

# 회생M&A 매각자문 실무

Deal Advisory  
November 2021

Internal use only



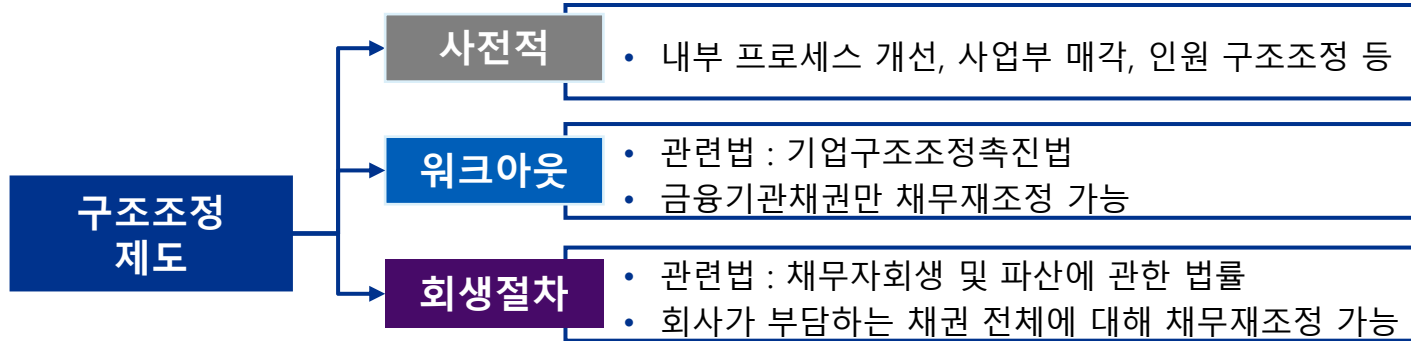


- 회생절차란 무엇일까?
- 회생절차를 왜 신청할까?
- 회생 M&A는 무엇일까?
- 인가전 M&A? 인가후 M&A?

# Contents

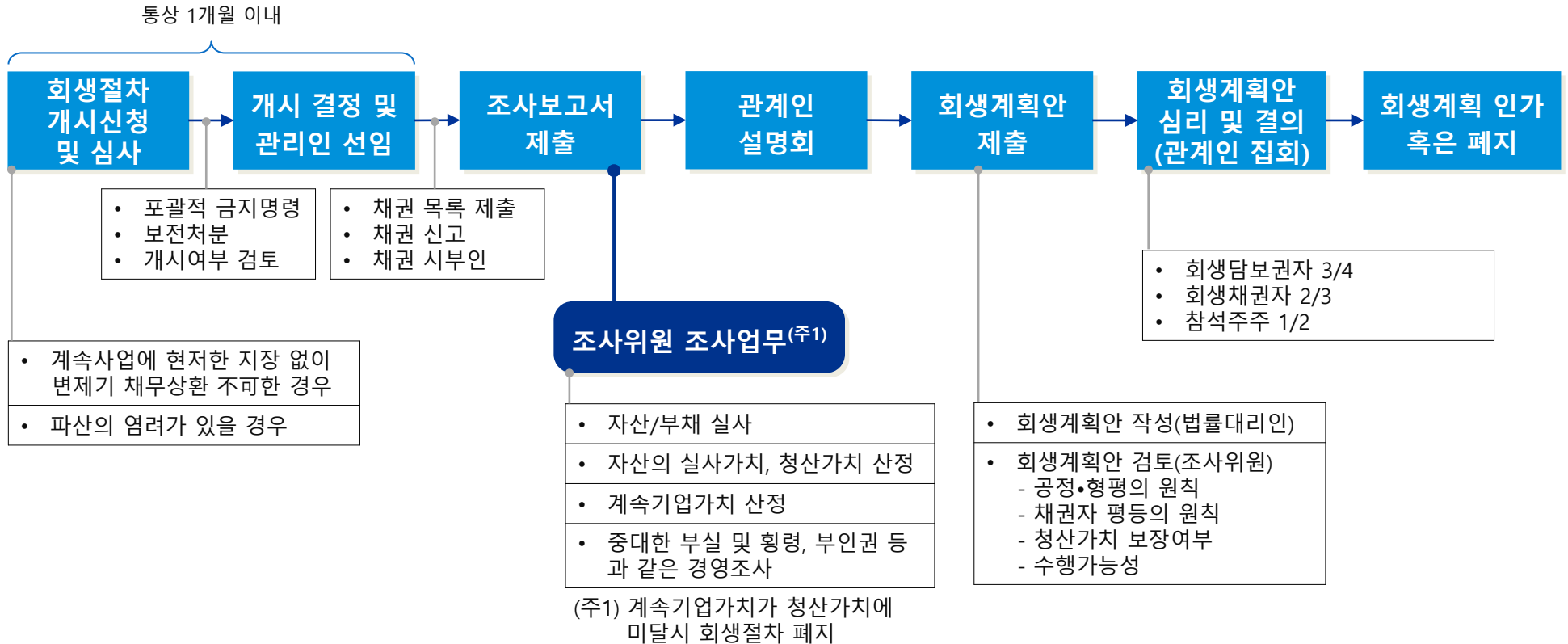
- I. 회생절차와 M&A
- II. 회생M&A 절차진행
- III. 회생M&A 사례 검토
- IV. 마무리

