

2021년 2/4분기 부도기업 분석

❖ Summary

본 보고서는 신용평가의 공정성과 투명성 제고를 위해 한국기업평가(이하 당사)가 그간 발표한 각종 연구자료의 연속선 상에 있는 것으로, 2021년 2분기 중 부도발생기업의 부실화 원인과 사후관리에 대한 분석결과를 제시하고 있다. 이를 통해 채권 투자자를 포함한 신용평가 정보이용자의 당사 신용등급에 대한 이해와 신뢰도를 제고하고, 내부적으로는 평가정보의 축적과 더불어 평가정책(Rating policy)과 평가기준(Rating criteria), 평가절차(Rating process) 등을 재점검하는 기회로 활용하여 신용평가의 질적 개선을 도모하는 데 목적을 두고 있다.

금번 분석 대상은 (주)맥스로텍(이하 ‘동사’) 1개사이며, 주요 부실화 원인 및 결과는 다음과 같다.

동사는 1995년 설립되어 2012년 코스닥에 상장된 중소기업으로, 공장자동화 설비를 구성하고 있는 유·무선 갠트리로봇 제품 생산과 함께 자동차용 엔진 실린더블록 및 헤드 임가공을 주요 사업으로 영위하고 있다.

실적의 대부분을 차지하고 있는 자동화시스템 부문의 경우 수주실적이 전방 업체의 투자활동에 종속되어 있기 때문에 매출의 변동폭이 크다. 특히, 2019년 이후부터는 완성차업체의 신규설비 투자 축소로 영업실적이 급락하고, 재무안정성도 크게 저하되었다. 기존 사업이 부진한 가운데, 2020년 2월 최대주주 변경 이후 기존 사업과 무관한 신규사업이 검토·추진되면서 자금 부족이 심화되었다. 유상증자 등을 통해 운영자금 및 신규사업 투자자금 조달을 계획하였으나, 잇따른 투자자들의 납입기일 연기신청으로 자금을 확보하지 못하여 자금경색이 심화되었다. 특히 2020년 감사보고서에 대한 외부감사인의 ‘의견거절’(상장폐지 사유)로 회계정보의 신뢰성이 훼손되고 자본시장 접근성이 저하됨에 따라 유동성 위험이 증대되었다. 2021년 5월 3일 동사가 발행한 어음이 만기 미상환으로 최종 부도 처리되었다.

동사 부실화 과정의 주요 징후들이 신용등급에 반영되었고, 적절한 사후관리가 이루어진 것으로 판단된다. 2017년 최초 평가 이후 단계적으로 신용등급의 하향조정이 이루어졌다. Credit event의 발생 이후에는 수시평가를 통해 부실화 과정의 상황들을 주요 평정요인으로 적절하게 제시하였다.

동 사례는 전방산업에 대한 의존도가 높은 수주산업에서 업황이 침체되면서 나타나는 위험성을 보여주는 사례이다. 전방산업의 부진이 장기간 지속되는 스트레스 상황 하에서 공급체인 후단에 위치한 납품업체들은 열위한 시장지위와 미흡한 교섭력으로 인해 부실화가 상대적으로 빠르게 진행될 수 있다. 업황 부진이 급격한 자금 경색으로 이어질 가능성이 있어 보수적인 접근이 필요함을 시사하고 있다. 또한, 중소 코스닥등록 업체들의 적극적인 자본 유치 활동의 이면에는 최대주주의 변경과 이 과정에서의 사업적 변화(신규사업 추진 등)들이 수반되고, 이로 인해 회사 전반의 불확실성이 높아질 수 있다. 불확실성이 커진 상황에서는 Credit Event의 발생가능성도 높아질 수 있으므로, 지배구조의 변동성이 과도하게 높아지는 경우에는 면밀한 모니터링이 필요하다.

(주)맥스로텍

1. 개요

가. 주요 연혁

[표 1] 회사 개요

기업체명	(주)맥스로텍	대표자	정경욱
설립일	1995.07.25	자본금	9,951백만원
계열명	-	종업원수	74명
부실발생일	2021.05.03	기준일	2021.05.04
주요업종	제조용(산업용) 로봇 제조업, 자동차 부품 제조업		
주요사업	공장자동화 설비 제조, 엔진실린더블록 및 헤드 임가공 제조		
본사	대구광역시 달서구 성서로71길 40(이곡동)		
주요공장	경상북도 성주군 성주읍 학산리 879번지		
주요 연혁	2020.05	회생절차 개시신청	
	2021.04	발행 어음 만기 미상환으로 부도 처리	
	2021.03	외부감사인 감사보고서 의견거절	
	2020.02	경영진 변경(김인환 → 정경욱)	
	2020.02	최대주주 변경(김인환 → 비클시스템(주))	
	2012.11	코스닥시장 등록	
	2006.09	맥스로텍으로 상호 변경	
	1995.07	아진기계공업주식회사 설립	

