 결국 배달 앱 시장은 배달의민족, 요기요, 배달통 등 3개 업체가 경쟁하는 과점시장으로 변모하였으며, 2014년 배달의민족의 시장 점유율은 60%로 압도적인 시장 지배자가 되었다.

이는 매니아 중심의 B급 정서가 담긴 독특한 디자인과 5만장 이상의 전단을 기반으로 한 축적한 데이터베이스를 바탕으로 시장에서의 입지를 확보한 것뿐만 아니라 투자를 통해 성장의 발판을 마련했기 때문이다.

이 같은 성장에 힘입어 우아한형제들은 국내 벤처캐피털 본엔젤스벤처파트너스로부터 3억 원의 투자를 받은 것을 시작으로 2012년 2월 알토스벤처스, 스톤브릿지캐피탈, IMM 3사의 20억 원, 2014년 추가 120억 원, 골드만삭스 컨소시엄 400억 원의 투자를 유치하였다.

투자 유치에 성공하여 증가한 자본을 바탕으로 우아한형제들은 2015년 5월 신선식품 배달 벤처기업인 텀앤더머스를 115억 원에 인수하였다. 2015년 당시 텀앤더머스는 신선식품 배송을 위한 2,000평 규모의 물류 센터와 40여 대의 냉장 유통 화물 차량 보유를 통해 직접 물류가 가능한 콜드체인을 구축하고 있

었다. 이는 이후 우아한형제들의 식품 제조 업체 인수와 맞물려 성장할 수 있는 기반이 되었다.

팀앤더머스 인수 한 달 뒤인 2015년 6월에는 베이커리 배달 스타트업 헤이브레드의 사업권을 50억 원에 인수하였으며, 2015년 11월 반찬 제조, 정기 배송 업체인 더푸드를 인수하였고, 2016년 1월 고급 도시락 분야 대표 업체인 용가솜씨를 인수하였다. 안정적인 콜드체인 공급망을 바탕으로 배민찬, 배민키친, 배민셰프 등 브랜드를 통해 단순 배달 중개 서비스를 넘어 반찬 배송, 외식 및 신선식품 배송까지 외형적인 확장에 성공하였다.

또한 2015년 7월 배달 대행 업체 두바퀴콜을 인수하여 핵심 사업인 배달 중개 서비스를 넘어 관제 시스템과 이륜차 인프라를 확보하여 직접 배달 영역으로 진출하였다. 직접 통제 가능한 배달 인력과 인프라의 확보는 배달의민족이 업계 선두를 유지하는 원동력이 되었다.

## M&A로 또다시 새로운 시장으로의 확장

우아한형제들은 2019년 독일 딜리버리히어로사에 40억 달러(약 4조 7,500억 원)에 인수되었다. 기존 투자자의 지분

(87%)은 독일 딜리버리히어로사가 인수하지만 경영진 지분 (13%)은 4년 후 독일 본사 주식으로 교환될 예정이다. 김봉진 대표는 언론과의 인터뷰에서 배달의민족을 독일 딜리버리히어로에 매각한 것이 아니라 합친 것이며, 독일 딜리버리히어로가 아시아 시장 공략을 배달의민족에 맡긴 것이라고 얘기한다. 기존 중국, 일본 시장 진출을 위해 노력한 배달의민족이 남아공 내스퍼스(중국 텐센트 지분 31%를 가진 대주주)가 대주주인, 독일 딜리버리히어로와의 합작으로 아시아 시장 공략을 기대하고 있다.

## 2) 글로벌 경쟁력을 갖춘 스타트업의 글로벌 Exit : 스타일난다

### M&A 개요

구분	기업명	대표자	매출액	거래방식	거래금액
매수기업	로레알그룹	Jean-Paul Agon	260억 유로	지분 인수	6,000
대상기업	(주)난다	김소희	1,675억 원	(100%)	억 원

## 주요 진행 과정

2016	스타일난다 1차 매각 무산
2017.12	스타일난다 지분 매각 재개시
2018.01	예비입찰 진행
2018.04	본입찰 진행, 우선협상대상자로 로레알그룹 선정
2018.05	주식매매계약 체결
2018.06	Deal Closing

