

Issue

Brief



# 대기업 Carve-out Deal의 주요 이슈 및 향후 전망



삼일회계법인

# Contents

I. 국내 M&A 시장 동향: 대기업과 대형 PE 간 Carve-out Deal 증가	01
II. Carve-out Deal 핵심 고려사항	05
III. 사례분석	17
IV. 시사점	19

## I

# 국내 M&A 시장 동향: 대기업과 대형 PE 간 Carve-out Deal 증가

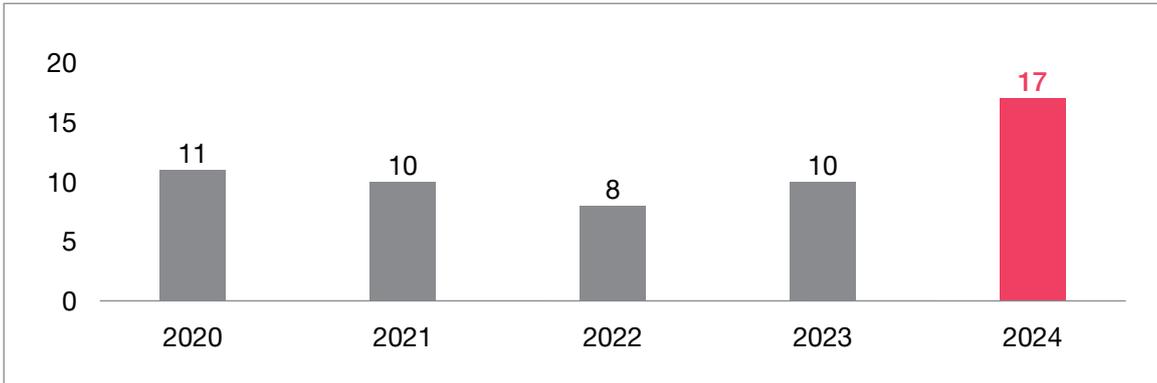
올해 초 한 증권사 조사에 따르면, 투자자들은 올 한 해 금융시장 전망을 함축한 사자성어로 거안사위(居安思危)를 꼽았다. 안정적인 상황에서도 미래의 위기에 대비하라는 의미로, 최근 M&A 시장의 불확실성을 적절히 표현하는 말로 여겨진다.

지속되는 고금리 기조를 비롯해 지정학적 리스크, 산업 전반에 대한 ESG 영향 확대와 AI산업의 폭발적인 성장 등 미래 예측을 어렵게 하는 요소들은 투자자들에게 자본조달비용 상승에 대한 압력으로 작용하고 있으며, 이에 따라 최근 글로벌 M&A시장의 회복은 지연되는 추세이다. 다만, 이와 같이 불안정한 시장환경 하에서도 대기업 중심의 Carve-out Deal은 꾸준히 발생하고 있으며, 특히 올해는 대기업의 사업포트폴리오 조정 및 화학 산업 구조 재편 등으로 인하여 거래 건수가 증가하고 있다.

최근 5년간 국내 주요 Carve-out Deal 사례

매도인	매각대상 사업	매수인	거래금액(억 원)	거래시기
대한항공	기내식 사업부	한앤컴퍼니	9,906	2020년 12월
SK머티리얼즈 에어플러스	산업용 가스 플랜트	브룩필드자산운용	10,000	2022년 10월
SKC	필름사업부	한앤컴퍼니	15,950	2022년 11월
LG화학	편광판 관련 사업부	중국 SI	10,982	2023년 9월
LG화학	진단사업	글렌우드 PE	1,500	2023년 10월
SK엔펄스	Ceramic Parts	한앤컴퍼니	3,600	2024년 2월
SKC	SK피유코어	글렌우드 PE	4,024	2024년 2월
SK네트웍스	SK렌터카	어피너티 PE	8,200	2024년 8월
효성화학	특수가스 사업부	IMM PE/스틱 컨소시엄	협의중	우선협상대상자 선정

## 최근 5년간 Carve-Out Deal 사례 수



Source: Dart 공시 기초 삼일회계법인 Analysis

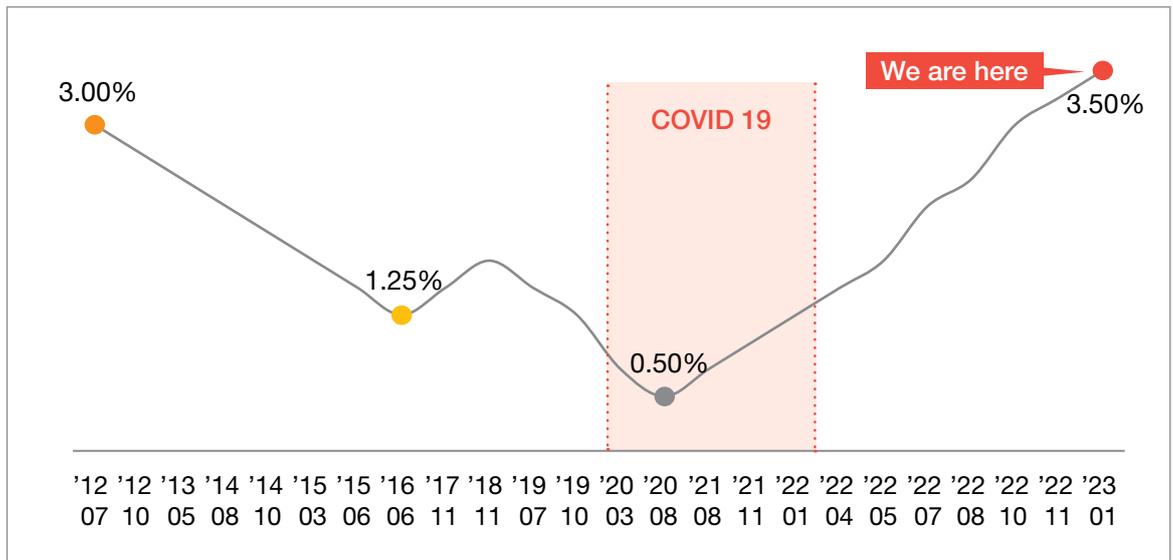
이와 같이 유수의 대기업들이 포트폴리오를 재편하고 핵심사업에 집중하고자 하는 전략 하에 대규모 Carve-out Deal이 진행되었으며, 2024년 하반기에도 주요 대기업들을 중심으로 이러한 추세는 지속될 것으로 예상된다.