# 회생절차에 대한 설명

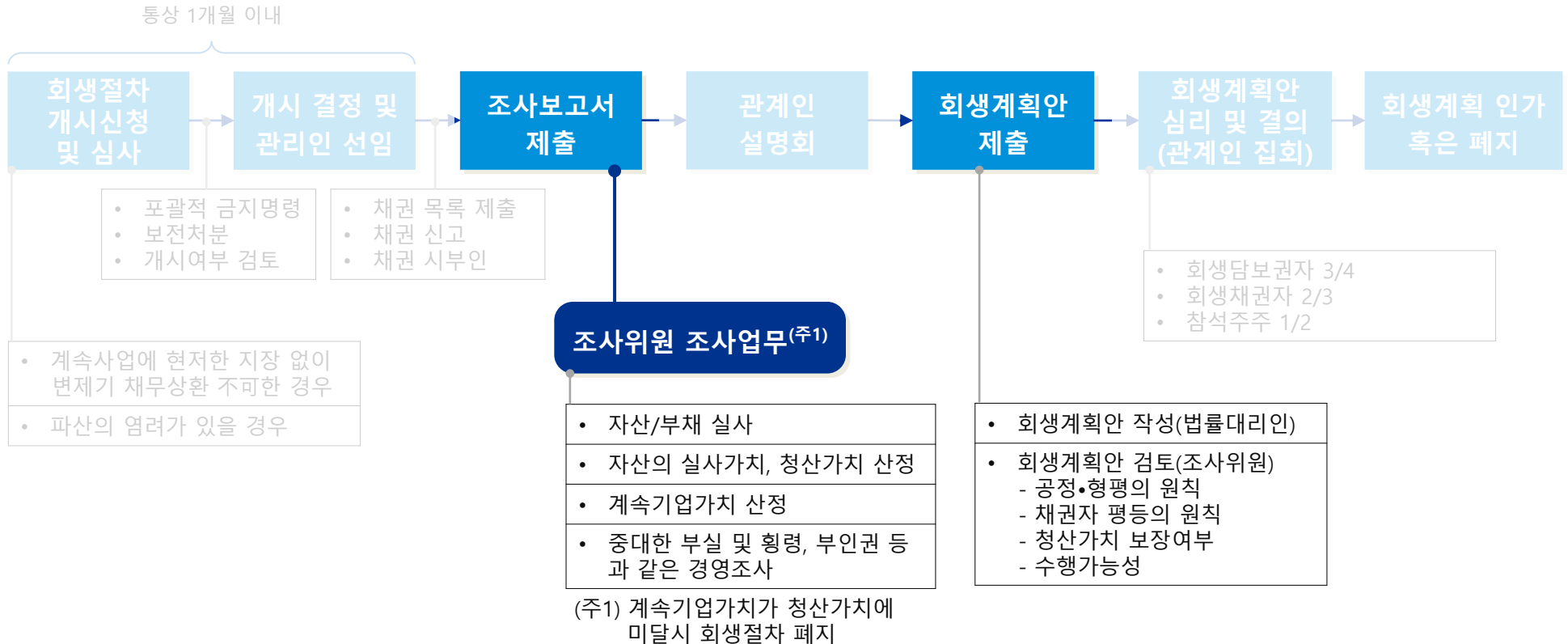


구분	회생절차 신청사유	회생절차의 효과	
일시적 문제	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 매출거래처의 부도로 인한 자금수지 악화</li> <li>▪ 공장 증설 등 무리한 사업확장에 따른 유동성 악화</li> <li>▪ 회사 자금의 부정한 유출</li> </ul>	채권자·주주 등의 개별권리행사 제한·금지	채무자회사의 지배구조의 변경
구조적 문제	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 영업의 지속적인 부진</li> <li>▪ 사양산업</li> <li>▪ 거래처 이탈(단일 거래처 등)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 개별 채권자의 가압류, 강제집행, 담보권 실행 및 주주의 조직법적 활동을 제한</li> <li>▪ 채권자들은 회생절차상 회생계획안에 의해서만 변제 받을 수 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 대폭적인 채무감면에 의해 출자전환 발생</li> <li>▪ 잔여재산 분배청구권을 갖는 주주에 대해서는 채권 감축률 이상의 자본감소가 필연적으로 수반됨</li> </ul>

# 회생절차 프로세스



# 회생절차 프로세스



계속기업가치와 청산가치의 비교 { 계속기업가치가 高 → 절차 진행  
청산가치가 高 → 폐지사유 발생

# 회생절차 프로세스

조사보고서  
제출

구분	2021년 (준비년도)	2022년 (1차년도)	.....	2031년 (10차년도)	2031년 이후
매출액	XXX,XXX	XXX,XXX	...	XXX,XXX	XXX,XXX
매출원가	XXX,XXX	XXX,XXX	...	XXX,XXX	XXX,XXX
판매비와관리비	XXX,XXX	XXX,XXX	...	XXX,XXX	XXX,XXX
영업이익	XXX,XXX	XXX,XXX	...	XXX,XXX	XXX,XXX
±기타현금흐름 증감	XXX,XXX	XXX,XXX	...	XXX,XXX	XXX,XXX
영업현금흐름의 합계	42,400	108,000	...	126,539	129,070

현가계수 적용

계속기업가치

VS

청산가치

청산률 적용

B/S	
자산	부채
I. 유동자산	I. 회생담보권
1) 당좌자산	II. 회생채권
2) 재고자산	(...중략...)
(...중략...)	부채총계
	자본
	(...중략...)

회생계획안  
제출

구분	채무의 권리변경		
	총채무 (A)	권리변경 (B)	변제할 채무 (C) = (A) - (B)
기초현금	N/A		
영업현금흐름			
회생담보권	700,000	100,000	600,000
회생채권	2,000,000	1,520,000	480,000
기말현금	N/A		

채무 변제액				
2021년 (준비년도)	2022년 (1차년도)	.....	2031년 (10차년도)	계
10,000	52,400	...	12,000	10,000
42,400	108,000	...	126,539	1,122,400
-	(-)60,000	...	(-)60,000	(-)600,000
-	(-)48,000	...	(-)36,000	(-)480,000
52,400	12,400		52,400	52,400

# 회생절차 프로세스

조사보고서  
제출

구분	2021년 (준비년도)	2022년 (1차년도)	.....	2031년 (10차년도)	2031년 이후
매출액	XXX,XXX	XXX,XXX	---	XXX,XXX	XXX,XXX
매출원가	XXX,XXX	XXX,XXX	---	XXX,XXX	XXX,XXX
판매비와관리비	XXX,XXX	XXX,XXX	---	XXX,XXX	XXX,XXX
영업이익	XXX,XXX	XXX,XXX	---	XXX,XXX	XXX,XXX
±기타현금흐름 증가	XXX,XXX	XXX,XXX	---	XXX,XXX	XXX,XXX
영업현금					

B/S	
자산	부채
I. 유동자산	I. 회생담보권
1) 당좌자산	II. 회생채권
2) 재고자산	(...중략...)
(...중략...)	부채총계
	자본
	(...중략...)

## 존속형 회생계획안의 내용

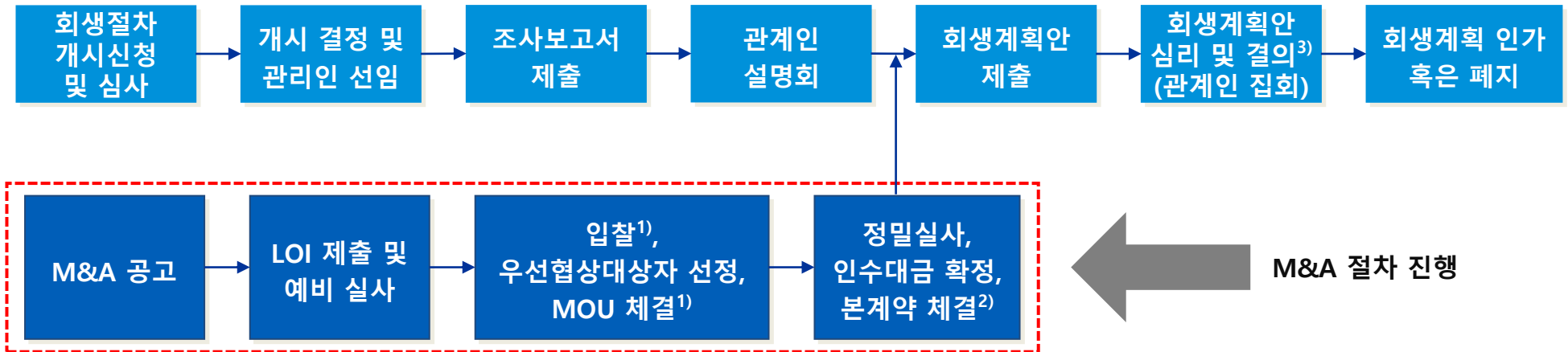
- ✓ 연간 영업현금흐름 발생액
- ✓ 변제 가능한 채무금액
- ✓ 채무조정 및 채무변제계획 수립