## 매각 전 세무, 회계 등의 경영 관련 이슈는 해결해야

스타일난다는 2016년에도 매각에 도전했던 이력이 있다. 당시 현대백화점과 글로벌 사모펀드(PEF) 운용사 텍사스퍼시픽 그룹(TPG) 등이 마지막까지 인수를 검토했으나, 예상치 못한 압초에 걸려 좌초되었다. 실사 과정에서 스타일난다의 세금 문제가 수면으로 떠오르면서다. 전체 매출 중 중국 매출 일부가 회계처리에서 누락되면서 의도치 않은 세금 누락 문제가 포착됐다. 중국 관련 매출 중 상당 부분이 “따이공”을 통해 발생함에 따라 일부 매출이 누락됐고, 이와 관련한 탈세 이슈가 발생한 것으로 알려졌다.

이 사실이 알려지면서 부담을 느낀 현대백화점에서는 여론에 부담을 느껴 추진을 중단했고 TPG 역시 매각 측과 가격 격차를 좁히지 못해 인수 검토를 중단했다.

거래가 무산된 후, 스타일난다는 재매각을 위한 체질 개선에 나섰다. 당시 매각 자문을 맡았던 투자은행 UBS에서 담당 인력을 스카우트하였으며, L.E.K 컨설팅에 전략 컨설팅을 맡겼다. 이슈가 되었던 회계, 세무 문제를 정리하고 기업가치를 높이는 데 주력하였다.

### 1년간 준비한 끝에 매각 재도전과 Exit 성공

매각을 위한 재정비를 마친 스타일난다는 2017년 12월 M&A 시장에 다시 등장했으며, 2018년 1월 진행한 예비입찰에서 프랑스의 화장품 회사 로레알그룹과 글로벌 사모펀드(PEF) 운용사 칼라일그룹, CVC캐피탈 등 총 5곳의 후보가 실사에 참여하였다. 이후 2018년 4월 진행된 본입찰에서는 우선협상대상자로 로레알그룹이 선정되었다. 최초 매각 대상은 김소희 대표가 보유한 지분 70%로 알려졌으나, 로레알그룹은 지분 100%를 약 6,000억 원에 매수하는 것으로 결정했다.

당초 김소희 대표는 30%의 지분을 남기며, 2대 주주로서 자체

브랜드 스타일난다의 크리에이티브 디렉터로 활동하겠다는 의지를 강하게 내비쳐왔기에, 로레알의 100% 지분 인수 발표 이후, 김소희 대표의 거취에 대해 스타일난다를 떠난다는 소문도 있었다. 그러나 김소희 대표는 이후 최고 크리에이티브 책임자(CCE)로 스타일난다에 잔류해 회사 경쟁력을 키우는 데 기여하게 된다.



### 스타트업 M&A 고려사항

- ✓ M&A를 통해 회사의 경영권을 취득한다는 점에서 일반 기업과 스타트업은 동일하나, 산업 및 기업 특성상 스타트업이 거래 당사자일 경우 M&A 진행 시 주요 사항을 고려해야 한다.
- ✓ 가치평가에 있어 일반 기업의 방법론을 그대로 적용하기는 어렵다. 스타트업은 유형자산이나 기존의 장부가치에 기초한 평가 방식으로 M&A 대상이 되는 회사의 적정한 가치를 평가하는 것은 부합하지 않을 수 있다. 대상회사의 향후 시장 규모, 성장 가능성, 기대수익 등을 정성 평가한 후 기업가치를 산정하는 고도의 가치평가 방법론이 요구된다.