## 매수인: 고금리 시대, 안정성을 추구

글로벌 팬데믹 이후 고금리 기조가 길어지면서 M&A 시장의 주요 특징적인 변화 중 하나는 투자자들이 과거에 비해 보다 안정적인 투자처를 찾고 있다는 점이다. 특히, 자본 조달 비용이 크게 높아지면 Private Equity와 같은 재무적 투자자(Financial Investor, FI)들은 현금흐름이 검증된 사업에 투자하고자 하는 경향이 두드러지고 있다.

최근 10년 국내 기준금리 추이



이런 흐름속에서 주목받는 분야가 바로 대기업의 Carve-out Deal이다. 기업 입장에서는 비핵심 사업이지만 대기업의 검증된 관리 시스템 하에서 만들어진 안정적인 고객 기반과 현금 흐름 창출 능력, 우수 인력과 설비 등은 재무적 투자자들에게 매력적인 부분이다. 또한 투자 후 기업통합작업(Post-Merger Integration, PMI)과정에서의 돌발적인 리스크 발생가능성이 낮기 때문에 Carve-out Deal에 대한 투자자들의 수요는 꾸준히 증가하고 있다.

투자자를 모집하고 자금을 운용하는 재무적 투자자들은 통상 제한된 기간(통상적으로 5년)내에 투자 자산의 Value up과 이를 통한 목표 IRR을 달성해야 하는 압박을 받고 있으며, 실질적으로 이러한 투자는 투자실행 이후 2~3년 내에 그 성패가 가려지는 경우가 많다. 따라서, 재무적 투자자들은 투자검토 단계에서부터 투자대상뿐만 아니라 연관 사업으로의 Bolt-on 전략(시너지를 낼 수 있는 기업들을 추가 M&A하여 기업가치를 높이는 전략)까지 구상하고 투자를 실행하는 바, 이런 점에서 대기업이 영위하는 사업의 Carve-out 매물은 전후방 연계 비즈니스로 포트폴리오를 확장하기에도 수월한 장점이 있다.

## 매도인: 포트폴리오 재편과 새로운 성장 동력 확보

대기업에도 Carve-out Deal은 단순한 비핵심사업 매각 이상의 의미를 지닌다. 최근 많은 대기업들은 비즈니스 구조 혁신과 Value up이라는 두 가지 과제를 안고 있다. AI 기술의 발전과 ESG(환경·사회·지배구조)라는 시대 변화는 기업들에게 전보다 빠른 속도의 생산성 향상과 탄소배출 중립(Net zero) 달성을 위한 포트폴리오 개선을 요구하고 있다. 이에 따라 기존의 비주력 사업을 과감히 정리하고 새로운 성장 동력을 확보하기 위한 선택과 집중은 필연적인 전략적 의사결정이다.

무엇보다, 대기업 역시 장기간 지속된 고금리 기조에서 자본의 기회비용이 높아지면서 Business Transformation을 위한 재원마련을 위해 비주력 사업 부문을 매각하는 전략을 택하고 있다. 이미 상당 기간 운영하며 검증된 비즈니스를 성공적으로 매각하려면 deal 초기 단계에서 거래 당사자간에 상호 신뢰 형성이 무엇보다 중요하다. 이를 위해 자문사가 거래 당사자들의 needs를 명확히 이해하고 빠르게 투자자를 설득하며, 입증된 실적과 자료에 근거한 합리적인 거래가격(Deal Value) 협상하는 프로세스를 진행할 필요가 있다.

또한, 대기업의 매각대상 사업은 그룹을 벗어나 독립적인 운영을 통해 더 높은 성장 가능성을 찾을 수도 있는 바, 이처럼 Carve-out Deal은 매도인과 매수인 모두 거래를 통해 상호 이익을 추구할 수 있다는 점에서 더욱 의미가 있다. 이러한 이유로 Carve-out Deal은 대기업과 투자자 양측 모두에게 매력적인 거래 방식으로 자리잡아 가고 있다.



## Carve-out Deal 단기 전망

최근 M&A 시장은 불확실성이 커지는 상황에서 시장 참여자들이 새로운 기회를 모색하는 전략을 구사하고 있다. 재무건전성 및 유동성 확보를 위해 비주력 사업을 매각하고자 하는 대기업들의 전략 방향과 M&A 시장 침체속에서 드라이파우더(투자목적으로 모금한 가용자금)를 소진해야 하는 재무적 투자자의 니즈가 맞아 떨어지면서 내년까지는 Carve-out Deal이 활발히 진행될 것으로 전망된다. 이러한 일련의 Deal 시장 흐름 하에서 실제 참여자들의 고민과 이를 해결할 수 있는 솔루션에 대하여 실제 사례를 통해 보다 상세한 살펴보고자 한다.

## II Carve-out Deal 핵심 고려사항

### Carve-out Deal Process

단계	Process	고려사항
준비	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deal 사전준비</li> <li>예비실사</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>분리방안 결정 및 이해관계자 사전소통</li> <li>가격산정 위한 최소한의 자료준비 &amp; 질의응답</li> </ul>
실행	<ul style="list-style-type: none"> <li>Binding MOU 체결</li> <li>본 실사</li> <li>본계약 체결</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>보안유지 및 Deal Certainty 확보 위해 주요 사항 합의                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Deal Certainty: 이행보증금 또는 위약벌, 배타적 협상기간</li> <li>Deal Price: 매매대금, 가격조정, 정산</li> </ul> </li> <li>※ 주요 실사 Point                             <ul style="list-style-type: none"> <li>가격조정 측면: 기준 재무제표 및 독립기업 운영 가능여부</li> <li>성장가능성 측면: 사업계획 실현 가능성</li> <li>기타: 잠재 Risk 발생 가능요인</li> </ul> </li> <li>실사 통해 파악된 이슈사항 관련 MOU 미합의 항목에 대한 추가 합의 진행                             <ul style="list-style-type: none"> <li>선행조건, 확약, 특별 면책 등</li> </ul> </li> </ul>
종결		<ul style="list-style-type: none"> <li>정산(운전자본 등) 및 선행조건 충족 여부 확인</li> <li>종결일 양수도대금 입출금 절차 진행</li> </ul>

## ▼ 사전준비 단계

사전준비단계에서는 매도인이 분리방안을 결정하고 이해관계자와 사전소통을 한 후 예비 실사를 진행한다. 예비실사 단계에서 매수인이 필수적으로 검토할 사항은 사업현황, 사업계획 및 과거 실적 등이며, 이를 위해 통상적으로 매도인은 Carve-out 재무제표, 사업계획 등을 담은 Databook을 제공하고 Q&A를 진행한다. 이 단계에서 매도인은 가격산정을 위한 최소한의 정보만 공개하는 것이 일반적이다.

