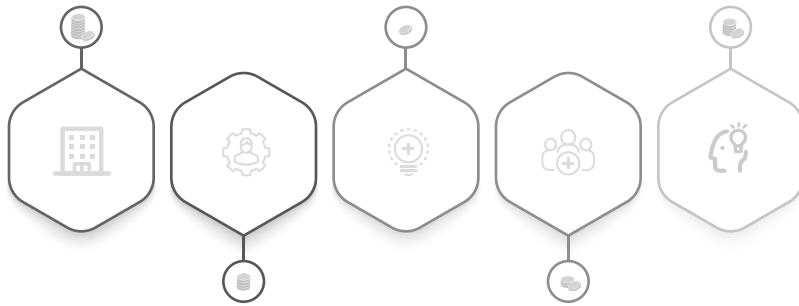


KOREAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION

벤처투자자산 공정가치 평가 가이드라인



목 차

일러두기

I. 공정가치와 관련 개념	1
II. 공정가치 평가방법	10
III. 자산종류별 공정가치 평가방법	28
1. 지분증권의 공정가치	39
2. 채무증권의 공정가치	42
3. 전환사채의 공정가치	46
4. 신주인수권부사채의 공정가치	48
5. 프로젝트 투자의 공정가치	51
IV. 사례연구 (Case Study)	54
1. 사례A - 초기 바이오기업에 대한 투자	54
2. 사례B - 초기 플랫폼비즈니스기업에 대한 투자	70

일러두기

2018년에 시행된 K-IFRS 제1109호 ‘금융상품’ 기준서에 따르면, 비상장주식은 원칙적으로 공정가치로 평가하도록 하고 있다. 그러나 창업초기, 벤처기업 등에 주로 투자하는 벤처캐피탈을 비롯한 다양한 투자자들은 선택가능한 적절한 평가 방법론의 부재 및 시간·비용 상의 제약으로 인해 이를 적용하는 것이 실무적으로 큰 부담이 되었다. 이런 부담을 줄이기 위해 금융위원회는 당 협회를 포함한 금융감독원, 한국회계기준원, 한국공인회계사회, 4대 대형회계법인, 한국상장회사협의회, 코스닥협회, 채권평가사 등 총 16개 기관이 참여한 TFT를 구성하였고, 약 4개월 동안 각계 전문가들의 의견을 수렴한 후 ‘비상장주식에 대한 공정가치 평가 관련 감독지침(2020.1.21)’을 마련하여 발표하였다. 이에 당 협회에서는 해당 감독지침의 취지와 내용을 준용하여 실무상 비상장주식 등의 공정가치 평가를 용이하게 할 수 있도록 본 가이드라인을 작성하였다.

시장에서 널리 활용되는 공정가치 평가방법은 주로 재무적 수치에 기반한 정량적인 접근법으로 최근의 새로운 비즈니스와 스타트업은 공정가치 측정에 필요한 신뢰성 있고 충분한 정보를 적시에 얻지 못하는 경우가 대부분이라 이를 적용하기에 실무상 어려움이 많았다. 또한, 이를 적용해 공정가치를 측정하더라도 그 결과에 대하여 외부감사인과 상당한 견해 차이를 보이는 경우가 다반사였다. 본 가이드라인은 이런 어려움을 해소하기 위하여 국내외 투자현장에서 Valuation을 위해 실제로 통용되는 가치평가방법론을 면밀히 분석하였으며, 실리콘밸리의 투자실무를 반영하여 미국 AICPA에서 2019년 6월에 공개한 『Accounting and Valuation Guideline』의 내용을 적극 참조하였다. 그 결과, 많은 양의 최근 정보를 필요로 하는 정량적인 평가기법보다는 제한적인 정보를 활용하더라도 정성적인 평가기법이 상황에 따라서는 오히려 더 적합할 수도 있다는 결론에 도달하였다. 더불어, 창업초기 기업 등의 경우 원가를 공정가치로 쓸 수 있는 상황에 대하여 구체적이고 객관적인 기준을 제시하여 실무적인 부담도 더 줄일 수 있도록 하였다.

본 가이드라인에 따라 공정가치를 측정하기 위해서는 ‘시장참여자’와 ‘가상거래’ 그리고 ‘보정’이라는 핵심개념에 대한 명확한 이해가 필요하다. 이것은 ‘1.공정가치와 관련 개념’에 자세히 설명되어 있으니 반드시 숙지할 필요가 있다.

벤처투자자산의 공정가치 평가에 대한 신뢰성과 객관성을 제고하고 회계반영 가능성을 높이기 위해서 본 가이드라인과 금융위원회에서 발표한 『비상장주식에 대한 공정가치 평가 관련 감독지침』(2020.1.21.)을 적극적으로 활용하기를 바란다.

1. 공정가치와 관련 개념

공정가치의 정의 :

- 1 공정가치는 측정일에 시장참여자 사이의 정상거래에서 자산을 매도할 때 받거나 부채를 이전할 때 지급하게 될 가격으로 시장참여자가 자산이나 부채의 가격을 결정할 때 사용하는 가정을 적용하여 측정한다.
- 2 공정가치 측정의 목적은 측정일 현재의 시장 상황에서 주된 (또는 가장 유리한) 시장의 시장참여자 사이의 정상거래에서 자산을 매도할 때 받거나 부채를 이전할 때 지급하게 될 가격(측정일에 자산을 보유하거나 부채를 부담하고 있는 시장참여자 관점의 유출가격)을 측정하는 것으로, 그 가격은 직접 관측할 수도 있으며 다른 가치평가기법을 사용하여 추정할 수도 있다.

거래가격(Transaction Price) :

- 3 거래가격은 공정가치(유출가격)와 달리 자산을 취득할 때 지불하거나 부채를 떠맡을 때 받는 가격(유입가격)을 말한다. 측정일에 거래가격이 공정가치를 나타내는지 반드시 검토가 필요하다.
- 4 다음의 조건에서 거래가 이루어 질 경우 거래가격이 자산이나 부채의 공정가치를 나타낼 수 없다.
 - 거래가 관계있는 당사자들 사이에 이루어진 경우. 비록 관계있는 당사자 사이의 거래에서 발생한 가격이라고 하더라도, 해당 거래가 시장조건 하의 정상거래에서 발생했다는 증거가 있다면 공정가치를 산출하기 위하여 사용할 수 있다.
 - 거래가 압박이나 강요에 의하여 이루어진 경우. 매도자가 재무적 어려움을 겪고 있는 경우가 하나의 사례일 수 있다.
 - 거래가격을 나타내는 회계단위와 공정가치로 측정되는 자산이나 부채의 회계단위

가 다른 경우.

- 거래가 발생한 시장과 주된 (가장 유리한) 시장이 다른 경우.

주된 (가장 유리한) 시장(Principal or Most Advantageous Market) :

- 5 공정가치 측정은 자산을 매도하거나 부채를 이전하는 거래가 자산이나 부채의 주된 시장에서 이루어지는 것으로 보고, 자산이나 부채의 주된 시장이 없는 경우에는 가장 유리한 시장에서 이루어지는 것으로 본다.
- 6 주된 시장이나 가장 유리한 시장(주된 시장이 없는 경우)을 식별하기 위하여 있을 수 있는 모든 시장에 대한 광범위한 조사를 할 필요는 없으나 합리적으로 구할 수 있는 모든 정보를 고려하고, 이 경우 반증이 없으면 자산을 매도하거나 부채를 이전하기 위해 일반적으로 거래하는 시장을 주된 시장이나 가장 유리한 시장으로 본다.

투입변수(Inputs) :

- 7 관측할 수 있는 투입변수(Observable Inputs): 실제 사건이나 거래에 관해 공개적으로 구할 수 있는 정보와 같은 시장 자료를 사용하여 개발하였으며 자산이나 부채의 가격을 결정할 때 시장참여자가 사용할 가정을 반영한 투입변수
- 8 관측할 수 없는 투입변수(Unobservable Inputs): 시장 자료를 구할 수 없는 경우에, 자산이나 부채의 가격을 결정할 때 시장참여자가 사용할 가정에 대해 구할 수 있는 최선의 정보를 사용하여 개발된 투입변수
- 9 공정가치를 측정하기 위해 사용하는 가치평가기법은 관측할 수 있는 투입변수를 최대한으로 사용하고 관측할 수 없는 투입변수를 최소한으로 사용해야 한다.

관측할 수 있는 정상거래(Orderly Transaction) :

- 10 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.

정상적이지 않은 거래¹⁾ :

- 11 자산이나 부채(또는 비슷한 자산이나 부채)의 거래 규모나 거래 빈도가 유의적으로 줄어든 경우에, 거래가 정상적인지(또는 정상적이지 않은지)를 판단하는 것은 어렵다. 그렇지만 그런 시장의 모든 거래가 정상적이지 않다(강제 청산이나 재무적 어려움에 따른 매각)고 결론 내리는 것은 적절하지 않다²⁾.
- 12 거래가 정상적이지 않은 것을 나타낼 수 있는 상황은 다음을 포함한다.
- 측정일 전의 일정 기간에, 현재의 시장 상황에서 해당 자산이나 부채와 관련되는 거래를 위한 통상적이고 관습적인 마케팅활동을 할 수 있을 정도로 충분한 시장 익스포저가 없었다.
 - 일반적이고 관습적인 마케팅활동 기간은 있었으나 매도자가 하나의 시장참여자에게 자산이나 부채에 대한 마케팅활동을 하였다.
 - 매도자가 파산이나 법정관리 상태에 있거나 거의 그러한 상황이다(매도자가 재무적 어려움을 겪고 있다).
 - 매도자가 법적 요구사항을 충족하기 위하여 매도할 것을 요구받았다(매도가 강제되었음).
 - 거래가격이 같거나 비슷한 자산이나 부채의 최근 다른 거래와 비교하여 거래가격이

1) 기업회계기준서 제1113호 공정가치 측정 문단 B43 참조

2) 기업회계기준서 제1113호 공정가치 측정 문단 BC181에 의하면, “거래가 거의 없는 시장에서도 거래가 정상적일 수 있기 때문에 기업이 시장의 거래 빈도에만 중점을 두어서는 안 되고 관측한 거래가격이 정상거래의 결과인지의 여부에 중점을 두어야 한다. 따라서 거래가 정상적이지 않다는 증거가 없다면 관측한 거래가격을 고려해야 한다.”고 기술하고 있다.

예외적이다.

- 13 거래가 정상적인지를 판단하기 위하여 광범위한 노력을 기울일 필요는 없지만 합리적으로 구할 수 있는 정보를 무시해서는 안 된다. 거래 당사자인 기업은 해당 거래가 정상적인지 결론내릴 수 있는 충분한 정보를 가진 것으로 본다.

시장 중심의 측정 :

- 14 일반적으로 사용되는 공정가치 평가방법은 일물일가의 원칙으로 해당 자산의 고유한 가치를 측정하는 것이라고 본다면, 현행 기업회계기준서에서 요구하는 공정가치 평가방법은 시장 중심의 측정으로 시장참여자가 지급하고자 하는 가격인 시장에 근거한 추정치를 공정가치로 측정하는 것이다. 이런 이유로 개별 기업의 특성에 따라 동일한 자산에 대한 주된 시장은 서로 다를 수 있고, 그 결과로 보고실체 관점에서 주된 시장과 그 시장의 시장참여자가 자산의 가격을 결정할 때 사용하는 가정이 서로 다르다면 시장에 근거한 추정치인 공정가치 또한 서로 다른 가격으로 측정될 수 있다.

시장참여자의 정의 :

- 15 시장참여자는 다음의 특성을 모두 가진 주된 (또는 가장 유리한) 시장의 매입자와 매도자를 말한다.
- 서로 독립적이다. 즉, 기업회계기준서 제1024호에서 정의하는 특수관계자가 아님. 그러나 특수관계자 거래가 시장 조건에 따라 이루어졌다면 그러한 거래의 가격을 공정가치 측정을 위한 투입변수로 사용할 수 있다.
 - 합리적인 판단력이 있다. 구할 수 있는 모든 정보(통상적이고 관습적인 실사로 얻을 수 있는 정보 포함)를 사용하여 자산이나 부채 및 거래를 합리적으로 이해한다.
 - 자산이나 부채에 대한 거래를 체결할 수 있다.
 - 자산이나 부채에 대한 거래를 체결할 의사가 있다. 즉 거래할 동기가 있으나 거래

하도록 강제되거나 강요받지는 않는다.

- 16 시장참여자가 경제적으로 최선의 행동을 한다는 가정 하에, 시장참여자가 자산이나 부채의 가격을 결정할 때 사용할 가정에 근거하여 자산이나 부채의 공정가치를 측정하여야 한다. 그러한 가정을 도출하기 위해 시장참여자를 특정할 필요는 없다.
- 17 측정하는 자산은 피투자회사(Portfolio Company)에 대한 투자금액이고, 이와 관련된 시장참여자는 피투자회사의 특성과 평가대상 지분의 특성을 고려하여 정상적인 사업과정에서 그러한 투자를 찾는 다른 투자자를 말한다.

시장참여자 가정과 가상거래(Hypothetical Transaction) :

- 18 공정가치는 시장에 근거한 측정치이므로 시장참여자가 자산이나 부채의 가격을 결정할 때 사용하는 가정(위험에 대한 가정 포함)을 고려하여 측정해야 한다. 이 때 시장참여자는 ‘구할 수 있는 모든 정보를 사용하여 이해하고 합리적으로 판단(Informed Judgment)’한다고 전제한다.
- 19 측정일에 자산의 매도나 부채의 이전에 대한 가격결정 정보를 제공할 수 있는 관측할 수 있는 시장이 없는 경우, 해당 투자에 대한 시장참여자의 관점을 고려하여 측정일에 이루어질 것으로 가정한 ‘가상거래’를 근거로 공정가치를 측정한다.

가상거래의 도출 :

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

거래를 찾기는 쉽지 않다. 또한 잠재적인 시장참여자가 누구인지 알기 어렵고 그 시장참여자가 공정가치 측정 시 활용할 정보를 구하여 이해하기는 더욱더 어려울 것이다.