- ✓ 창업자 및 핵심 인력들이 미치는 영향이 매우 크므로, M&A 이후 이탈할 경우 기업이 순식간에 위기에 빠질 수도 있다. 따라서, 핵심 인력에 대한 계약유지조항(Key-man Lock-up), 임직원에게 대한 성과보수(Retention Bonus) 및 향후 성과에 기반한 손익배분 조건(Earn-out)이 수반되는 경우가 많기 때문에 Seller와 Buyer 간 긴밀한 협의가 요구된다. 핵심 인력들의 의무 근무 기간은 짧게는 2년에서 길게는 5년까지, 대금을 일시에 지급받지 않고 분할로 지급하기도 하며, 동기부여를 위해 추가적인 Earn-out 기회를 제공하기도 한다. 의무 기간을 채우지 못하고 퇴사할 경우 남은 기간 대금 지급 금액에 영향을 미치기도 하며, 초기에 적은 분할 금액을 받을 경우 세금이 부담될 수도 있다. 또한 Earn-out의 설정 기준이 Seller의 공격적인 수치 제시로 실현 가능성이 적을 수도 있다.
- ✓ 주식 교환이 포함될 경우 Seller와 Buyer 간 Valuation에 대한 이견이 발생할 수 있어 Seller 또한 Buyer의 가치평가가 동시에 진행되어야 한다. 현재 주식 교환의 경우에도 양도세가 발생하므로, 세금 부담을 고려하여 주식 교환 비율을 결정해야 한다.

- ✓ 실사 대응 시 자료 준비 등에 만전을 기해야 한다. 스타트업은 사업이 우선순위여서 장부, 관리에 부족할 수 있으며, Buyer는 실사 시 대부분 사항을 점검하므로 생각보다 큰 Deal Break 요소가 되기도 한다. 인사/노무, 법률, 회계/세무는 전문가들에게 사전 컨설팅을 받고 어느 정도 이슈 사항을 파악하여 대응하는 것이 중요하다.
  
- ✓ 기타 사항으로는 Stock-option의 경우 기존의 것을 취소하고 신규 부여 또는 차액 현금 보상하며, 배타적 권리는 단기간 부여하여 Deal 진행을 신속히 진행할 수도 있다.
  
- ✓ 무엇보다도 핵심은 창업자 및 핵심 인력의 Know-how가 회사 가치만큼, 그 가치를 인정하고 Win-win할 수 있는 파트너십 구축 및 신뢰가 전제되어야 Deal이 클로징됨을 인지하는 것이다.
  
- ✓ M&A는 많은 이슈를 뛰어 넘고 합의하여야 양사가 충족하는 Deal을 완료할 수 있으며, 스타트업이 거래 상대방일 경우 상기 사항을 고려하여 진행해야 한다.



용어	설명
AI	Artificial Intelligence(인공지능)
AUM	Asset Under Management(운용자산규모)
BW	Bond with Warrant(신주인수권부사채)
DCF	Discounted Cash Flow(현금 흐름 할인법)
EBITDA	Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (상각전이익)
EBITDA %	EBITDA / Sales(상각전이익률)
ESS	Energy Storage System(에너지 저장 시스템)
EV	Enterprise Value(기업가치)
EV/EBITDA	Enterprise Value / EBITDA(EBITDA 배수)
FI	Financial Investor(재무적 투자자)
IPO	Initial Public Offering(기업공개)
IR	Investor Relations(기업설명회)
IRR	Internal Rate of Return(내부수익률)
LBO	Leveraged Buy-Out(차입매수)
LOC	Letter Of Credit(투자확약서)
LOI	Letter Of Intent(인수의향서)
M&A	Merger & Acquisition(인수합병)
MP/BO	Management Presentation / Break Out session(경영진 설명회)
PEF	Private Equity Fund(사모펀드)
PER	Price Earning Ratio(주당순이익)
R&D	Research and Development(연구개발)
RCPS	Redeemable Convertible Preference Shares(상환전환우선주)
ROI	Return On Investment(투자자본수익률)
SPAC	Special Purpose Acquisition Company(기업인수목적회사)
SPC	Special Purpose Company(특수목적법인)
VDR	Virtual Data Room(가상데이터룸)



국내 최고의 M&A 전문가들이 쉽게 알려주는

# M&A CASE BOOK

발행월: 2021년 4월

발행처: 중소벤처기업부, 한국벤처캐피탈협회

저자 및 제작: 삼일회계법인 M&A지원센터

(02-709-0969 / 02-709-8147)

감수: 삼일회계법인 Deal Business 법무지원센터

Market & Communication

# M&A CASE BOOK