

<별첨>

## 투자대상이 비상장주식인 경우의 공정 가치 평가 가이드라인

이 가이드라인은 한국채택국제회계기준 제1109호 '금융상품' 및 제1113호 '공정가치 측정'의 실무 적용에 도움을 제공하기 위한 목적으로 작성되었습니다. 이 가이드라인은 회계기준과 동등한 권위를 가지지 않으며, 기준서의 일부를 구성하거나 해석 지침을 제공하는 것은 아닙니다. 따라서 이 가이드라인에서 제시된 평가 방법은 관련 기준서를 적용하는 여러 방법 중 하나를 제시한 것이므로, 한국채택국제회계기준에 따라 재무제표를 작성해야 하는 기업이 반드시 이 가이드라인에서 제시된 방법만을 적용해야 하는 것은 아니며, 서로 다른 사실과 상황을 추가로 고려하여야 할 수 있습니다.

# 목 차

	<u>문단번호</u>
<b>목적</b>	1~3
지침서의 목적	1
전통적인 접근법 적용의 한계	2~3
<b>가상거래(Hypothetical Transaction)</b>	4~8
관측할 수 있는 정상거래	4
시장참여자 가정과 가상거래	5~6
가상거래의 도출	7~8
<b>보정(Calibration)</b>	9~20
보정	9
보정의 목적	10
거래가격과 공정가치의 비교	11
최초 인식시점의 보정	12~13
후속 측정일의 보정	14~20
<b>공정가치 평가기법</b>	21~40
초기기업 등에 대한 가치평가기법	21~22
기대현재가치기법	23~28
시나리오 접근법(Scenario Approach)	29~33
마일스톤 접근법(Milestone Approach)	34~39
복수의 평가방법을 통한 상호검증	40
<b>공정가치 측정 사례</b>	41~50
최초 인식시점의 공정가치 측정 사례	41~43
후속 측정일의 공정가치 측정 사례	44~50
<b>백테스팅(Backtesting)</b>	51~52
백테스팅	51
백테스팅의 목적	52
<b>사례연구(Case Study)</b>	
사례 A : 초기 바이오 기업에 대한 투자	A1~A41
사례 B : 초기 플랫폼 비즈니스 기업에 대한 투자	B1~B39

## 목적

---

### 지침서의 목적

- 1 이 지침서는 일반목적 재무보고를 위한 비상장주식 공정가치 측정 방법에 대한 지침을 제공하는 것을 목적으로 한다. 이 지침서에서는 “초기기업 등”이라는 용어를 창업 초기, 신생 업종 등 일반적으로 공정가치 평가를 위한 최근의 정보를 얻기 어려운 기업을 나타내기 위해 사용하였다. 이 지침서는 비상장주식의 공정가치 측정 방법을 모두 다룬 것이 아니므로, 이 지침서의 방법 외에 그 밖의 합리적인 공정가치 측정 방법을 사용할 수 있다.

### 전통적인 접근법 적용의 한계

- 2 투자대상 기업이 사업의 초기 단계에 있거나 신생기업인 경우에는 공정가치 측정에 필요한 매출, 이익 그리고 현금흐름 등의 대표적인 재무지표가 없고 있더라도 미미하다. 따라서 시장접근법이나 현금흐름할인 방법과 같이 투자대상 기업의 재무정보를 기초로 하는 전통적인 공정가치 측정 방법은 필요한 기초자료의 입수 자체가 거의 불가능하고 입수한 자료도 신뢰하기 어려운 초기기업 등에 대한 공정가치 측정 방법으로 적절하지 않을 수 있다.
- 3 특히, 초기기업 등은 기업의 특성상 미래 현금흐름의 발생 시점과 그 금액 그리고 해당 투자의 요구수익률(할인율)에 대한 추정의 불확실성이 매우 큰 경우가 많아 초기기업 등의 공정가치 측정 방법으로 현금흐름할인 방법과 같은 전통적인 측정 방법을 사용하기에는 한계가 있다.

## 가상거래(Hypothetical Transaction)

---

### 관측할 수 있는 정상거래

- 4 초기기업 등의 관측할 수 있는 거래에는 최초 시점의 투자거래와 그 이후의 추가 자금조달 거래가 있으며 공정가치 측정은 대상 기업의 이러한 관측할 수 있는 정상적인 자금조달 거래를 근거로 이루어질 수 있다. 특히, 새로운 투자자를 포함하는 정상적인 자금조달 거래는 일반적으로 공정가치 측정에 사용된 투입변수에 대한 시장참여자의 가정을 뒷받침하는 신뢰성 있는 증거로 볼 수 있다.

### 시장참여자 가정과 가상거래

- 5 공정가치는 시장에 근거한 측정치이므로 시장참여자가 자산이나 부채의 가격을 결정할 때 사용하는 가정(위험에 대한 가정 포함)을 고려하여 측정해야 한다. 이때 시장참여자는 '구할 수 있는 모든 정보를 사용하여 이해하고 합리적으로 판단(Informed Judgment)'한다고 전제한다.
- 6 측정일에 자산의 매도나 부채의 이전에 대한 가격 결정 정보를 제공할 수 있는 관측할 수 있는 시장이 없는 경우, 해당 투자에 대한 시장참여자의 관점을 고려하여 측정일에 이루어질 것으로 가정한 가상거래를 근거로 공정가치를 측정한다.

### 가상거래의 도출

- 7 투자자가 초기기업 등이 발행한 주식에 투자한다고 가정하자. 보통 초기기업 등의 주식에 투자한 투자자는 기업공개(IPO) 등을 통해 투자가 회수될 때까지 해당 주식을 보유하는 것이 일반적이다. 따라서 투자 후 보고기간말에 해당 주식의 거래가격을 관측할 수

있는 매매거래를 찾기는 쉽지 않다. 또한 잠재적인 시장참여자가 누구인지 알기 어려우며 이러한 시장참여자가 공정가치 측정 시 활용할 정보를 구하기는 더욱더 어려울 것이다.

- 8      최초 거래일의 해당 주식에 투자한 시장참여자를 후속 측정일의 가상거래의 시장참여자로 가정해 볼 수 있다. 그들은 최초 거래일부터 후속 측정일까지의 피투자자의 사업 현황이나 피투자자가 속한 시장, 경제 환경에서 발생한 변화 등을 반영한 새로운 가격으로 해당 주식을 거래하고자 할 것이다. 이 가격은 후속 측정일의 공정가치를 측정하는 데 활용될 수 있다. 물론, 직전 측정일 이후 발생한 변화로 인하여 해당 주식에 추가로 새로운 관심을 가질 다른 시장참여자가 있을 가능성과 그들이 내릴 판단도 같이 고려하여야 한다.

## 보정(Calibration)

---

### 보정

- 9      가치평가기법을 사용하여 공정가치를 측정하더라도 가치평가기법은 현행 시장조건을 반영해야 한다. 따라서 투자자는 현행 시장조건을 반영하기 위하여 가치평가기법을 보정한다. 보정은 후속 기간에 관측할 수 없는 투입변수를 사용하여 가치평가기법으로 공정가치를 측정하는 경우 필요한 개념이다. 즉, 최초 거래 시점에 거래가격과 공정가치가 같은 경우 거래가격과 가치평가기법에 따른 결과값이 일치하도록 만드는 투입변수를 산출하는 것을 보정이라 한다. 이를 통하여 최초 인식시점에 시장참여자가 자산이나 부채의 가격을 결정하기 위하여 사용한 가정(이하 “시장참여자의 가정”이라고 한다)이 무엇인지를 알 수 있다.

## 보정의 목적

- 10 거래가격과 가치평가기법에 따른 결과값이 일치하도록 가치평가기법을 보정함으로써 해당 가치평가기법이 거래 당시의 시장 상황을 반영한다는 것을 확인할 수 있다. 또한 이후 측정일에 그 시점의 시장 상황을 반영하기 위하여 해당 가치평가기법의 관측할 수 없는 투입변수에 대한 조정이 필요한지 여부를 판단할 수 있다.

## 거래가격과 공정가치의 비교

- 11 거래가격은 가치평가기법을 보정할 때 사용하는 지표가 된다. 그러나 거래가 발생한 경우에는 그 거래가격이 공정가치를 나타내는 지 반드시 검토하여야 한다.

## 최초 인식시점의 보정

- 12 최초 인식시점의 거래가격이 공정가치인 경우<sup>1)</sup>, 보정을 통해 후속 기간의 공정가치 측정 시 가치평가기법에 사용되는 관측할 수 없는 투입변수를 얻을 수 있다.
- 13 최초 인식시점의 거래가격이 공정가치를 나타낸다면, 거래가격과 공정가치가 일치하도록 가치평가기법과 제반 가정들에 대하여 보정을 해야 하지만, 비록 해당 거래가 정상적이지 않아서 거래가격과 공정가치가 다르더라도 보정을 통해 그런 차이가 발생하는 이유를 파악하고 이해해야 한다.

## 후속 측정일의 보정

---

1) 기업회계기준서 제1113호 '공정가치 측정' 문단 58-59 참조

- 14 최초 인식시점의 거래가격이 공정가치라면 해당 거래가격은 후속 측정일에 관측할 수 있는 거래가격이 없는 비상장주식의 공정가치를 측정하기 위한 합리적인 출발점이 될 수 있다.
- 15 새로운 공정가치 평가기법으로의 변경이 해당 상황에서 공정가치를 더 잘 나타내는 측정이 되는 경우가 아니라면, 최초 인식시점에 사용한 가치평가기법과 투입변수는 그 이후 측정일에도 일관되게 적용하여야 한다.
- 16 후속 측정일에 가치평가기법에 사용되는 보정된 투입변수는 직전 측정일과 해당 측정일 사이의 평가대상 기업의 변화나 그 기업이 속한 시장 상황, 경제 환경 등의 변화를 반영하도록 조정되어야 한다.
- 17 최초 인식시점 이후 관측할 수 없는 투입변수를 적용하여 공정가치를 측정하는 경우, 후속 측정일에 해당 가치평가기법에 사용할 수 있는 관측할 수 있는 시장자료(예: 비슷한 자산이나 부채의 가격)가 발견된다면 이를 반영해야 한다.

**후속 측정일에 최근 정상 거래가격을 관측할 수 있는 경우**

- 18 초기기업 등에 새로운 투자자가 포함된 정상거래<sup>2)</sup>가 최근에 발생한 경우, 새로운 투자자는 자산의 매도로 창출할 것으로 예상하는 효익을 넘어서는 초과지출(Overpay)은 하지 않을 것이다. 따라서 이러한 정상 거래가격이 있는 경우, 그 거래가격은 공정가치 추정을 위한 좋은 출발점이 될 수 있으며 가치평가기법에 적용된 투입변수를 재보정하는 데 필요한 근거를 제공할 수 있다.

---

2) 강제된 거래나 손해를 감수하는 급박한 매도가 아닌 거래를 말한다.

- 19      최근에 발생한 정상 거래가격이 공정가치의 추정치로서 적합할 수 있는 기간이 어느 정도인지는, 개별 투자의 구체적인 상황을 고려하여 종합적으로 판단할 필요가 있다. 피투자자 및 외부환경에 변화가 없는 안정적인 시장 상황과 경제 환경 하에서는 급변하는 시장 상황보다 공정가치 측정에 목적적합한 최근 정상 거래가격이 이용될 수 있는 기간은 더 길어질 것이다.

#### **후속 측정일에 최근 정상 거래가격을 관측할 수 없는 경우**

- 20      직전 측정일(최초 인식시점을 포함한다) 이후 후속 측정일 사이에 추가 자금조달 거래가 없는 초기기업 등의 경우, 직전 측정일에 사용된 보정된 가치평가기법에 직전 측정일 이후 발생한 관측할 수 있는 현재의 시장 상황 등의 유의적인 변동을 반영하도록 재보정하는 것이 최선일 수 있다.

## **공정가치 평가기법**

---

### **초기기업 등에 대한 가치평가기법**

- 21      초기기업 등에 대한 투자는, 대부분 일정한 기간이 경과할 때까지 이익이나 순현금유입이 발생하지 않고 미래 현금흐름의 발생시점과 그 금액에 대한 추정의 불확실성이 크다. 따라서 전통적인 접근법이 아닌 시나리오 분석이나 마일스톤(Milestone)을 활용한 가치평가기법을 사용하여 공정가치를 측정하는 것이 합리적일 수 있다.

- 22      그러나 일반적으로 이러한 초기기업 등의 미래 현금흐름을 신뢰성 있게 예측하는 것은 어렵다. 따라서 현행 시장자료와 기업공개, 인수합병, 청산 등과 같은 투자금을 회수할 수 있는 잠재적인 사건에



대한 시장참여자의 가정을 근거로 공정가치를 측정하는 가치평가 기법을 고려해볼 수 있다. 종종 정량적 지표보다는 정성적인 지표 (Qualitative Milestone)가 공정가치 변동에 대한 보다 직관적이고 설명력 있는 근거를 보여 준다.