- 21 최초 거래일의 해당 주식에 투자한 시장참여자를 후속 측정일의 가상 거래의 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.

보정의 정의³⁾ :

- 22 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 경우⁴⁾ 필요한 개념이다.
- 23 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.

3) 기업회계기준서 제1113호 ‘공정가치 측정’ 문단 64 참조

4) 기업회계기준서 제1113호 ‘공정가치 측정’ 문단 BC139에 의하면, “공정가치를 측정하는 경우, 가치평가기법을 사용하는 목적은 현재의 시장 상황에서 측정일에 시장참여자 사이의 정상거래에서 발생할 가격을 추정하는 것이다”라고 기술하고 있다.

보정의 목적

24 거래가격⁵⁾과 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.

최초 인식시점의 보정 :

25 최초 인식시점의 거래가격이 공정가치인 경우⁶⁾, 보정을 통해 후속기간의 공정가치 측정 시 가치평가기법에 사용되는 관측할 수 없는 투입변수를 얻을 수 있다.

26 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 :

27 최초 인식시점의 거래가격이 공정가치라면 해당 거래가격은 후속 측정일에 관측할 수 있는 거래가격이 없는 비상장주식의 공정가치를 측정하기 위한 합리적인 출발점이 될 수 있다.

28 새로운 공정가치 평가기법으로의 변경이 해당 상황에서 공정가치를 더 잘 나타내는 측정이 되는 경우가 아니라면, 최초 인식시점에 사용한 가치평가기법과 투입변수는 그 이후 측정일에도 일관되게 적용하

5) 거래가격은 가치평가기법을 보정할 때 사용하는 지표가 된다.

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

여야 한다.

- 29 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.
- 30 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 :

- 31 새로운 투자자가 포함된 정상거래⁷⁾가 최근에 발생한 경우, 새로운 투자자는 자산의 매도로 창출될 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.
- 32 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 정상거래가격으로 이용될 수 있는 기간은 더 길어질 것이다.

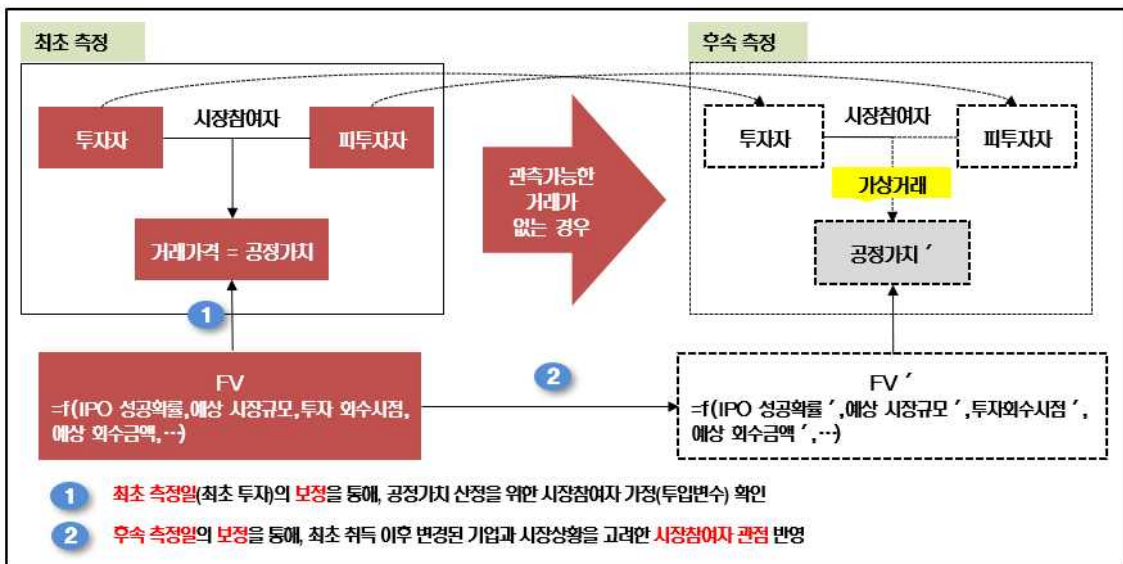
후속 측정일에 최근 정상 거래가격을 관측할 수 없는 경우 :

- 33 직전 측정일(최초 인식시점을 포함한다) 이후 후속 측정일 사이에 추

7) 강요된 거래나 손해를 감수하는 급박한 매도가 아닌 거래를 말한다.

가 자금조달 거래가 없는 피투자자의 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.

가상거래와 보정의 개념도 :



II. 공정가치 평가방법

일반 원칙 :

- 34 가치평가기법을 사용하는 목적은 측정일에 현재의 시장 상황에서 시장참여자 사이에 이루어지는 자산을 매도하거나 부채를 이전하는 정상거래에서의 가격을 추정하는 것이다. 이를 위해 널리 사용하는 세 가지 접근법은 시장접근법, 이익접근법, 원가접근법이다.⁸⁾ 공정가치를 측정하기 위하여 이러한 접근법 중 하나 이상의 접근법과 일관된 가치평가기법을 사용한다.
- 35 공정가치 측정을 위해 가치평가기법을 사용하는 경우, 관측할 수 있는 투입변수를 최대한 사용하고 관측할 수 없는 투입변수를 최소한으로 사용하며 공정가치 측정에 필요한 정보를 충분히 구할 수 있는 가치평가기법을 적용한다.
- 36 평가대상 회사의 특성을 검토하여 필요 시 2가지 이상의 평가기법을 사용(2가지 이상의 Multiples를 사용하는 경우를 포함)하여 가중치를 적용할 수 있다. 가중치 적용에는 평가대상 회사의 특성, 평가기법의 적합성 및 부합도, 평가 근거 자료의 객관성과 신빙성, 상황 관련성 등을 고려하여 전문적으로 판단하여야 한다.
- 37 평가는 주기적으로 조정하며 동일한 금융상품(즉 수정하거나 재구성하지 아니함)의 관측할 수 있는 거래가격이나 시장자료에 근거하여 그 타당성을 검토하여야 한다. 시장자료는 주된 시장 또는 가장 유리한 시장에서 일관되게 획득하여야 한다.
- 38 본 지침에서 제시하고 있는 가치평가기법 이외에도, 금융상품의 가격을 결정하는 데 시장참여자가 일반적으로 사용하는 평가기법이 있으

8) 본 가이드라인에서는 시장접근법으로 유사상장회사이용법과 유사거래이용법을, 이익접근법으로 현금흐름할인법과 기대현재가치기법을, 원가접근법으로 순자산가치법을 다루었다.

며 그 평가방법이 실제 시장거래가격에 대한 신뢰성 있는 추정치를 제공한다는 사실을 제시할 수 있다면 그 평가방법을 사용할 수 있다.

- 39 유통시장인 KONEX나 K-OTC시장에서의 주식거래 또는 구주거래의 경우 거래가 빈번하지 않고 거래의 동기도 명확히 알 수 없지만 시장 참여자의 합리적 판단에 따른 정상거래로 볼 수 있다면 공정가치 측정을 위한 관측 가능한 정보로서 활용할 수 있다.

초기기업 등⁹⁾의 가치평가방법 선택시 유의점 :

- 40 초기기업 등에 대한 투자는, 대부분 일정한 기간이 경과할 때까지 이익이나 순현금유입이 발생하지 않고 미래 현금흐름의 발생시점과 그 금액에 대한 추정의 불확실성이 크다. 따라서 정량적 재무지표를 사용하여 공정가치를 측정하는 전통적인 접근법이 아닌 시나리오 분석이나 마일스톤을 활용한 가치평가방법을 사용하여 공정가치를 측정하는 것이 합리적일 수 있다.
- 41 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 가치평가방법을 고려해볼 수 있다. 종종 정량적 지표보다는 정성적인 지표(Qualitative Milestone)가 공정가치 변동에 대한 보다 직관적이고 설명력 있는 근거를 보여 준다.

9) “초기기업 등”은 창업 초기, 신생 업종 등을 영위하는 기업으로 일반적으로 공정가치 평가를 위한 최근의 정보를 얻기 어려운 경우가 많다.

유사상장회사이용법(Market-based Multiples) :

(1) 적용범위

- 42 피 투자회사의 사업이 안정되어 확인이 가능하고 지속가능한 수익(Earnings) 또는 양(+)의 Cash Flow가 발생하는 경우에는 유사 상장 기업의 주가에 기초하여 공정가치를 평가할 수 있다.
- 43 손실이 발생하는 경우라도 그 손실이 단기적이라 판단되고 정상적으로 지속가능한 수익 규모를 확인할 수 있는 경우에 사용 가능하다.

(2) 공정가치 측정

- 44 주식시장에서 거래되는 유사 상장회사들 중에서 비교대상 기업을 선정하고, 각종 배수(Multiple)를 검토하여 실제 적용할 배수를 선택한다.
- 45 실제 적용할 배수를 조정하여 평가대상 회사에 해당 배수를 적용함으로써 기업의 가치 또는 총지분의 공정가치를 계산하고, 최종적으로 투자자산의 공정가치를 측정한다.
- 46 배수를 적용할 평가대상 기업의 수익은 지속 가능한 수익이어야 하며 신뢰 가능한 수치이어야 한다. 또한 비교대상 회사와 평가대상 회사의 수익과 재무제표를 비교함에 있어 가치평가에 유의적인 영향을 미칠 수 있는 항목이 있을 경우 비교 Data 간의 차이를 조정하여야 한다.
- 47 적용되는 배수는 평가대상 회사의 수익과 기간이 일치하여야 한다. 평가대상 기업의 신뢰성 있게 추정된 미래 수익에 적용할 경우는 비교대상 기업의 배수 역시 미래 추정치이어야 한다. 평가대상 기업의 지속 가능한 미래 수익 추정치의 신뢰성을 확보할 수 없는 경우에는 신뢰성 있는 현재의 추정치를 기반으로 평가할 것을 권장한다. 평가

대상 기업의 최근 과거 수익에 적용할 경우는 비교대상 기업의 배수 역시 과거 실적에서 도출된 것이어야 한다.

(3) 비교대상 기업(Comparable Companies)의 선택 기준

48 비교대상 기업을 선택하는 데 있어 가장 중요한 기준은 위험 특성과 성장 전망에서 가장 유사한 상장기업을 찾는 것이다. 이를 판단하기 위해 고려할 사항은 일반적으로 다음과 같다. 이 중 최우선적인 판단 기준은 사업 및 시장(고객)의 동질성, 기업의 규모, 수익 성장률 등이 되어야 한다.

- 사업의 동질성
- 시장(고객)의 동질성
- 기업의 규모
- 수익 성장률
- 사업대상 지역
- 시장점유율 및 경쟁력
- 재무구조 등 재무상황
- 기타 기업의 가치에 중요한 영향을 미칠 수 있는 사항

49 주가가 비정상적인 이유로 급등한 기업, 주식거래가 비정상적인 기업, 관리대상 기업, 최근 사업연도에 사업보고서를 제출하지 않은 기업, 재무제표에 대한 감사의견에 문제가 있는 기업 등 비교대상으로서 적절하지 않은 기업은 비교대상 기업의 선정에서 배제하여야 한다.

50 비교대상 기업의 수가 불충분할 경우에는 규모와 성장률 차이에 대해서 배수를 조정 적용하여 비교대상 기업을 선정할 수 있다. 비교대상 기업을 찾기 어려운 경우, 시장 내 가장 적합한 Sector 또는 Sub-sector의 평균배수를 사용할 수 있다. 여러 Sector에서 사업을 영위함으로써 인해 적정 비교대상 기업을 찾기 어려운 경우, 개별사업의 이익(Earnings)을 기반으로 개별적으로 평가하거나 Sector의 평균배수를 사용할 수 있다.

(4) 적용할 배수(Multiple)의 선택

51 일반적으로 사용 가능한 배수를 예시하면 다음과 같다.

- EV/EBIT (Enterprise Value / Earnings before Interest and Tax)
- EV/EBITDA (Enterprise Value / Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization)
- P/E (Price to Earnings) : 주가/주당 순이익(EPS)

52 어떤 배수를 선택하여 적용할 것인가는 원칙적으로 평가자의 전문적 판단에 따르나, 다음과 같은 사항이 고려되어야 한다.

- P/E multiple은 Capital structure(Financial gearing)와 적용 법인세율에 의해 영향을 많이 받는다. 즉, Leverage에 따른 효과가 무시되는 단점이 있으므로 상대적으로 영업이익과 유사한 개념인 EV/EBIT multiple 또는 EV/EBITDA multiple의 사용이 선호된다.
- EBITDA는 기업존속에 필요한 재투자를 고려하지 않음으로 인해, 고정자산에의 재투자 또는 인수를 통한 성장이 계속 되어야 하는 경우 현금흐름을 과대 추정하게 된다. 따라서 고정자산에의 재투자 또는 인수를 통한 성장이 계속 되어야 하는 기업의 경우 그 이용에 신중을 기해야 한다. 예로서, 초기투자 규모가 큰 기업의 경우 EBITDA의 활용이 가치평가의 왜곡을 초래할 수 있다.
- 평가대상 회사의 성격을 검토하여 적정할 경우 2개 이상의 Multiple을 사용하여 가중치를 적용할 것을 권장한다. 가중치 적용에는 평가기법과 평가대상 회사와의 적합성, 근거자료의 객관성과 신빙성, 상황 관련성 등을 고려하여 전문적으로 판단한다.
- PSR(Price to Sales Ratio / multiples of revenues)은 해당 산업 내에서 기업가치 평가를 위한 Valuation Benchmarks가 정착되었을 경우 가치평가 결과의 보조 또는 검증 자료로만 활용할 것을 권장한다.
- PBR(Price on Book-value Ratio)은 평가대상 회사의 성격 상 Net Asset Value에 의한 평가가 합리적인 경우에만 본 지침에 따라 활용한다.

(5) 배수의 조정

53 비교대상 회사와 평가대상 회사 간에는 회사 운영의 성격, 시장, 경쟁적 위치, 경영진 및 직원의 구성, 자본구성(Capital structure) 등에 많은 차이가 있을 수 있으며 이로 인해 기업의 가치에 차이가 발생한

다. 이러한 차이를 기업가치 평가 시 반영하기 위해서는 위험 특성과 수익 성장률이라는 측면에서 검토되어야 한다. 예시로서 다음과 같은 위험 특성이 있는 경우에는 기업의 가치는 하향 조정되어야 한다.