## ▼ 실행 단계

실행 단계에서는 다수의 이해관계자를 고려해 보안을 유지하면서 Deal certainty를 확보하는 것이 핵심이다. 이를 위해 최근에는 본 실사 전 Binding MOU를 체결하는 사례가 증가하고 있다. Binding MOU를 체결하면 본 실사 전 key term에 대한 상호 합의를 통해 신뢰를 구축하고, 본 계약 체결 시 협의하여야 할 많은 요소들을 미리 합의할 수 있어 효율적이다.

본 실사단계에서는 가격조정사항, 성장가능성 및 잠재적 리스크 확인 등 세가지 측면을 중점적으로 검토한다. 가격조정 측면에서는 MOU 단계에서 매도인이 제시한 과거 재무제표에 대해 기 합의된 조정 대상 항목 위주로 정확성 검증이 진행된다. 성장가능성 측면에서는 최근 실적에 기반한 향후 2~3개년 사업 계획에 대한 실현가능성 검증이 핵심이다. 잠재적 리스크 측면에서는 현재 존재하지 않으나, 인수 후 발생할 수 있는 대상사업에 대한 위협 요소를 검토한다. 특히 Carve-out Deal의 경우, 대기업 산하 사업부에서 독립기업으로 운영됨에 따라 새롭게 발생할 수 있는 리스크를 점검하는 것이 핵심이다. 예를 들어 기존 대기업 산하 사업부에서 독립함에 따라 이전에는 존재하지 않았던 SHE(Safety, Health & Environment)관련 이슈가 발생할 수 있다. 이에 따라 최근 실사에 있어 점검해야 할 항목으로 영업·재무·세무·법무 등의 전통적인 범위에서 SHE를 비롯한 기술, 지적재산권 등으로 대상 범위가 확대되고 있고, 분야별로 전문인력 투입을 통해 면밀한 검토가 진행되고 있다.

본 계약 체결 단계에서는 본 실사에서 파악된 이슈사항에 대한 상호 합의 등이 핵심이며, 본 계약 시 기재되는 최종매매대금은 본 실사 결과를 반영해 조정된 매매대금이 기재된다.

## ▼ 종결단계

종결단계에서는 계약체결 이후 최종 매수인의 회사로 편입되기까지 선행조건 충족, 정산 등의 과정을 수행하게 되며, 체결 후 통상적으로 1~2개월 정도의 시간이 소요되게 된다.

## 단계별 핵심 고려 항목

### 1 사전준비단계

사전준비단계에서는 Carve-out 대상 사업의 분리방안 결정 및 이해관계자와의 사전소통이 중요하다.

#### 분리방안

분리방안은 먼저 전체적인 Deal 구조를 고려하여 결정하여야 하며, 결정된 Deal 구조를 기반으로 주요 Carve-out할 항목을 준비한다.

#### A. Deal 구조

매각 대상 사업을 Carve-out 하는 방식은 대상 사업 및 자산을 이전하는 사업양수도·자산양수도 방식과 대상 사업을 독립기업 형태로 분리하여 주식을 매각하는 주식양수도 방식이 있으며, 독립기업 형태로 분리하는 방안은 일반적으로 현물출자 또는 분할 방식이 고려된다. 각 방안에 따른 이행절차, 소요기간, 관련 Tax Issue 등이 상이하기 때문에 매도인 입장에 최적의 Deal 구조를 선제적으로 검토하는 것이 중요하다.



거래방식 별 주요 사항

구분	사업양수도	자산양수도	주식양수도	
			현물출자 후 양도	분할 후 양도
소요기간	<ul style="list-style-type: none"> <li>이사회 결의 후 선행조건 등을 충족하는 경우 대금 납부 후 거래 종결 (*양도대상이 영업의 전부 또는 중요한 영업의 일부인 경우 주주총회 절차 추가)</li> <li>선행조건의 종류에 따라 일정 변동</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>이사회 결의 후 선행조건 등을 충족하는 경우 대금 납부 후 거래 종결</li> <li>중요한 자산양수도 해당 시에도 원칙적으로 주주총회 불필요. 단, 자산양수도로 인해 영업의 중요 부분의 폐지를 초래하는 경우 필요</li> </ul>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>현물출자</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>법원의 인가 기간 고려 약 1~3개월 소요 (*현물출자 대상이 영업의 전부 또는 중요한 일부인 경우 주주총회 절차 추가)</li> </ul> </li> <li><b>주식양수도</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>이사회 결의 후 선행조건 등을 충족 시 대금 납부, 거래 종결 (*양도대상 주식이 중요한 자산인 경우에도 원칙적으로 주주총회 불필요. 단, 주식양수도로 인해 영업의 중요 부분 폐지를 초래하는 경우 필요)</li> <li>선행조건의 종류에 따라 일정 변동</li> </ul> </li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>(물적)분할</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>이사회 결의 후 2~2.5개월 소요</li> <li>주주총회 필요</li> </ul> </li> <li><b>주식양수도</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>이사회 결의 후 선행조건 등을 충족 시 대금 납부, 거래 종결 (*양도대상 주식이 중요한 자산인 경우에도 원칙적으로 주주총회 불필요. 단, 주식양수도로 인해 영업의 중요 부분 폐지를 초래하는 경우 필요)</li> <li>선행조건의 종류에 따라 일정 변동</li> </ul> </li> </ol>
이행절차 (매도인 측면)	<ul style="list-style-type: none"> <li>이사회 결의</li> <li>주주총회 및 반대주주 주식매수청구 (영업의 전부 또는 중요한 일부 양도 시)</li> <li>주요사항보고서 공시 (사업보고서 제출 대상법인으로서 자본시장법에서 정하는 기준 충족하는 중요한 영업의 양도 시)</li> <li>외부평가기관의 평가의견서 첨부 (주권 상장법인으로서 중요한 영업의 양도 시)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>이사회 결의</li> <li>주요사항보고서 공시 (사업보고서 제출 대상법인으로서 자본시장법에서 정하는 기준 충족하는 중요한 자산을 양도 시)</li> <li>외부평가기관의 평가의견서 첨부 (주권 상장법인으로서 중요한 자산의 양도 시)</li> </ul>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>현물출자</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>이사회 결의</li> <li>주주총회 및 반대주주 주식매수청구 (영업의 전부 또는 중요한 일부 현물출자 시)</li> <li>법원의 인가</li> <li>주요사항보고서 공시 (사업보고서 제출 대상법인으로서 자본시장법에서 정하는 기준 충족하는 중요한 영업의 양도 시)</li> <li>외부평가기관의 평가의견서 첨부 (자본시장법에서 정하는 기준 충족하는 중요한 자산의 양도 시)</li> </ul> </li> <li><b>주식양도</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>이사회결의</li> <li>주요사항보고서 공시 (사업보고서 제출 대상법인으로서 중요한 자산의 양도 시)</li> <li>외부평가기관의 평가의견서 첨부 (주권상장법인으로서 중요한 자산의 양도 시)</li> </ul> </li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>(물적)분할</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>이사회 결의</li> <li>주주총회 및 (물적분할시 주권상장법인의 경우) 반대 주주 주식매수청구</li> <li>채권자보호절차 (분할 전 채무에 대한 연대책임 단절 시)</li> <li>주요사항보고서 공시</li> </ul> </li> <li><b>주식양도</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>이사회결의</li> <li>주요사항보고서 공시 (사업보고서 제출 대상법인으로서 자본시장법에서 정하는 기준 충족하는 중요한 자산의 양도 시)</li> <li>외부평가기관의 평가의견서 첨부 (주권 상장법인으로서 중요한 자산 양도 시)</li> </ul> </li> </ol>