### 기대현재가치기법<sup>3)</sup>

23 시나리오 분석이나 마일스톤을 활용하여 공정가치를 측정하는 대표적인 방법으로 이익접근법 중 하나인 기대현재가치기법이 있다. 이 방법은 측정하는 비상장주식의 특유한 사실이나 상황(예: 비교할 수 있는 비상장주식의 가격을 시장에서 관측할 수 있는지)과 충분한 자료의 사용 가능성에 따라 적용 범위가 결정된다. 기대현재가치기법은 미래에 창출할 수 있는 가치를 확률적으로 예측하여 공정가치를 측정할 때 사용한다.

24 모든 가능한 미래 현금흐름에 각각의 확률 가중치를 곱하여 기대 현금흐름을 구하고 이 기대현금흐름을 기대수익률로 할인하여 공정가치를 측정한다. 이렇게 계산한 공정가치는 미래 현금흐름에 대한 현재의 시장참여자의 기대를 반영한다.

### 기대현금흐름의 추정

25 복잡한 모형과 기법을 사용하여 발생할 수 있는 모든 현금흐름의 분포를 항상 고려할 필요는 없다. 오히려 가능한 현금흐름을 포착하는 제한된 수의 시나리오와 그 확률을 개발하여 기대현금흐름을 추정하는 것이 더 효과적일 수 있다. 모든 가능한 현금흐름을 확률로 가중평균하므로, 도출한 기대현금흐름은 특정 사건의 발생을 조건으로 하지 않는다. 현금흐름 산정방식은 일반적인 현금흐름할인 방법의 잉여현금흐름(Free Cash Flow)<sup>4)</sup>의 추정 방식과 동

3) 기업회계기준서 제1113호 '공정가치 측정' 문단 B23-B30 참조

4) 잉여현금흐름은 다음의 두 가지로 구분된다.

일하게 적용할 수도 있다. 기대현재가치기법이 현금흐름할인 방법과 다른 점은 현금흐름의 발생 확률을 고려한다는 것이다.

### 할인율의 추정

- 26 위험 프리미엄을 무위험이자율에 가산함으로써 체계적(시장) 위험을 반영한다. 따라서 기대현금흐름은 확률가중 현금흐름과 연관된 기대수익률로 할인한다.

### 기대현재가치기법의 예시

- 27 가능한 현금흐름과 확률에 기초하여 산정된 1년 후 기대현금흐름이 780원인 비상장주식을 가정한다. 1년 내 현금흐름에 적용할 수 있는 무위험이자율은 5%이며, 같은 위험 특성을 가진 자산에 대한 체계적 위험 프리미엄은 3%이다.

구 분	가능한 현금흐름	확 률	확률가중 현금흐름
낙관 시나리오	900원	25%	225원
중립 시나리오	800원	60%	480원
비관 시나리오	500원	15%	75원
	기대현금흐름		780원

- 28 기대현금흐름을 기대수익률 8%(무위험이자율 5%에 체계적 위험 프리미엄 3% 가산)로 할인한 결과 비상장주식의 현재가치(공정가치)는 722원(780원/1.08)으로 계산된다.

• 기업에 대한 잉여현금흐름[free cash flow to firm (FCFF)]: 피투자자에 의해 창출되는 현금흐름으로서 모든 자본 제공자에게 이용 가능한 것. 즉 자산에서 발생하는 현금흐름에서 미래 성장을 위해 필요한 재투자를 차감하되 부채 지급은 차감하기 전의 현금흐름

• 자기자본에 대한 잉여현금흐름[free cash flow to equity (FCFE)]: 피투자자에 의해 창출되는 현금흐름으로서 모든 자기자본제공자에게 이용 가능한 것. 즉, 자산에서 발생하는 현금흐름에서 부채의 지급과 미래 성장을 위해 필요한 재투자를 차감한 현금흐름

5) 체계적 위험(Systematic Risk)이란 모든 위험 증권에 공통적이며 분산을 통해서도 제거할 수 없는 위험으로 분산된 포트폴리오에서 자산이나 부채가 그 밖의 항목과 함께 공유하는 공통의 위험이다. 시장이 균형인 상황에서 시장참여자가 현금흐름에 내재된 체계적 위험을 부담하는 경우에만 보상받을 것이라고 본다. 기업회계기준서 제1113호 '공정가치 측정' 문단 B24 참조

## 시나리오 접근법(Scenario Approach)

- 29 시나리오 접근법은 하나 또는 둘 이상의 가능한 미래 시나리오를 고려하는 미래 전망적(Forward-Looking) 방법으로 단순 시나리오 분석, 상대가치 시나리오 분석 그리고 완전 시나리오 분석이 있다.

### 단순 시나리오 분석

- 30 단순 시나리오 분석은 모든 주식이 충분히 보상될 정도의 높은 금액으로 회수되는 성공 시나리오와 모든 주식에 아무런 보상이 없는 실패 시나리오 두 가지로 분석될 경우 적절한 방법이다. 성공 시나리오의 미래 기대가치를 모든 종류주식이 보통주로 전환되는 완전 희석화된 주식수로 나누어 주당 공정가치를 추정한다. 미래 기대가치는 최초에 또는 최근에 관측된 정상 거래가격에서 보정을 통해 확인한다.

### 상대가치 시나리오 분석

- 31 상대가치 시나리오 분석은 모든 주식이 충분히 보상되는 성공 시나리오와 일부 주식만이 일부의 보상을 받는 일부 실패 시나리오, 그리고 모든 주식이 어떠한 보상도 얻지 못하는 완전 실패 시나리오와 같은 세 가지 시나리오로 분석될 경우 적절한 방법이다. 단순 시나리오 분석과는 달리 일부 실패 시나리오에서 다양한 종류주식들의 차이점을 반영한 상대적 공정가치를 측정한다는 것을 제외하고 두 방법은 거의 동일한 방법이다.

- 32 예를 들어, 피투자기업이 발행한 우선주 A에 주당 1만원에 투자하였고, 그 이후 후속 측정일에 동 기업이 발행한 우선주 B에 주당 2만원에 투자하였다고 가정하자. 이때, 후속 측정일에 관측된 거래의 보정을 통해 성공확률은 20%, 일부 실패확률은 50% 그리고

완전 실패확률은 30%임을 확인하였다. 일부 실패 시나리오(확률 50%)에서 우선주 B만 선순위로 회수될 수 있는 금액이 투자금액인 2만원의 70%라고 가정할 경우, 우선주 B는 우선주 A보다 7천원(2만원×50%×70%) 더 회수하게 되므로 상대적으로 우선주 B의 가격은 우선주A의 가격보다 7천원만큼 더 높아야 한다. 따라서 후속 측정일에 우선주 A의 공정가치는 우선주 B의 공정가치 2만원에서 7천원이 차감된 1만 3천원으로 측정된다.

### 완전 시나리오 분석

- 33      완전 시나리오 분석은 모든 경우의 미래 예상 기대가치와 확률을 예상하여 분석하는 것으로 투자의 회수시점이 거의 도래하여 미래의 예상되는 결과를 단순화시킬 수 있는 경우 사용하는 것이 적절하다. 단순화된 시나리오 분석을 통해 종류주식별로 각각의 기대현금흐름과 확률 그리고 할인율을 모두 분석하여 공정가치를 측정한다.

### 마일스톤 접근법(Milestone Approach)

- 34      마일스톤 접근법은 평가 대상인 초기기업 등이 영위하는 업종에 적용되는 공통적이고 일반적인 마일스톤을 활용하여 보정하는 시나리오 분석 방법을 말한다. 마일스톤 달성에 대한 진행 상황을 평가함으로써, 다양한 시나리오의 발생확률과 잠재적 결과의 변화를 확인할 수 있다. 사실과 상황에 따라 마일스톤을 달성하지 못했다는 것은 비상장주식의 가치가 감소했다는 징후를 나타낼 수 있고, 반면에 마일스톤 달성 또는 예상을 훨씬 뛰어넘는 초과 달성은 비상장주식의 가치가 증가했다는 증거가 될 수 있다.

### 마일스톤

35 일반적으로 투자자는 초기기업 등에 투자할 때, 투자 결정 단계에서 피투자자와 합의하여 피투자자의 성장 단계별로 마일스톤을 설정한다. 그러한 마일스톤은 투자 유형이나 회사의 업종에 따라 다양할 수 있지만 일반적으로 다음과 같은 항목들이 포함될 수 있다.

재무적 지표(Financial Measures):

- 매출성장률(Revenue Growth)
- 수익성 기대치(Profitability Expectations)
- 현금소진율(Cash Burn Rate)
- 약정사항 준수(Covenant Compliance)

기술적 지표(Technical Measures):

- 개발단계(Phases of Development)
- 시험주기(Testing Cycle)
- 특허권 승인(Patent Approval)
- 규제 승인(Regulatory Approval)

영업 관련 지표(Marketing and Sales Measures):

- 고객 조사(Customer Survey)
- 시험 단계(Testing Phases)
- 시장 진입(Market Introduction)
- 시장 점유율(Market Share)

36 마일스톤 접근법을 적용할 경우, 마일스톤을 통해 공정가치의 변동을 확인할 수 있는 지표가 있는지 평가한다. 이러한 평가에는 다음과 같은 변화가 있는지 확인하는 것도 포함된다.

- 예산, 계획, 주요 일정과 마일스톤을 비교했을 때 피투자자의 성과가 유의적으로 변동한 경우

- 피투자자가 달성할 제품의 기술적 수준에 대한 마일스톤의 변동이 있는 경우
- 피투자자의 제품 또는 잠재 제품에 대하여 시장에 유의적인 변동이 있는 경우
- 국제 경제나 피투자자의 경제적 영업 환경에 유의적인 변동이 있는 경우
- 피투자자와 비교 가능한 기업의 관측할 수 있는 성과 또는 전반적인 시장에 내재된 가치평가에 유의적인 변동이 있는 경우
- 피투자자에게 부정, 상업적 분쟁, 소송, 경영진이나 전략의 변화와 같은 내부 문제가 있는 경우

37 만약 마일스톤의 변화로 공정가치가 변동되었다는 징후가 있다면, 최근 보고된 공정가치에서 조정될 금액을 추정해야 한다. 본질적으로 그러한 조정은 주관적이고 많은 판단을 필요로 한다.

38 비상장주식의 공정가치가 상승했다는 확실한 증거가 있다면 이전 측정일에 보고한 공정가치의 증가를 고려할 수 있다. 시장참여자의 관점에서, 마일스톤 달성이 기업의 가치 상승에 기여한다고 판단되는 경우에만 이러한 피투자자의 성장을 가치평가에 반영하여야 한다.

39 비상장주식의 공정가치가 하락했다는 증거가 있는 경우 추정된 가치 감소분을 반영하기 위해 이전 측정일에 보고한 공정가치의 감소를 시장참여자의 관점에서 고려해야 한다.

#### 복수의 평가방법을 통한 상호검증

40 유의적인 수준의 수익, 이익 또는 양(+)의 현금흐름이 없는 경우, 재무정보에 기반을 둔 시장배수법을 적용하기는 일반적으로 매우 어렵다. 현금흐름할인 방법은 방법론에 내재하는 높은 수준의 주

관적 판단에서 발생하는 문제점으로 인하여 결론을 뒷받침하는 확실한 증거가 없는 한 평가방법과 결과를 오히려 부적절하게 만들 수 있다. 그렇지만 이와 같은 제약 조건들이 해소될 경우 다른 평가방법의 결과를 상호 비교 검증할 목적으로 사용할 수 있다.

## 공정가치 측정 사례

---

### 최초 인식시점의 공정가치 측정 사례

- 41 투자자 A는 설립 후 1년이 지나지 않은 (주)스타트업에 20억원(주당 1만원, 총 20만주, 지분을 10%)을 투자하였다. 해당 거래는 정상적인 자금조달 거래로 거래가격과 공정가치가 일치한다. 투자자 A는 최초 인식 이후 후속 측정일에 (주)스타트업의 공정가치를 측정하기 위한 방법으로 두 가지 시나리오(성공 또는 실패)만을 사용한 단순 시나리오 분석기법을 채택하였다.
- 42 성공 시나리오에서는 24%의 확률로 3년 안에 3,000억원<sup>6)</sup>의 가치로 기업공개(이하 “IPO”)를 한다고 가정하였고, 실패 시나리오에서는 회수할 수 있는 금액은 전혀 없다고 가정한다. IPO를 통한 투자금의 회수시점, 금액, 그리고 확률은 모두 투자자의 오랜 경험과 현행 시장 상황을 근거로 산출하였다. 투자자는 IPO가 될 때까지 추가 자금조달로 인한 외부 투자자 유입으로 희석화가 불가피할 것으로 전망하였다. 희석률은 (주)스타트업이 마일스톤을 달성할 때까지 소요될 것으로 예상되는 기간을 감안하여 예상되는 자금조달의 규모와 가격 등의 추정치를 고려하여 산정하였다. 투자자 A는 IPO 시점의 예상 총발행주식수 대비 측정일 이후 자금조달로 인하여 추가 발행될 것으로 예상되는 주식의 비율로 희석률을 계산하였다.

---

6) ‘예상 기대가치’는 시장참여자의 가정으로 최근 일정 기간의 해당 기업군의 공모 시가총액 평균액 및 동 기업군의 거래일 이전 최근 시점의 시가총액 평균액 등을 감안하여 산출하거나 예상 회수시점의 예상 순이익에 예상 PER를 곱하여 산출하는 방법 등으로 추정할 수 있다. 여기서는 예상 순이익 75억원 × 예상 PER 40 = 3,000억원으로 추정하였다.