- 회사의 규모가 작고 및 사업 다각화가 덜 된 등의 사유로 경제 상황의 악화에 상대적으로 취약할 경우
- 적은 수의 핵심 임직원에 의존할 경우
- 한 가지 상품 또는 한 고객에의 의존도가 클 경우
- 부채비율이 높을 경우
- 기타 수익에 악영향을 미칠 수 있는 이유가 있는 경우

유사거래이용법(유사인수합병사례의 활용) :

(1) 적용범위

- 54 최근에 발생한 유사기업의 인수합병사례의 거래대금을 기초로 하여 평가대상 기업의 가치를 도출해 내는 방법으로 유사 인수합병사례와 관련된 자료가 존재한다는 전제하에서 활용 가능하다. 유사인수합병 방식의 적용을 위해서는 해당 인수합병사례에 대한 정확한 이해가 필수적이며, 이를 위해서는 해당 사례의 거래구조(Deal structure)에 대한 구체적인 검토가 반드시 전제 되어야 한다.

(2) 공정가치 측정

- 55 평가방식은 대체로 유사상장회사이용법과 비슷하나, 배수 적용 시 총 거래대금(Deal Price) 및 주식거래대금(Equity Price)이 갖는 구체적인 의미와 M&A로 인한 시너지효과가 가격에 반영된 정도 등 대한 검토가 필요하다.

현금흐름할인법(DCF: Discounted Cash Flow Method) :

(1) 적용범위

- 56 DCF는 Cash Flow의 예측, Terminal Value의 추정, 적정 할인율 등 주요 투입변수의 결정에 상당한 수준의 주관적 판단이 개입되기 때문에 지분증권의 경우 그 적용을 지양하되, 불가피한 경우 사용 근거 및 가정치를 명확히 보고할 의무가 있다.
- 57 Market-based Multiples에 의한 평가 결과를 점검(Cross-Check)하기 위하여 DCF 방식을 사용하는 것은 유용하다. 그러나 DCF 방식만을 단독으로 사용하여 지분증권의 공정가치를 평가하는 것은 다른 기법에 의한 평가가 불가능할 경우에 한해서 매우 조심스럽게 사용할 것을 권장 한다.

(2) 공정가치 산정

지분가치(Equity Value) = 기업가치(Enterprise Value)
 + 비영업용 순자산 가치
 - 차입 부채

$$\begin{aligned} \text{기업가치(Enterprise Value)} &= \sum_{t=0}^n \frac{\text{Free Cash Flow}_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal Value}_t}{(1+r)^n} \\ &= \text{현금흐름예측기간의 FCF의 현가} + \text{영구가치 현가} \end{aligned}$$

- 58 DCF를 통한 기업가치의 산정은 예측기간 중 발생하는 잉여현금흐름(Free Cash Flows)의 현재가치와 예측기간 이후에 발생하는 현금흐름(Terminal Value)의 현재가치를 합산하여 계산된다.

(3) 투입 변수의 추정

Free Cash Flow의 추정

- 59 기업이 영업활동을 통해 창출한 순현금흐름으로, 매출 등을 통해 유

입된 현금 중에서 원재료, 노무비, 제조경비 및 판관비와 순운전자본 및 고정자산 투자 등에 지출되고 남은 잉여현금흐름을 의미한다.

Free Cash Flow

- = 조정영업이익 (영업이익 -영업이익에 대한 법인세)
- + 비현금 비용 항목 (퇴직급여충당금+감가상각비+대손상각비 등)
- 영업용 순운전자본 (매출채권+재고자산-매입채무 등)의 증가
- 자본적 지출 (영업용 유/무형 고정자산 순 투자액)

60 기업가치 평가를 위한 현금흐름은 최소 5개년에 대한 추정치를 이용할 것을 권장한다.

할인율 (r=WACC)의 추정

61 할인율은 통상적으로 기업의 자본비용 추정에 활용되고 있는 가중평균자본비용(WACC: Weighted Average Cost of Capital)을 사용할 것을 권장한다. WACC의 추정이 불가능할 경우, 가장 적절하다고 판단되는 모델을 사용하여 할인율을 결정할 수 있으나 근거 및 할인율 산정 과정을 투명하게 보고해야 한다.

$$r(WACC) = C_d (1-t_c) \times \frac{D}{D+E} + C_e \times \frac{E}{D+E}$$

E= 자기자본가치 / D= 타인자본가치
 Cd=부채비용 / Ce=자본비용

1) 자본비용(Cost of Equity : Ce) 추정

62 자기자본 비용은 Capital Asset Pricing Model(CAPM)에 의하여 산정할 것을 권장한다.

$$C_e = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta_i$$

Rf(무위험이자율) : 장기(5년 이상) 국고채 수익률 이용을 권장.

베타(β_i) : 분산 불가능한 해당 기업의 체계적 위험을 말하며 Hamada model을 이용하여 다음과 같은 과정에 의해 산출됨.

$$\beta_i \text{ (Levered } \beta) = \text{Unlevered } \beta \times [1 + (1-t_c) \times D/E]$$

$$\text{Unlevered } \beta = \beta_i / [1 + (1-t_c) \times D/E]$$

E= 자기자본의 시장가치 / D= 타인자본의 시장가치 / t_c = 법인세율

63 주식시장에 상장된 유사기업을 비교대상으로 시장에서 관찰할 수 있는 유사 기업의 베타(동종/유사기업의 베타가 없을 경우 증시 Sector 또는 Sub-sector의 베타 사용)를 이용하여 순수한 영업위험만이 반영된 Unlevered β 를 먼저 산출한 후, 평가 대상기업의 목표 자본구조가 반영된 Levered β 를 산출하여 베타(β_i)로 사용한다.

64 Equity Risk Premium($E(R_m) - R_f$) : 주식투자에 따른 추가적인 위험을 보상받기 위해 투자자가 요구하는 추가 수익률을 의미하며, 일반적으로 국내 장기시계열분석 자료에서 구할 수 있는 시장수익률과 무위험 수익률간의 차이로부터 산출한다. 국내 주식시장자료 외에 미국의 ERP(= $R_m - R_f$)에 장기 외평채 가산금리를 적용하는 방식('Country Spread Model')을 이용하여 간접적으로 도출하는 것도 가능하다.

2) 부채비용(Cost of Debt : C_d) 추정

65 회사가 조달 가능한 타인자본의 원천별 미래이자비용을 추정한 후 이를 원천별로 가중평균하여 산출한다.

66 타인자본에 대한 미래 이자비용의 추정이 불가할 경우는 장기회사채 수익률 또는 평가시점의 가중평균 차입유효이자율을 대응치로 사용할 수 있다.

67 평가대상 회사의 장기 회사채 수익률이 있는 경우 동 회사채 수익률을 사용하고, 평가대상 회사의 회사채 수익률은 없으나 신용등급이 있는 경우 동일 등급의 회사채 수익률을 사용할 수 있다. 신용등급도 없는 경우는 유사기업의 회사채 수익률을 적용할 수 있다.

68 평가시점의 가중평균 차입 유효이자율은 향후 이자율 및 차입부채의 구성비율 변동이 크지 않다는 전제하에서는 사용 가능하다.

3) 자본구조(Capital Structure: D, E) 추정

69 목표자본구조란 회사가 장기적으로 지향하는 미래의 타인자본과 자기자본 간의 비율을 의미하며, 실무적으로 추정기간에 걸쳐 평균적으로 나타날 수 있는 회사의 자본구조라고 할 수 있다.

70 현재의 자본구조를 기초로 목표 자본구조 설정 시 타인자본과 자기자본 모두 시장가치 기준으로 적용되는 것이 원칙이다. 따라서 타인자본의 시장가치 경우 현재 시장이자율을 적용한 타인자본의 공정가치를 적용할 것을 권장하나, 이것이 불가능할 경우 유효이자율 적용한 타인자본의 가치를 사용한다.

71 자기자본의 시장가치는 장부가액과 차이가 크므로 반드시 시가총액을 구하여 적용해야 하며, 이 과정에서 자본비용과 자기자본 가치 사이에 순환구조가 발생하게 된다. 최종적으로 산출되는 주식의 가치가 가중평균자본비용을 구하는 과정에서 가정했던 목표 자본구조의 비율을 만족시키는 지는 순환반복 과정을 통해 해결해야 한다.

Terminal Value의 추정

72 영구가치 추정은 현금흐름 예측기간 이후의 현금흐름의 가치를 추정하는 것으로서 보통 영구성장모델 또는 시가배수방식이 활용된다.

Terminal Value = $NCF_t \times (1+g) / (r-g)$	영구성장모델
또는	
Terminal Value = Earnings × multiple(시가배수)	시가배수방식

*t : 현금흐름 예측기간 최종년도

*NCF_t : 현금흐름 예측기간 최종년도(t)의 Net Cash Flow

*r : 가중평균자본비용(할인율)

*g : 영구성장률

*Earnings, multiple: EBITDA를 적용할 경우 EV/EBITDA multiple(시가배수) 적용

- 73 영구성장모델은 추정기간 이후의 기간에 대해 일정한 성장률을 가정하여 단일기간 추정방식과 동일하게 일괄 처리하는 방법을 말하며, 영구성장률(g)은 장기물가상승률의 예상치를 기준으로 객관적인 자료를 활용하여 회사의 특성을 반영한 실질영구성장률을 가감하여 산정한다.
- 74 시가배수방식은 현재 시장에서 관찰되는 유사기업의 시가배수를 구한 후 이를 소득흐름 추정기간 말의 평가대상기업의 해당 수익에 적용시켜 영구가치를 구하는 방법이다.
- 75 Terminal Value는 개별 추정기간 말 시점에서의 가치이기 때문에 기업가치 평가 과정에서 반드시 이를 현재시점으로 할인하여야 한다.

(4) 민감도 분석

- 76 DCF를 이용한 기업가치 평가 시에는 현금흐름, 영구가치, 할인율 등 주요 투입 변수들에 따라 그 결과가 상당한 영향을 받는다. 따라서 가장 중요한 변수인 할인율과 영구성장율(또는 시가배수)의 변화에 대해 지분가치가 어떻게 변화하는지에 대한 민감도 분석이 필요하다.
- 77 특히, DCF 방식만을 단독으로 사용하여 지분증권의 공정가치를 평가하는 경우에는 반드시 민감도 분석을 통해 DCF 평가기법의 주관성을 경감시키고 보수적 관점에서 공정가치 추정치를 선택할 것을 권장한다. 이를 위해서는 민감도 분석 시 최초 추정한 할인율과 영구성장율을 기준치로 하여 예상되는 할인율과 영구성장율의 범위 내에서 각 할인율과 영구성장율의 조합(기준치 대비 각 0.5%~1% 차이로 단계별 적용 권장)차를 통해 다양한 시나리오를 구성하여 지분가치를 분석하고, 보수적 관점에서 공정가치 추정치를 결정한다.

* 민감도 분석 예시 (보수적인 9개의 분석 결과를 기초로 공정가치 추정 권장)

할인율 (WACC)	영구성장률(g)				
	1%	2%	3%(기준치)	4%	5%
13%	지분가치11	지분가치12	지분가치13	지분가치14	지분가치15
14%	지분가치21	지분가치22	지분가치23	지분가치24	지분가치25
15%(기준치)	지분가치31	지분가치32	지분가치33	지분가치34	지분가치35
16%	지분가치41	지분가치42	지분가치43	지분가치44	지분가치45
17%	지분가치51	지분가치52	지분가치53	지분가치54	지분가치55

(5) 시나리오 분석을 통한 공정가치 추정

78 이상 설명된 DCF는 하나의 Cash Flows(Most Likely Cash Flows)를 이용하여 기업가치를 추정하는 방식이다. 그러나 오히려 Most Likely Cash Flows의 추정과 민감도 분석을 수행하는 것 보다 미래의 현금 흐름의 다양한 가능성을 추정하는 것이 용이하거나 바람직한 경우가 있을 수 있다. 이 경우 각각의 시나리오로 추정한 기업가치를 각 시나리오별로 추정한 발생확률로 가중평균하여 기업가치를 추정하는 것이 합리적이라 할 수 있다(다음의 기대현재가치기법을 말한다).

79 현금흐름의 추정 시 모든 가능성에 대한 추정을 요하지는 않으며, 가능한 Cash Flows의 범위를 포괄할 수 있는 정도의 Scenario와 그 확률을 추정할 수 있는 수준의 분석이면 충분하다.

기대현재가치기법¹⁰⁾ :

80 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 적용범위가 결정된다. 기대현재가치기법은 미

10) 기업회계기준서 제1113호 공정가치측정 문단 B23부터 B30까지 참조.

래에 창출할 수 있는 가치를 확률적으로 예측하여 공정가치를 측정할 경우에 사용한다.

- 81 모든 가능한 미래현금흐름에 각각의 확률 가중치를 곱한 기대현금흐름을 구하고 이 기대현금흐름을 기대수익률로 할인하여 공정가치를 측정한다. 이렇게 계산한 공정가치는 미래 현금흐름에 대한 현재의 시장참여자의 기대를 반영한다.

(1) 기대현금흐름의 추정

- 82 복잡한 모형과 기법을 사용하여 발생할 수 있는 모든 현금흐름의 분포를 항상 고려할 필요는 없다. 오히려 가능한 현금흐름을 포착하는 제한된 수의 이산적 시나리오와 그 확률을 개발하여 기대현금흐름을 추정하는 것이 더 효과적일 수 있다. 모든 가능한 현금흐름이 확률로 가중평균되므로, 도출한 기대현금흐름은 특정 사건의 발생을 조건으로 하지 않는다. 현금흐름 산정방식은 일반적인 현금흐름할인 방법의 잉여현금흐름(Free Cash Flow)의 추정 방식과 동일하게 적용할 수도 있다. 기대현재가치기법이 현금흐름할인 방법과 다른 점은 현금흐름의 발생확률을 고려한다는 것이다.