구분	사업양수도	자산양수도	주식양수도	
			현물출자 후 양도	분할 후 양도
주요 Tax Issue	<ul style="list-style-type: none"> <li>사업양도차익에 대한 법인세</li> <li>포괄양수도가 아닌 경우 부가가치세 (*일반적으로 대리납부 제도 활용)</li> <li>양수인의 취득세 부담</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>자산양도차익에 대한 법인세</li> <li>대상 자산이 부가가치세 대상인 경우 부가가치세</li> <li>양수인의 취득세 부담</li> </ul>	<b>1. 현물출자</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>사업양도차익에 대한 법인세</li> <li>포괄양수도가 아닌 경우 부가가치세</li> <li>신설법인의 취득세</li> </ul> <b>2. 주식양도</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>증권거래세</li> <li>매수인의 간주취득세</li> </ul>	<b>1. (물적)분할</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>분할양도차익에 대한 법인세</li> <li>포괄양수도가 아닌 경우 부가가치세</li> <li>신설법인의 취득세</li> </ul> <b>2. 주식양도</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>증권거래세</li> <li>매수인의 간주취득세</li> </ul>
장점	<ul style="list-style-type: none"> <li>별도 법인설립 절차 불필요</li> <li>별도 법인설립에 따른 비용(취득세 등) 절감</li> <li>채권자보호절차 불필요</li> <li>(매수인 측면) 세무상 영업권 상각비에 대하여 손금 인정 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>별도 법인설립 절차 불필요</li> <li>별도 법인설립에 따른 비용(취득세 등) 절감</li> <li>채권자보호절차 불필요</li> <li>중요한 자산의 양도에 해당하더라도 원칙적으로 주주총회 불필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>(영업의 전부 또는 중요한 일부가 아닌 경우) 주주총회 불필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>부분포괄승계로 자산, 부채 및 계약에 대하여 분할계획서에서 기재한 바에 따라 승계 (실무상 중요한 계약에 대해서는 사전적으로 계약 승계에 대한 협의 절차 필요)</li> </ul>
단점	<ul style="list-style-type: none"> <li>매수자에게 우발부채 포괄적 이전 제한</li> <li>자산, 부채 및 계약에 대한 개별적 이전조치 필요</li> <li>(영업의 전부 또는 중요한 일부인 경우) 반대주주의 주식매수청구권</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>매수자에게 우발부채 포괄적 이전 제한</li> <li>자산에 대한 개별적 이전조치 필요</li> <li>계약 및 인력 승계 제한, 승계 시 사업양수도 해당 가능성 있으며, 중요한 경우 주주총회 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>분할 대비 법원 인가 절차 추가, 소요 기간 유동적이며, 법원 미인가 리스크 존재</li> <li>현물출자 시 자산, 부채 및 계약에 대한 개별적 이전 조치 필요</li> <li>별도 법인설립에 따른 비용(취득세 등) 발생</li> <li>(영업의 전부 또는 중요한 일부인 경우) 반대주주의 주식매수청구권</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>분할 후 주식매각을 전제로 하는 경우 분할 전 채무에 대하여 연대책임 단절이 필요하며, 이에 따른 채권자보호절차 수행</li> <li>별도 법인설립에 따른 비용(취득세 등) 발생</li> <li>반대주주의 주식매수 청구권 (물적분할시 주권상장법인의 경우)</li> </ul>

최근 대형 PE를 중심으로 대상 사업에 대한 우발채무 등 잠재 리스크를 단절할 수 있는 사업양수도·자산양수도 방식이 선호되고 있다. 다만, 매도인 입장에서는 사업양수도·자산양수도 방식의 경우 매각 이후에도 대상 사업과 관련된 잠재 리스크를 여전히 부담해야 하는 이슈가 존재하기 때문에 이러한 리스크를 상쇄할 수 있는 조건에 대한 합의가 필요하다. 이에 따라 최근에는 주식양수도 대비 사업양수도·자산양수도 방식의 경우 높은 Multiple이 적용되는 경우가 많다. 매수인 입장에서는 리스크를 단절하여 독립기업운영에 대한 이슈를 해소할 수 있으며, 매도인 입장에서는 주식양수도 거래에 비해 높은 매매대금을 받을 수 있어 거래당사자 모두 만족할 수 있기 때문에 사업양수도·자산양수도 방식 거래가 증가되는 추세이다.