구 분	성공 시나리오	실패 시나리오
회수시점의 예상 기대가치	3,000억원	-
IPO시 예상 총발행주식수 <sup>(*2)</sup>	4,166,667주 (희석률: 52% <sup>(*1)</sup> )	-
회수시점의 주당 기대가치 <sup>(*3)</sup>	72,000원	-
IPO 성공확률	24%	76%
확률 가중 미래가치	17,280원	0원
현재가치(공정가치 = 거래가격)	10,000원 <sup>(*4)</sup>	0원
예상 투자실현 시점	3년	-
추정 기대수익률	20%	-

(\*1) 희석률:  $(4,166,667 - 2,000,000) \div 4,166,667 = 52\%$

(\*2) 예상 총발행주식수:  $2,000,000\text{주} \div (1 - \text{희석률 } 52\%) = 4,166,667\text{주}$

(\*3)  $3,000\text{억원} \div 4,166,667\text{주} = 72,000\text{원}$

(\*4)  $17,280\text{원} \div (1+20\%)^3 = 10,000\text{원}$

- 43 투자자 A는 최초 인식시점에 거래가격과 가치평가기법에 따른 결과값을 일치시키는 보정을 통하여 관측할 수 없는 투입변수를 확인하였다. (주)스타트업의 IPO 시점의 예상 기대가치는 3,000억원, 예상 투자실현 시점은 3년, IPO 성공확률 24%, 추정 기대수익률은 20%였다.

#### 후속 측정일의 공정가치 측정 사례

**후속 측정일에 중요한 불확실성의 변동이 없는 경우 - 가치 불변 (주당 10,000원)**

- 44 투자자 A는 최초 거래일과 후속 측정일 사이의 시간이 경과하였지만, 피투자자나 시장 상황에 공정가치의 변동을 줄 만한 중요한 사건은 없었고 중요한 불확실성도 그대로 남아있다고 확신했다. 또한 최초 투자시점에 설정한 다음 단계의 마일스톤에 도달할 때까지 투자가치에 중요한 변화가 없을 것으로 판단하였다. 결국, 후속 측정일에 최초 거래시점의 공정가치를 변경시킬 어떠한 충분한 증거도 찾을 수 없었다. 따라서 (주)스타트업의 후속 측정일의 공정가치는 최초 인식시점과 동일하게 주당 1만원으로 평가하였다.



후속 측정일의 관측할 수 있는 정상 거래가격이 있는 경우 - 가치 증가(주당 15,000원)

- 45 후속 측정일 이전 최근 시점에 새로운 투자자 B는 (주)스타트업이 2년 이내로 3,750억원의 가치로 IPO에 성공한다고 판단하고 투자 후 가치로 400억원의 25%에 해당하는 100억원을 주당 1만 5천원 (666,667주)에 투자하였다. 투자자 A는 후속 측정일의 공정가치를 측정하기 위하여 먼저 관측된 자금조달거래(투자자 B의 증자 참여)가 정상거래임을 확인하였다. 또한 해당 거래가격이 공정가치와 일치하는지 검토하고 가치평가기법의 결과값과 공정가치가 일치하도록 후속 측정일의 시장참여자 관점을 반영한 보정을 수행하였다. 이를 근거로 최초 인식시점의 단순 시나리오 분석기법에 적용된 투입변수를 변경하였다.
- 46 후속 측정일에 관측할 수 있는 정상거래의 거래가격을 이용하여 보정한 결과는 다음과 같다.

구 분	성공 시나리오 <sup>(*2)</sup>	
	후속 측정일	최초 인식시점
회수시점의 예상 기대가치	3,750억원 <sup>(*4)</sup>	3,000억원
IPO시의 예상 총발행주식수	4,166,667주 (희석률: 36% <sup>(*1)</sup> )	4,166,667주 (희석률: 52%)
회수시점의 주당 기대가치	90,000원	72,000원
IPO 성공확률	24%	24%
확률 가중 미래가치	21,600원	17,280원
현재가치	15,000원 <sup>(*3)</sup>	10,000원
예상 투자 실현 시점	2년	3년
추정 기대수익률	20%	20%

(\*1) 희석률 =  $(4,166,667 - 2,666,667) \div 4,166,667 = 36\%$

(\*2) 실패 시나리오는 76%의 확률로 최초 인식시점과 동일

(\*3)  $21,600 \div (1+20\%)^2 = 15,000$ 원

(\*4) 예상 순이익 83.33억원  $\times$  예상 PER 45 = 3,750억원

47 투자자 A는 (주)스타트업의 IPO시점의 예상 기대가치가 3,750억원으로 증가하고 예상 실현시점 또한 2년<sup>7)</sup>으로 단축되었으며 추정 기대수익률은 20%로 변동이 없음을 보정을 통하여 확인하였다. 이러한 결과는 (주)스타트업에 대한 다음 변수들의 불확실성이 해소된 결과라고 판단하였다.

- 성공 또는 실패 시나리오의 달성 확률
- 성공 또는 실패 시나리오의 예상 기대가치
- 성공 또는 실패 시나리오가 달성될 때까지의 잔여기간

48 투자자 A는 최초 인식시점에 적용된 시나리오 분석기법의 투입변수들을 후속 측정일에 보정을 통해 업데이트하였고, 그 결과 후속 측정일에 투자자 A의 투자금액 공정가치는 주당 1만 5천원인 총 30억원으로 추정하였다.

**후속 측정일에 추가 시나리오 분석을 수행하는 경우 - 가치 증가 (주당 12,500원)**

49 투자자 A는 (주)스타트업의 최근 정상 거래가격에 대한 보정을 통하여 투자자 B가 예상하는 회수시점의 예상 기대가치는 3,750억원이고, 성공확률은 24%, 투자가 실현될 때까지의 잔여기간은 2년, 그리고 추정 기대수익률은 20%임을 확인하였다. 투자자 A는 투자자 B보다는 성공 시나리오를 보다 덜 낙관적으로 바라본다. 따라서 IPO 시점에 예상 기대가치가 3,750억원에 도달할 확률은 4%이고 예상 기대가치가 3,000억원에 이를 확률은 20%로 추정한다. 이 경우 후속 측정일에 투자자 A는 관측할 수 있는 최근 정상 거래가격을 고려하여 다음과 같이 공정가치를 추정한다.

---

7) 회수시점까지의 잔여기간은 시간이 경과함에 따라 비례적으로 감소되는 것이 아니다. 투자가 실현될 때까지의 예상기간이 감소했다는 시장참여자의 가정 자체가 변동해야만 감소된다.

구 분	최상의 성공	성공
회수시점의 예상 기대가치	3,750억원	3,000억원
IPO시의 예상 총발행주식수	4,166,667주 (희석률: 36% <sup>(*)1)</sup> )	4,166,667주 (희석률: 36%)
회수시점의 주당 기대가치	90,000원	72,000원
IPO 성공확률 <sup>(*)2)</sup>	4%	20%
확률 가중 미래가치	3,600원	14,400원
현재가치	2,500원 <sup>(*)3)</sup>	10,000원
예상 투자실현 시점	2년	2년
추정 기대수익률	20%	20%

(\*)1 희석률 =  $(4,166,667 - 2,666,667) \div 4,166,667 = 36\%$

(\*)2 투자자 A는 성공확률 24% 중 4%만을 최상의 성공시나리오로 가정하였으나, 투자자 B는 성공확률 24%를 모두 최상의 성공시나리오로 가정하였다.

(\*)3  $3,600원 \div (1+20\%)^2 = 2,500원$

50 위의 결과에 따라 투자자 A는 후속 측정일의 공정가치를 2,500원과 10,000원의 합인 12,500원으로 추정하였다<sup>8)</sup>. 투자자 A는 (주)스타트업이 최상의 성공시나리오로 IPO를 달성할 확률이 일부 높아졌다고 추정하였지만, 이것만으로 최초 인식시점에 보정한 추정 기대수익률 20%를 변경해야 할 정도로 불확실성이 해소됐다고 판단하지 않았다.

8) 문단 45와 문단 49는 상호 독립적인 문단이다. 문단 45는 투자자 A가, 시장 상황과 피투자회사의 상황을 고려하여 관측된 후속 거래의 시장참여자인 투자자 B의 가정과 동일하다고 판단한 것을 설명한 것이다. 반면, 문단 49는 투자자 A가 투자자 B와 같이 최상의 성공시나리오에 대하여도 일부 기대하지만 투자자 B와 완전하게 동일한 기대를 하지 않는다는 상황을 가정하고 있다. 이처럼 문단 45에서와 같이, 투자자 A와 B의 가정이 일치하는 경우도 있지만, 문단 49처럼 미래에 대한 기대가 다를 수 있다는 것(공정가치가 상승할 것이라는 방향성은 동일)을 설명함으로써 후속거래가 있으면 무조건 그 거래가격으로 인식해야만 한다는 오해를 방지할 필요가 있다. 결국 관측가능한 후속거래가 있더라도 시장 상황과 피투자회사의 상황을 종합적으로 고려하여 적절히 보정할 필요가 있다.

## 백테스팅(Backtesting)

---

### 백테스팅

- 51 백테스팅은 기업공개, 인수합병, 주식매각, 실물자산의 처분, 기업의 청산 등을 통한 투자금액의 실제 회수가격(Exit Price)과 이전 측정일의 공정가치 평가액의 차이점을 이해하는 과정을 말한다.

### 백테스팅의 목적

- 52 백테스팅은 투자금액의 회수가 이루어진 후, 공정가치 측정 절차에 다음과 같은 사항들이 적절하게 반영되었는지 확인하고 그 결과로 공정가치 추정치가 합리적이었는지를 평가할 수 있는 중요한 과정이다. 이러한 과정을 통해 현 시점의 공정가치 측정 절차를 진단하고 개선할 점을 파악하는데 도움을 얻을 수 있다.

- 측정일에 알거나 알 수 있는 정보
- 측정일에 공정가치를 추정할 때 그러한 정보가 반영되었는지 여부
- 측정일에 알려진 정보나 알고 있는 정보를 반영하여 추정된 공정가치와 실제 회수가격을 비교하여 해당 정보가 공정가치 측정 절차에 적절하게 고려되었는지 여부

## 사례연구(Case Study)

---

이 사례연구는 초기기업 등의 우선주에 투자할 때 이 우선주의 공정가치를 어떻게 합리적으로 측정하는지를 설명하기 위한 것이다. 이때 시장참여자의 가정을 반영하기 위하여 보정(Calibration)을 수행한다.

### 사례 A9) : 초기 바이오기업에 대한 투자

---

#### 투자의 개요

A1 이 사례는 바이오 신약을 연구개발하는 창업 초기기업에 대한 투자를 다룬다. 투자자는 (주)바이오의 (상환)전환우선주(RCPS)에 투자했고, 투자시점 이후의 공정가치를 측정하기 위한 가치평가모형으로 단순시나리오 분석을 활용한 기대현재가치기법<sup>10)</sup>을 선택하였다. 최초 거래가격과 공정가치가 일치하는지를 검토하고 공정가치와 가치평가모형에 따라 산정한 결과값이 일치하도록 단순시나리오 분석을 이용한 기대현재가치기법을 보정하였다. 이를 통해 투자시점의 시장참여자들의 가정인 투입변수들이 무엇인지를 확인하였다.

A2 최초 투자 당시에 투자자는 해당 투자로 실현할 수 있는 최종 결과를 다음과 같은 두 가지 시나리오로 예상하였다.

- 성공 시나리오: 기술특례 상장제도를 통한 기업공개(IPO)에 성공하여 전환우선주가 모두 보통주로 전환될 정도의 높은 가격으로 투자금을 회수하는 경우

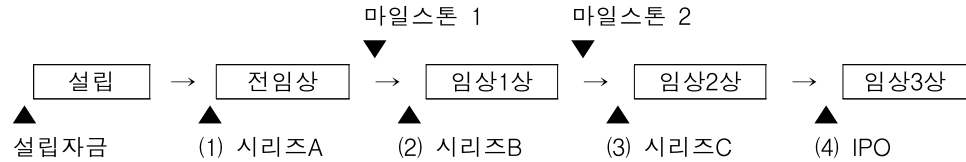
---

9) 본 사례는 한국벤처캐피탈협회(Korean Venture Capital Association, KVCA)에 속한 회원사의 투자사례를 인용한 것이다. 본 사례는 초기 바이오 연구개발기업의 최초 투자시점부터 회수시점까지 각각의 측정 시점별 공정가치 측정과정에서 시장참여자의 가정과 보정이 어떻게 활용되고 있는지를 설명하고 있다.

10) 본 사례는 본문 문단 23-39에 설명된 시나리오 분석과 마일스톤을 활용한 기대현재가치기법을 사용하여 초기 바이오기업의 공정가치를 측정하는 방법을 소개하고 있다.

- 실패 시나리오: 마이크로바이옴<sup>11)</sup> 신약의 연구개발 실패로 어떠한 성과도 얻지 못하는 경우

A3 (주)바이오는 연구개발 단계별로 필요한 자금을 다음과 같이 여러 차례 조달하였다.