(2) 할인율의 추정

- 83 위험 프리미엄을 무위험이자율에 가산함으로써 체계적(시장) 위험을 반영한다. 따라서 기대현금흐름은 확률가중 현금흐름과 연관된 기대이자율에 상응하는 이자율(기대수익률)로 할인한다.

(3) 기대현재가치기법의 예시

- 84 가능한 현금흐름과 확률에 기초하여 산정된 1년 후 기대현금흐름이 780원이 되는 비상장주식을 가정한다. 1년 내 현금흐름에 대한 적용할 수 있는 무위험이자율은 5%이며, 같은 위험특성을 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

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

순자산가치법(Net Asset Value) :

(1) 적용 범위

- 86 회사의 이익(Earnings)보다는 기초자산(Underlying Assets)에서 대부분의 가치가 발생하는 회사의 경우(예: Fund, 부동산 회사, 지주회사, 수익증권 등)에 사용될 수 있다.
- 87 본 평가기법을 적용하여 투자자산의 공정가치를 추정하는 경우에는 본 평가기법이 가장 적절하고 정확한 평가기법임을 입증하여야 한다. 그 이외에는 공정가치를 평가하는데 있어 참고하기 위한 보조적인 평가기법으로만 활용되어야 한다.

(2) 공정가치 측정

- 88 회사의 순자산가치를 계산하기 위해서는 1) 자산과 부채의 가액을 공정가치로 조정하고 2) 재무상태표에 누락되어 있는 부외자산 및 부외부채의 공정가치를 측정한 후 3) 공정가치로 측정된 개별 자산과 부채를 기초로 공정가치기준 재무상태표를 작성하고 이를 이용하여 가치평가를 수행한다.
- 89 펀드에 투자된 지분증권의 공정가치 평가를 위해서는 성과배분 및 잔

여재산배분과 관련한 펀드 규약, 출자 내역 및 기 배분 내역, 관리보수 등 경비 발생 요인을 반영하여야 한다.

시나리오 접근법(Scenario Approach) :

90 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.

(1) 단순 시나리오 분석

91 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. 공정가치는 성공 시나리오의 미래 기대가치를 모든 종류주식이 보통주로 전환되는 완전 희석화된 주식수로 나누어 추정한다. 미래 기대가치는 최초에 또는 최근에 관측된 정상 거래가격에서 보정을 통해 확인한다.

(2) 상대가치 시나리오 분석

92 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.

93 예를 들어, 피투자기업이 발행한 우선주 A를 주당 1만원에 투자하였고, 그 이후 후속 측정일에 동 기업이 발행한 우선주 B를 주당 2만원에 투자하였다고 가정하자. 이때, 후속 측정일에 관측된 거래의 보

정을 통해 성공확률은 20%, 일부 실패확률은 50% 그리고 완전 실패 확률은 30%임을 확인하였다. 일부 실패 시나리오에서 우선주 B만 선순위로 회수될 수 있는 금액이 투자금액인 2만원의 70%라고 가정할 경우, 우선주 B는 우선주 A보다 7천원($2만원 \times 70\% \times 50\%$)을 더 회수하게 되므로 상대적으로 우선주 B의 가격은 우선주 A의 가격보다 7천원만큼 더 높아야 한다. 따라서 후속 측정일에 우선주 A의 공정가치는 우선주 B의 공정가치 2만원에서 7천원이 차감된 1만 3천원으로 측정된다.

(3) 완전 시나리오 분석

- 94 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) :

- 95 마일스톤 접근법은 평가 대상인 초기기업 등이 영위하는 업종에 적용되는 공통적이고 일반적인 마일스톤을 활용하여 보정하는 시나리오 분석 방법을 말한다. 마일스톤 달성에 대한 진행상황을 평가함으로써, 다양한 시나리오의 발생확률과 그 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.
- 96 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)

97 이러한 평가기법이 적용 될 수 있는 업종별 마일스톤을 예시하면 다음과 같다.

- 제약& 바이오 : 핵심파이프라인 개수 및 진도, 시장수요(Unmet Needs)
- Commerce & Retail : 가입자수, 월매출, GMV(Gross Merchandise Volume)
- Fintech, 플랫폼, P2P업체: 누적대출실행 잔고, 부실/연체율, 월별 거래량
- Trendy Start-ups : 누적가입자수, 주문건수, 성장속도

98 마일스톤 접근법을 적용할 경우, 마일스톤을 통해 공정가치의 변동을 확인할 수 있는 지표가 있는지를 평가한다. 이러한 평가에는 다음과 같은 변화가 있는지를 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

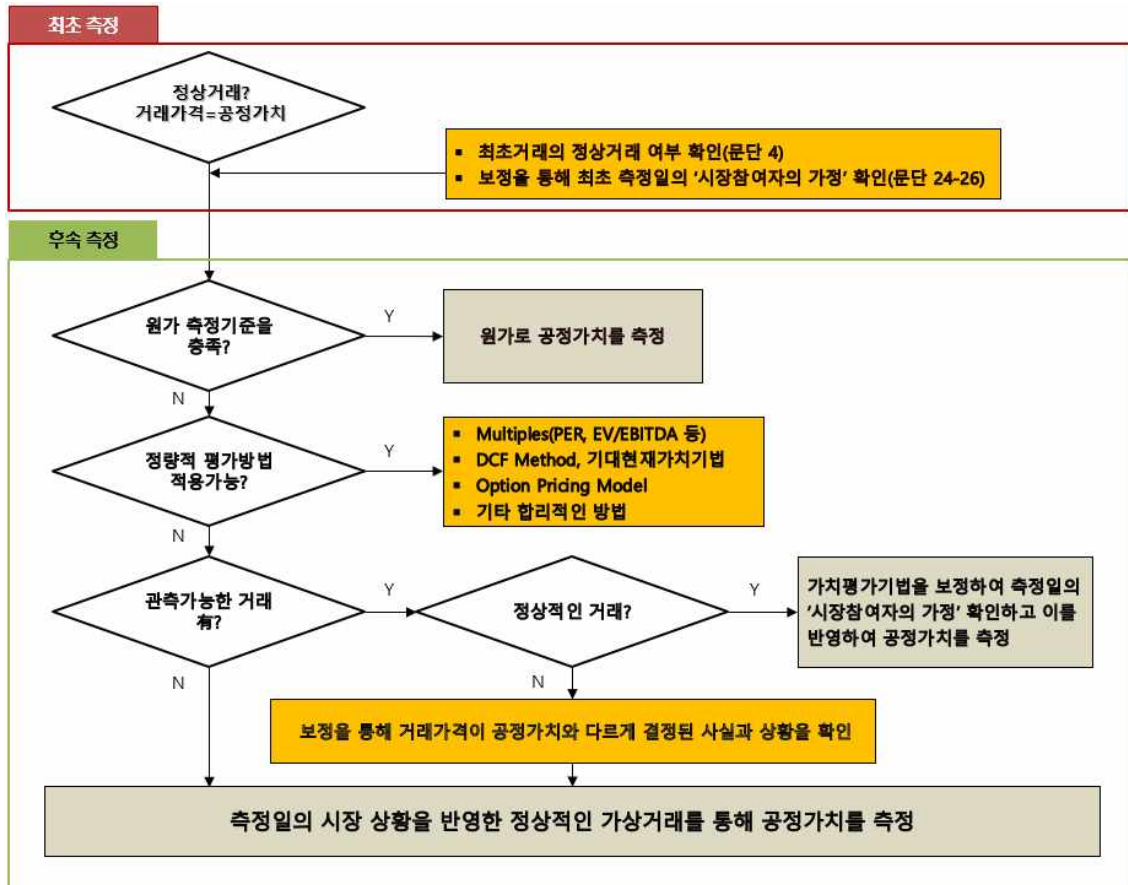
- 99 만약 마일스톤의 변화로 공정가치가 변동되었다는 징후가 있다면, 최근 보고된 공정가치에서 조정될 금액을 추정해야 한다. 본질적으로 그러한 조정은 주관적이고 많은 판단을 필요로 한다.
- 100 비상장주식의 공정가치가 상승했다는 증거가 있다면 이전 측정일에 보고한 공정가치의 증가를 고려할 수 있다. 시장참여자의 관점에서, 마일스톤 달성이 기업의 가치 상승에 기여한다고 판단되는 경우에만 이러한 피투자자의 성장을 가치평가에 반영하여야 한다.
- 101 비상장주식의 공정가치가 하락했다는 증거가 있는 경우 추정된 가치 감소분을 반영하기 위해 이전 측정일에 보고한 공정가치의 감소를 시장참여자의 관점에서 고려해야 한다.

복수의 평가방법을 통한 상호검증 :

- 102 유의적인 수준의 수익, 이익 또는 양(+)의 현금흐름이 없는 경우, 재무정보에 기반을 둔 시장배수법(Market-based Multiples)을 적용하기는 일반적으로 매우 어렵다. 현금흐름할인 방법은 방법론에 내재하는 높은 수준의 주관적 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.

III. 자산종류별 공정가치 평가방법

평가방법의 흐름도(Flow Chart) :



기본 원칙 :

103 활성시장이 있는 경우 활성시장의 공시되는 가격을 공정가치로 측정하고, 활성시장이 없는 경우 가치평가기법¹¹⁾을 사용하여 공정가치를 측정한다. 일반적으로 정상거래를 통해 취득한 금융자산은 거래가격에 대한 보정을 통해 공정가치를 측정할 수 있다.

11) 'II.공정가치 평가방법'에서 설명하고 있는 유사상장회사이용법, 유사거래이용법, 현금흐름할인법, 기대현재가치기법, 순자산가치법 그리고 시나리오 접근법, 마일스톤 접근법 등을 말한다.

- 104 가격이 아니라 비율이 활성시장에서 공시된다면, 그러한 시장에서 공시되는 비율은 공정가치를 측정하기 위한 가치평가기법의 투입변수로 사용한다. 시장참여자가 금융상품을 평가할 때 사용하는 신용위험 또는 그 밖의 요소가 시장에서 공시되는 비율에 포함되어 있지 않다면, 이러한 요소를 반영하여 시장에서 공시되는 비율을 조정한다.

전통적인 접근법 적용의 한계

- 105 투자대상 기업이 사업의 초기단계에 있거나 신생기업인 경우에는 공정가치 측정에 필요한 매출, 이익 그리고 현금흐름 등의 대표적인 재무지표가 없고 있더라도 미미하다. 따라서 시장접근법이나 현금흐름 할인 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 측정방법으로 적절하지 않을 수 있다.
- 106 특히, 초기기업 등은 기업의 특성상 미래 현금흐름의 발생시점과 그 금액 그리고 해당 투자의 요구수익률(할인율)에 대한 추정의 불확실성이 매우 큰 경우가 많아 초기기업 등의 공정가치 측정방법으로 현금흐름할인 방법과 같은 전통적인 측정 방법을 사용하기에는 한계가 있다.

후속 측정일의 공정가치 측정방법 :

- 107 공정가치를 원가로 측정할 수 있는 조건을 충족하는 경우, 원가가 공정가치의 적절한 추정치가 될 수 있다. 관측할 수 있는 정상거래가 있는 경우, 해당 거래의 거래가격이 공정가치의 최선의 측정치일 수 있다. 활성시장이 있는 경우, 여기에서 공시되는 가격은 공정가치이며 이러한 공시가격이 있으면 공정가치를 측정하는 데 그 가격을 그

대로 사용한다. 활성시장은 없지만 최근의 정상거래가 있는 경우, 그 거래가격에 사용된 해당 시장참여자의 가정을 고려하여 공정가치를 측정할 수 있다.

- 108 관측할 수 있는 거래가 없는 경우, 공정가치는 관측할 수 없는 투입 변수를 사용하는 가치평가기법으로 측정한다. 공정가치는 측정일의 현행 시장조건을 반영하기 위하여 측정일의 '정상적인 가상거래'를 근거로 측정한다.

원가로 측정 가능한 조건 :

- 109 공정가치 평가를 원칙으로 하되, 다음의 조건을 모두 충족하는 경우 원가로 측정할 수 있다.

- 보유한 기업회계기준서 제1109호 적용대상 금융상품이 비상장 지분상품과 종류주식에 대한 투자¹²⁾와 해당 투자에 대한 모든 계약(이하 '비상장주식 등')인 경우
- 피투자기업으로부터 공정가치 측정을 위한 충분한 정보를 얻을 수 없거나¹³⁾, 'IFRS 9 문단 B5.2.4'의 공정가치로 측정해야 하는 때가 아닌 경우(아래의 'IFRS 9 문단 B5.2.4의 구체적인 예시'의 유의적인 변동 유무로 판단)
- 과거 또는 당기에 가치하락에 대한 명확한 증거(예: 피투자기업의 유의적인 재무적 어려움, 채무불이행이나 연체 같은 계약 위반, 파산 등)가 없는 경우

원가로 측정 가능한 구체적인 사례 :

- 110 기관투자자 또는 기업이 보유하고 있는 비상장주식 등이 다음 중 하나에 해당한다면 원가가 공정가치의 적절한 추정치가 될 수 있다. 다만, 정상적인 투자가 아닌 방법¹⁴⁾으로 제3자 등으로부터 비상장주식

12) 기업회계기준서 제1032호 '금융상품: 표시'에서 정의하는 지분상품 뿐만 아니라, 상법상 종류주식(전환상환 우선주 등), 컨버터블 노트(Convertible Note), 세이프(Simple Agreement for Future Equity), 전환사채, 신주 인수권부사채 등도 포함

13) 취득 시 고려했었던 공정가치 평가를 위해 이용할 수 있는 더 최근의 정보가 불충분하여, 후속적으로 공정가치를 측정할 수 없는 경우, 다만, 향후 동 정보가 산출 또는 갱신되는 경우에는 공정가치로 평가해야 함

등을 취득 시 원가를 공정가치로 사용할 수 없다.