회생계획안  
제출

구분	증세금 (A)	관리비용 (B)	변제금 채무 (C) = (A) - (B)	2021년 (준비년도)	2022년 (1차년도)	.....	2031년 (10차년도)	계
기초현금				10,000	52,400	...	12,000	10,000
영업현금흐름		N/A		42,400	108,000	...	126,539	1,122,400
회생담보권	700,000	100,000	600,000	-	(-)100,000	---	-	(-)600,000
회생채권	2,000,000	1,520,000	480,000	-	(-)48,000	---	(-)36,000	(-)480,000
기말현금		N/A		52,400	12,400		102,539	52,400



# 인가전 M&A 진행 프로세스



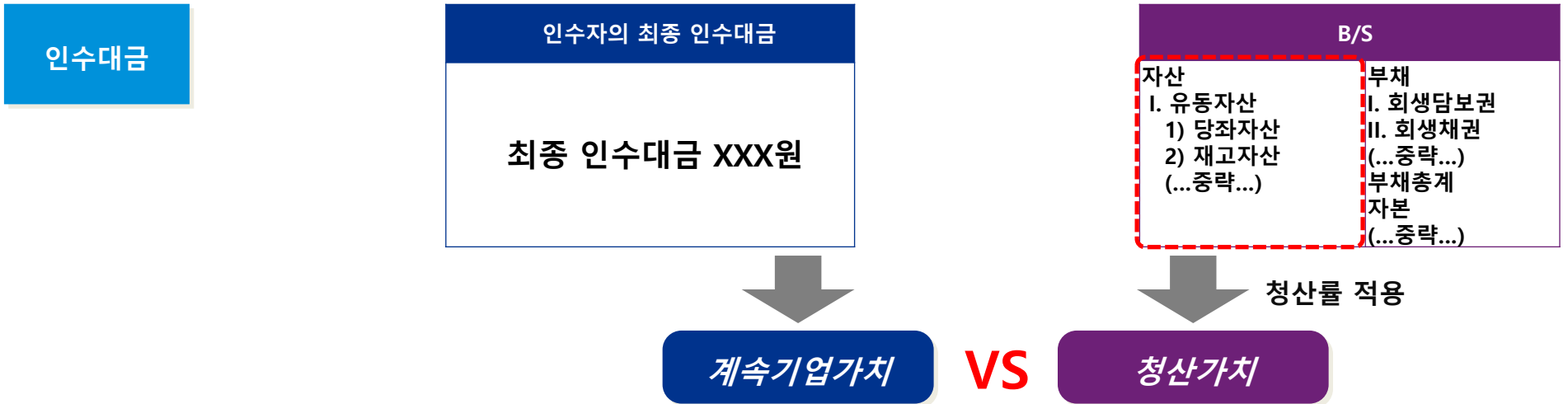
1) 입찰은 구속력이 있는 입찰(Binding Bid)로서 향후 철회나 수정이 불가함 → 따라서, MOU 역시 Binding MOU임(입찰보증금은 통상 입찰금액의 5%)

2) 본계약 체결 시 인수대금의 10%를 계약금으로 납입

3) 인수대금 잔액(전체 인수대금의 90%)을 관계인집회일 5영업일 이전에 납부하여야 함

- 회생절차 개시일로부터 1년 이내에 회생계획안 가결을 완료해야 하며, 법원 허가 아래 그 기간을 최대 6개월까지 연장 가능. 결과적으로 회생절차개시일로부터 회생계획안가결까지 최장 1년 6개월까지 연장 가능('채무자 회생 및 파산에 관한 법률' 제239조) → 신속한 Deal Closing이 필수적임

# 인가전 M&A 진행 프로세스



회생계획안 제출	구분	총채무 (A)	채무의 권리변경 권리변경 (B)	변제할 채무 (C)=(A)-(B)	채무 변제액 2021년 (준비년도)
	인수대금		N/A		1,080,000
	회생담보권	700,000	100,000	600,000	600,000
	회생채권	2,000,000	1,520,000	480,000	480,000
	잔여현금		N/A		-

# 인가전 M&A 진행 프로세스

인수대금

인수자의 최종 인수대금

최종 인수대금 XXX원

B/S

자산

I. 유동자산  
1) 당좌자산  
2) 재고자산  
(...중략...)

부채

I. 회생담보권  
II. 회생채권  
(...중략...)  
부채총계  
자본  
(...중략...)

용

## M&A시 회생계획안의 내용

- ✓ 인수대금
- ✓ 변제 가능한 채무금액
- ✓ 채무조정 및 채무변제계획 수립

회생계획안  
제출

구분	증채무 (A)	권리변경 (B)	변제할 채무 (C)=(A)-(B)	무 변제액 2021년 (준비년도)
인수대금		N/A		1,080,000
회생담보권	700,000	100,000	600,000	600,000
회생채권	2,000,000	1,520,000	480,000	480,000
잔여현금		N/A		-

# 회생M&A가 필요한 경우

## 청산가치>계속기업가치

- ✓ 청산가치를 보장하는 회생계획이 불가능
- ✓ M&A를 통한 유입자금으로 회생계획 수립하여 **청산가치 보장**

## 새로운 사주가 필요한 경우

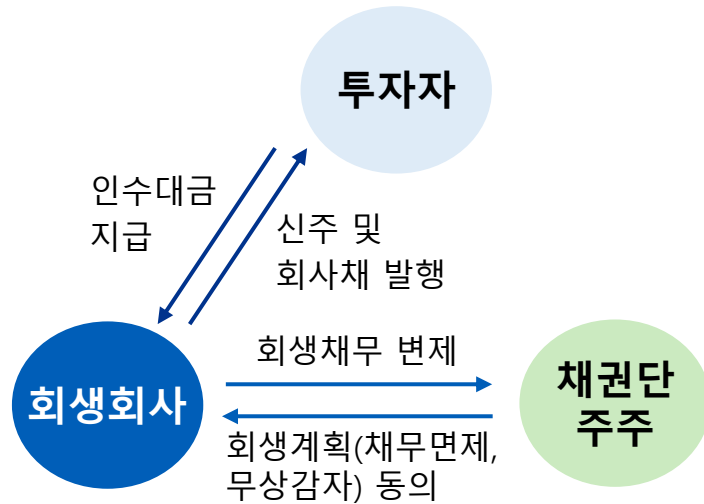
- ✓ 일반적으로 회생절차 진행시 기존 대표이사가 관리인으로 선임되고, 회생절차 종결 이후에는 대표이사로서 회사 운영
- ✓ 기존 대표이사 부재시 3자 관리인이 회생절차를 진행하나, 인가 이후에는 회사 운영 주체가 없어지는 문제점 발생
- ✓ 횡령, 배임 혐의가 발생한 경우 상장폐지 Risk 해소를 위해