- (1) 시리즈A 우선주 발행
  - 단순시나리오 분석을 활용한 기대현재가치기법으로 보정
- (2) 시리즈B 우선주 발행
  - 관측할 수 있는 시리즈B 우선주의 가격을 고려하여 시리즈A 우선주의 공정가치를 측정하고 그 차이를 분석
- (3) 시리즈C 우선주 발행
  - 관측할 수 있는 시리즈C 우선주의 가격을 고려하여 시리즈A와 시리즈B 우선주의 공정가치를 측정하고 그 차이를 분석
- (4) 코스닥시장에 기술특례 상장 후 투자금 회수

## 피투자회사의 배경

A4 (주)바이오(자본금은 50억원)는 마이크로바이옴(Microbiome) 기반의 암, 자가면역질환, 신경계 질환 등 난치성 질환을 치료하기 위한 마이크로바이옴 신약을 연구개발하는 창업 초기기업이다.

11) 마이크로바이옴(Microbiome): 인체에 서식하는 "미생물(microbe)"과 "생태계(biome)"를 합친 말로 우리 몸에 사는 미생물과 그 유전 정보를 말한다. 인체 마이크로바이옴의 수는 순수한 인체의 세포수보다 두 배 이상 많고 유전자 수는 100배 이상 많다. 따라서 미생물을 빼놓고 인간의 유전자를 논할 수 없을 정도이기에 제2의 게놈(Second Genome)이라 부르기도 한다. 마이크로바이옴은 유익균과 유해균이 생성되는 원리와 질병간의 연관성 등을 분석할 수 있어 신약 개발 및 불치병 치료법 연구에 폭넓게 활용될 수 있는 분야로 알려져 있다. (출처: 환경 경제용어사전)

- A5 (주)바이오의 설립자는 면역학 분야의 대가로, 관련 학계에서도 인정받는 우리나라 면역학 관련 기초 연구분야의 최고 전문가로 알려져 있다. 또한 (주)바이오가 보유하고 있는 무균 동물실험 시설은 마이크로바이옴 관련 연구를 진행하기 위한 필수적 시설로 국내에서 가장 우수한 곳으로 평가받고 있다.
- A6 현재 마이크로바이옴 기반 치료제 개발은 후보 균주<sup>12)</sup>의 면역학적 특성을 분석할 수 있는 평가시스템이 불명확하다는 한계가 존재한다. 그러나 (주)바이오는 이러한 문제점을 개선할 수 있는 면역세포 기반의 평가모델을 활용한 후보 균주 평가 시스템을 개발 완료하였다. 또한, 면역세포 기반으로 선별된 후보 균주들의 생체내 기능을 분석하기 위해 무균생쥐 기반 평가시스템을 활용하고 있으며, 무균생쥐 모델이 환자의 장(臟)내의 균총<sup>13)</sup>을 그대로 나타내지 못한다는 치명적인 약점을 극복하기 위해 환자의 장내 균총을 무균생쥐에 이식하여 인간화 마이크로바이옴 동물모델 (Humanized Microbiome Mouse, HMM)을 구축하고 이를 전임상 평가모델로 활용할 계획에 있다. 이를 통하여 마이크로바이옴 유래 활성물질(活性物質, active material) 및 약이 어떤 과정을 거쳐서 효과를 나타내는지 규명하여 환자 질환의 맞춤형 마이크로바이옴 기반 치료제를 개발하려는 사업을 추진하고 있다.
- A7 단기적으로는 제품화가 용이한 프로바이오틱스 제품을 개발하여 판매할 계획으로, 현재 유산균 및 콜라겐 복합물 프로바이오틱스의 생산 및 판매망을 보유하고 있는 국내외 대기업과 논의 중에 있다. 중장기적으로는 항염증 치료제 및 항암 면역증강제 신약개발을 통하여 글로벌 시장에 진입하려 노력하고 있으며, 앞으로 2년 이내로 '질환별 인간화 마이크로바이옴 동물모델'을 완성(마일

12) 균주(strain): 한 개의 원핵생물 세포에서 유래한 유전적으로 동일한 개체들의 집합 (출처: 미생물학백과)

13) 균총(colony): 세균 또는 사상균이 존재하는 토양이나 이들의 배양물을 배지에 접종했을 때 일정기간 후에 배지 위에 나타나는 미생물의 덩이로 집락 또는 취락이라고도 한다. 하나의 균총은 하나의 미생물 세포에서 자란 것으로 볼 수 있다. (출처: 토양사전)

스톤 1)하고, 그로부터 2년 이내에 항염증 치료제(장기이식, 자가면역질환 등) 및 항암 면역증강제 임상진입(마일스톤 2)을 목표로 연구개발을 진행하고 있다.

## 2x20년 8월 15일 - 최초 거래

A8 (주)바이오는 투자자인 (주)한국투자로부터 유상증자 후 125억원의 가치로 시리즈A 우선주를 주당 2만원에 총 25억원(총 125,000주)의 자금을 투자받았다. 해당 투자금액은 전임상 및 임상연구 등의 연구개발비용과 동물 시설 유지 등에 필요한 운영자금으로 사용될 예정이다.

A9 (주)바이오의 주식 변동 현황을 요약하면 다음과 같다.

구분	시리즈A
유상증자 후 가치	125억원
조달금액	25억원
주당단가	20,000원
총발행주식수	125,000주
기발행주식수	500,000주
유상증자 후 주식수	625,000주

## 투자의 취지

A10 (주)한국투자는 (주)바이오에 대한 투자로부터 다음을 기대하고 있다.

- 마이크로바이옴 시장의 성장성

마이크로바이옴은 2X14년 세계경제포럼에서 발표한 10대 유망 기술 중 하나로 미국, 유럽 등 주요 선진국에서 국가 주도 대형 프로젝트를 진행하고 있는 성장성이 뚜렷한 차세대 의료 분야이다. 현재, 전 세계 마이크로바이옴 시장에서 가장 큰 비중을



차지하는 것은 프로바이오틱스 등 건강기능식품 시장이지만, 앞으로 관련 치료제 및 진단 시장이 본격적으로 성장할 것으로 전망된다.

- 핵심인력을 보유한 관련 분야의 글로벌 네트워크 및 전문성

(주)바이오의 대표이사 및 연구진은 면역학 분야의 우수한 연구 역량을 보유한 인재들로 구성되어 있다. 또한, 국내외 다양한 네트워크를 보유하고 있어 개방형 혁신(Open Innovation)을 통한 공동 연구 및 해외 진출에도 강점이 있을 것으로 본다.

- 차별화된 전임상 평가 모델을 통한 후보 물질 도출 및 효능 평가 기술 보유

(주)바이오는 차별화된 동물 평가 모델을 개발하고 있으며, 질환 맞춤형 모델을 개발하기 위해 연구개발을 진행하고 있다. 이와 관련하여 국내 최초로 무균생쥐 설비를 구축하고 운영한 경험을 갖고 있으며, 회사의 주요 인력들도 관련 동물 모델 분석 및 관리에 전문성을 보유하고 있다.

## 2X20년 8월 15일 - 최초 투자 시 가치평가 보정

A11 (주)한국투자(이하 “회사”)는 시리즈A 우선주의 공정가치를 주당 2만원으로 산정하였다. 회사는 향후 후속 측정일에 사용될 가치평가방법의 관측할 수 없는 투입변수들을 도출하기 위하여 가치평가방법에 따른 결과값이 최초 인식일의 거래가격과 일치하도록 보정하였고, 그 내용은 다음과 같다.

구 분	성공 시나리오	실패 시나리오
회수시점의 예상 기대가치 <sup>(*1)</sup>	3,000억원	-
IPO시 예상 총발행주식수 <sup>(*3)</sup>	1,500,000주 (희석률: 58.33% <sup>(*2)</sup> )	-
시리즈A 주당 기대가격 <sup>(*4)</sup>	200,000원	-
IPO 성공확률 <sup>(*5)</sup>	25%	75%
확률가중 시리즈A 주당 가격	50,000원	
예상 투자 실현 시점	5년	
추정 기대수익률	20.1%	
시리즈A 현재가치(공정가치)	20,000원(거래가격) <sup>(*6)</sup>	0원

(\*1) 2X16년 이후 기술특례 상장 기업 중 의약품 개발 기업군(15개사)의 공모 시가 총액 평균액 3,063억원 및 동 의약품 개발 기업군(15개사)의 거래일 이전 최근 시점의 시가총액 평균액 3,408억원을 감안하여 3천억원으로 산출하였다.

(\*2) 희석률 =  $(1,500,000 - 625,000) \div 1,500,000 = 58.33\%$

(\*3) 예상 총발행주식수:  $625,000 \div (1 - \text{희석률 } 58.33\%) = 1,500,000\text{주}$

(\*4)  $3,000\text{억원} \div 1,500,000\text{주} = 200,000\text{원}$

(\*5) 초기 바이오기업에 대한 오랜 투자경험을 고려한 투자자 즉 시장참여자의 가정으로 결정하였다.

(\*6)  $50,000\text{원} \div (1+20.1\%)^5 = 20,000\text{원}$

A12 회사는 두 가지 시나리오(성공 또는 실패)를 분석하는 가치평가모형을 사용하였다. 성공 시나리오는 25%의 확률로 5년 안에 3,000억원의 가치로 기술특례 상장에 성공한다고 가정하였다. 실패 시나리오는 75%의 확률로 신약개발 및 주요 파이프라인의 임상 실패로 청산단계에 들어가 투자금을 회수할 수 없는 경우를 가정하였다. 회수시점의 예상 기대가치, IPO 성공확률 그리고 예상 투자 실현 시점까지의 남은 기간 등은 모두 초기 바이오산업에 투자한 오랜 투자경험을 바탕으로 추정하였다.

A13 회사는 향후 시리즈B와 시리즈C 그리고 기술특례 상장제도를 통한 IPO시점의 예상되는 자금조달 규모와 예상 시가총액 등을 감안하여, 희석률<sup>14)</sup>은 약 58%일 것으로 예상했다. 회사는 최초 가치평가

14) 희석률은 (주)바이오가 초기 설정된 마일스톤에 도달할 때까지 걸릴 예상시간과 필요한

모형에서 (주)바이오가 기술특례 상장까지 걸리는 기간을 5년으로 가정하였고, 성공 시나리오에 대한 확률을 반영하여 추정 기대 수익률 20.1%를 산출하였다.

## 2X20년 12월 31일 - 가치평가

A14 회사는 최초 보고기간말에 (주)바이오나 외부시장에 어떠한 중요한 사건들이 발생하지 않았고, 주요 투입변수와 가정들(예: IPO 성공확률, 회수 시점의 기대가치, 예상 투자실현 시점, 회수방법의 성격)을 변경 할만한 어떠한 요인도 없다고 판단했다. 또한 취득 후 경과한 시간이 4.5개월밖에 되지 않았기 때문에 원가가 공정가치의 적절한 추정치가 될 수 있다고 판단하였다. 그 결과 최초 취득시점의 공정가치인 주당 2만원을 최초 보고기간말의 공정가치로 측정하였다.

A15 보고기간말 현재 회사의 투자현황과 시리즈A의 공정가치 측정 결과를 요약하면 다음과 같다.

구 분	시리즈A
투자금액	25억원
인수주식수	125,000주
총보유주식수	125,000주
지분율	20% <sup>15)</sup>
유상증자 후 가치	125억원
보고기간말 공정가치	25억원 <sup>16)</sup>
평가손익	-

## 2X21년 12월 31일 - 가치평가

자금의 규모 그리고 조달가격 등의 추정치를 고려하여 IPO 시점의 예상 총발행주식수 대비 측정일 이후 추가 자금조달로 인하여 발행될 것으로 예상되는 주식의 비율( $875,000 \div 1,500,000 = 58.33\%$ )로 산출하였다.

15) 지분율:  $20\% (= 125,000\text{주} \div 625,000\text{주})$

16) 보고기간말 공정가치:  $25\text{억원} (= 2\text{만원} \times 125,000\text{주})$

A16 회사는 (주)바이오의 경영진과의 면담을 통해 투자 당시 합의된 1 단계 마일스톤인 ‘질환별 인간화 마이크로바이옴 동물모델’을 완성하기 위한 연구개발 과정이 순차적으로 원만히 진행되고 있고, 현금소진율(Cash Burn Rate) 등을 감안할 때 다음 자금조달시점 (시리즈B)까지의 운영자금도 문제가 없을 것으로 판단하였다.<sup>17)</sup>

A17 또한 회사는 2X21년 12월 31일 현재 취득 이후 2년이 경과하지 않았고 (주)바이오의 경영성어나 영업에 중요한 변화가 없다고 보았다. 이와 같은 사실과 상황에 근거하여 당기에 (주)바이오의 가치가 하락했다고 볼만한 명확한 증거도 없다고 확신하였다. 따라서 취득 당시의 원가를 공정가치의 적절한 추정치로 보고 최초 취득시점의 공정가치인 주당 2만원을 보고기간말의 공정가치로 평가하였다.

A18 보고기간말 현재 회사의 투자 현황과 시리즈A의 공정가치 측정 결과를 요약하면 다음과 같다.