- 피투자기업의 직전 사업연도말 자산총액이 120억원 미만인 경우
- 피투자기업이 설립된 지 5년이 경과하지 않은 경우
- 투자기업이 비상장주식 등을 취득한 시점부터 2년이 경과하지 않은 경우

111 비상장주식 등이 투자기업의 일반목적 재무제표 작성을 위한 ‘중요성 판단’ 기준에 미달하는 경우 위 조건에 불구하고 원가로 측정할 수 있다.

IFRS 9 문단 B5.2.4의 구체적인 예시 :

IFRS 9 문단 B5.2.4	예 시
<p>① 예산, 계획, 주요 일정과 비교해 볼 때 피투자자의 성과에 유의적인 변동이 있는 경우</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 기업이 측정하는 핵심성과지표(가입자수 등)의 유의적 악화 • 핵심기술, 진행 중인 프로젝트, 주요 임상 등에 대한 마일스톤의 1년 이상 지연 및 달성가능성 악화 • 지속적인 손실 발생 등으로 인한 자본구조 악화(자본 잠식) • 계획된(거의 확정된) 수주 규모의 변경 또는 계획대비 유의적인 실적 저하
<p>② 피투자자가 이를 제품의 기술적 수준에 대한 예상이 변동한 경우</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 핵심기술(제품)의 공인 외부기관 품질평가 성능시험 통과 또는 실패 • 핵심기술(제품)의 성능·품질 미달, 중대 결함, 임상실패 등 기술적 수준에 대한 예상 악화, 생산 차질 및 수주 실패 • 기술적 문제로 인한 고객의 공급사 변경통보 또는 입찰대상 탈락 • 소비자의 품질테스트 탈락, 예정 매출의 확정적인 감소 • 핵심기술과 관련된 특허 등록 거절, 실시권 설정 또는 무효 처리 등
<p>③ 피투자자의 지분이나 제품 또는 잠재 제품에 대한 시장에 유의적인 변동이 있는 경우</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 혁신 제품 및 신기술의 등장으로 인한 시장수요의 급격한 축소 • 강력한 경쟁업체의 등장에 따른 시장점유율의 급격한 하락 • 제품 및 서비스에 대한 위험성 우려, 성능 문제 또는 소비자 불만이 제기되어 관련 시장이 급격하게 축소되는 경우
<p>④ 국제 경제나 피투자자의 경제적 영업 환경에 유의적인 변동이 있는 경우</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 국제정세 변동으로 인해 수출계약 등의 무산, 지연, 수출량의 현저한 감소, 피투자회사의 영업환경 규제에 대한 인허가 취소 등 • 경기 침체로 인한 제품수요 급감 • 주요 거래업체의 파산 및 거래제한 • 급격한 환율변동으로 인한 원자재 가격의 급등, 손익의 유의적 변동 및 조달제한으로 인한 생산성 악화 • 영업환경에 유의적 영향을 미치는 정책 및 법규의 신설 또는 변경
<p>⑤ 비교 가능한 기업의 성과나 전반적인 시장에 내재된 가치평가에 유의적인 변동이 있는 경우</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 업종내 선도기업의 재무적 위험 및 유의적인 가치 변동 • 가치평가 대상 비교기업의 시가총액 급등락 • 회사가 속한 산업에 대한 시장참여자의 밸류에이션 악화

14) 무자본 M&A를 통해 비상장주식 등을 보유한 주주와 사전에 공모하여, 가치가 불분명한 비상장주식 등을 고가에 취득하고, 동 자금을 공모한 이들과 배분하여 자금을 유용하는 경우 등을 말함

IFRS 9 문단 B5.2.4	예 시
<p>⑥ 피투자자에게 부정, 상업분쟁, 소송, 경영진이나 전략의 변화와 같은 내부 문제가 있는 경우</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 중요한 소송사건의 피소 및 예상되는 결과치의 악화 • 경영진, 지배주주 및 핵심인력(예: 최고기술책임자 등)의 변동 • 구조조정, 워크아웃, 채권채무 재조정 또는 기업회생 등 법적 절차 개시·진행 • 주요 계약사항의 위반으로 인한 중대한 손해배상 의무 발생 • 불리한 행정처분(예: 영업정지), 부정당업자 제재 등
<p>⑦ 피투자 지분과 관련하여 제3자 간 지분상품의 이전이나 (새로운 주식의 발행과 같은) 피투자자가 외부와의 거래에 따른 증거가 있는 경우</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 유의적인 자본거래(예: 특수관계자 외 독립적인 제삼자와의 유상증자) 등으로 확인된 회사 가치의 중대한 변동 • 피투자회사의 자본 거래로 인한 중요한 주주의 변동
<p>⑧ ①~⑦의 상황 외에 성과와 영업에 중요한 변동이 있는 경우</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 상환우선주를 발행하였으나, 지속적인 손실발생으로 인해 재원이 없어서, 상환가능성이 없다고 판단되는 경우 • 주요자산의 매각 등이 발생한 경우 • 후속투자유치 실패로 인한 재무상태 악화 • 상장 심사 요건 미비로 인한 상장심사 탈락

최초 인식시점의 공정가치 측정 사례 :

112 투자자 A는 설립 후 1년이 경과하지 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.

113 성공 시나리오에서는 24%의 확률로 3년 안에 3,000억원¹⁵⁾의 가치로 기업공개(이하 “IPO”)를 마친다고 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 자금

15) ‘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.

조달로 인한 외부 투자자 유입으로 희석화가 불가피할 것으로 전망하였다. 희석률은 (주)스타트업이 마일스톤을 달성할 때까지 소요될 것으로 예상되는 기간을 감안하여 예상되는 조달 자금의 규모와 가격 등의 추정치를 고려하여 산정하였다. 투자자 A는 IPO 시점의 예상 총 발행주식수 대비 측정일 이후 추가 자금조달로 인하여 발행될 것으로 예상되는 주식의 비율로 희석률을 계산하였다.

구 분	성공 시나리오	실패 시나리오
회수시점의 예상 기대가치	3,000억원	-
IPO시 예상 총발행주식수 ^(*2)	4,166,667주 (희석률: 52%) ^(*1)	-
회수시점의 주당 기대가치 ^(*3)	72,000원	-
IPO 성공확률	24%	76%
확률 가중 미래가치	17,280원	0원
현재가치(공정가치 = 거래가격)	10,000원 ^(*4)	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) $17,280 \text{원} \div (1+20\%)^3 = 10,000 \text{원}$

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

후속 측정일의 공정가치 측정사례 :

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

- 115 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)

- 116 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 5천원에 투자하였다. 투자자 A는 후속 측정일의 공정가치를 측정하기 위하여 먼저 관측된 자금조달 거래(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.
- 117 후속 측정일에 관측할 수 있는 정상거래의 거래가격을 이용하여 보정한 결과는 다음과 같다.

구 분	성공 시나리오 ^(*2)	
	후속 측정일	최초 인식시점
회수시점의 예상 기대가치	3,750억원 ^(*3)	3,000억원
IPO시의 예상 총발행주식수	4,166,667주 (희석률:36%) ^(*1)	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 ^(*4)	10,000원
예상 투자실현 시점	2년	3년
추정 기대수익률	20%	20%

(*1) 희석률 = $1 - (2,000,000\text{주} + \text{신규투자 } 666,667\text{주}) \div 4,166,667\text{주}$

(*2) 실패 시나리오는 76%의 확률로 최초 인식시점과 동일

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

(*4) $21,600\text{원} \div (1+20\%)^2 = 15,000\text{원}$

118 투자자 A는 (주)스타트업의 IPO시점의 예상 기대가치가 3,750억원으로 증가하고 예상 실현시점 또한 2년¹⁶⁾으로 단축되고 추정 기대수익률은 20%로 변동이 없음을 보정을 통하여 확인하였다. 이러한 결과는 (주)스타트업에 대한 다음과 같은 변수들에 대한 불확실성이 해소된 결과라고 판단하였다.

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

119 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)

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

120 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 정상거래가격을 고려하여 다음과 같이 공정가치를 추정한다.

구 분	최상의 성공	성공
회수시점의 예상 기대가치	3,750억원	3,000억원
IPO시의 예상 총발행주식수	4,166,667주 (희석률:36%) ^(*1)	4,166,667주 (희석률:36%) ^(*1)
회수시점의 주당 기대가치	90,000원	72,000원
IPO 성공확률 ^(*2)	4%	20%
확률 가중 미래가치	3,600원	14,400원
현재가치	2,500원 ^(*3)	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) $3,600 \text{원} \div (1+20\%)^2 = 2,500 \text{원}$

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

기타 고려사항

종류주식의 평가 시 고려사항 :

- 122 종류주식에 대한 투자¹⁷⁾와 해당 투자에 대한 모든 계약은 이론적으로 보통주와 그 특성을 달리 하므로 보통주와는 별도로 개별적인 평가가 이루어지는 것이 적절하다.
- 123 상환우선주의 경우는 주식과 채권의 두 가지 요소로 구성된 복합증권이라는 점에서 전환사채와 유사하나, 상환우선주는 이익으로써만 소각할 수 있다는 점에서 전환사채와 상이하다. 따라서 상환우선주의 공정가치 측정 시 상환 가능성을 반영한 평가가 이루어져야 하며 상환가액, 상환기간, 상환방법과 수 등에 대한 면밀한 분석이 이루어져야 한다. 특히 상환우선주의 발행회사가 상환 여부를 결정할 수 있는 권리를 가질 경우에는 상환우선주의 가치는 상환될 경우의 가치를 초과할 수 없다고 보는 것이 합리적이며, 이에 따른 위험을 반영한 공정가치 측정이 이루어져야 한다.
- 124 종류주식 등에 투자한 경우에 해당 금융상품의 조건 및 투자의 특성을 검토 후 실질적으로 보통주와 동일한 효력을 가진 금융상품으로 볼 수 있다면 보통주의 공정가치를 해당 금융상품의 공정가치로 사용하거나 이를 참조하여 공정가치를 상대적으로 측정할 수 있다.

Refixing 조항의 반영 :

- 125 전환사채의 전환가격, 신주인수권부사채의 신주인수권 행사가격, 전환우선주의 전환비율 등이 피투자기업의 주가 또는 매출 및 수익과 같은 실적과 연동되어 조정(Refixing)되는 경우, 이러한 사항을 고려해 공정가치를 측정하여야 한다.

17) 기업회계기준서 제1032호 '금융상품: 표시'에서 정의하는 지분상품 뿐만 아니라, 상법상 종류주식(전환상환우선주 등), 컨버터블 노트(Convertible Note), 세이프(Simple Agreement for Future Equity), 전환사채, 신주인수권부사채 등도 포함

지분의 희석(Dilution) :

- 126 모든 지분증권의 공정가치를 측정할 때, 측정일 현재 해당 기업이 발행한 CB, BW, Stock Option 등과 관련하여 지분의 희석 가능성이 있는 경우에는 그 희석 요인을 모두 반영하여야 한다. 지분의 희석 요인을 반영해야 할 경우, 지분의 희석 과정에서 발생하는 차입금의 감소(예: CB 전환금액), 지분가치의 증가(예: CB 전환금액, BW 신주 인수권 행사금액, Stock Option 행사금액), 지분(주식) 수의 증가 등 주요 변수의 변동이 반영되어야 한다.

1. 지분증권의 공정가치

활성시장이 있는 경우 :

127 활성시장이란 지속적으로 가격결정 정보를 제공하기에 충분할 정도의 빈도와 규모로 자산이나 부채를 거래하는 시장을 말한다. 활성시장에서 공시되는 가격은 공정가치의 최선의 추정치이며, 이러한 가격이 있으면 금융자산이나 금융부채를 측정하는 데 그 가격을 사용한다.

128 금융상품 포트폴리오의 공정가치는 금융상품의 단위수량과 그 시장가격을 곱한 금액이다. 즉, 대량 보유하고 있는 금융상품의 매도에 대한 비유동성 조정 (Blockage discount)은 하지 않는다. 시장참여 매도자는 상품에 대한 가장 유리한 가격으로 거래를 체결하며, 대량 보유자산을 덜 유리한 가격으로 매도하고자 하는 기업의 결정은 개별 기업의 특성이다.

(1) 적용 범위

129 증권 매매를 위하여 거래소가 개설하는 시장 "증권시장"- "유가증권시장" 및 "코스닥시장"-과 장내파생상품의 매매를 위하여 거래소가 개설하는 "파생상품시장"(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제9조 ⑬항 및 ⑭항 규정) 또는 공신력 있는 외국의 증권시장(뉴욕증권거래소, 런던증권거래소 등)에서 거래되는 금융자산.

130 국내 증권시장과 외국의 증권시장에서 동시에 거래되는 금융자산은 원칙적으로 국내 시장에서 형성된 시장가격을 공정가치로 본다. 국내에서 발행된 금융자산의 시장가격이 외국의 증권시장에서만 형성되는 경우에는 그 시장가격을 합리적으로 조정된 가액을 공정가액으로 본다.

(2) 공정가치 측정

- 131 측정일 현재의 종가로 공정가치를 측정한다. 다만, 측정일 현재의 종가가 없으며 측정일과 해당 금융자산의 직전 거래일 사이에 중요한 경제적 상황의 변화가 없는 경우에는 직전 거래일의 종가로 할 수 있다. 중요한 경제적 상황의 변화가 있는 경우에는 그 변화의 영향을 직전 거래일의 종가에 적절히 반영하여 공정가치를 추정한다. 일시적으로 거래가 정지된 금융자산의 경우에도 동일하게 적용할 수 있다.

(3) 기타 유의사항

- 132 활성시장의 공시된 가격을 이용하여 공정가치를 측정할 경우, 다음과 같은 사항에 유의한다.