1995년 설립된
자동화설비 및 자동차
부품 제조 업체

동사는 1995년 설립되어 2012년 코스닥에 상장된 중소기업으로, 공장자동화 설비를 구성하고 있는 유·무선 갠트리로봇 제품 생산과 함께 자동차용 엔진 실린더블록 및 헤드 임가공을 주요 사업으로 영위하고 있다.

전방산업 침체로 실적
부진과 재무안정성
저하

2018년까지 주거래처인 현대차그룹의 수주 확대에 따른 자동화시스템 물량 증가로 실적 개선세를 보였으나, 이후 완성차업체의 신규설비 투자 축소로 자동화시스템 물량이 급감하면서 영업실적이 저하되었다. 자동화시스템 부문의 수주 가변성을 만회하기 위해 실린더블록 및 헤드 등으로 제품을 다변화하고 관련 비중을 확대하였으나, 단순 임가공으로 실적 개선 효과는 크지 않았다. 2020년에도 코로나 19로 인한 수출 물량 급감으로 영업실적이 재차 저하되고, 자본잠식을 기록하는 등 재무안정성도 훼손되었다.

지배구조 안정성 저하,
신규사업 추진으로
자금경색 심화

2020년 2월 최대주주가 김인환 대표에서 비클시스템(주)으로 변경되었으며, 2020년 9월 비클시스템(주)이 주식양수도계약을 통해 (주)카타나코리아, (주)비오케이에 1.5%, 5.0%의 주식을 매각하였다. 전환사채 발행과 내부보유현금 등을 통해 성운파마코리아(주) 지분을 매입하는 등 지배구조 변경 후 기존 사업과 무관한 다수의 신규사업이 검토·추진되었다.

기존 사업에서의 부진이 지속되는 가운데, 신규사업에 대한 자금유출은 지속되면서 자금 부족이 심화되었다. 운영자금 마련 및 타법인지분취득을 위해 유상증자를 진행하였으나, 투자자의 납입기일 연기 요청으로 인해 증자가 수차례 지연되면서 자금경색이 심화되었다.

발행어음 최종 부도

동사는 2021년 5월 3일 공시를 통하여 발행어음의 만기 미상환으로 2021년 4월 30일 1차 부도 및 2021년 5월 3일 최종 부도 처리되었음을 밝혔다.

나. 신용등급 경로

■ 2017.03.30 회사채 본평가 B+(안정적)

2017년 3월 30일자로 동사의 제2회 무보증사채 신용등급을 B+(안정적)로 평가하였다. 제한된 제품포트폴리오와 지속적인 수주 경쟁에 노출된 사업구조로 실적 변동성이 높게 나타나는 점 등 미흡한 사업안정성과 대규모 투자 지속에 따른 차입부담을 고려하였다.

■ 2018.06.22 회사채 정기평가 B+(안정적)

2018년 6월 22일자로 동사의 제2회 무보증사채 신용등급을 B+(안정적)으로 유지하였다. 여전히 사업안정성이 미흡하고, 과중한 운전자본 부담이 현금흐름을 저해하나, 신규 수주 물량에 힘입어 안정적인 영업실적이 유지 가능할 것이라는 전망을 반영하였다.

■ 2019.07.19 회사채 정기평가 B+(안정적)

2019년 7월 19일자로 동사의 제2회 무보증사채 신용등급을 B+(안정적)으로 유지하였다. 사업안정성이 미흡하고, 대규모 투자로 차입금이 증가하여 재무안정성이 열위하지만, 완성차업체로부터 자동화시스템 수주가 꾸준히 발생하고 있고, 생산설비 투자가 상당 수준 완료되어 자본적 지출 규모가 감소할 것으로 현 수준의 재무안정성은 유지할 것이라는 전망을 반영하였다.

■ 2020.05.13 회사채 정기평가 B(부정적)

2020년 5월 8일자로 동사의 제2회 무보증사채 신용등급을 B로 하향하고 등급전망을 '부정적'으로 변경하였다. 자동화시스템 실적 부진으로 인한 대규모 영업적자와 신규사업 인수 계획으로 재무안정성이 저하될 전망을 반영하였다.