구 분	시리즈A
투자금액	25억원
인수주식수	125,000주
총보유주식수	125,000주
지분율	20% <sup>18)</sup>
유상증자 후 가치	125억원
보고기간말 공정가치	25억원 <sup>19)</sup>
평가손익	-

## 2X22년 12월 31일 - 시리즈B로 자금조달

17) 시장참여자들은 최초 투자 후 2년이내에는, 통상적으로 투자시점에 합의하여 설정된 단계별 마일스톤에 도달하기 전이므로 피투자회사의 지분가치에 유의적인 변동이 없을 것이라고 전제한다. 다만, 외부 환경요인 등에 의해 투자시장이 크게 위축되는 경우 등 시장참여자들의 가정에 중요한 변동을 줄 수 있는 요인이 발생한 경우에는 단계별 마일스톤에 아직 도달하지 못했더라도 공정가치의 변동을 줄만한 요인이 있는지 고려해야 한다.

18) 지분율: 20%(= 125,000주 ÷ 625,000주)

19) 보고기간말 공정가치: 25억원(= 2만원 x 125,000주)

A19 (주)바이오는 약 2년에 걸쳐 초기에 설정된 1단계 마일스톤인 ‘질환 별 인간화 마이크로바이옴 동물모델’을 완성하는데 성공하였고, 2 단계 마일스톤인 ‘항염증 치료제(장기이식, 자가면역질환 등) 및 항암 면역증강제 임상시험’에 진입하기 위하여 임상시험에 필요한 자금 100억원을 시리즈B 우선주로 조달하였다. (주)바이오는 2X22년 5월 1일에 유상증자 후 412.5억원의 가치로 시리즈B 우선주를 주당 5만원에 100억원을 발행(총 200,000주)하였고, 회사는 이 중 50억원(총 100,000주)을 시리즈B에 투자하였다.<sup>20)</sup>

A20 (주)바이오의 주식 변동 현황을 요약하면 다음과 같다.

구 분	시리즈A	시리즈B
유상증자 후 가치 (투자 후 기업가치)	125억원	412.5억원
조달금액	25억원	100억원
주당단가	20,000원	50,000원
추가 발행주식수	125,000주	200,000주
기발행주식수	500,000주	625,000주
유상증자 후 주식수	625,000주	825,000주

A21 시리즈B 투자시점의 새로운 사실과 상황에 근거한 시장참여자들의 가정이 반영되도록 회사는 시나리오 분석을 기반으로 하는 기대현재가치기법을 사용하여 시리즈B 우선주의 거래가격(공정가치와 일치한다고 판단함)에 따라 투입변수를 보정하였다.

20) 전환비율, 전환조건, 청산우선권, 공동매도참여권(Tag Along), 공동매도요구권(Drag Along) 등과 같은 투자조건들은 이전 시리즈와 대부분 동일한 것이 일반적이지만, 상황에 따라 조건을 달리 할 수도 있다. 여기서는 논의의 편의를 위해 모든 시리즈에서 피투자회사의 투자 후 가치와 발행가액을 제외한 다른 투자조건들은 동일하다고 가정하였다.

구 분	성공 1	성공 2	실패
회수시점의 예상 기대가치	3,000억원 <sup>(*6)</sup>	3,500억원 <sup>(*7)</sup>	-
IPO시 예상 총발행주식수 <sup>(*1)</sup>	1,500,000주 (희석률: 45% <sup>(*2)</sup> )	1,500,000주 (희석률: 45% <sup>(*2)</sup> )	-
시리즈B 주당 기대가격	200,000원	233,334원	-
IPO 성공확률 <sup>(*3)</sup>	20%	20%	60%
확률가중 시리즈B 주당 가격	40,000원	46,667원	-
예상 투자실현 시점	3년	3년	-
추정 기대수익률	20.1%	20.1%	-
시리즈B 현재가치(공정가치)	23,076원 <sup>(*4)</sup>	26,924원 <sup>(*5)</sup>	-

(\*1) 예상 총발행주식수:  $825,000 \div (1 - \text{희석률 } 45\%) = 1,500,000\text{주}$

(\*2) 희석률 =  $(1,500,000 - 825,000) \div 1,500,000 = 45\%$

(\*3) 임상1상의 진입으로 기술특례 상장에 대한 성공확률이 증가한 것으로 시리즈B에 투자한 시장참여자와 회사의 가정이 변경되었다.

(\*4)  $40,000\text{원} \div (1+20.1\%)^3 = 23,076\text{원}$

(\*5)  $46,667\text{원} \div (1+20.1\%)^3 = 26,924\text{원}$

(\*6) 2X16년 이후 기술특례 상장 기업 중 의약품 개발 기업군(15개사)의 공모 시가총액 평균액 3,063억원 및 동 의약품 개발 기업군(15개사)의 거래일 이전 최근 시점의 시가총액 평균액 3,408억원을 감안하여 3천억원으로 산출하였다.

(\*7) 최근의 기술특례 상장 기업 중 의약품 개발 기업군의 공모 시가총액 평균액 및 동 의약품 개발기업군의 거래일 이전 최근시점의 시가총액 평균액이 최초 투자 시점 대비 약 20%정도 성장한 것을 감안하여 3천5백억원으로 산출하였다.

A22 임상시험의 진입으로 (주)바이오의 기술특례 상장의 성공에 대한 시장참여자들의 불확실성이 어느 정도 해소되었고, 그 결과 IPO 성공확률이 25%에서 40%로 증가하였다. 회사를 포함한 시리즈B의 시장참여자들은 (주)바이오가 20%의 확률로 3,000억원에 상장(성공 1)하거나 20%의 확률로 3,500억원에 상장(성공 2)할 수 있다고 가정했다. 따라서 기대현재가치기법으로 측정한 주당 50,000원 (=23,076원+26,924원)을 시리즈B 우선주의 거래가격과 일치하도록 보정하였다.

A23 보고기간말에 회사는 (주)바이오가 초기에 설정한 단계별 마일스톤을 순차적으로 원만히 진행시키고 있고, 신약개발에 필요한 임상 시험 단계로 진입함으로써 기술특례 상장에 대한 성공확률 또한 증가하였다고 판단하였다. 또한 시리즈A 우선주의 공정가치 측정 시 관측할 수 있는 시리즈B 우선주의 거래가격을 보정하여 시장 참여자들의 가정을 확인하였다. 시리즈A 우선주의 공정가치를 시리즈B 우선주의 거래가격인 주당 50,000원과 일치하도록 측정하였다. 따라서 회사는 보고기간말 시점의 시리즈A 우선주의 공정가치를 주당 20,000원에서 50,000원으로 상향 조정했다.

A24 보고기간말 현재 회사의 투자 현황과 시리즈A 및 시리즈B의 공정가치 측정 결과를 요약하면 다음과 같다.

구 분	시리즈A	시리즈B
투자시점의 유상증자 후 가치	125억원	412.5억원
투자금액	25억원	50억원
인수주식수	125,000주	100,000주
총보유주식수	125,000주	225,000주
총발행주식수	625,000주	825,000주
지분율	20% <sup>(*1)</sup>	27% <sup>(*2)</sup>
해당 보유주식의 직전 공정가치	25억원	50억원
보고기간말 공정가치	62.5억원 <sup>(*3)</sup>	50억원 <sup>(*4)</sup>
당기 평가손익	37.5억원 <sup>(*5)</sup>	-

(\*1) 125,000주 ÷ 625,000주 = 20%

(\*2) (125,000주+100,000주) ÷ (625,000주+200,000주) = 27%

(\*3) 125,000주 x 50,000원 = 62.5억원

(\*4) 100,000주 x 50,000원 = 50억원

(\*5) 125,000주 x (50,000원 - 20,000원) = 37.5억원

A25 2X22년 중 관측할 수 있는 시리즈B 우선주의 발행과 같은 자금조달 거래는 없으며 회사는 보고기간말 현재의 사실과 상황에 근거하여, (주)바이오가 기업회계기준서 제1109호 '금융상품' 문단 B5.2.4 (원가가 공정가치를 나타내지 않을 수 있는 사유)에 해당하지 않는

다고 판단한다. 또한 회사는 (주)바이오에 대한 명확한 가치 하락의 증거(예: 피투자기업의 재무적 어려움, 파산·구조조정 위험 증가, 현금 지급능력 악화 등)도 없다고 판단한다. 이 경우에는 비상장 주식을 취득한 시점부터 보고기간말까지의 기간에 피투자기업의 경영성과나 영업에 중요한 변동이 없고 취득시점에 보정을 통해 확인한 시장참여자의 가정에 변동이 없는 것이므로, 직전 보고기간말의 공정가치인 주당 2만원을 당 보고기간말의 공정가치로 측정한다.

## 2X23년 12월 31일 - 가치평가

- A26 회사는 (주)바이오의 임상시험이 잘 진행되고 있는 것을 확인했다. 또한, 국내외 많은 회사들이 마이크로바이옴 관련 연구개발을 진행하고 있고, 글로벌 제약사들도 여러 스타트업들과 협업하거나 독자적으로 관련 연구를 진행하고 있는 것을 확인했다. 이것은 마이크로바이옴 시장의 경쟁이 과열되고 있다는 측면도 있지만, 마이크로바이옴 시장에 참여하는 시장참여자들의 기대 또한 증가하는 긍정적인 측면도 있다고 판단했다.
- A27 최근 마이크로바이옴 관련 비상장기업의 자금조달 실적을 조사한 결과, 임상1상 시험을 진행 중인 G사와 K사를 찾았고 자금조달 시장으로부터 G사는 시리즈B로 투자 후 가치 452억원에 100억원을 투자받았고, K사는 투자 후 가치 380억원에 100억원을 투자받았다는 사실을 알게 되었다.
- A28 회사는 (주)바이오가 사전에 설정한 사업계획대로 임상시험을 원활히 진행하고 있고, 동일한 단계의 회사들을 바라보는 시장참여자들도 (주)바이오의 기대가치를 시리즈B 투자 당시 가치인 412.5억원과 큰 차이를 두고 있지 않다고 판단하였다. 따라서 회사는 시리즈A 우선주와 시리즈B 우선주의 주당 공정가치를 직전 보고기간말의 공정가치인 주당 50,000원으로 그대로 유지하기로 하였다.



A29 보고기간말 현재 회사의 투자현황과 시리즈A 및 시리즈B의 공정가치 측정 결과를 요약하면 다음과 같다.

구 분	시리즈A	시리즈B
투자시점의 유상증자 후 가치	125억원	412.5억원
투자금액	25억원	50억원
인수주식수	125,000주	100,000주
총보유주식수	125,000주	225,000주
총발행주식수	625,000주	825,000주
지분율	20%	27%
해당 보유주식의 직전 공정가치	62.5억원	50억원
보고기간말 공정가치	62.5억원 <sup>(*1)</sup>	50억원 <sup>(*2)</sup>
당기 평가손익	-	-
누적 평가손익	37.5억원	-

(\*1) 125,000주 x 50,000원 = 62.5억원

(\*2) 100,000주 x 50,000원 = 50억원

## 2X24년 12월 31일 - 시리즈C로 자금조달

A30 (주)바이오는 임상시험 1상을 성공적으로 마치고 임상시험 2상에 필요한 자금 250억원을 시리즈C로 조달했다. (주)바이오는 2X24년 10월 3일에 유상증자 후 910억원의 가치로 시리즈C 우선주를 주당 8만원에 250억원을 발행(총 312,500주)하였고, 회사는 이 중 100억원을 시리즈C에 투자(총 125,000주)하였다. 시리즈C의 다른 투자조건들은 이전에 발행된 시리즈A 및 시리즈B와 동일한 조건이었다.

A31 (주)바이오의 주식 변동 현황을 요약하면 다음과 같다.

구 분	시리즈A	시리즈B	시리즈C
유상증자 후 가치 (투자 후 기업가치)	125억원	412.5억원	910억원
조달금액	25억원	100억원	250억원
주당단가	20,000원	50,000원	80,000원
추가 발행주식수	125,000주	200,000주	312,500주
기발행주식수	500,000주	625,000주	825,000주
유상증자 후 주식수	625,000주	825,000주	1,137,500주

A32 회사는 (주)바이오와 산업에 대한 평가로 얻은 새로운 정보를 바탕으로 시나리오 분석기법으로 측정된 가치가 시리즈C의 주당가격 8만원(공정가치와 일치한다고 판단함)과 일치하도록 보정하였고, 그 결과는 다음과 같다.

구 분	성공 시나리오	실패 시나리오
회수시점의 예상 기대가치 <sup>(*1)</sup>	3,075억원	-
IPO시 예상 총발행주식수 <sup>(*2)</sup>	1,537,500주 (희석률: 26.02% <sup>(*3)</sup> )	-
시리즈C 주당 기대가격 <sup>(*4)</sup>	200,000원	-
IPO 성공확률 <sup>(*5)</sup>	45%	55%
확률가중 시리즈C 주당 가격	90,000원	
예상 투자실현 시점	1년	
추정 기대수익률	12.5%	
시리즈C 현재가치(공정가치)	80,000원 <sup>(*6)</sup>	0원

(\*1) 1년 이내로 기술특례 상장이 가능할 것으로 시장참여자들은 예상하고 있으며, 초기 인식시점과 동일한 방식으로 유사 기업군의 공모 시가총액 평균액을 감안하여 회수시점의 기대가치를 산출하였다. 본 사례에서는 초기 인식시점과 동일한 기술특례 상장한 의약품 개발 기업군(15개사)의 공모 시가총액 평균액 3,063억원을 감안하여 3,075억원으로 산출하였다.