## 회생계획 이행가능성에 문제 발생시

- ✓ 인가된 회생계획의 수행이 불확실하다고 인정되는 경우(주로 인가후M&A)
- ✓ 신규 투자자금이 투입되지 아니하면 독자생존이 불가능할 것으로 예측되는 경우
- ✓ **관리인 및 법원의 판단에 따라 회생절차의 조기종결이 필요하다**고 인정될 경우

# 회생M&A의 특징

## 거래구조



- 제3자배정 유상증자 및 사채 인수 방식<sup>(주1)</sup>
- 회생회사는 신주 및 회사채 인수대금은 모두 회생채무 변제에 사용
- 잔여 회생채무는 출자전환 및 감자되어 M&A 후 공익채무 및 인수 회사채를 제외한 부채는 없음

(주1) 회생실무준칙 제241호 제1조에서는 주식교환, 유상증자, 주식이전, 합병, 분할, 분할합병, 영업양도, 회사설립 등을 열거하고 있으나 통상적으로 유상증자 및 회사채 인수방식으로 진행

## 인가 전후 재무제표 예시

<b>자산: 90</b>	<b>부채: 110</b> 회생채무: 100 공익채무: 10  <b>자본: (20)</b> 자본금: 10	<b>회생계획 인가전</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 채무 과다 상태이며, 영업이익으로 채무 변제가 불가능한 상태</li> </ul>
<b>자산: 90</b>	<b>부채: 40</b> 회사채: 30 공익채무: 10  <b>자본: 50</b> 자본금: 30	<b>1 M&amp;A로 인가 후 재무제표<sup>(주2)</sup></b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• M&amp;A의 경우 인가 직후 회생채무를 전액 변제</li> <li>• 인수자 입장에서 공익채무만 있는 상태로 인수</li> </ul>
<b>자산: 90</b>	<b>부채: 70</b> 회생채무: 60 공익채무: 10  <b>자본: 20</b> 자본금: 20	<b>2 갱생형으로 인가 후 재무제표<sup>(주3)</sup></b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 채무 일부는 출자전환 되었으나, 10년간 변제할 회생채무가 남아있음</li> </ul>

(주2) 인수대금 60억(유상증자 30억, 회사채 30억), 출자전환 주식 전액 감자 가정

(주3) 회생채무 40억 출자전환 후 10년간 분할변제 가정

# Quiz 1

자동차 제조기업인 A사는 매출부진이 지속되어 회생절차 개시신청을 하여 개시결정 이후 절차가 진행 중이다. 조사위원의 조사결과 A사의 자산, 부채, 계속기업가치는 다음과 같다.

- 자산 실사가치 : 200억원
- 자산 청산가치 : 130억원
- 회생채무(회생담보권 및 회생채권) 금액 : 350억원
- 계속기업가치 : 180억원

A사의 관리인 홍길동씨는 계속기업가치가 청산가치를 상회하긴 하나, 벤더사 지위 유지를 위해서는 조속한 회생절차 종결이 필요하다고 판단하고, 인가전 M&A 방식으로 회사를 매각하기로 결정하였다.

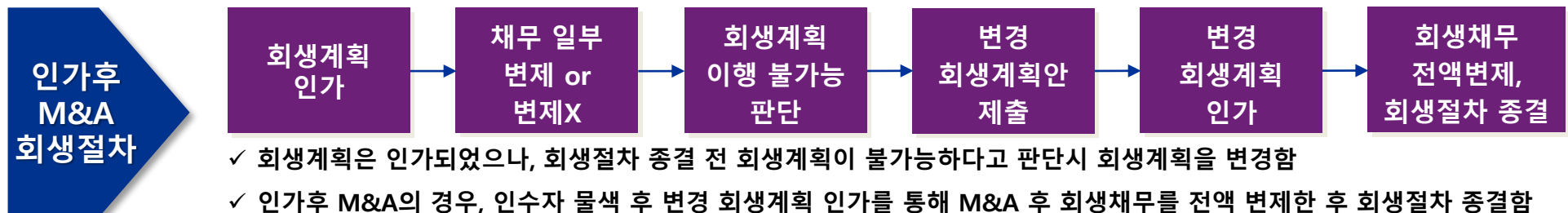
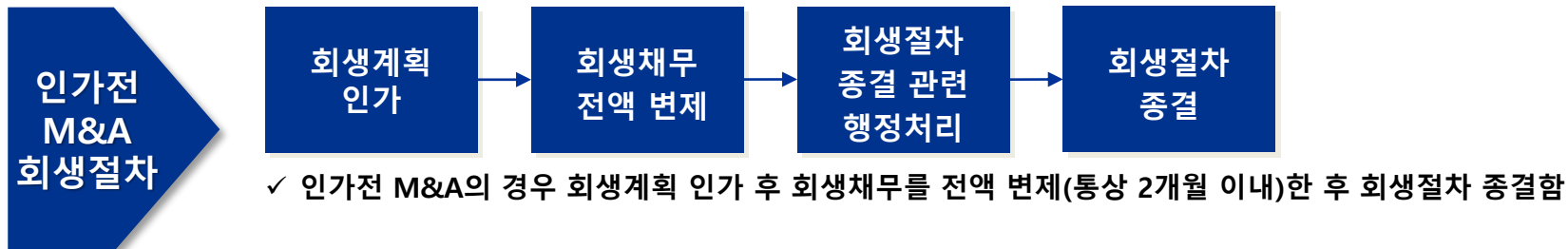
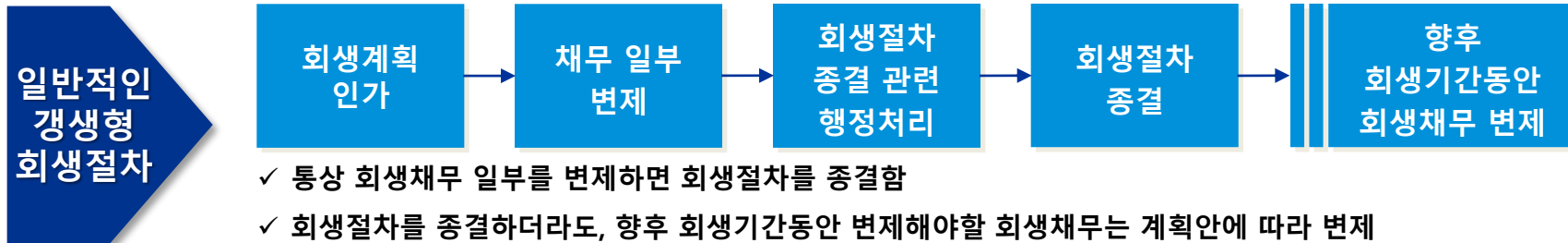
이 경우에서 회생법을 감안할 때, 최저매각가액은 얼마가 되어야 할까?