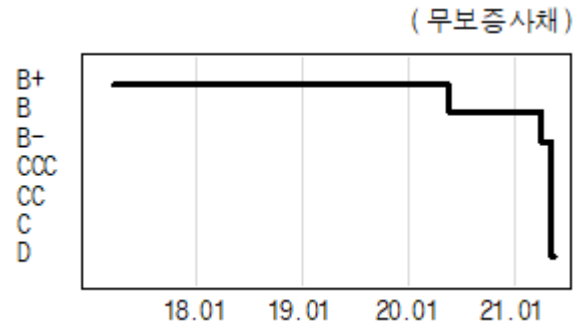
■ 2021.03.25 회사채 수시평가 B- ↓

2021년 3월 25일자로 동사의 제2회 무보증사채 신용등급을 B-로 하향하고, '부정적검토' 대상에 등록하였다. 완성차업체의 신규설비 투자 축소로 큰 폭의 매출 감소와 거액의 영업적자를 기록한 점, 외부감사인의 '의견거절' 감사의견에 따른 회계정보의 신뢰성이 훼손된 점, 감사인의 의견거절은 상장폐지 사유로 자본시장 접근성 저하에 따른 유동성 위험이 증대된 점을 반영하였다.

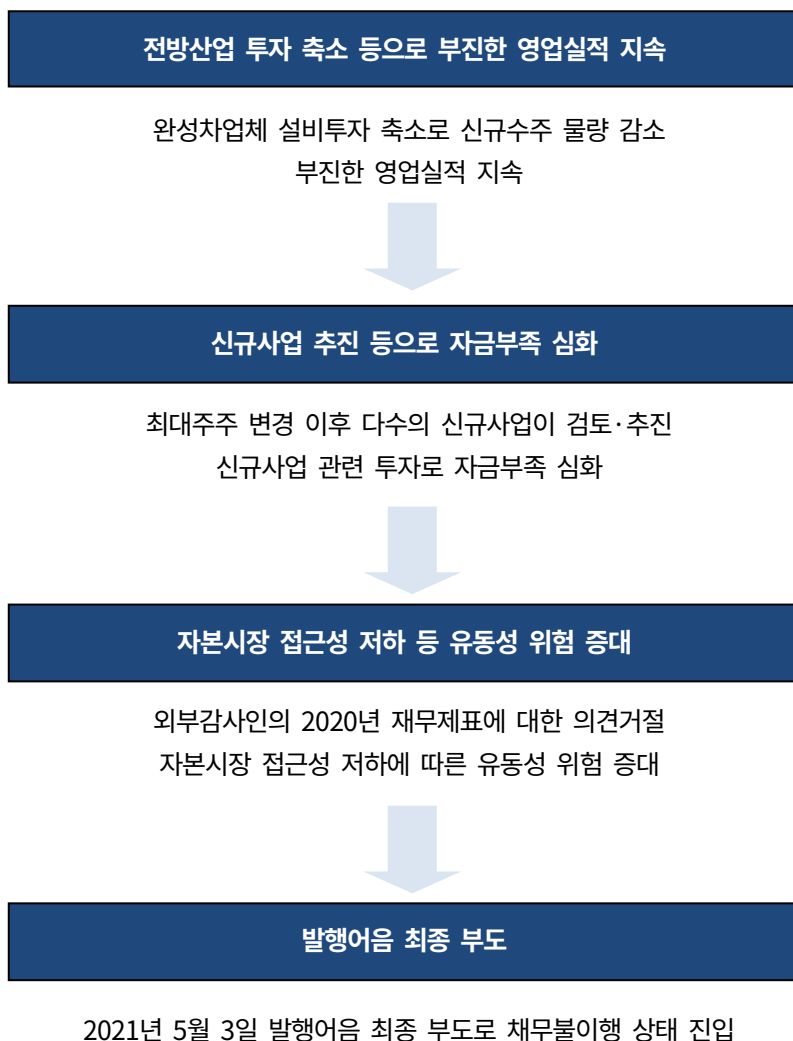
■ 2021.05.04 회사채 수시평가 D

2021년 5월 4일자로 동사의 제6회 무보증사채 신용등급을 D로 하향하였다. 동사가 발행한 어음이 만기 미상환으로 2021년 5월 3일 최종 부도 처리된 점을 반영하였다.