(\*2) 예상 총발행주식수: 1,137,500 ÷ (1 - 희석률 26.02%) = 1,537,500주

(\*3) 희석률 = (1,537,500 - 1,137,500) ÷ 1,537,500 = 26.02%

(\*4) 3,075억원 ÷ 1,537,500주 = 200,000원으로 공모시점의 예상 주당 공모가액이다.

(\*5) 초기 바이오기업에 대한 오랜 투자경험을 고려한 투자자 즉 시장참여자의 가정으로 결정하였다.

(\*6) 90,000원 ÷ (1+12.5%)<sup>1</sup> = 80,000원

A33 회사는 (주)바이오가 1년 이내로 기술특례 상장되어 회수시점이 도래할 것으로 기대하고, 시리즈C에서 발행된 주식수와 향후 상장 공모 시 예상되는 공모주식수를 감안하여 예상 희석률을 수정(45% → 26.02%)하였다. (주)바이오의 IPO 성공확률은 해당 기업군에 대한 회사의 투자경험과 현행 공모시장에서 유사 기업군의 성공사례를 감안하였으며, 회수시점이 곧 도래한다는 점과 IPO에 대한 성공확률이 증가하였다는 점 등을 고려할 때 시장참여자의 가정에 대한 불확실성은 감소<sup>21)</sup>하였고 그 결과 추정 기대수익률 또한 12.5%로 줄었다는 것을 확인했다.

A34 보고기간말 현재 회사는 모든 시리즈에 투자했다. 회사는 시리즈C 거래가격에 대한 보정을 통해 확인한 시장참여자들의 가정이 합리적이라고 판단하고, 이를 시리즈A와 시리즈B 우선주의 공정가치 측정<sup>22)</sup>에 반영하고 세 우선주의 공정가치를 모두 동일하게 측정하였다.

A35 보고기간말 현재 회사의 투자현황과 공정가치 측정 결과를 요약하면 다음과 같다.

구 분	시리즈A	시리즈B	시리즈C
투자시점의 유상증자 후 가치	125억원	412.5억원	910억원
투자금액	25억원	50억원	100억원
인수주식수	125,000주	100,000주	125,000주
총보유주식수	125,000주	225,000주	350,000주
지분율	20%	27%	31%
직전 공정가치	62.5억원	50억원	100억원
보고기간말 공정가치	100억원 <sup>(*1)</sup>	80억원 <sup>(*2)</sup>	100억원 <sup>(*3)</sup>
당기 평가손익	37.5억원	30억원	-
누적 평가손익	75억원	30억원	-

(\*1) 125,000주 x 80,000원 = 100억원

(\*2) 100,000주 x 80,000원 = 80억원

(\*3) 125,000주 x 80,000원 = 100억원

21) 시리즈B의 성공 1과 성공 2 시나리오와 비교하여 시리즈C는 성공 시나리오 한가지로 단순화되었으므로 시장참여자들의 가정에 대한 불확실성이 줄어들었다는 것을 알 수 있다.

## 2X25년 12월 31일 - 기술특례 상장(IPO) 성공

A36 (주)바이오는 2X25년 초 임상 3상에 들어갔으며, 상반기 코스닥시장에 상장하기 위하여 기술특례 상장을 신청하였고 하반기 공모 시가 총액 3,200억원에 총 800억원(주당 21만원)의 공모에 성공하였다.

### 사례A의 시사점

A37 (주)바이오는 마이크로바이옴 신약 개발 단계별로 필요한 자금을 다음과 같이 조달하였다.

구 분	시리즈A	시리즈B	시리즈C
연구개발 단계	전임상	임상1상	임상2상
시리즈별 유상증자 후 가치	125억원	412.5억원	910억원
조달금액	25억원	100억원	250억원
주당거래가격	20,000원	50,000원	80,000원
조달지분율	20% <sup>(*1)</sup>	24% <sup>(*2)</sup>	27.4% <sup>(*3)</sup>
시장참여자 가정(투입변수)			
회수시점의 예상 기대가치	3천억원	3천/3.5천억원	3.075천억원
희석률	58.33%	45%	26.02%
IPO 성공확률	25%	40%	45%
예상 투자실현기간	5년	3년	1년
추정 기대수익률	20.1%	20.1%	12.5%

(\*1) 125,000주 ÷ 625,000주 = 20%

(\*2) 200,000주 ÷ 825,000주 = 24%

(\*3) 312,500주 ÷ 1,137,500원 = 27.4%

A38 마이크로바이옴 신약개발 단계별로 유상증자 후 지분가치는 전임상 단계에서는 125억원(시리즈A 투자후 가치), 임상1상 단계에서는 412.5억원(시리즈B 투자후 가치), 임상2상 단계에서는 910억원(시리즈C 투자후 가치), 기술특례 상장에서는 3,200억원으로 평가받았다. 이것은 투자의 회수방법인 IPO의 성공확률이 단계별로

증가(25%→40%→45%)하고, IPO시점 및 회수시점의 예상 기대가치에 대한 불확실성도 단계별로 감소한 결과이다. 즉 시장참여자는 (주)바이오 주식의 지분가치를 (주)바이오가 단계별 목표치에 도달했을 때 상향평가한다는 것을 나타낸다.

A39 여기서 주의할 점은 시장참여자들은 시간에 비례하여 가치가 변동한다고 보지 않고 가치변동에 유의적인 영향을 주는 사실이나 상황이 바뀌어야만 가치가 변한다고 가정한다는 것이다. 예를 들어, 시장참여자들은 전임상 단계에서 임상1상 단계의 중간 지점인 1년이 경과한 시점에 도달했다고 해서 가치가 143.75억원(125억원과 412.5억원의 중간값)<sup>22)</sup>만큼 증가한다고 보지 않는다. 전임상 단계에서 임상1상 단계에 진입하는 순간 즉, 사실과 상황이 변하는 순간에 시장참여자가 가정의 불확실성이 일부 해소되면서 이로 인해 가치가 변동된다고 본다.

A40 공정가치는 시장에 근거하여 시장참여자들이 가격을 결정할 때 사용하는 가정을 고려하여 측정된다. 본 사례에서는 일련의 자금 조달을 통해 시장참여자들의 가정이 사실과 상황에 따라 변동하였고 이를 근거로 평가 대상 주식의 공정가치도 변한다는 것을 보여주고 있다.

A41 본 사례를 통해, 창업 초기기업의 공정가치를 측정할 때 관측할 수 있는 거래가격이 있을 경우 보정을 어떻게 활용하는지 알 수 있다. 현금흐름 등의 전통적 재무지표들이 없더라도, 적절한 시나리오와 주요 가정만을 사용하여 공정가치를 측정한다면 비상장주식의 공정가치 측정을 용이하게 할 수 있다는 것을 보여준다.

---

22) 143.75억원 = (412.5억원 - 125억원) ÷ 2

## 사례 B23) : 초기 플랫폼 비즈니스기업에 대한 투자

---

### 투자의 개요

- B1 이 사례는 플랫폼 비즈니스(Platform Business) 분야의 창업 초기 기업에 대한 투자를 다룬다. (주)대한투자(이하 '회사')는 개인의 인생을 중시하는 라이프 스타일의 변화와 정부의 휴가사용 장려정책으로 인한 여가시간의 확대 등으로 해외여행 여건이 지속적으로 개선되고 있다는 것에 주목하였다. 과거와는 달리 개인이 여행을 직접 계획하고 준비하는 자유여행의 수요가 빠르게 늘어나고 있다는 시장의 변화를 인지하고, 해외여행의 준비 단계부터 현지 여행까지 고객을 위한 종합 지원 플랫폼을 제공하는 (주)여행(이하 "피투자회사")을 발굴하여 투자하였다.
- B2 회사는 피투자회사의 플랫폼 가입자 수가 1년만에 급격히 증가하였고, 월간 실제 이용자 수(Monthly Active User, MAU), 연간 1회 이상 플랫폼에서 서비스를 구매한 고객의 비율(Pay User Ratio, PUR), 이용자 당 평균 구매금액(Average Revenue Per Paying User, ARPPU), MAU당 광고단가 등도 빠르게 상승하고 있기 때문에, 투자 후 3년 정도면 기업공개(IPO)를 통한 투자금의 회수가 가능하다고 판단하였다. 또한, 회사는 피투자회사의 기업공개뿐만 아니라 플랫폼 비즈니스의 특성을 감안하여 전략적 인수자에게 매각하는 방법으로도 투자금을 회수할 수 있다고 판단하였다.

---

23) 본 사례는 한국벤처캐피탈협회(Korean Venture Capital Association, KVCA)에 속한 회원사의 투자사례를 인용한 것이다. 본 사례는 초기 플랫폼 비즈니스 기업의 최초 투자시점부터 회수시점까지 각각의 측정시점별 공정가치 측정과정에서 시장참여자의 가정과 보정이 어떻게 활용되고 있는지를 설명하고 있다.

B3 회사는 (주)여행이 매출액 450억원에 당기순이익 66억원을 미래의 투자회수시점에 달성할 것으로 기대하고 최초 시리즈A에 투자하였다. 이후 시리즈B에 투자할 때는 기대치가 더 상승하여, 매출액 560억원에 당기순이익 83억원을 회수시점에 달성할 것으로 예상하였다. 그러나 주변국인 중국, 일본과의 대외관계가 악화되면서 여행에 대한 수요가 급격히 감소하였다. 피투자회사는 다음 단계 성장에 필요한 자금을 시리즈C 라운드로 조달하려고 했으나 시장 상황의 악화로 인하여 (주)여행의 향후 실적에 대한 기대가 급격히 약화되어 추가 자금조달의 어려움을 겪었다. 결국 (주)여행은 기업공개(IPO)에 성공하지 못하고 여행상품의 온라인 공급망을 확대하려는 제3의 전략적 인수자에게 매각되었다.

#### 피투자회사의 배경

B4 (주)여행은 자유여행객 중심의 모바일 플랫폼 서비스를 설계 및 제공하는 창업 초기기업이다. 자유여행 시장의 성장세에 힘입어 플랫폼 서비스 개시 후 10개월만에 누적 가입자수 3백만명을 돌파하면서 시장 내에서 탄탄한 위치를 자리 잡게 되었다.

B5 (주)여행의 주요 경영진은 국내·외 우수 여행사 및 플랫폼 기업의 대표이사 및 임원 출신이며, 당시 비즈니스 플랫폼 및 소셜 서비스 업무를 총괄하였다.

B6 한국의 해외여행 시장규모는 2X17년 31조원에서 연평균 10%로 성장하여 2X20년 현재 시장규모는 41조원이다. 출국자수 또한 동기간 연평균 16%로 성장하고 있으며, 여행의 수요는 지속적으로 증가할 것으로 전망되었다.

B7 과거와는 달리 YOLO(You Only Life Once)나 워라벨(Work-life Balance)같은 개인의 행복을 중시하는 라이프스타일로 시대가 변

하고 있고, 정부도 휴가사용을 장려해 여가시간을 적극 활용하도록 정책을 펼치고 있기 때문에, 여행에 대한 수요가 계속 증가하는 추세이다. 또한, 인천공항 제2터미널 개항, 지방공항의 국제노선 다변화, 저가항공사의 적극적인 노선 확장 및 글로벌 온라인 여행사를 통한 항공권 및 숙소예약이 용이해져서 해외여행을 떠날 수 있는 여러 여건들이 지속적으로 개선되고 있다.

B8 위와 같은 환경의 변화로 자유여행이 폭발적으로 증가하고 있으며, 최근 자료에 따르면 지난해 관광 목적 출국자의 2/3는 자유여행으로 출국한 것으로 알려졌다.

B9 (주)여행의 플랫폼은 해외여행 준비 단계부터 현지 여행까지 모든 부분을 책임지는 컨시어지 서비스(Concierge Service)<sup>24</sup>를 제공한다. 현재 27개국 총 120개 도시의 60만개에 달하는 관심장소(Point of Interest)에 대한 정보를 제공하고 있고, 향후 60여개 이상의 주요 도시에 대한 콘텐츠를 확대할 계획이다. 또한, 대형 포털사이트와의 업무제휴 등을 통하여 항공권 및 호텔 예약상품의 가격 경쟁력을 확보하고, 브랜드 노출 및 트래픽 유입을 증가시키려고 계획하고 있다. 또한, 플랫폼내의 타겟광고 노출을 통한 광고수익 창출은 수익모델의 한 축이 될 것으로 기대하고 있다.

## 2x20년 5월 31일 - 최초거래

B10 (주)여행은 2X20년 5월 31일에 유상증자 후 275억원의 가치로 시리즈A 우선주를 주당 137,500원에 55억원을 발행(40,000주)하였고, 회사는 이 중 50%인 27.5억원을 시리즈A에 투자하였다. 시리즈A의 자금조달액 55억원은 관리비, 마케팅, 콘텐츠 제작 등 일반 운영 자금으로 사용될 예정이다.