(※) 상기 정보 이외의 다른 가정은 감안하지 아니함

# Contents

- I. 회생절차와 M&A
- II. 회생M&A 절차진행
- III. 회생M&A 사례 검토
- IV. 마무리

# 회생M&A의 구분

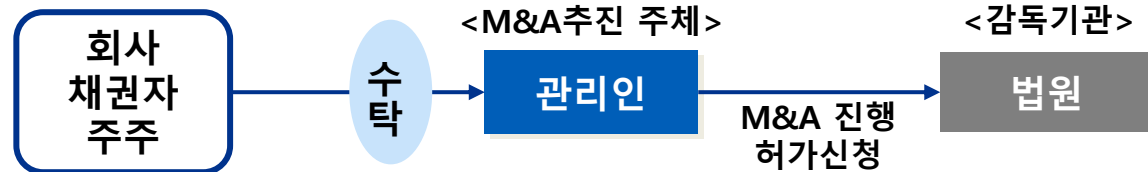




# M&A의 절차진행 - 준비단계

준비단계	M&A 추진 결정
	매각주간사 선정
	매도자실사 및 전략수립
실행단계	매각광고
	LOI제출 및 예비실사
	우선협상대상자 선정기준 마련
	본입찰
	MOU체결 및 상세실사
	투자계약 체결
종결단계	회생계획안 작성
	관계인집회

## M&A 추진결정 및 매각주간사 선정



※ 추진근거 : 서울회생법원 실무준칙 제241호(회생절차에서의 M&A)  
관리인은 채무자회사가 독자적으로 사업을 계속하기 어려운 경우에는 지체없이 M&A를 추진하여야 한다.



## M&A 추진결정 및 매각주간사 선정

- 재무실사 및 기업가치 평가
- TM, IM 등 마케팅자료 작성
- 매각광고문, 매각안내문, 입찰안내문 등 투자자 배포서류 작성
- 전략수립
  - 최저매각가 산정
  - 입찰방식 결정(ex: 스톡호스 방식, 일반입찰 방식)