[그림 1] 신용등급 변동추이



2. 부실원인 분석



[표 2] 부실화 과정 및 부실징후

부실원인	부실징후	비고
부진한 영업실적 지속	완성차업체 설비투자 축소로 신규수주 물량 감소 부진한 영업실적 지속	
신규사업 추진 등으로 자금 부족 심화	2020년 2월 최대주주 변경 이후 기존 사업과 무관한 다수의 신 규사업 검토·추진 전환사채 발행 등으로 신규사업 관련 투자, 자금부족 심화	
유동성 위험 증대	외부감사인의 의견거절 자본시장 접근성 저하에 따른 유동성 위험 증대	
발행어음 최종 부도	2021년 4월 30일 발행어음 1차 부도 2021년 5월 3일 발행어음 최종 부도	

■ 전방산업 투자 축소 등으로 부진한 영업실적 지속

수주물량 감소로 사업 안정성과 실적 저하 지속

동사는 1995년 설립되어 2012년 코스닥에 상장된 중소기업으로, 공장자동화 설비를 구성하고 있는 유·무선 갠트리로봇 제품 생산과 함께 자동차용 엔진 실린더블록 및 헤드 임가공을 주요 사업으로 영위하고 있다. 주거래처는 현대·기아 등 완성차업체와 현대위아 등 자동차 부품업체이다.

2019년 완성차업체의 신규설비 투자 축소로 매출과 수익성 대부분을 차지하고 있는 자동화시스템부문 실적이 급락하였으며, 2020년에는 코로나19로 인한 수출 부진으로 해당 부문 실적이 더욱 저하되었다. 자동화시스템의 부진을 만회하기 위해 실린더블록/헤드 비중을 확대하였으나, 채산성이 낮아 자동화시스템 부문의 손실을 만회하지 못하고 대규모 영업손실을 기록하였다.

재무안정성 저조한 수준 지속

수주산업 특성상 수익변동성이 커서 원가관리의 어려움이 내재되어 있다. 2019년 이후 자동화시스템 부문은 수주 부진으로 생산실적이 생산능력에 크게 못 미치면서 가동률이 크게 감소한 데 반면, 인건비 및 감가상각비 등 고정비성 비용 부담은 증가하면서 대규모 손실이 지속 발생하였다. 또한 차입부담에 따른 금융비용 등으로 2018년을 제외하면 당기순손실을 지속하였다.

■ 신규사업 추진 등으로 자금부족 심화

지배구조의 불안정성 확대, 신규사업 추진으로 자금부족 심화

실적 부진으로 영업에서의 현금창출로 자금소요를 만회하지 못하여 메자닌사채를 지속적으로 발행하였으며, 이 과정에서 전환사채의 주식전환, 신주인수권의 행사 등으로 기존 최대주주의 지분이 희석되었다.

2020년 2월 기존 최대주주인 김인환 대표이사는 비클시스템(주)에 지분을 매각하였으며, 2020년 9월 비클시스템(주)은 (주)카타나코리아, (주)비오케이에 6.4%의 지분을 매각하는 등 지배구조의 안정성이 크게 저하되었다. 특히, 최대주주가 변경되는 과정에서 기존 사업과 무관한 다수의 신규사업들이 검토 또는 추진되었고, 신규사업 관련 투자가 확대되면서 자금부족이 심화되었다. 자금부족 및 자본잠식 해소 등을 위해 유상증자를 결정하였으나, 예정된 투자자들이 수차례 납입기일을 연장하면서 자본 유치에 실패하였다.

■ 유동성 위험 증대

외부감사인 의견거절, 자본시장 접근성 저하 등 유동성 위험 증대

동사는 1) 계속기업에 대한 불확실성, 2) 비정상적인 자금거래 등 동사의 부정방지 관련 통제절차 운영 미비의 사유로 세일원회계법인으로부터 2020년 결산재무제표에 대해 ‘의견거절’ 감사의견을 받았으며, 이는 상장폐지 사유에 해당된다.

동사는 영업활동과 신규투자 과정에서 자금 소요가 발생하고 있으며, 부족자금은 자본시장에서 전환사채 발행 및 유상증자 등을 통해 조달하였다. 외부감사인의 ‘의견거절’은 자본시장을 통한 자금조달여력을 현저히 약화시킨 것으로 판단하였다.