24) 컨시어지 서비스(concierge service): 컨시어지는 원래 '관리인', '안내인'을 뜻하는데 요즘은 '고객의 요구에 맞추어 모든 것을 일괄적으로 처리해주는 가이드'라는 의미로 쓰이고 있다. 고객이 제일 처음 맞닥뜨리게 되는 일종의 관문 서비스다. (출처: 한경 경제용어사전)



B11 최초 거래일의 피투자회사의 주주현황은 다음과 같다.

투자자	주식수	지분율
우선주주		
(주)대한투자	20,000	10%
시리즈A 기타	20,000	10%
소계	40,000	20%
보통주주	160,000	80%
합계	200,000	100%

B12 회사는 피투자회사의 IPO 또는 전략적 인수자에게 매각함으로써 투자금을 회수할 수 있다고 예상하였다. 다만, 피투자회사의 매각보다는 IPO를 통한 회수 확률이 훨씬 높다고 보고 제3자 매각 시나리오는 최초 공정가치 측정을 위한 분석에서 제외하였다. 성공 시나리오인 IPO는 앞으로 3년 이후 가능할 것으로 보았고, 실패 시나리오의 경우에는 투자금을 완전히 잃을 것으로 예상하였다.

B13 유상증자 후 275억원의 가치와 투자금 55억원(회사는 27.5억원을 투자)은 피투자회사와의 협상으로 결정되었다. 시리즈A 투자금액은 시리즈B에 이를 때까지 필요한 현금 소요액을 근거로 하였다. 시리즈A 투자자들은 2X23년 이후부터 독보적인 해외여행 플랫폼으로 자리 잡고 거래금액의 확대와 순매출액 및 순이익의 증가를 모두 달성할 수 있다고 기대하였다. 국내 여행시장규모 41조원의 60%인 24조원을 자유여행 시장규모로 추정했고, 여기에 쇼핑, 음식 등에 사용되는 금액을 제외한 12조원 정도의 시장기회가 (주)여행에 있는 것으로 추정하였다. 이 중 회사가 차지할 것으로 예상되는 5%의 시장(약 6천억원)에서 직접적인 매출 및 이에 부수되는 광고수익이 발생할 것으로 판단하여, 매출액 450억원에 순이익 66억원을 달성할 것으로 예측하였다.

B14 시리즈A 투자자들은 전통적인 여행산업의 주가수익비율(PER)은 대략 30정도이지만, IT를 기반으로 하는 플랫폼 비즈니스의 높은

성장성을 감안할 때 예상 PER를 50까지 적용할 수 있다고 판단하고, 30과 50의 중간값인 40을 예상 PER로 적용하였다. 결국, 예상 순이익 66억원의 40배인 2,640억원을 성공 시나리오에서의 IPO 예상 기대가치로 추정하였으며, 시리즈A 투자로 9.6배<sup>25)</sup>의 높은 기대 수익을 얻을 수 있을 것으로 예상했다.

B15 시장참여자인 투자자들은 창업 초기기업에 대한 투자를 협상할 때 보통 정량적 분석보다는 정성적 분석으로 얻은 질적 지표들을 활용한다. 그리고 이를 뒷받침하기 위하여 IPO시점의 예상 시가 총액, IPO 예상확률, IPO 예상시점 그리고 할인율 등을 투자금액과 일치하도록 보정하고 이를 문서화한다.

B16 시리즈A 투자자들은 단순 시나리오 분석을 활용한 기대현재가치 기법을 사용하여 최초 측정일 이후의 공정가치를 측정하기로 하였고, 최초 거래금액과 공정가치를 일치시키는 시장참여자의 가정을 도출하기 위하여 다음과 같이 보정하였다.

구 분	성공 시나리오	실패 시나리오
회수시점의 예상 기대가치 <sup>(*1)</sup>	2,640억원	-
희석률 고려 후 회수시점의 예상 기대가치 <sup>(*4)</sup>	1,584억원 <sup>(*2)</sup> (희석률: 40% <sup>(*3)</sup> )	-
IPO 성공확률 <sup>(*5)</sup>	30%	70%
확률 가중한 희석률 고려 후 회수시점의 예상 기대가치	475.2억원	-
예상 투자실현 시점	3년	-
추정 할인율	20%	-
현재가치(Post-money Value)	275억원 <sup>(*6)</sup>	0원
우선주지분율	20%	-
시리즈A 공정가치(=거래금액)	55억원	0원

(\*1) 예상 순이익 66억원 × 예상 PER 40 = 2,640억원

(\*2) 2,640억원 × (1-40%) = 1,584억원

(\*3) 단계별로 40%에서 30%로 30%에서 20%로 낮아진다고 가정하였다.

25) 2,640억원 ÷ 275억원(시리즈A 투자후 가치) = 9.6(배)

(\*4)  $2,640\text{억원} \times (1 - 40\%) = 1,584\text{억원}$ 으로 시리즈A 이후 조달될 지분을 제외하고  
시리즈A 자금조달 직후 시점 현재의 지분의 가치

(\*5) 초기 플랫폼 비즈니스 기업에 대한 오랜 투자경험을 고려한 투자자 즉 시장  
참여자의 가정으로 결정하였다.

(\*6)  $475.2\text{억원} \div (1+20\%)^3 = 275\text{억원}$

B17 투자자들은 피투자회사의 플랫폼 내에서 사용자들이 항공, 호텔, 티켓 등을 구매하고 받는 수수료와 플랫폼 내에서 제휴처(해외 관광청 등)와 현지 업체들의 타겟광고를 통한 광고매출을 주된 수익으로 예상하였다. 이를 결정하는 중요한 변수로 플랫폼 가입자 수, 월간 활성이용자 수(MAU), 연간 1회 이상 플랫폼에서 서비스를 구매한 고객의 비율(PUR), 이용자 당 평균 구매금액(ARPPU), MAU당 광고단가 등을 고려하였다.

B18 피투자회사의 플랫폼 서비스 출시 후 약 10개월만에 가입자 3백만명을 돌파하였고 가입자수의 증가속도가 빨라서, IPO시점에는 예상 가입자수가 1천만명을 충분히 돌파할 것으로 예상되었다. 이를 근거로 투자자들의 예상 매출액과 순이익 전망을 뒷받침하도록 주요 변수들을 다음과 같이 가정하였다.

시장참여자의 가정	시리즈A
예상 가입자수	10,000,000명
PUR	6%
ARPPU	1,000,000원
추정 거래금액 <sup>(*1)</sup>	6,000억원
순매출액 비율	5%
서비스 매출액(A) <sup>(*2)</sup>	300억원
가입자 대비 MAU 비율	12%
MAU <sup>(*3)</sup>	1,200,000명
MAU당 광고단가(월)	1,000원
연간 광고매출액(B) <sup>(*4)</sup>	144억원
총 매출액(A+B)	444억원
원가율 <sup>(*5)</sup>	85%
예상 순이익	66.6억원

(\*1) 예상 가입자수 × PUR × ARPPU

(\*2) 추정 거래금액 × 순매출액 비율

(\*3) 예상 가입자수 × 가입자 대비 MAU 비율

(\*4) MAU × MAU당 광고단가(월) × 12개월

(\*5) 인건비, 시설사용료, 마케팅비, 콘텐츠개발비, 광고대행수수료 등을 감안하여 초기 플랫폼 비즈니스에 대한 오랜 투자경험을 바탕으로 시장참여자들이 가정하였다.

## 2X20년 12월 31일 - 가치평가

B19 회사는 최초 보고기간말에 피투자회사나 외부시장에 어떠한 중요한 사건들이 발생하지 않았고, 주요 투입변수와 가정들(예: IPO 성공확률, 회수 시점의 기대가치, 예상 투자실현 시점, 회수방법의 성격)을 변경할만한 어떠한 요인도 없다고 판단했다. 또한 취득 후 경과한 시간이 7개월밖에 되지 않았기 때문에 원가가 공정가치의 적절한 추정치가 될 수 있다고 판단하였다. 그 결과 최초 취득시점의 공정가치인 27.5억원을 보고기간말의 공정가치로 보았다.

B20 보고기간말 현재 회사의 투자현황과 시리즈A의 공정가치 측정 결과를 요약하면 다음과 같다.

구 분	시리즈A
투자금액	27.5억원
지분율	10%
유상증자 후 가치	275억원
보고기간말 공정가치	27.5억원
평가손익	-

### 2X21년 9월 30일 - 시리즈B로 자금조달

B21 (주)여행은 2X21년 9월 30일에 유상증자 후 484.2억원의 가치로 시리즈B 우선주를 주당 152,083원에 180억원(118,356주)을 발행하였고, 회사는 이 중 33.3%인 60억원을 시리즈B에 투자하였다. 시리즈B의 다른 상세 투자조건들은 시리즈A와 동일하게 발행되었다.

B22 피투자회사의 주식 변동 현황은 다음과 같다.

구 분	설립	시리즈A	시리즈B	합계	지분율
우선주주					
(주)대한투자	-	20,000	39,452	59,452	18.67%
시리즈A 기타	-	20,000	-	20,000	6.28%
시리즈B 기타	-	-	78,904	78,904	24.78%
소계	-	40,000	118,356	158,356	49.74%
보통주주	160,000	-	-	160,000	50.26%
합계	160,000	40,000	118,356	318,356	100.00%

B23 피투자회사는 2X21년 3사분기에 국내 메이저 여행사 중 하나인 X사와의 업무제휴로 호텔, 항공 등 플랫폼내에서 구매할 수 있는 모든 상품에 대해 경쟁력을 확보하였다. 피투자자는 X사의 해외 현지법인을 활용한 마케팅이 가능해져 경쟁사인 다른 온라인 여행사보다 저렴한 가격으로 여행상품을 공급할 수 있게 되었고, 발

권액 1조원이 넘는 한국발 주요 노선에 대해 X사와 동일한 가격 확보가 가능해졌다. 또한, 국내 대형 포털사이트 중 하나인 Y사에게 해외 주요 관심지역에 대한 데이터베이스(DB), 한국인의 여행 관련 빅데이터(Big Data), 공간정보 등을 제공하기로 하였고 이를 통해 피투자회사의 브랜드노출, 트래픽 유입 극대화, 브랜드 포지셔닝 강화 효과를 기대하고 있다.

B24 투자자들은 피투자회사 경영진과의 면담에서 2X22년까지 플랫폼 이용자 확대 및 구매경험 증대에 집중하고, 여행상품의 경쟁력을 높이기 위한 전략적 제휴 확대, 자체 프로모션 강화를 추진할 것이라고 설명 들었다. 투자자들은 2X23년부터 국내 1위의 해외여행 플랫폼으로 자리를 잡고 거래금액의 확대와 순매출액 및 순이익의 증가를 모두 달성할 수 있다고 확신하였다. 국내 자유여행 시장규모인 30조원에서 항공, 호텔, 쇼핑 등을 모두 아우르는 플랫폼으로 전체 시장규모의 2.5%인 7,500억원의 거래금액을 확보한 결과 매출액 560억원에 순이익 83억원을 달성할 것으로 예측하였다.

B25 항공권, 숙박, 투어 및 패키지 상품을 판매하고 있는 국내회사 3개사의 PER는 30~50의 수준을 보이고 있다. 피투자회사는 전통적인 여행서비스를 제공하는 3개사와는 달리 사용자 중심 데이터 기반 맞춤형 서비스를 제공할 뿐만 아니라 타겟 광고매출까지 더해질 것이므로, 차별화된 IT기반의 여행 비즈니스와 높은 성장성 등을 감안할 때 예상PER는 최대 50까지도 달성할 수 있다고 예상하였다. 그러나 추정의 불확실성 등을 감안하여 과거와 동일하게 30과 50의 중간값 40을 적용하기로 하였다.

B26 회사는 시리즈B 투자시점에 알고 있는 새로운 사실과 상황들에 근거하여 거래시점의 시장참여자 가정이 적절히 반영되도록 시리즈B 우선주의 거래가격을 다음과 같이 보정하였다.

구 분	성공 시나리오	실패 시나리오
회수시점의 예상 기대가치 <sup>(*1)</sup>	3,320억원	-
회석률 고려 후 회수시점의 예상 기대가치 <sup>(*4)</sup>	2,324억원 <sup>(*2)</sup> (회석률: 30% <sup>(*3)</sup> )	-
IPO 성공확률 <sup>(*5)</sup>	30%	70%
확률 가중한 회석률 고려 후 회수시점의 예상 기대가치	697.2억원	-
예상 투자실현 시점	2년	-
추정 할인율	20%	-
현재가치(Post-money Value)	484.17억원 <sup>(*6)</sup>	0원
지분율	37.2% <sup>(*7)</sup>	-
시리즈B 공정가치(=거래금액)	180억원	0원

(\*1) 예상 순이익 83억원 × 예상 PER 40 = 3,320억원

(\*2) 3,320억원 × (1-30%) = 2,324억원

(\*3) 단계별로 40%에서 30%로 30%에서 20%로 낮아진다고 가정하였다.

(\*4) 3,320억원 × (1 - 30%) = 2,324억원으로 시리즈B 이후 조달될 지분을 제외하고 시리즈B 자금조달 직후 시점 현재의 지분의 가치

(\*5) 초기 플랫폼 비즈니스 기업에 대한 오랜 투자경험을 고려한 투자자 즉 시장 참여자의 가정으로 결정하였다.