# M&A의 절차진행 - 실행단계

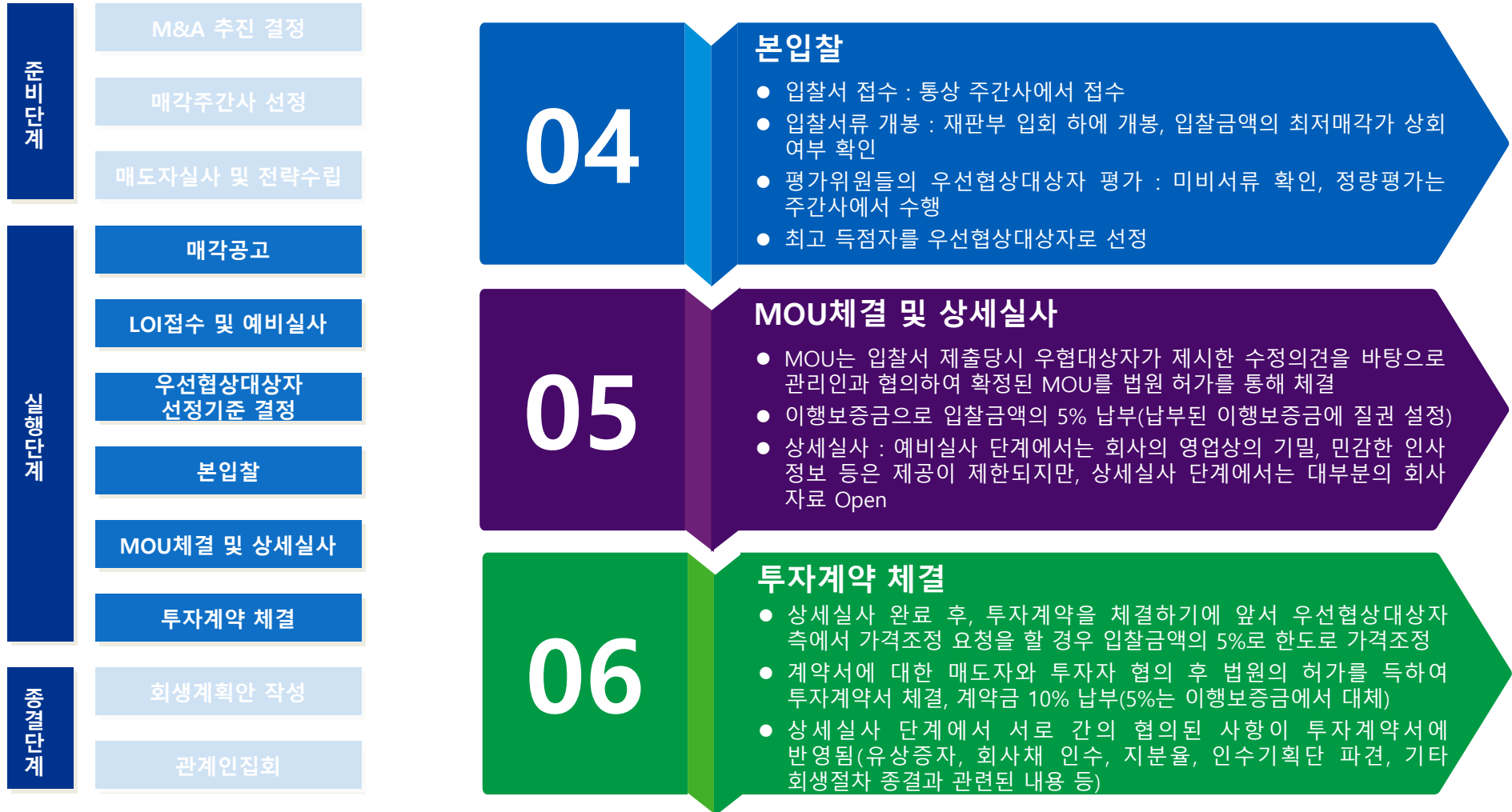


# M&A의 절차진행 - 실행단계

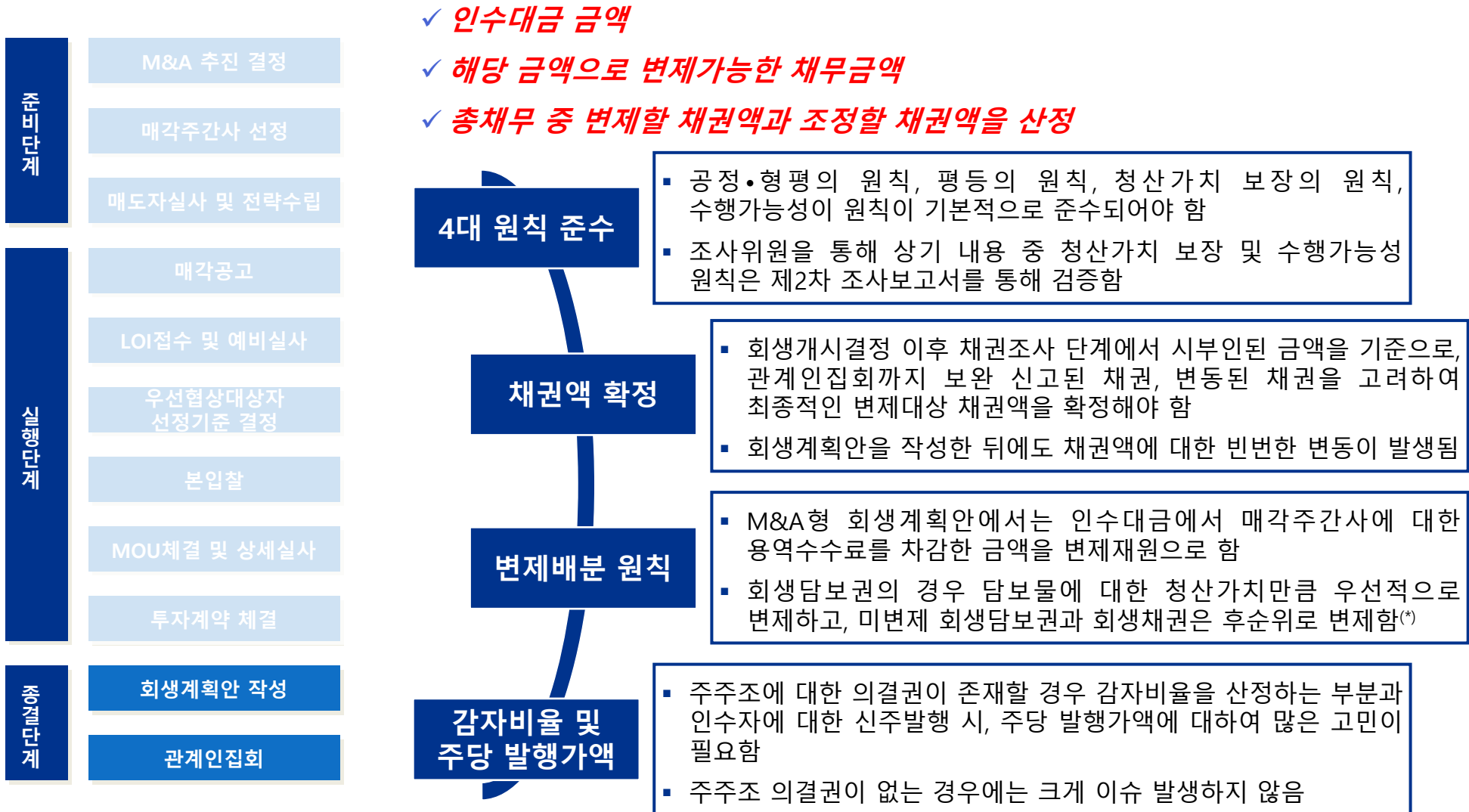
## M&A 우선협상대상자 선정기준 예시

평가항목		배점	세부배정기준					평가항목	배점	세부배정기준			
절대평가	입찰금액의 규모	80 점 ±α	입찰금액 및 유상증자비율					상대평가	인수 후 경영능력	4 점	인수 후 경영 계획의 타당성, 구체성	4 점	장기 경영계획의 타당성, 구체성이 높은 경우
	회사채 인수조건	4 점	이자율 (2 점)	2 점	4.0% 이하		유상증자 비율  100%일 경우 4 점				2 점	인수후 장기 경영계획의 타당성, 구체성이 보통인 경우	
				1 점	4.0% ~ 7.0%						0 점	인수 후 장기 경영계획의 부재 또는 인수 후 장기 경영계획의 타당성, 구체성이 낮은 경우	
				0 점	7.0% 이상						소계		
			만기 (1 점)	1 점	5 년 이상						4 점	5 년이상 고용승계를 보장하고 단체협약 승계를 명시	
				0.5 점	2 년 이상 5 년 미만						2.5 점	3 년이상 고용승계를 보장하고 단체협약 승계를 명시	
				0 점	2 년 미만						1 점	3 년이상 고용승계를 보장하고 단체협약 승계 등을 미제시	
			소계								무효	3 년 이상 고용승계를 보장하지 아니한 경우	
			자금조달 증빙	5 점	3.75 점 ~ 5 점				87.5% 이상 ~ 100%		소계		
	2.50 점 ~ 3.75 점				75.0% 이상 ~ 87.5% 미만		양해각서 수정의견		(3 점)	양해각서(안) 수정의견이 회사에 불리하다고 판단되는 경우 최대 3 점까지 감점			
	1.25 점 ~ 2.50 점				62.5% 이상 ~ 75.0% 미만					소계			
	0 점 ~ 1.25 점				50.0% 이상 ~ 62.5% 미만					소계			
	무효				50% 미만					소계			
주 인수자 재무건전성	3 점	3 점	부채비율 100% 미만(또는 상기 기준에 준한다고 매각주간사가 평가한 경우)				소계						
		1.5 점	부채비율 100% 이상 200% 미만(또는 상기 기준에 준한다고 매각 주간사가 평가한 경우)				소계						
		0 점	부채비율 200% 이상(또는 상기 기준에 준한다고 매각주간사가 평가한 경우)				소계						
		소계			100 점 ± α								