- 상장주식의 경영권 Premium
 경영권 Premium의 가치는 실제 거래에서 고려될 수 있는 사항이나, 현행 기업 회계기준서에서는 인정되는 공정가치 개념으로 보지 않기 때문에 상장주식의 공정가치 평가 시 경영권 Premium을 반영하지 않는다.
- 코넥스(KONEX)시장의 공시가격
 코넥스시장에서의 공시가격이 최선의 공정가치 추정치로 인정되기 위해서는, 그 공시가격이 용이하게 그리고 정기적으로 이용 가능하고 그러한 가격이 독립된 당사자 사이에서 정기적으로 발생한 실제 시장거래를 나타내어야 한다. 일반적으로, 아직은 코넥스시장에서의 공시가격이 있다 해도 그 금융상품이 활성시장에서 가격이 공시되고 있는 것으로 보기에 어려움이 있다. 따라서 코넥스시장에서의 공시가격이 있는 경우, 그 가격은 다른 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하는데 있어 이를 명시하고 공정가치 평가 결과에 대한 보조 자료 및 검증 자료로서 활용할 것을 권장한다.
- K-OTC(Korea Over-the-counter)시장에서의 거래 가격
 대한민국의 장외주식시장인 K-OTC시장의 거래가격이 활성시장의 공시가격으로서 최선의 공정가치 추정치로 인정되기 위해서는, 그 공시가격이 용이하게 그리고 정기적으로 이용 가능하고 그러한 가격이 독립된 당사자 사이에서 정기적으로 발생한 실제 시장거래를 나타내어야 한다. 일반적으로, 아직은 K-OTC시장의 거래가격이 있다 해도 그 금융상품이 활성시장에서 가격이 공시되고 있는 것으로 보기에 어려움이 많다. 따라서 K-OTC시장의 거래가격이 있는 경우, 그

가격은 다른 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하는데 있어 이를 명시하고 공정가치 평가 결과에 대한 보조 자료 및 검증 자료로서 활용할 것을 권장한다.

관측할 수 있는 최근 정상 거래가격이 존재하는 경우 :

- 133 관측할 수 있는 최근 정상 거래가격이 존재하는 경우, 그 거래가격은 공정가치 추정을 위한 좋은 출발점이 될 수 있으며 가치평가기법에 적용된 투입변수를 재보정하는 데 필요한 근거를 제공할 수 있다.

관측할 수 있는 최근 정상 거래가격이 존재하는 않는 경우 :

- 134 직전 측정일(최초 인식시점을 포함한다) 이후 후속 측정일 사이에 추가 자금조달거래가 없는 경우, 직전 측정일에 사용된 보정된 가치평가기법에 직전 측정일 이후 발생한 관측할 수 있는 현재의 시장상황 등의 유의적인 변동을 반영하도록 재보정하는 것이 최선일 수 있다.

2. 채무증권의 공정가치

활성시장이 있는 경우 :

- 135 활성시장에서 공시되는 가격은 공정가치의 최선의 추정치이며, 이러한 가격이 있으면 채무증권의 공정가치를 측정하는 데 그 가격을 사용한다.
- 136 금융상품 포트폴리오의 공정가치는 금융상품의 단위수량과 그 시장가격을 곱한 금액이다.
- 137 투자(보유)자산의 공시되는 적절한 시장가격은 일반적으로 측정일 기준 현행 매입호가이다.
- 138 현행 매입호가와 매도호가를 사용할 수 없는 경우 가장 최근의 거래 이후 경제적 상황에 유의적인 변화가 없다면, 가장 최근의 거래가격이 현행 공정가치의 증거가 된다. 거래 이후 조건이 변경되었다면(예: 회사채에 대한 가장 최근의 가격공시 이후 무위험이자율의 변경), 유사한 금융상품의 현행 가격이나 이자율을 참고하여 변경된 조건을 공정가치에 반영하여야 한다.
- 139 마찬가지로 가장 최근의 거래가격이 강제된 거래, 비자발적인 청산 또는 재무적 어려움으로 인한 매도 등에서 수취하거나 지급할 금액을 반영하기 때문에 이를 공정가치가 아니라는 사실을 제시할 수 있다면, 그러한 가격은 조정이 필요하다.

관측할 수 있는 최근 정상 거래가격이 존재하는 경우 :

- 140 관측할 수 있는 최근 정상 거래가격이 존재하는 경우, 그 거래가격은

공정가치 추정을 위한 좋은 출발점이 될 수 있으며 가치평가기법에 적용된 투입변수를 재보정하는 데 필요한 근거를 제공할 수 있다.

- 141 최근에 평가대상 채무증권을 취득하고 측정일까지 피투자기업의 중대한 변화나 경제상황 및 금융시장의 변화가 없는 경우, 동 채무증권의 취득가격은 관측할 수 있는 최근 정상 거래가격이며 따라서 평가대상 채무증권의 공정가치로 추정할 수 있다.

DCF를 활용한 채무증권의 공정가치 평가기법 :

- '활성시장' 및 '최근 정상거래가격'이 없는 채무증권의 공정가치 측정

(1) 기본 원칙

- 142 채무증권과 유사한 채무증권의 시장가격(수익률)을 기초로 하여 시장 참여자들이 평가 대상 채무증권의 평가에 사용할 것으로 기대되는 수익률을 적용하여 측정한다.
- 143 유사한 채무증권이라 함은 채무증권의 신용수준, 계약상 이자율이 고정(fixed)된 잔존기간 등을 포함한 현금흐름 유형, 원금의 상환까지의 잔존기간, 지급통화, 담보 및 기준이자율 등 계약조건과 특성이 실질적으로 동일한 금융상품을 의미한다.

(2) 공정가치 계산

$$\text{공정가치} : \sum_{t=0}^n \frac{\text{Face Value} \times \text{Coupon Rate}}{(1+r)^t} + \frac{\text{Face Value}}{(1+r)^t}$$

(3) 할인율(r)의 결정

신용등급이 있을 경우

- 144 증권업협회 및 채권평가회사가 공시하는 동일등급의 장기 무보증 회사채 기준 수익률을 이용하는 것이 일반적이다. 투기 등급 이하의 채권인 경우 채권평가회사에서 고시하는 일부 투기등급 채권의 수익률을 이용하거나 부도위험(default risk)을 감안한 예상수익률을 이용한다.

신용등급이 없을 경우

- 1) 유사기업 및 유사 채무증권의 수익률을 적용하여 결정하는 방안
- 145 합리적인 신용등급 예측모형을 적용하여 추정된 신용등급과 유사한 신용등급 채권의 수익률을 이용하거나, 평가 대상회사와 재무구조, 매출/이익/현금흐름의 추세, 업종 등이 유사한 기업의 회사채의 수익률 및 유사채무증권의 수익률을 적용한다.
- 2) 발행/취득 시 유효수익율(YTM)을 기반으로 추정 방안
- 146 금융자산의 최초 취득이나 발행 또는 금융부채의 최초 발생은 금융상품의 공정가치를 추정하는 데 근거가 되는 시장거래이다. 특히, 금융상품이 채무상품(예: 대여금)이라면, 공정가치는 취득일이나 발행일의 시장상황과 현행 시장상황이나 또는 유사한 채무상품(잔존만기, 현금흐름 유형, 통화, 신용위험, 담보 및 기준이자율 등이 유사함)에 대하여 기업이나 제3자가 현재 지급하는 이자율을 고려하여 결정할 수 있다.
- 147 발행/취득 시 유효수익율(YTM)을 기반으로 한 공정가치 추정은 채무증권을 발행한 후 채무자의 신용위험에 변화가 없는 경우에 적용 가능하며, 시장 상황 및 Risk premium(spread)의 변동 상황을 반영하여야 한다.

$$\begin{aligned}
 \text{ex.) } r &= \text{평가 시점의 기초수익률} \\
 &+ \text{발행/취득 시점의 가산금리} \\
 &+ \text{발행/취득 시점 이후 가산금리 변동 분} \\
 &= \text{평가시점의 공시된 최저신용등급(BBB-) 회사채 수익률} \\
 &+ (\text{발행/취득 시 유효수익률} - \text{발행/취득 당시 BBB-채권 수익률}) \\
 &+ \text{발행/취득 시점 이후 가산금리 변동을 반영한 추가 spread (*)}
 \end{aligned}$$

* 현재가치를 계산하기 위한 할인율을 결정하는 데 사용하는 기초이자율에 가산하는 적절한 신용 가산금리를 결정하기 위한 정보를 최근의 거래에서 얻지 못할 수 있다. 명백한 반증이 없는 한 대여 시점의 가산금리가 변경되지 않았다고 가정하는 것이 합리적일 것이나, 그러한 요소에 변화가 있었다는 증거가 있는지 여부를 결정하기 위하여 합리적인 노력을 하여야 한다. 변화의 증거가 있는 경우 금융상품의 공정가치를 결정할 때 그 변화의 효과를 고려하여야 한다.

3. 전환사채의 공정가치

148 전환사채 자체의 활성시장이 없는 경우에는 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하여야 한다.

최근 정상거래가격

149 평가대상 투자자산과 동일한 전환사채에 대하여 최근 정상거래가 있는 경우 그 거래가격은 공정가치 추정을 위한 좋은 출발점이 될 수 있으며 가치평가기법에 적용된 투입변수를 재보정하는 데 필요한 근거를 제공할 수 있다. 채무증권의 최근 정상 거래가격을 이용한 공정가치 추정기법을 준용한다.(주의: 동일한 회사가 발행한 경우일 지라도 BW, 주식 및 조건이 다른 CB는 동일한 투자자산으로 볼 수 없음)

최근 정상거래가격을 이용할 수 없는 경우에는 아래의 기법들을 사용하여 공정가치를 추정한다.

주권비상장기업의 전환사채

(1) Option Pricing Model 적용 방안

전환사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 전환권(Option)의 가치

150 회사채 가치와 전환권 가치를 구하여 합산하며, 전환권의 가치는 주식시장을 기반으로 전환가액, 주가, 주가변동성, 순채권의 가치 등을 고려하여 Option Pricing model을 적용하여 계산한다.

(2) 전환가능성 Scenario 분석을 통한 평가방안

전환사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 전환권(Option)의 가치

- 151 회사채 가치와 전환권 가치를 구하여 합산하며, 전환권의 가치는 시나리오 분석을 통해 계산한다.
- 152 전환권의 가치는 전환권리 만기시점까지의 주식가치, 내재가치 및 전환가능성에 대한 다양한 시나리오를 분석한 후, 개별 시나리오 별로 전환권 가치의 현재가치를 계산하고 확률을 적용하여 가중 평균치로 산출한다.
- 153 내재가치(Intrinsic value)가 있는 경우에도 기업공개(IPO)가 어려울 경우에는 전환의 가능성은 상당히 감소한다고 보는 것이 합리적이므로, 전환 가능성 판단 시 IPO 가능성 및 추진 여부도 중요한 고려 요소가 되어야 한다.
- 154 시나리오 분석결과 전환가능성이 희박한 경우, 일반 회사채(Straight Bond)로서 평가한다.

주권상장기업의 전환사채

- 155 주권상장기업의 전환사채의 경우도 비상장기업의 전환사채와 마찬가지로 (1) Option Pricing Model 적용 방안 (2) 전환가능성 시나리오 분석을 통한 평가방안을 이용하여 공정가치를 추정할 수 있다.
- 156 단, 일반적으로 주식 상장기업의 경우 Option Pricing Model 적용을 통한 '전환권의 가치' 산출이 용이하다고 보는 것이 합리적이므로 (1) Option Pricing Model 적용 방안을 통한 공정가치 추정을 최우선으로 선택할 것을 권장 한다.

4. 신주인수권부사채의 공정가치

157 신주인수권부사채 자체의 활성시장이 없는 경우에는 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하여야 한다.

최근 정상거래가격

158 평가대상 투자자산과 동일한 신주인수권부사채에 대하여 최근 정상거래가 있는 경우 그 거래가격은 공정가치 추정을 위한 좋은 출발점이 될 수 있으며 가치평가기법에 적용된 투입변수를 재보정하는 데 필요한 근거를 제공할 수 있다. 채무증권의 최근 정상 거래가격을 이용한 공정가치 추정기법을 준용한다.(주의: 동일한 회사가 발행한 경우일 지라도 CB, 주식 및 조건이 다른 BW는 동일한 투자자산으로 볼 수 없음)

최근 정상거래가격을 이용할 수 없는 경우에는 아래의 기법들을 사용하여 공정가치를 추정한다. 신주인수권부사채의 신주인수권의 가치와 전환사채의 전환가치는 Option 가치라는 점에서는 유사하나 실질적인 가치를 계산하는데 투입되는 변수와 계산방식에 차이가 있으므로 주의를 요한다.

주권비상장기업의 신주인수권부사채

(1) Option Pricing Model 적용 방안

신주인수권부사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 신주인수권(Warrant)의 가치

159 회사채 가치와 신주인수권 가치를 구하여 합산하며, 신주인수권의 가치는 주식시장을 기반으로 행사가액, 주가, 주가변동성 등을 고려하여 Option Pricing model을 적용하여 계산한다.

(2) 신주인수권 행사 가능성에 대한 Scenario 분석을 통한 평가방안

신주인수권부사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 신주인수권(Warrant)의 가치

- 160 회사채 가치와 신주인수권 가치를 구하여 합산하며, 신주인수권의 가치는 시나리오 분석을 통해 계산한다.
- 161 신주인수권의 가치는 신주인수권 만기 시점까지의 주식가치, 내재가치 및 신주인수권 행사 가능성에 대한 다양한 시나리오를 분석한 후, 개별 시나리오 별로 신주인수권 가치의 현재가치를 계산하고 확률을 적용하여 가중 평균치로 산출한다.
- 162 내재가치(Intrinsic value)가 있는 경우에도 기업공개(IPO)가 어려울 경우에는 신주인수권 행사 가능성은 상당히 감소한다고 보므로, 신주인수권 행사 가능성 판단 시 IPO 가능성 및 추진 여부도 중요한 고려 요소가 되어야 한다.
- 163 시나리오 분석 결과 신주인수권 행사 가능성이 희박한 경우, 일반 회사채(Straight Bond)로서 평가한다.

주권상장기업의 신주인수권부사채

- 164 주권상장기업의 신주인수권부사채의 경우도 비상장기업의 신주인수권부사채와 마찬가지로 (1) Option Pricing Model 적용 방안 (2) 신주인수권 행사 가능성에 대한 시나리오 분석을 통한 평가방안을 이용하여 공정가치를 추정할 수 있다.
- 165 단, 일반적으로 주식 상장기업의 경우 Option Pricing Model 적용을 통한 '신주인수권의 가치' 산출이 용이하다고 보는 것이 합리적이므로

Option Pricing Model 적용 방안을 통한 공정가치 추정을 최우선으로 선택할 것을 권장한다.