## B. 주요 Carve-out 요소

### ● 재무제표 측면

먼저, 재무상태표 및 손익계산서에 따라 고려되어야 할 요소가 상이하다. 재무상태표 측면에서는 이전 대상 사업에 전속되는 자산의 완전성 확인이 핵심이다. 전속되는 자산은 독립적으로 영업을 수행하기 위해 반드시 필요한 자산을 의미하며, 생산과 관련된 설비, 기술과 관련된 지적재산권 등을 예로 들 수 있다. 이와 더불어 타 사업부문과 공통으로 사용하는 자산 중 독립사업 운영을 위해 이전이 필요한 항목에 대한 고려도 중요하다. 예를 들어 Carve-out 대상 사업과 기존 사업이 공통으로 사용하는 건물의 경우 이를 분리할 수 있는지, 분리 가능하다면 이전 대상 자산에 포함할 것인지, 아니면 독립기업 운영을 위해 대체적인 방안이 있는지에 대한 검토가 필요하다. 분리하여 이전이 불가능한 경우는 무상 TSA(Transition Services Agreement)계약 등으로 협의하는 경우도 있다.

손익계산서 측면에서는 직접비용과 공통비용, 독립기업운영 비용 세가지 요소에 대한 고려가 필요하다. 직접비용은 Carve-out 대상 사업에서 직접 발생하는 비용으로, 제품의 제조원가 및 직접 판관비가 대표적이다. 공통비용은 Carve-out 대상 사업과 기존 사업에서 공통으로 사용하는 자산 또는 조직으로부터 발생하는 비용으로 대표적으로 Shared-Service 관련 비용 등이 있다. Shared-Service란 재무, IT, HR 등 관리목적에서 Carve-out 대상과 기존사업이 공통으로 받고 있던 서비스를 의미한다. 이러한 공통비용은 Carve-out 손익계산서 작성 시 제거하되, 독립기업운영에 필수적인 관리기능에 대해서는 소요 비용을 추산하여 독립기업 운영비용으로 손익계산서에 포함하는 과정이 필요하다.



## ● 인력

직접 귀속 인력 및 SG(Service Group)인력의 적정성을 파악하여 독립기업으로서 필요한 인력수준을 사전에 파악하는 것이 필요하다. 직접 귀속 인력이란 Carve-out 사업에 직접적으로 귀속되는 인력을 의미하며, 대표적으로 제조, R&D 등의 기능을 수행한다. SG인력은 직접 SG와 공통 SG로 구분할 수 있으며, 직접 SG는 공장관리 등 사업 연관성이 뚜렷한 SG인력으로 관련 인건비는 직접비용으로 집계된다. 공통 SG는 앞서 설명한 공통비용으로 집계되는 인력을 의미하며, 이러한 인원은 Carve-out 시 우선 제외하고 추후 독립기업 운영비용 관련 협상 시 이전 여부를 결정하는 것이 일반적이다. 만약 기존 인력의 이전이 어려운 경우 신규 인력채용 관련 비용을 가격조정요소로 반영한다.

## ● 기타

독립기업 운영을 전제한다면, 재무제표상의 자산 및 인력 이외에도 사업수행을 위한 지적재산권, 영업담보, 계약, 인허가 등 기존 사업과 연계되는 항목의 이전이 필요하며, 이러한 항목들은 이전가능 여부에 대한 법적 검토가 필수적으로 수반되어야 한다. 예를 들어 기존에 취득한 인허가가 승계되지 않고 매수인 입장에서 신규 인허가 취득이 필요한 경우에는 종결일 기준 신규 인허가 취득이 가능하도록 매도인이 모든 행정절차를 수행하는 것이 일반적이다.

## 이해관계자 사전소통 및 보안유지

Carve-out Deal에 있어서 검토 단계부터 거래 종결까지 대내외적으로 보안유지가 필수적이다. 그러나 내부 구성원, 외부투자자 등 수많은 이해관계자로 인해 보안유지가 어려운 것이 현실이다. 이에 일반적으로 검토 단계에서는 최소 인원을 대상으로 사전 소통을 진행하고 보안서약서를 징구하는 절차를 진행한다.

## 2 진행단계

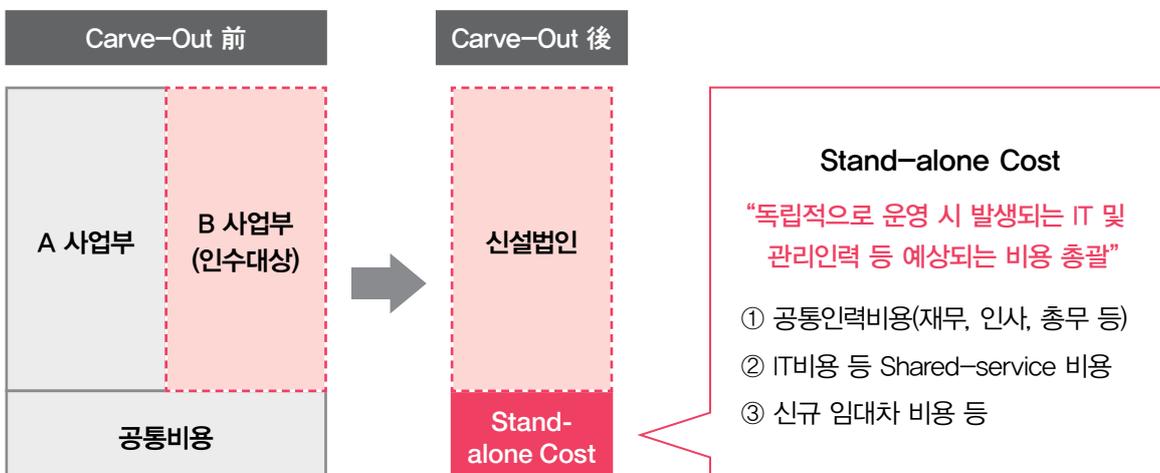
### Binding MOU

대기업 Carve-out Deal은 보안유지 및 Deal certainty를 확보하는 것이 무엇보다 중요하다. Deal certainty를 확보할 수 있는 방안으로 최근에는 본 실사 전 Binding MOU를 체결 사례가 증가하고 있다. Binding MOU를 체결하면 당사자들끼리 본 실사 전 상호 합의를 통해 신뢰를 구축하고, 본 계약 시 협의가 필요한 부분에 대하여 상당 부분 선제적으로 합의할 수 있어 효과적이다. 일반적으로 MOU에서 합의하는 항목은 매매대금, 가격조정 방식, 위약벌, 정산 방식, 손해배상한도, 실사 방식 등이 있다. 매매대금 등 주요 Commercial 항목을 미리 합의하면, 당사자간에 현금 유입·유출 수준을 가늠할 수 있으며, 실사 프로토콜 등도 미리 합의하면, 본 실사 진행 시 효율적인 진행이 가능하다. 위약벌 규정은 배타적 협상기간 내에 당사자간 귀책사유가 발생하면, 서로 배상하는 구조로 진행되며, 이를 통해 상호 Deal certainty를 확보할 수 있다.