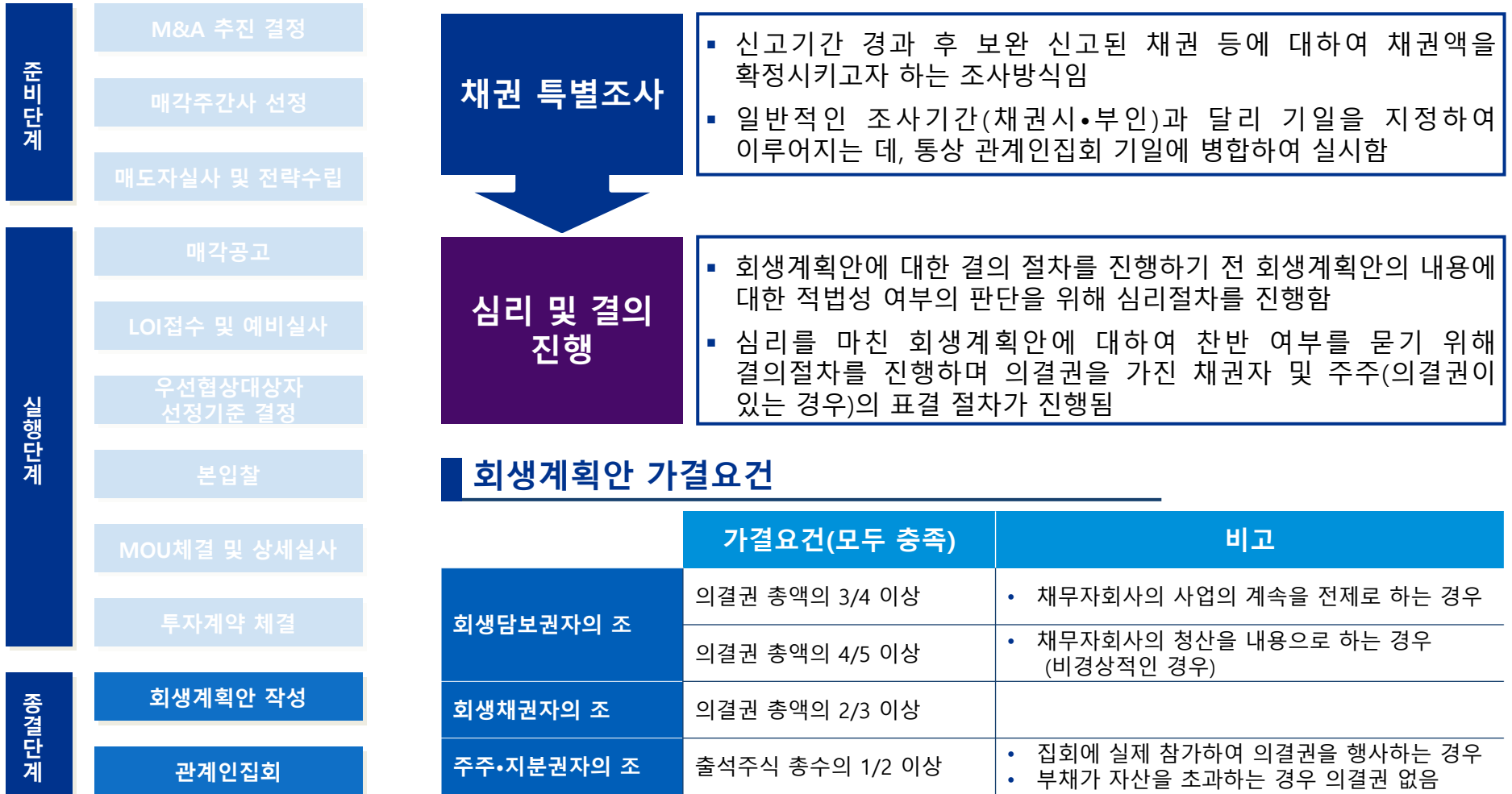
# M&A의 절차진행 - 실행단계



# M&A의 절차진행 - 종결단계



# M&A의 절차진행 - 종결단계



# Contents

- I. 회생절차와 M&A
- II. 회생M&A 절차진행
- III. 회생M&A 사례 검토
- IV. 마무리

# 사례1 : 일반적인 회생M&A

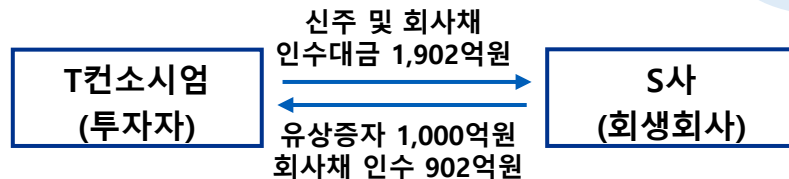
	주요 내용
회사명	S 주식회사
회생 사유	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매출감소 및 수익성 악화</li> <li>- 대규모 시설투자로 인한 유동성 위기</li> </ul>
회생M&A 방식	<u>제3자배정 유상증자 및 회사채 인수 방식의 인가전 M&amp;A</u>
매각금액	1,902억원
설명	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 조사 결과 계속기업가치 1,101억원, 청산가치 1,373억원으로 자력 갱생이 불가능한 결과 도출</li> <li>• 인가전 M&amp;A를 절차를 진행하여 T컨소시엄이 우선협상대상자로 선정</li> </ul>

구분	채권액	출자전환(주1)	변제액
회생담보권(변제율 78%)	2,054억원	450억원	1,607억원
회생채권(변제율 10%)	711억원	578억원	63억원
조세등채권	10억원	-	10억원
계	2,775억원	1,028억원	1,680억원

(주1) 구주 및 출자전환주식 전액 감자하여 최종 인수자 지분율 100%

구분	금액
인수대금	1,902억원
(-) 중간사수수료 및 관리인보수	10억원
(-) DIP차입금 변제	201억원
(-) 회생채무 변제	1,680억원
(-) 우발채무 변제 목적 유보	11억원

인수대금



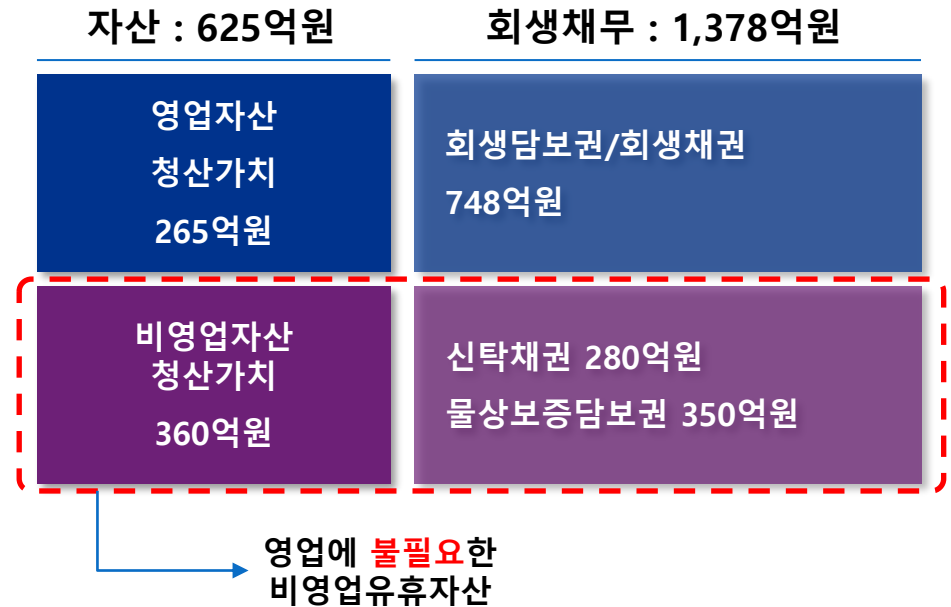
## 의의

- ✓ 전형적인 형태의 회생M&A
- ✓ 수익성이 악화되어 유동성에 위기가 발생하였으나, 재무구조 개선을 통해 실질적 무부채 상태에서 재기의 발판 마련