5. 프로젝트 투자의 공정가치

- 166 회사의 주식 또는 지분에 대한 단순한 투자가 아니고, 특정한 프로젝트만을 위해 자금을 투자하고 약정된 조건에 따라 투자원금과 이익 등을 회수하는 투자에 적용한다.

영화 프로젝트 투자의 공정가치 측정

- 167 영화에 대한 프로젝트 투자의 경우, 투자 이후 영화를 개봉하기 전까지 투자시점에 추정된 예상 시나리오를 달성할 수 없는 특별한 사정이 없는 한 최초 투자시점의 시장참여자의 가정은 변동되지 않을 것이다. 이 경우 영화를 개봉하기 전까지 프로젝트 투자의 공정가치는 투자원금으로 측정되고, 영화 개봉 이후 공정가치는 실제 발생한 현금유입 등을 고려한 시장참여자의 가정을 반영하여 측정한다.

성공 시나리오의 경우(회수금액 > 투자원금)

- 168 예를 들어, 영화 프로젝트 투자시점의 시장참여자들은 회수가 예상되는 기대가치의 70%는 1차 정산시점에 회수되고 30%는 후속 정산시점에 회수될 것으로 보고, 1차 정산 후 2개년이 경과한 날이 속하는 회계연도말까지 후속 정산에서 회수되지 않은 투자원금은 회수가능성이 없다고 본다고 가정하자.
- 169 최초 투자시점에 시장참여자들이 회수할 것으로 예상하는 총 기대가치는 50억원이고, 정산은 영화 개봉 후 1차 정산과 판권 등의 판매 수익에 대한 2차 정산으로 종료된다고 가정하자. 1차와 2차 정산시점에 달성된 실제 회수금액은 총 41.5억원으로 1차 정산시점에 28억원이 회수되고 2차 정산시점에 13.5억원이 회수된다고 가정하고 이를 정리하면 다음과 같다.

(단위: 백만원)

구분	1차 정산	2차 정산	합계
예상 회수비율 ^(*1)	70%	30%	100%
예상 기대가치	3,500	1,500	5,000
실제 정산금액	2,800	1,350	4,150

(*1) 과거의 영화 프로젝트 투자의 경험을 감안하여 추정

- 170 투자금액이 25억원일 경우 1차 정산시점과 2차 정산시점의 회수된 투자원금과 투자이익은 다음과 같이 산출된다.

(단위: 백만원)

구분	1차 정산	2차 정산	합계
회수금액	2,800	1,350	4,150
투자원금 회수액	2,500	-	2,500
투자이익(손실)	300	1,350	1,650

- 171 투자금액이 35억원일 경우 1차 정산시점과 2차 정산시점의 회수된 투자원금과 투자이익은 다음과 같다.

(단위: 백만원)

구분	1차 정산	2차 정산	합계
회수금액	2,800	1,350	4,150
투자원금 회수액	2,800	700	3,500
투자이익(손실)	-	650	650
미래 예상 현금흐름	1,200 ^(*1)	-	-

(*1) 미래 예상 현금흐름 1,200백만원(=2,800백만원÷70% - 2,800백만원)이 미회수 투자원금 700백만원을 초과하여 손상여부를 검토하지 않음

실패 시나리오의 경우(회수금액 < 투자원금)

- 172 다른 가정들은 문단 168 및 문단 169와 동일하고 1차와 2차 정산시점에 달성된 실제 회수금액은 총 13.05억원으로 1차 정산시점에 10.5억원이 회수되고 2차 정산시점에 2.55억원이라고 가정하자. 또한 1차 정산 후 실제 회수된 현금흐름을 고려하여 2차 정산시점의 예상 기대가치에 대한 시장참여자의 가정이 변동될 것이고, 변동된 2차 정산시점의 예상 기대가치는 1차 정산시점의 회수금액을 반영하여

4.5억원으로 변동된다고 가정하고 이를 정리하면 다음과 같다.

(단위: 백만원)

구분	1차 정산	2차 정산	합계
예상 회수비율	70%	30%	100%
예상 기대가치	3,500	1,500 ^(*1) (1차 정산후 450)	5,000
실제 정산금액	1,050	255	1,305

(*1) 시장참여자는 최초 투자시점에서 2차 정산의 예상기대가치를 1,500백만원으로 가정했으나, 1차 정산 완료 후 2차 정산의 예상기대가치를 450백만원으로 가정함

173 투자금액이 30억원일 경우 1차 정산시점의 투자원금 회수액은 10.5억 원으로 예상 기대가치의 30%만을 회수하였다. 1차 정산시점 이후 프로젝트 투자에 대한 총 예상 기대가치는 실제 회수금액을 반영하여 15억원(=10.5억원÷70%)으로 변동되었다고 시장참여자의 가정이 변경되었으므로 예상되는 총 투자손실 15억원을 1차 정산시점에 모두 인식한다. 따라서 1차 정산결과, 프로젝트 투자금액 30억원에서 회수된 투자원금 10.5억원과 인식된 투자손실 15억원의 합인 총 25.5억원이 차감된 4.5억원을 프로젝트 투자의 공정가치로 측정한다. 2차 정산시점에서 실제 회수된 금액 2.55억원과 1차 정산 후 프로젝트 투자의 공정가치인 4.5억원의 차액은 투자손실로 인식한다.

(단위: 백만원)

구분	1차 정산	2차 정산	합계
회수금액	1,050	255	1,305
투자원금 회수액	1,050	255	1,305
투자이익(손실)	(1,500) ^(*2)	(195) ^(*3)	(1,695)
미래 예상 현금흐름	(450) ^(*1)	-	-

(*1) 미래 예상 현금흐름 4,500백만원(=1,050백만원÷70% - 1,050백만원)이 미회수 투자원금 1,950백만원에 미달하여 손상여부를 검토

(*2) 1차 정산시점의 투자손실 = 미회수 투자원금(1,950백만원) - 미래 예상 현금흐름(450백만원)

(*3) 2차 정산시점의 투자손실 = 미래 예상 현금흐름(450백만원) - 회수액(255백만원)

IV. 사례연구(Case Study)

사례연구의 목적

시장참여자 가정이 공정가치 측정에 어떻게 반영되고 있는지 보정을 통해 확인한다.

1. 사례A - 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 기대현재가치기법¹⁸⁾을 선택하였다. 최초 거래가격과 가치평가모형에 따라 산정한 공정가치와 일치하도록 단순시나리오 분석을 이용한 기대현재가치기법을 보정하였고, 이를 통해 투자시점의 시장참여자들의 가정인 투입변수들이 무엇인지를 확인하였다.

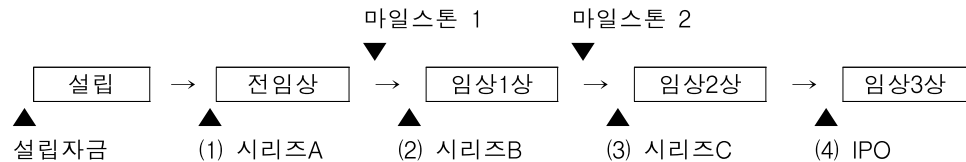
A2 최초 투자 당시에 투자자는 해당 투자가 실현될 수 있는 최종 결과를 다음과 같은 두 가지 시나리오로 예상하였다.

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

18) 본 사례는 본문 문단 80부터 101까지 설명된 시나리오분석과 마일스톤을 활용한 기대현재가치기법을 사용하여 초기 바이오기업의 공정가치를 측정하는 방법을 소개하고 있다.

- 실패 시나리오: 마이크로바이옴 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

회사의 배경

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

A5 (주)바이오의 설립자는 면역학 분야의 대가이며, 관련 학계에서도 인정받으며 우리나라의 면역학 관련 기초연구분야의 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 균주의 면역학적 특성을 분석할 수 있는 평가시스템이 불명확하다는 한계가 존재한다. 그러나 (주)바이오는 이러한 문제점을 개선할 수 있는 면역세포 기반의 평가모델을 활용한 후보 균주 평가시스템을 개발 완료하였다. 또한, 면역세포 기반으로 선별된 후보 균주들의 생체 내 기능을 분석하기 위해 무균생쥐 기반 평가시스템을 활용하고 있으며, 무균생쥐 모델이 환자의 장내 균총을 모사하지 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 및 작용기전을 규명하여 환자 질환의 맞춤형 마이크로바이옴 기반 치료제를 개발하려고 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 동물모델을 완성(마일스톤 1)하고, 그로부터 2년 이내로 항염증 치료제(장기이식, 자가면역질환 등) 및 항암 면역증강제 임상진입(마일스톤 2)을 목표로 연구개발을 진행하고 있다.

최초거래(Transaction)

- A8 (주)바이오는 투자자인 (주)한국투자로부터 유상증자 후 125억원의 가치로 시리즈A 우선주를 주당 2만원에 총 25억원의 자금을 투자받았다. 해당 투자금액은 전임상 및 임상연구 등의 연구개발비용과 동물시설 유지 등에 필요한 운영자금으로 사용될 예정이다.
- A9 (주)바이오의 주식변동현황을 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(Investment Thesis)

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

- 마이크로바이옴 시장의 성장성

마이크로바이옴은 2014년 세계경제포럼에서 발표한 10대 유망기술 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 공동연구 및 해외 진출에도 강점이 있을 것으로 본다.

- 차별화된 전임상 평가 모델을 통한 후보물질 도출 및 효능평가 기술 보유

(주)바이오는 차별화된 동물 평가 모델을 개발하고 있으며, 질 환 맞춤형 모델을 개발하기 위해 연구개발을 진행하고 있다. 이와 관련하여 국내 최초로 무균생쥐 설비를 구축 및 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 가치평가법의 관측할 수 없는 투입변수들을 도출하기 위하여 가치평가법에 따른 결과값이 최초 인식일의 거래가격과 일치하도록 보정하였고, 그 내용은 다음과 같다.

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

(*1) 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.

(*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 투자실현 시점까지의 남은 기간 등은 모두 초기 바이오산업에 투자한 오랜 투자경험을 바탕으로 추정하였다.
- A13 회사는 향후 시리즈 B와 시리즈C 그리고 기술특례 상장제도를 통한 IPO시점의 예상되는 자금조달규모와 예상 시가총액 등을 감안하여, 희석률¹⁹⁾은 약 58%에 달할 것으로 예상했다. 회사는 최초 가치평가 모형에서 (주)바이오가 기술특례 상장까지 걸리는 기간을 5년으로 가정하였고, 성공 시나리오에 대한 확률을 반영하여 추정 기대수익률 20.1%를 산출하였다.

2X20년 12월 31일 - 가치평가

- A14 회사는 최초 보고기간말에 (주)바이오나 외부시장에 어떠한 중요한 사건들이 발생하지 않았고, 주요 투입변수와 가정들(예: 성공확률, 회수 시점의 기대가치, 예상 투자실현 시점, 회수방법의 성격)을 변경할만한 어떠한 요인도 없었다고 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 측정결과를 요약하면 다음과 같다.

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

구 분	시리즈A
투자금액	25억원
인수주식수	125,000주
총보유주식수	125,000주
지분율	20%
유상증자 후 가치	125억원
보고기간말 공정가치	25억원
평가손익	-

2X21년 12월 31일 - 가치평가

- A16 회사는 (주)바이오의 경영진과의 면담을 통해 투자 당시 합의된 1 단계 마일스톤인 ‘질환별 인간화 마이크로바이옴 동물모델’을 완성하기 위한 연구개발과정이 순차적으로 원만히 진행되고 있고, 현금소진율(Cash Burn Rate) 등을 감안할 때 다음 자금조달시점 (시리즈B)까지의 운영자금도 문제가 없을 것으로 판단하였다.²⁰⁾
- A17 또한 회사는 2X21년 12월 31일 현재 취득 이후 2년이 경과하지 않았고 (주)바이오의 경영성과나 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 취득 시점의 공정가치인 주당 2만원을 보고기간말의 공정가치로 평가하였다.
- A18 보고기간말 현재 회사의 투자현황과 시리즈A의 공정가치 측정결과를 요약하면 다음과 같다.

20) 시장참여자들은 최초 투자 후 2년 이내는, 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 못 했더라도 공정가치의 변동을 줄만한 요인이 있는지 고려해야 한다.

구 분	시리즈A
투자금액	25억원
인수주식수	125,000주
총보유주식수	125,000주
지분율	20%
유상증자 후 가치	125억원
보고기간말 공정가치	25억원
평가손익	-

2X22년 12월 31일 - 시리즈B로 자금조달

A19 (주)바이오는 약 2년에 걸쳐 초기에 설정된 1단계 마일스톤인 ‘질 환별 인간화 마이크로바이옴 동물모델’을 완성하는데 성공하였고, 2단계 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 발행하였고, 회사는 이 중 50억원을 시리즈B에 투자하였다.²¹⁾

A20 (주)바이오의 주식변동현황을 요약하면 다음과 같다.

구 분	시리즈A	시리즈B
유상증자 후 가치	125억원	412.5억원
조달금액	25억원	100억원
주당단가	20,000원	50,000원
총발행주식수	125,000주	200,000주
기발행주식수	500,000주	625,000주
유상증자 후 주식수	625,000주	825,000주

21) 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.

A21 시리즈B 투자시점의 새로운 사실과 상황들에 근거한 시장참여자들의 가정이 반영되도록 회사는 시나리오 분석을 기반으로 하는 기대현재가치기법을 시리즈B 우선주의 거래가격(공정가치와 일치한다고 판단함)에 보정하였고, 그 내용은 다음과 같다.