(\*6) 697.2억원 ÷ (1+20%)<sup>2</sup> = 484.17억원

(\*7) 118,356주 ÷ 318,356주 = 37.2%

B27 국내 메이저 여행사와의 업무 제휴, 대형 포털사이트를 통한 브랜드 노출 및 트래픽 유입 증가로 예상 가입자수는 시리즈A 대비 20% 증가한 12백만명으로 늘어날 것으로 예상했다. 한국관광공사에 따르면, 관광 목적으로 약 21백만명 가량 출국했고, 이들 중 자유여행 출국자는 14백만명으로 약 67%에 달하고 향후 75%까지 확대될 것으로 전망하였다. 투자자들의 예상 가입자수 12백만명(20백만명 × 75% × 80%)<sup>26)</sup> 추정은 현재 시점의 사실과 상황을 고려할 때 합리적이라고 판단하였다. PUR은 전략적 제휴 확대와 자체 할인 프로모

26) 투자자들이 현재의 시장 상황을 고려하여 추정한 것이며, 출국자수가 20백만명으로 유지되고(예상치), 자유여행출국자수는 이중 75%이고, 그중 80%는 이 사이트를 통해 가입할 것으로 가정하였다.

선으로 8%로 증가하지만 대신 ARPPU는 800,000원으로 줄어든다고 가정하였다. 그 이외의 다른 가정들은 시리즈A와 동일하다고 보았다. 이를 근거로 투자자들의 예상 매출액과 순이익을 뒷받침 하도록 주요 변수들을 다음과 같이 가정하였다.

시장참여자의 가정	시리즈B	시리즈A
예상 가입자수	12,000,000명	10,000,000명
PUR	8%	6%
ARPPU	800,000원	1,000,000원
추정 거래금액 <sup>(*1)</sup>	7,680억원	6,000억원
순매출액 비율	5%	5%
서비스 매출액(A) <sup>(*2)</sup>	384억원	300억원
가입자 대비 MAU 비율	12%	12%
MAU <sup>(*3)</sup>	1,440,000명	1,200,000명
MAU당 광고단가(월)	1,000원	1,000원
연간 광고매출액(B) <sup>(*4)</sup>	172.8억원	144억원
총 매출액(A+B)	556.8억원	444억원
원가율 <sup>(*5)</sup>	85%	85%
예상 순이익	83.5억원	66.6억원

(\*1) 예상 가입자수 × PUR × ARPPU

(\*2) 추정 거래금액 × 순매출액 비율

(\*3) 예상 가입자수 × 가입자 대비 MAU 비율

(\*4) MAU × MAU당 광고단가(월) × 12개월

(\*5) 인건비, 시설사용료, 마케팅비, 콘텐츠개발비, 광고대행수수료 등을 감안하여 초기 플랫폼 비즈니스에 대한 오랜 투자경험을 바탕으로 시장참여자들이 가정하였다.

## 2X21년 12월 31일 가치평가

B28 회사는 시리즈A 우선주의 공정가치 측정시, 관측할 수 있는 시리즈B 우선주의 거래가격을 보정하여 확인한 시장참여자의 가정을 받아들여 시리즈A 우선주의 공정가치를 시리즈B 우선주의 거래가격인 주당 152,083원으로 일치하도록 측정하였다. 따라서 회사는



보고기간말 시점의 시리즈A 우선주의 공정가치를 주당 137,500원에서 주당 152,083원으로 측정(평가증)하였다.

B29 시리즈B 투자시점 이후에 피투자회사나 외부시장에 어떠한 중요한 사건들이 발생하지 않았고, 주요 투입변수와 가정들(예: IPO 성공확률, 회수 시점의 기대가치, 예상 투자실현 시점, 회수방법의 성격)을 변경할만한 어떠한 요인도 없다고 판단하였다. 또한 시리즈B 취득 후 경과한 시간이 3개월밖에 되지 않았기 때문에 공정가치에 변동은 줄만한 사실이나 상황은 없다고 판단하였다.

B30 보고기간말 현재 회사의 투자현황과 시리즈A와 시리즈B 우선주의 공정가치 측정결과를 요약하면 다음과 같다.

구 분	시리즈A	시리즈B
투자금액	27.5억원	60억원
지분율	6.28% <sup>(*1)</sup>	12.39% <sup>(*2)</sup>
피투자회사 전체 지분가치	484.2억원	484.2억원
보유지분 공정가치	30.4억원 <sup>(*3)</sup>	60억원 <sup>(*4)</sup>
당기 평가손익	2.9억원 <sup>(*5)</sup>	-

(\*1) 20,000주 ÷ 318,356주 = 6.28%

(\*2) 39,452주 ÷ 318,356주 = 12.39%

(\*3) 484.2억원 x 6.28% = 30.4억원

(\*4) 484.2억원 x 12.39% = 60억원

(\*5) 30.4억원 - 27.5억원 = 2.9억원

## 2X22년 12월 31일 - 전략적 인수자에게 매각

B31 2X22년 하반기 중국, 일본과의 대외관계악화로 양국에 대한 해외 여행객수가 급격히 줄어들었고, 이러한 부정적인 상황을 감안할 때 시장참여자들이 시리즈C 라운드에 투자한다면 피투자회사의 시장가치는 250억원에서 300억원 사이에 결정될 것으로 예상되었다. 이러한 시장참여자의 관점을 기존의 시나리오 분석 방법과 일관

되도록 보정한 결과 PUR은 6%, ARPPU은 500,000원, 순매출액은 4%, MAU당 광고단가(월)는 800원, 원가율은 90%로 모든 변수들이 나빠질 것으로 예상되었다. 그 결과 예상 매출액은 250억원에 당기순이익은 25억원으로 예측되었고 PER는 30으로 예상치를 낮추었다. 이러한 상황에서 시리즈C로 추가 자금을 조달하는 것은 어렵다고 판단하였다. 이러한 사실과 상황을 반영한 시나리오로 기대현재가치기법을 사용하여 추정된 피투자회사의 공정가치 추정액은 다음과 같았다.

구 분	성공 시나리오	실패 시나리오
회수시점의 예상 기대가치 <sup>(*1)</sup>	750억원	-
희석률 고려 후 회수시점의 예상 기대가치 <sup>(*2)</sup>	600억원 (희석률: 20% <sup>(*3)</sup> )	-
IPO 성공확률 <sup>(*4)</sup>	50%	50%
확률 가중한 희석률 고려 후 회수시점의 예상 기대가치	300억원	-
예상 투자실현 시점	1년	-
추정 할인율	12%	-
현재가치(Post-money Value)	267.9억원 <sup>(*5)</sup>	0원
지분율	11.16% <sup>(*6)</sup>	-
시리즈C 공정가치 예상액	29.9억원	0원

(\*1) 예상 순이익 25억원 × 예상 PER 30 = 750억원

(\*2) 750억원 × (1 - 20%) = 600억원

(\*3) 단계별로 40%에서 30%로 30%에서 20%로 낮아진다고 가정하였다.

(\*4) 초기 플랫폼 비즈니스 기업에 대한 오랜 투자경험을 고려한 투자자 즉 시장 참여자의 가정으로 결정하였다.

(\*5) 300억원 ÷ (1+12%)<sup>1</sup> = 267.9억원

(\*6) 40,000주 ÷ (318,356주+40,000주) = 11.16% (회사가 시리즈C에서 자금조달을 하였다면 40,000주의 우선주를 발행했을 것으로 가정하였다.)

B32 회사는 피투자회사와 협의하여 이러한 시장 상황이 당분간 지속될 것으로 판단하고 전략적 인수자를 물색하면서 피투자회사 전체를 매각하기로 결정하였다. M&A시장에서 플랫폼 비즈니스는

MAU × MAU당 가격으로 거래가 이루어지고 있으며, 피투자회사와 전략적 인수자는 협상을 통해 MAU는 1백만명으로 MAU당 단가는 5만원으로 결정하고 매각대금으로 500억원을 지급하기로 합의하였다.

B33 회사와 피투자회사는 현재 투자시장에서의 시장참여자들이 예상하는 지분가치 267.9억원보다 전략적 인수자의 매수가액 500억원이 약 2배가량 더 크다는 점을 고려하여 바로 매각계약을 체결하였다. 각 시리즈별 매각금액과 투자원금 그리고 총 손익을 계산하면 다음과 같다.

구 분	매각금액 (a)	지분율(%)	투자원금 (b)	총 손익 (a-b)
총 매각가치	500억원			
시리즈A	62.8억원 <sup>(*1)</sup>	12.56% <sup>(*3)</sup>	55억원	7.8억원
시리즈B	185.9억원 <sup>(*2)</sup>	37.18% <sup>(*4)</sup>	180억원	5.9억원

(\*1) 500억원 × 40,000주/318,356주 = 62.8억원

(\*2) 500억원 × 118,356주/318,356주 = 185.9억원

(\*3) 40,000주/318,356주 = 12.56%

(\*4) 118,356주/318,356주 = 37.18%

B34 보고기간말 현재 회사의 투자현황과 시리즈A와 시리즈B의 우선주의 공정가치 측정결과를 요약하면 다음과 같다.

구 분	시리즈A	시리즈B
투자금액	27.5억원	60억원
지분율(a)	6.28% <sup>(*1)</sup>	12.39% <sup>(*2)</sup>
피투자회사 매각가격(b)	500억원	500억원
보유지분별 매각가치(a × b)	31.4억원	61.97억원
직전 보고기간말 공정가치	30.4억원	60억원
매각차익	(+)1억원	(+)1.97억원

(\*1) 20,000주/318,356주 = 6.28%

(\*2) 39,452주/318,356주 = 12.39%

## 사례B의 시사점

B35 (주)여행은 사업의 진행단계별로 다음과 같이 필요한 자금을 조달하였다.

구 분	시리즈A	시리즈B	매각
시리즈별 유상증자 후 가치	275억원	484.2억원	267.9억원
조달금액	55억원	180억원	-
시리즈A와 시리즈B의 매각가치	-	-	248.7억원 <sup>(*)1</sup>
주당거래가격	137,500원 <sup>(*)2</sup>	152,083원 <sup>(*)3</sup>	157,057원 <sup>(*)4</sup>
조달 또는 매각지분율	20% <sup>(*)5</sup>	37.18% <sup>(*)6</sup>	100% <sup>(*)7</sup>

(\*)1 62.8억원+185.9억원 = 248.7억원

(\*)2 55억원 ÷ 40,000주 = 137,500원

(\*)3 180억원 ÷ 118,356주 = 152,083원

(\*)4 248.7억원 ÷ 158,356주 = 157,057원

(\*)5 40,000주 ÷ 200,000주 = 20%

(\*)6 118,356주 ÷ 318,356주 = 37.18%

(\*)7 158,356주 ÷ 158,356주 = 100%

B36 시장참여자들은 (주)여행의 플랫폼 비즈니스를 평가할 때 창업 초기 단계에서는 단기에 누적가입자수 300만명을 돌파하는 빠른 성장속도를 보고 275억원으로 평가했고, 그 다음 라운드에서는 콘텐츠 확대와 광고 수익모델의 개발 및 주요 업체들과의 제휴와 협력을 통한 시장에서의 위치 강화와 성장 잠재력을 보고 484.2억원으로 평가하였다. 그 후 (주)여행의 외부환경의 급변으로 시장참여자의 가정이 변하였고 기업공개(IPO)보다는 전략적 인수자에게 사업 전체를 매각하여 더 높은 가격으로 투자금을 회수하게 되었다.

B37 시장참여자들은 (주)여행과 유사한 플랫폼 비즈니스를 바라볼 때 가입자수, 월간 이용자수(MAU), 유료 이용고객(Paying User) 등과 같은 정성적인 지표들을 통해 가치를 평가한다. 현실의 M&A 시장에서는 가입자수 또는 MAU당 일정 금액 등을 기준으로 기업 가치를 평가하여 거래가 이루어지고 있다.

B38 시장참여자들은 IPO를 통한 회수시점의 예상 기대가치를 기준으로 투자의 공정가치를 측정할 수도 있지만, 또 다른 회수시장인 M&A시장에서 평가하는 방법으로 기업가치를 평가하기도 한다. 본 사례에서는 시장참여자들이 M&A시장에서의 MAU당 기업가치 단가를 최소 5만원으로 본다고 가정하고, 회사는 기업공개(IPO)를 통해 투자금을 회수하지 못하더라도 다른 회수방법을 통해 최소한 손실은 없이 투자금을 회수할 수 있다고 판단하고 투자를 진행하는 사례를 다루었다.

B39 본 사례를 통해, 창업 초기기업이나 신생업종 기업의 공정가치를 측정하기 위해 시장참여자들은 매출이나 당기순이익 또는 현금흐름과 같은 전통적으로 많이 사용되는 재무적 수치를 보는 것이 아니라 업종에 따라 공정가치를 대변할 수 있는 정성적인 지표를 더 활용할 수 있음을 알 수 있다. 또한 이러한 기업들의 공정가치를 측정할 때 관측할 수 있는 정성적인 지표들이 있을 경우 공정가치 측정에 보정을 어떻게 활용하고, 몇 가지의 정성적인 지표만을 사용하여 공정가치를 측정하더라도 잘 선택한다면 재무정보를 얻기 어려운 비상장주식의 공정가치 측정을 용이하게 할 수 있다는 것을 보여준다.