### 본 실사 및 계약체결

#### A. 독립기업운영비용

Carve-out 대상의 직접 비용을 제외하고 독립적으로 운영할 때 발생가능한 비용이며 일반적으로 전속되는 비용 외, 추가적으로 필요한 IT 및 관리인력 관련 인건비 등이 포함된다. Carve-out Deal 진행 시 일반적인 방식은 매도인이 Carve-out 대상 손익계산서와 자체 추산한 독립기업 운영비용 항목 및 금액을 먼저 제시한 후 매수인이 본 실사를 통해 그 적정성을 검토하고 가격조정 협상을 진행한다. 일반적으로 기존 배부 공통비와 유사한 수준으로 합의한다.



## B. TSA계약

TSA계약은 Carve-out 대상에 속하지 않는 항목 중, 독립기업 운영을 위해 반드시 필요한 자산이나 법률상, 제3자와 계약상 등의 사유로 이전할 수 없는 자산에 대해 매수인이 종결 후 사용할 수 있도록 합의하는 서비스 계약이다. Deal 진행 시 TSA계약은 서비스별로 본건 영업을 독자적으로 영위하기 위해 필요한 기간동안 서비스를 제공하는 것으로 당사자들이 별도 합의한다.

사업양수도 구조 하에서는 사업을 양수하기 위하여 매수인이 법인을 설립하는 경우 신설법인은 Cash & Debt Free 상태에서 사업을 운영하기 때문에 거래종결일에 사업 운영자금에 대한 대여계약을 하는 경우가 있다. 이외에도 계열회사로부터 제공받던 공통 서비스 등에 대해 독립기업 운영 시 필요한 항목에 대해 상호 합의하여 종결 후 일정기간 사용할 수 있도록 계약을 진행한다.

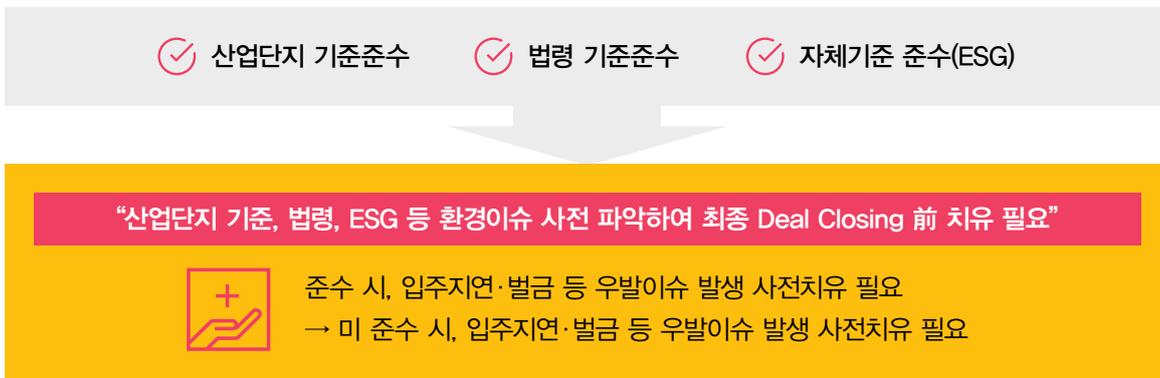
### TSA계약 예시



## C. SHE 치유

Carve-out Deal 이후, 규제 관리기관(환경부, 산업단지 등)으로부터 SHE 관련 이슈가 발생하는 경우가 종종 있다. 이러한 이슈는 인수 후 영업정지 등 사업수행에 있어 본질적인 영향을 줄 수 있기 때문에 최근 매수인들은 SHE 이슈를 사전에 파악하고 종결 전 치유를 전제로 거래를 진행하곤 한다. 이를 위해 SHE 실사를 통해 향후 발생가능한 이슈들에 대해 빠짐없이 파악하는 것이 중요하며, 이미 확인된 이슈에 대해서는 거래 종결 전 치유가능 항목은 계약 상 선행조건으로, 향후 발생이 예상되는 이슈에 대해서는 종결 후 확약 또는 특별면책을 통해 합의하는 것이 일반적이다.

### 환경기준 준수검토



## D. 기존 거래관계 유지

기존 대기업 산하에서 유지되던 거래상대방과의 계약은 COC(Change of Control) 이후 불리한 조건으로 변경될 리스크가 존재한다. 이 부분에 대해 매수인측은 물량보전 등과 같은 안전장치를 본 계약에서 확약 사항으로 반영하길 원하나, 매도인은 법률상 이슈 등 여러가지 사유로 인해 본계약에 해당 문구를 수용하는 것이 현실적으로 어렵다. 그렇기 때문에 합리적 수준에서의 협조 등 법률상 문구를 반영해 최종 합의점을 도출하는 것이 일반적이다.





## E. 가격조정

Binding MOU에서 합의한 가격조정 항목에 대해서는 본 실사를 통해 확인한 사항을 바탕으로 조정하는 절차가 수반된다. 가격조정은 재무적요소와 기타요소로 구분되며 대상, 방식, 한도 등을 사전에 합의하는 것이 일반적이다. 가격조정 방식 및 한도는 일반적으로 손해배상 방식 및 한도와 유사하게 설정하는 것이 일반적이며, 개별 조정항목별로 일정 금액 이상의 금액을 합산하여 합의된 방식에 따라 한도까지 조정하게 된다.

### ● 재무적요소

일반적으로 매도인이 제시한 자료와 본 실사 시 확인한 자료의 차이로 인해 발생하며 대표적으로 자산의 불용·부재로 인한 순자산 조정, 추가 직접비용발생 등으로 인한 EBITDA 조정 등이 있다.