구 분	성공 1	성공 2	실패
회수시점의 예상 기대가치	3,000억원 ^(*6)	3,500억원 ^(*7)	-
IPO시 예상 총발행주식수 ^(*1)	1,500,000주 (희석률: 45% ^(*2))	1,500,000주 (희석률: 45% ^(*2))	-
시리즈B 주당 기대가격	200,000원	233,334원	-
IPO 성공확률 ^(*3)	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 ^(*4)	26,924원 ^(*5)	-

(*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 투자시점 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 공정가치

주당 50,000원(=23,076원+26,924원)이 시리즈B 우선주의 거래 가격과 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 확인한 시장참여자들의 가정을 그대로 받아들여 시리즈A 우선주의 공정가치를 시리즈B 우선주의 거래가격인 주당 50,000원으로 일치하도록 측정하였다. 따라서 회사는 보고기간말 시점의 시리즈A 우선주의 공정가치를 주당 20,000원에서 50,000원으로 상향조정했다.

A24 보고기간말 현재 회사의 투자현황과 시리즈A 및 시리즈B의 공정가치 측정결과를 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% ^(*1)	27% ^(*2)
해당 보유주식의 직전 공정가치	25억원	50억원
보고기간말 공정가치	62.5억원 ^(*3)	50억원 ^(*4)
당기 평가손익	37.5억원 ^(*5)	-

(*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 자금 조달 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 않는다고 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 비상장주식을 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 자금조달시장으로부터 G사는 시리즈B로 투자 후 가치 452억원에 100억을 투자받았고, K사는 투자 후 가치 380억원에 100억을 투자받았다는 사실을 알게 되었다.

A28 회사는 (주)바이오가 사전에 설정한 사업계획대로 임상시험을 원활히 진행하고 있고, 동일한 단계의 회사들을 바라보는 투자시장의 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 측정결과를 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 ^(*1)	50억원 ^(*2)
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 임상시험1상을 성공적으로 마치고 임상시험2상에 필요한 자금 250억을 시리즈C로 조달했다. (주)바이오는 2X24년 10월 3일에 유상증자 후 910억원의 가치로 시리즈C 우선주를 주당 8만원에 250억원을 발행하였고, 회사는 이 중 100억원을 시리즈C에 투자하였다. 시리즈C의 다른 투자조건들은 이전에 발행된 시리즈A 및 시리즈B와 동일한 조건이었다.

A31 (주)바이오의 주식변동현황을 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 재보정하였고, 그 결과는 다음과 같다.

구 분	성공 시나리오	실패 시나리오
회수시점의 예상 기대가치 ^(*1)	3,075억원	-
IPO시 예상 총발행주식수 ^(*2)	1,537,500주 (희석률: 26.02% ^(*3))	-
시리즈C 주당 기대가격 ^(*4)	200,000원	-
IPO 성공확률 ^(*5)	45%	55%
확률가중 시리즈C 주당 가격	90,000원	
예상 투자실현 시점	1년	
추정 기대수익률	12.5%	
시리즈C 현재가치(공정가치)	80,000원 ^(*6)	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%)¹ = 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 수정하였다. (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 감소²²⁾하였고 그 결과 추정 기대수익률 또한 12.5%로 줄어들었다는 것을 확인했다.
- A34 보고기간말 현재 회사는 모든 시리즈에 투자했다. 회사는 시리즈 C 거래가격에 대한 보정을 통해 확인한 시장참여자들의 가정이 합리적이라고 판단하고, 이를 시리즈A와 시리즈B 우선주의 공정가치 측정에 반영하고 세 우선주의 공정가치를 모두 동일하게 측정하였다.
- A35 보고기간말 현재 회사의 투자현황과 공정가치 측정결과를 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 ^(*1)	80억원 ^(*2)	100억원 ^(*3)
당기 평가손익	37.5억원	30억원	-
누적 평가손익	75억원	30억원	-

(*1) 125,000주 x 80,000원 = 100억원

(*2) 100,000주 x 80,000원 = 80억원

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

(*3) 125,000주 x 80,000원 = 100억원

2X25년 12월 31일 - 기술특례 상장(IPO) 성공

A36 (주)바이오는 2X25년 초 임상 3상에 들어갔으며, 상반기 코스닥시장에 상장하기 위하여 기술특례 상장을 신청하였고 하반기 공모시가총액 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% ^(*1)	24% ^(*2)	27.4% ^(*3)
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(시

리즈C 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)만큼 증가한다고 보지 않는다. 전임상 단계에서 임상1상 단계에 진입하는 순간 즉, 사실과 상황이 변하는 순간에 시장참여자의 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.

2. 사례B - 초기 플랫폼 비즈니스기업에 대한 투자

투자의 개요

- B1 이 사례는 플랫폼 비즈니스(Platform Business) 분야의 창업 초기 기업에 대한 투자를 다룬다. (주)대한투자(이하 “투자자”)는 개인의 인생을 중시하는 라이프스타일의 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 투자자는 피투자회사의 플랫폼 가입자 수가 1년만에 급격히 증가하였고, 월간 활성이용자 수(Monthly Active User, MAU), 연간 1회 이상 본 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, 투자자는 피투자회사의 기업공개뿐만 아니라 플랫폼 비즈니스의 특성을 감안하여 전략적 인수자에게 매각하는 방법으로도 투자금을 회수할 수 있다고 판단하였다.
- B3 투자자는 (주)여행이 매출액 450억원에 당기순이익 66억원을 회수시점에 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 시장상황의 악화로 인하여 (주)여행의 향후 실적에 대한 기대가 급격히 약화되어 추가 자금조달의 어려움을 겪었다. 결국 (주)여행은 여행상품의 온라인 공급망을 확대하려는 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 빠른 성장을 통해 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 수요와 공급은 지속적으로 증가할 것으로 전망되었다.
- B7 과거와는 달리 YOLO(You Only Live Once)나 워라밸(Work-life Balance)같은 개인의 행복을 중시하는 라이프스타일로 시대가 변하고 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)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 발행하였고, 투자자는 이 중 50%인 27.5억원을 시리즈A에 투자하였다. 시리즈A의 자금 조달액 55억원은 운영비, 마케팅, 콘텐츠 제작 등 일반 운영자금으로 사용될 예정이다.

- B11 최초 거래일의 피투자회사의 주주현황은 다음과 같다.

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

- B12 투자자는 피투자회사의 IPO 또는 전략적 인수자에게 매각함으로써 투자금을 회수할 수 있다고 예상하였다. 다만, 피투자회사의 매각보다는 IPO를 통한 회수 확률이 훨씬 높다고 보고 제3자 매각 시나리오인 IPO는 향후 3년 이후 가능할 것으로 보았고, 실패 시나리오의 경우에는 투자금을 완전히 잃을 것으로 예상하였다.
- B13 유상증자 후 275억원의 가치와 투자금 55억원(투자자는 27.5억원을 투자)은 피투자회사와의 협상으로 결정되었다. 시리즈A 투자금액은 시리즈B에 이를 때까지 필요한 현금 소요액을 근거로 하였다. 시리즈A 투자자들은 2023년 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 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 9.6배²³⁾의 높은 기대수익을 얻을 수 있을 것으로 예상했다.

23) 2,640억원 ÷ 275억원(시리즈A 투자 후 가치) = 9.6(배)

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

B16 시리즈A 투자자들은 단순 시나리오 분석을 활용한 기대현재가치기법을 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 ^(*1)	2,640억원	-
희석률 고려 후 회수시점의 예상 기대가치 ^(*4)	1,584억원 ^(*2) (희석률: 40% ^(*3))	-
IPO 성공확률 ^(*5)	30%	70%
확률 가중한 희석률 고려 후 회수시점의 예상 기대가치	475.2억원	-
예상 투자실현 시점	3년	-
추정 할인율	20%	-
현재가치(Post-money Value)	275억원 ^(*6)	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.

(*4) 2,640억원 × (1 - 40%) = 1,584억원으로 시리즈A 이후 조달될 지분을 제외하고 시리즈A 자금조달 직후 시점 현재의 지분의 가치

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

(*6) 475.2억원 ÷ (1+20%)³ = 275억원

B17 투자자들은 피투자회사의 플랫폼 내에서 사용자들이 항공, 호텔, 티켓 등을 구매하고 받는 수수료와 플랫폼 내에서 제휴처(해외 관

광청 등)와 현지 업체들의 타겟광고를 통한 광고매출을 주된 수익으로 예상하였다. 이를 결정하는 중요한 변수로 플랫폼 가입자 수, 월간 활성이용자 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 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 ^(*1)	6,000억원
순매출액 비율	5%
서비스 매출액(A) ^(*2)	300억원
가입자 대비 MAU 비율	12%
MAU ^(*3)	1,200,000명
MAU당 광고단가(월)	1,000원
연간 광고매출액(B) ^(*4)	144억원
총 매출액(A+B)	444억원
원가율 ^(*5)	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 가정

2X20년 12월 31일 가치평가

B19 투자자는 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 투자자의 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 180억원을 발행하였고, 투자자는 이 중 33.3%인 60억원을 시리즈B에 투자하였다. 시리즈B의 다른 상세 투자조건들은 시리즈A와 동일하게 발행되었다.

B22 피투자회사의 주식변동현황은 다음과 같다.

구 분	설립	시리즈A	시리즈B	합계	지분율
(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 하반기 중 국내 메이저 여행사 중 하나인 X사와의 업무제휴로 호텔, 항공 등 플랫폼내에서 구매할 수 있는 모든 상품에 대해 경쟁력을 확보하였다. 피투자자는 X사의 해외 현지 법인을 활용한 마케팅이 가능해져 경쟁사인 다른 온라인 여행사보다 저렴한 가격으로 여행상품을 공급할 수 있게 되었고, 발권액 1조원이 넘는 한국발 주요 노선에 대해 X사와 동일한 가격확보가 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, F&B, T&A를 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 30과 50의 중간값 40을 적용하기로 하였다.

B26 투자자는 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 ^(*1)	3,320억원	-
희석률 고려 후 회수시점의 예상 기대가치 ^(*4)	2,324억원 ^(*2) (희석률: 30% ^(*3))	-
IPO 성공확률 ^(*5)	30%	70%
확률 가중한 희석률 고려 후 회수시점의 예상 기대가치	697.2억원	-
예상 투자실현 시점	2년	-
추정 할인율	20%	-
현재가치(Post-money Value)	484.17억원 ^(*6)	0원
지분율	37.2% ^(*7)	-
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 시장참여자의 가정으로 결정하였다.

(*6) 697.2억원 ÷ (1+20%)² = 484.17억원

(*7) 118,356주 ÷ 318,356주 = 37.2%

B27 국내 메이저 여행사와의 업무제휴, 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 확대 될 것으로 전망하였다. 투자자들의 예상 가입자수 12백만명(20백만명×75%×80%) 추정은 현재 시점의 사실과 상황을 고려할 때 합리 적이라고 판단하였다. PUR은 전략적 제휴 확대와 자체 할인 프로모션으로 8%로 증가하지만 대신 ARPPU는 800,000원으로 줄어든다고 가정하였다. 그 이외의 다른 가정들은 시리즈A와 동일하다고 보았다. 이를 근거로 투자자들의 예상 매출액과 순이익을 뒷받침하도록 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 ^(*1)	7,680억원	6,000억원
순매출액 비율	5%	5%
서비스 매출액(A) ^(*2)	384억원	300억원
가입자 대비 MAU 비율	12%	12%
MAU ^(*3)	1,440,000명	1,200,000명
MAU당 광고단가(월)	1,000원	1,000원
연간 광고매출액(B) ^(*4)	172.8억원	144억원
총 매출액(A+B)	556.8억원	444억원
원가율 ^(*5)	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 가정

2X21년 12월 31일 가치평가

- B28 투자자는 시리즈A 우선주의 공정가치 측정 시, 관측할 수 있는 시리즈B 우선주의 거래가격을 보정하여 확인한 시장참여자의 가정을 받아들여 시리즈A 우선주의 공정가치를 시리즈B 우선주의 거래가격인 주당 152,083원으로 일치하도록 측정하였다. 따라서 투자자는 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 성공 확률, 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 변동을 줄만한 사실이나 상황은 없다고 판단하였다.
- B30 보고기간말 현재 투자자의 투자현황과 시리즈A와 시리즈B 우선주의 공정가치 측정결과를 요약하면 다음과 같다.

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

(*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 오늘 시리즈C 라운드에 투자한다면 피투자회사의 시장가치는 250억원에서 300억원사이에 결정될 것으로 예상되었다. 이러한 시장참여자의 관점을 기존의 시나리오 분석 방법과 일관되도록 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 ^(*1)	750억원	-
희석률 고려 후 회수시점의 예상 기대가치 ^(*2)	600억원 (희석률: 20% ^(*3))	-
IPO 성공확률 ^(*4)	50%	50%
확률 가중한 희석률 고려 후 회수시점의 예상 기대가치	300억원	-
예상 투자실현 시점	1년	-
추정 할인율	12%	-
현재가치(Post-money Value)	267.9억원 ^(*5)	0원
지분율	11.16% ^(*6)	-
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 시장참여자의 가정으로 결정하였다.

(*5) 300억원 ÷ (1+12%)¹ = 267.9억원

(*6) 40,000주 ÷ (318,356주+40,000주) = 11.16% (회사가 시리즈C에서 자금조달을

하였다면 40,000주의 우선주를 발행했을 것으로 가정하였다.)

B32 투자자는 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 투자자와 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 ^(*1)	12.56% ^(*3)	55억원	7.8억원
시리즈B	185.9억원 ^(*2)	37.18% ^(*4)	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 투자자의 투자현황과 시리즈A와 시리즈B의 우선주의 공정가치 측정결과를 요약하면 다음과 같다.

구 분	시리즈A	시리즈B
투자금액	27.5억원	60억원
지분율(a)	6.28% ^(*1)	12.39% ^(*2)
피투자회사 매각가격(b)	500억원	500억원
보유지분별 매각가치(a x 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 ^(*1)
주당거래가격	137,500원 ^(*2)	152,083원 ^(*3)	157,057원 ^(*4)
조달 또는 매각지분율	20% ^(*5)	37.18% ^(*6)	100% ^(*7)

(*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 평

가하였다. 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&A시장에서는 가입자수 또는 MAU당 일정 금액으로 기업가치를 평가하여 거래가 이루어지고 있다.
- B38 시장참여자들은 IPO를 통한 회수시점의 예상 기대가치를 기준으로 투자의 공정가치를 측정할 수도 있지만, 또 다른 회수시장인 M&A 시장에서 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.