■ 발행어음 최종 부도

발행어음 최종 부도

동사는 2021년 5월 3일 공시를 통하여 발행어음의 만기 미상환으로 2021년 4월 30일 1차 부도 및 2021년 5월 3일 최종 부도 처리되었음을 밝혔다. 이를 반영하여 2021년 5월 4일 동사의 제2회 무보증사채 신용등급을 D로 하향조정하였다

3. 사후관리의 적정성

가. 부실화 과정에 대한 등급평정 요인의 적정성

부실화 과정상 위험 요소를 등급평정요인 으로 적절히 반영

동사의 부실화 과정은 완성차업체의 업황 부진 등으로 인한 수주물량 감소, 신규사업 추진 등에 따른 자금소요 등에 따른 것으로, 이는 어음부도 등 직접적인 Credit Event 발생 이전에도 신용등급 하향조정, 부정적 등급전망 부여 등을 통해 동사 신용등급에 반영되어 왔다.

부실화 과정	평정요인 포함 여부			비고
	2020.05.13	2021.03.25	2021.05.04	
	BR정기	BR수시	BR수시	
수주물량 감소, 실적 부진 지속	O	O		
신규사업 추진 등으로 재무안정성 저하	O			
유동성 위험 증대(외부감사인의 '의견거절')		O		
발행어음 최종 부도			O	
등급(전망) 조정 여부	조정	조정	조정	
조정등급	B(N)	B- ↓	D	

나. 부실징후 파악 후 감시의 적정성

부실가능요인들 등급에 충분히 반영

주요 부실징후에 대해 주요 평정요인 및 모니터링 요소 등을 통해 사전적으로 Warning 하는 한편, 발현 시 동사 신용등급에 반영함으로써 적절한 감시가 이루어진 것으로 판단된다.

업황의 장기 침체와 실적부진 전망 등은 동사의 신용등급과 등급전망에 충분히 반영되어 왔다. 2017년 최초 평가 이후 단계적으로 신용등급의 하향조정이 이루어졌다. 특히, 2020년부터는 신용등급을 B-로 평가하고 '부정적' 등급전망을 부여하였다. 실적 부진으로 영업적자를 기록한 가운데, 당분간 수익성 개선은 어려울 것이라는 전망, 신규사업 인수로 재무안정성이 저하될 것이라는 전망 등을 반영하였다.

2021년 3월 25일, 제2회 회사채 수시평가에서는 B-로 등급을 하향하고, 부정적검토 대상에 등록하였다. 완성차업체의 신규설비 투자 부진으로 대폭적인 매출 감소와 거액의 영업적자를 기록한 점, 외부감사인의 '의견거절' 감사의견에 따른 회계정보의 신뢰성이 훼손된 점, 감사인의

의견거절은 상장폐지 사유로 자본시장 접근성 저하에 따른 유동성 위험이 증대된 점 등을 반영하였다.

일자	부실징후	대응	등급(전망)조정 여부
2020.05.13	실적 부진 지속 신규사업 추진 등으로 재무안정성 저하	BR 정기평가	B+(S) → B(N)
2021.03.25	실적 부진 지속 유동성 위험 증대(감사인의 의견거절)	BR 수시평가	B(N) → B- ↓
2021.05.03	발행어음 최종 부도	BR 수시평가	B- ↓ → D

4. 시사점

동 사례는 전방산업에 대한 의존도가 높은 수주산업에서 업황이 침체되면서 나타나는 위험성을 보여주는 사례이다. 전방산업의 부진이 장기간 지속되는 스트레스 상황 하에서 공급체인 후단에 위치한 납품업체들은 열위한 시장지위와 미흡한 교섭력으로 인해 부실화가 상대적으로 빠르게 진행될 수 있다. 업황 부진이 급격한 자금 경색으로 이어질 가능성이 있어 보수적인 접근이 필요함을 시사하고 있다.

또한, 중소 코스닥등록 업체들의 적극적인 자본 유치 활동의 이면에는 최대주주의 변경과 이 과정에서 사업적 변화(신규사업 추진 등)들이 수반되고, 이로 인해 회사 전반의 불확실성이 높아질 수 있다. 불확실성이 커진 상황에서는 Credit Event의 발생 가능성도 높아질 수 있으므로, 지배구조의 변동성이 과도하게 높아지는 경우에는 면밀한 모니터링이 필요하다.

[유의사항]

- (1) 한국기업평가주(이하 ‘당사’)가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 ‘간행물’)는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사 또는 필자 개인의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권이 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상환능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 ‘신용평가업무 등’)에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- (3) 당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문기관을 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인 투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자의사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.
- (5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright© 2021: Korea Ratings. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가주의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.

KRIR 2021-028, 2021-08-25