### ● 기타요소

독립기업 운영비용, 매도인이 이전하고자 제시한 Carve-out 자산 중 이전 불가 항목, TSA계약이 불가능한 항목 등이 있다.

- 독립기업운영비용: 매도인 제시 금액 대비 추가로 필요한 요소
- 이전 불가항목: 전속자산으로 매도인이 제시하였으나, 법률 또는 실무적으로 이전이 불가능한 항목
- TSA계약 불가능 항목: TSA계약이 필요한 항목으로 합의하였으나, 실무적으로 서비스가 불가능한 항목 (본사 IT 클라우드 시스템 사용 등)

## 종결

본계약을 체결하고 대상 사업이 실질적으로 매수인 회사로 편입되는 시점은 거래대금이 입금되는 종결일이며, 본계약 체결이후 종결까지는 선행조건, 종결전 확약 등으로 상호 필요한 사항을 체크하고 종결 후 일정기간 내에 정산을 진행하는 것이 일반적이다. 매수인이 본 실사 시 확인한 기준일 시점의 재무 자료는 실제 종결시점의 자료와 기간변동으로 인해 금액 및 항목상에 차이가 발생한다. 이 부분에 대해서는 정산 방식을 통해 해결하며, 일반적으로 순자산, 순운전자본 등의 변동 내역을 기준으로 정산한다. 또한 앞서 언급한 노조 등의 이슈로 인해 승계되는 구성원들에게 위로금 지급이 필요한 경우도 있다.

### A. 위로금

Carve-out Deal 과정에서 소속 변경으로 인한 고용보장 및 복지혜택 등에 대한 임직원들의 불안감이 발생할 수 있으며 계약체결 전 정보 유출로 인해 노동조합이 결성되는 경우도 있다. 일반적으로 조합 결성 시 단체협약 등에 대해서는 매도인이 선제적으로 협상을 진행하게 되며, 합의된 협약조건에 대해 추후 매수인과 협의하여 위로금을 지급한다. 위로금은 일반적으로 매도인 부담이나, 임직원들의 소속감 고취 차원에서 지급주체는 매수인이 지급하는 방식으로 진행한다.



### B. 정산

Carve-out Deal은 통상적으로 6개월~1년 정도 소요되며, 기준일과 종결일의 기간차이로 인해 자산·부채의 금액과 항목상 변동이 발생하게 된다. 정산대상 항목과 방식에 대해서는 Binding MOU 체결시에 이를 합의하고 본 실사를 진행하는 것이 일반적이다. 정산 합의를 위해 종결 후 일정기간 동안 정산실사를 진행하게 되는데 효율적인 프로세스 진행을 위해 종결일 재무제표는 매도인이 작성하여 제시하고 매수인은 종결재무제표 검증을 통해 정산요청서를 작성한 후 상호 합의하는 과정으로 진행한다.

### III 사례분석

최근 SK그룹의 주요 Carve-out Deal 사례를 통해 핵심 고려사항의 실제사례를 살펴보도록 하겠다.

계약체결	종결	Target	Seller	Buyer	Biz	Deal Value (억 원)	Deal 구조
2023년 10월	2024년 2월	SK엔펄스 Ceramic Parts	SK 엔펄스	한앤컴퍼니	반도체	3,600	사업양수도
2023년 10월	2024년 2월	SK피유코어	SKC	글렌우드 PE	화학	4,024	현물출자 후 주식매각
2022년 6월	2022년 11월	SKC 필름사업부	SKC	한앤컴퍼니	필름	15,950	물적분할 후 주식매각

#### SK엔펄스 Ceramic Parts

**시기** 23년 5월 31일 Binding MOU체결 → 23년 10월 31일 본계약체결 → 24년 2월 종결

**경쟁구도** Private Deal 방식 (한앤컴퍼니)

**가격 및 Deal 방안** 3,600억 원 (사업양수도)

#### Deal 배경 및 주요사항

본건 진행은 매수인의 반도체 분야 진출에 대한 니즈 및 매도인 입장에서의 전략방향 변화(반도체 후 공정 부품 집중)를 기반으로 진행되었다. 국내 반도체 사업 특성상 소재 분야는 Deal Feasibility가 낮고, 부품 분야는 매수인이 희망하는 딜 규모 측면에서 Deal target이 흔치 않은 상황이었다. 이러한 상황에서 SK엔펄스의 Ceramic Parts 사업은 성장 가능성이 있는 대기업 Carve-out Deal로서 매수인 입장에서는 매력적인 투자 기회였다.

본건은 국내 반도체 경기가 악화되는 상황속에서 진행되었기 때문에 매수인 입장에서는 매도인이 제시한 사업계획의 실현 가능성 검증이 핵심 검토 사항이었던 바, 영업 측면에서의 구체적인 성장 계획과 비용측면에서의 효율성 제고방안 등에 대해 상호 신뢰를 바탕으로 consensus를 이루어서 Deal이 성공적으로 마무리될 수 있었다.

## SK피유코어

<b>시기</b>	23년 6월 Binding MOU 체결 → 23년 10월 본계약 체결 → 24년 2월 종결
<b>경쟁구도</b>	Private Deal 방식 (글랜우드PE)
<b>가격 및 Deal 방안</b>	4,024억 원 (지분매각)

### Deal 배경 및 주요사항

SK피유코어는 2015년 SKC의 PU사업부문을 현물출자하여 일본 Mitsui Chemical과 JV로 설립한 회사이다. 2022년 JV Partnership 종료 결정에 따라 SKC의 100% 자회사가 되었으며, SKC의 친환경 소재 중심의 Business Transformation 계획에 따라 매각이 결정되었다. SK피유코어가 울산 SK그룹 화학 Complex에 위치함에 따라 SK그룹 다른 관계사와의 TSA 계약, SK피유코어에 원재료를 공급하는 SK피아이씨글로벌과의 안정적인 공급계약 유지 등이 거래 마무리 과정에서 중요한 협의 포인트가 되었다.