## 사례2 : 매각구조 조정을 통한 회생M&A

	주요 내용
회사명	D 주식회사
회생 사유	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 전임 경영진의 횡령 및 배임으로 인한 유동성 위기 (CB 이중발행, 불필요한 자산 양수)</li> <li>- 조선경기 침체에 따른 수익성 악화</li> </ul>
회생M&A 방식	제3자배정 유상증자 및 회사채 인수 방식의 <u>인가전 M&amp;A</u>
매각금액	???억원
설명	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 조사 결과 계속기업가치 954억원, 청산가치 625억원으로 산정</li> <li>• 경영진의 횡령/배임 공사로 상장폐지 가능성 有</li> <li>• 계속기업가치가 높긴 하나, 경영진 부재상태이며 실질적으로 영업의 유지가 가능한지 의문인 상황</li> </ul>

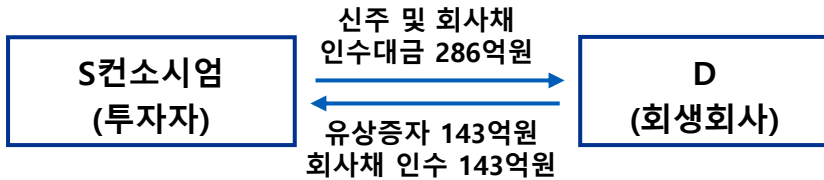


Issue



필요없는 자산때문에 인수가액을 360억원 더 써야하는가?

## 사례2 : 매각구조 조정을 통한 회생M&A



인수대금

구분	채권액	출자전환(주1)	변제액
회생담보권(변제율 100%)	157억원	26억원	131억원
회생채권(변제율 9%)	582억원	489억원	47억원
조세등채권	8억원	-	8억원
계	748억원	515억원	186억원

(주1) 구주 및 출자전환주식 일부 감자하여 최종 인수자 지분율 73%

구분	금액
인수대금	286억원
(-) 주간사수수료 및 관리인보수	4억원
(-) DIP차입금 변제	46억원
(-) 회생채무 변제	186억원
(-) 우발채무 변제 목적 유보	50억원

비영업자산

자산 처분대금으로  
관련채무 변제

구분	채권액	변제방법
신탁채권	280억원	신탁재산 환가하여 변제하고 변제 후 잔여채권에 대해 9% 현금변제
물상보증담보권	350억원	주채무자로부터 변제받거나, 담보물건 처분하여 변제하고 미변제액은 전액 면제
계	630억원	

### 의의

- ✓ 법에서 금지하지 않는 한, 다양한 형태의 M&A 사례 도출 가능
- ✓ 통상적 형태와 다른 M&A 구조로 진행할 경우 법원이 결정을 내려줄 수 있는 명분을 마련하는 것이 중요
- ✓ 상장폐지될 경우 다수의 소액주주 피해가 예상되었으나, 인가 후 상장유지 성공으로 주주 피해 최소화

## Quiz 2

회생절차에서의 M&A는 인가 전, 인가 후에 관계없이  
회사채 발행과 병행하는 제3자 배정 유상증자 방식으로 회사를 매각하는 것을 말한다.

1. O
2. X

# 사례3 : 자산매각 구조로서의 회생M&A

	주요 내용
회사명	의료법인 J의료재단
회생 사유	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 무리한 병원 시설확장</li> <li>- 출산율 저하로 인한 수익 감소</li> <li>- 과도한 인건비로 인한 영업손실 지속</li> </ul>
회생 M&A 방식	자산매각 방식+차입
매각금액	???억원
설명	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 조사 결과 계속기업가치 (-)164억원, <b>청산가치 500억원</b> (의료진 이탈로 계속기업가치가 (-)로 산정)</li> <li>• 재단의 특성상 투입자금 회수가 어려워 M&amp;A 저해요인으로 작용</li> </ul>
채무	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 회생담보권 660억원      • 조세등채권 60억원</li> <li>• 회생채권 350억원      • 공익채권 284억원</li> </ul>



Issue



재단의 경우 자산회수가 어려운 부분이 있는데 어떻게 해소?

# 사례3 : 자산매각 구조로서의 회생M&A



구분	채권액	면제(주1)	변제액
회생담보권(변제율 78%)	660억원	146억원	514억원
회생채권(변제율 20%)	350억원	270억원	70억원
조세등채권(일부 유예)(주2)	60억원	-	6억원
계	1,070억원	416억원	592억원

(주1) 재단이므로 출자전환이 불가하여 면제

(주2) 회생법에 따라 3년간 체납처분에 의한 재산의 환가를 유예

구분	금액
부동산 매각대금	550억원
신규차입	350억원
(-) 주간사수수료 등	21억원
(-) 회생채무 변제	592억원
(-) 공익채무 변제	284억원
(-) 우발채무 변제 목적 유보액	3억원

**시행사에 매각** : 재단부동산을 시행사에 매각하고 시행사는 개발사업 진행

**담보차입** : 매각 후 잔여부동산을 담보로 금융기관으로부터 신규차입

## 의의

- ✓ 법에서 금지하지 않는 한, 다양한 형태의 M&A 사례 도출 가능
- ✓ 병원의 규모를 다소 축소하더라도 폐업하지 않고 새로운 도약의 발판 마련
- ✓ 284억원에 달하는 공익채무(체불임금) 해소

# Contents

- I. 회생절차와 M&A
- II. 회생M&A 절차진행
- III. 회생M&A 사례 검토
- IV. 마무리

# 마치며...

구분	특징
회생절차란?	<ul style="list-style-type: none"> <li>일시적/구조적 문제와 관계없이,</li> <li>유동성 위기에 처한 기업의 변제가능 재원을 검토하여,</li> <li>해당 재원으로 채무를 변제할 수 있도록 조정하는 절차</li> </ul>
회생M&A란?	<ul style="list-style-type: none"> <li>회생절차 내에서 M&amp;A를 통해 변제할 수 있는 재원을 검토하여 해당 재원으로 채무를 변제할 수 있도록 조정하는 절차</li> <li>청산가치가 계속기업가치보다 높은 경우, 새로운 사주가 필요한 경우, 회생계획 이행에 문제가 발생할 경우, 기타 필요하다고 인정될 경우</li> </ul>
회생절차와 M&A	<ul style="list-style-type: none"> <li>M&amp;A 절차 자체는 정형화</li> <li>합리적인 이유가 있다면 구조 다변화 가능</li> <li>구조를 다변화 하더라도 법적 테두리 내에서 조정</li> </ul> <p><b>☞ 회생법에 대한 기본 이해와 절차별 의미를 알아야</b>  <b>다양한 형태의 Deal 구조 도출 가능</b></p>



# Thank You

[kpmg.com/kr](https://kpmg.com/kr)



[kpmg.com/socialmedia](https://kpmg.com/socialmedia)



[kpmg.com/app](https://kpmg.com/app)

© 2021 KPMG Samjong Accounting Corp., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative (“KPMG International”), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.