## SKC필름사업부

<b>시기</b>	22년 3월 Binding MOU 체결 → 22년 6월 8일 본계약 체결 → 22년 11월 종결
<b>경쟁구도</b>	Private Deal 방식 (한앤컴퍼니)
<b>가격 및 Deal 방안</b>	15,950억 원 (분할 후 지분매각)

### Deal 배경 및 주요사항

한때 SKC의 주력사업이었던 필름은 지속적으로 경쟁력 강화를 위해 노력(인력효율화, 고부가 제품 사업화)하였으나, 글로벌 경쟁심화(중국·인도 등 다수 후발업체들의 시장참여)로 인한 수익성 저하 등의 어려움에 직면하고 있었다. 이에 SKC는 필름사업이 회사의 장기적인 성장 동력으로서 미흡하다는 판단 하에 매각을 결정하게 되었으며, 장기 성장투자를 선호하며 SK그룹과 기존에 거래 경험이 있는 사모펀드와 Private Deal 형태로 M&A를 추진하게 되었다.

## Carve-out Deal의 매력과 복잡성

앞서 언급한 것처럼, Carve-out Deal은 투자자와 매도자 모두에게 매력적인 요소를 가진 거래 방식이다. 다만 기존 독립법인으로 운영되던 회사에 대한 주식매매계약(Share Purchase Agreement, SPA)과 같은 전통적인 M&A방식과 비교할 때, Carve-out Deal은 거래 단계에서 특별히 고려해야 할 요소들이 많다. 특히 Carve-out Deal은 대규모 사업부의 분리 및 매각 과정에서 재무적, 법적, 운영적 측면에서의 복잡성을 동반하기 때문에, Deal을 성공적으로 종결 짓기 위해서는 사전에 세심한 준비와 협의가 필수적이다.

구체적으로 매도인의 경우 사업부문의 분리매각 추진에 대한 정보가 대상 사업에 속하는 구성원에게 공개된 후 만약 Deal이 종결되지 못하고 중단되는 경우, 소속 구성원들의 강한 반발과 불안감이 발생할 수 있기 때문에 Deal certainty 확보와 보안유지 측면에서 신중을 기할 수밖에 없다. 이는 다시 말하면 Carve-out Deal이 성공적으로 진행되기 위해서는 Deal 종결 가능성에 대해 사전적으로 확신 수준이 높아야 하며, 그렇기 때문에 실제 Deal은 공개매각보다는 제한된 Private Deal 형태로 진행되는 경우가 일반적이다.

이에 따라 최근 마무리되거나 진행중인 Carve-out Deal의 경우 과거에 성공적으로 Deal을 마무리한 경험이 있는 재무적 투자자(FI)들과 주로 논의하게 되며, Deal 장애요소를 극복하고 거래가 원활하게 마무리될 수 있도록 지원하는 외부 전문가에 대한 수요도 높아지고 있다.



## 성공적인 Deal을 위해 필요한 Deal 전문가

최근 한국 자본시장이 지속적으로 성장하고 고도화되면서 대형 재무적 투자자(FI)들의 산업에 대한 전문성 또한 높아지고 있고, 대기업 입장에서도 M&A 경험이 늘어나면서 매수인의 복잡한 요구조건에 효과적으로 대응하면서 매도인의 이익을 보호하고 Deal을 원활하게 진행할 수 있는 전문적인 자문사와 협력하는 사례가 많다.

경험 많은 자문사는 Deal certainty를 제고할 수 있도록 전반적인 거래구조와 전략 수립, 잠재적 이슈 식별 및 대응방안을 마련하고, 전체 Deal 프로세스 운영과 함께 PMI 과정에서 발생할 수 있는 리스크를 최소화함으로써 거래 당사자들 간 조화롭게 협력할 수 있도록 돕는 역할을 한다.

앞서 설명된 실제 사례에서도 대기업 측을 대리한 자문사는 적절한 매수인을 탐색 및 확보하는 것뿐만 아니라, 양측의 핵심 고려사항에 대해 우선적으로 파악하고 모두 수용할 수 있는 솔루션을 제공하는 중요한 역할을 수행했다. 또한 자문사는 본 실사 대응과와 거래 종결까지의 딜의 전반 과정을 lead하고, Deal이 성공적으로 종결될 수 있도록 조력자 역할을 충실히 수행하였다.

## Carve-out Deal은 새로운 기회와 성장을 위한 선택

올해 Carve-out Deal은 매도자인 기업과 투자자에게 새로운 성장의 기회를 제공할 수 있는 중요한 전략적 옵션으로 부상했다. 매도인은 독립 경영이 가능한 비주력 사업부의 매각을 통해 시장에서 더욱 큰 가치를 창출하게 되었으며, 이를 통해 확보한 리소스를 바탕으로 기업은 핵심 역량에 집중할 수 있게 되었다. 또한, 투자자는 안정적이고 검증된 비즈니스를 확보함으로써 보다 안정적인 수익을 기대할 수 있다. 주요 대기업의 사업 포트폴리오 재편이 한동안 지속될 것으로 전망되는 가운데, 많은 투자자들이 성장 잠재력을 가진 인수대상을 찾기 위해 바쁘게 움직이고 있다.

Carve-out Deal에 참여하는 모든 이해 관계자들은 현재의 안정 속에서도 미래의 리스크를 철저히 대비해야 하며, 이러한 과정을 통해 상호 성공적인 거래를 이끌어낼 수 있을 것이다. 특히 Carve-out Deal은 진행과정에서 적재적소에 필요한 리소스를 효과적으로 활용하는 것이 매우 중요한 바 이를 지혜롭게 활용하는 시장 참여자들은 자신들의 포트폴리오를 한 단계 성장시킬 수 있는 promising한 기회를 맞이하게 될 것이다.

# Contacts

---

**박기남** Partner

Group Service 담당

02-3781-1762

[kee-nam.park@pwc.com](mailto:kee-nam.park@pwc.com)

[www.samil.com](http://www.samil.com)

삼일회계법인의 간행물은 일반적인 정보제공 및 지식전달을 위하여 제작된 것으로, 구체적인 회계이슈나 세무이슈 등에 대한 삼일회계법인의 의견이 아님을 유념하여 주시기 바랍니다. 본 간행물의 정보를 이용하여 문제가 발생하는 경우 삼일회계법인은 어떠한 법적 책임도 지지 아니하며, 본 간행물의 정보와 관련하여 의사결정이 필요한 경우에는, 반드시 삼일회계법인 전문가의 자문 또는 조연을 받으시기 바랍니다.

S/N: 2410F-RP-060

© 2024 Samil PwC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.