

ISSUE MONITOR

뉴밸류에이션 시대,
신성장기업의 가치평가

July 2021 | 제143호

삼성KPMG 경제연구원

home.kpmg/kr

뉴벨류에이션 시대, 신성장기업의 가치평가

Issue Monitor | July 2021

Contacts

삼성KPMG 경제연구원

이효정

이사

Tel: +82 2 2112 6744

hyojungle@kr.kpmg.com

김규림

이사

Tel: +82 2 2112 4089

gyulimkim@kr.kpmg.com

김수경

책임연구원

Tel: +82 2 2112 3973

sookyoungkim@kr.kpmg.com

차윤지

선임연구원

Tel: +82 2 2112 6914

yoonyjicha@kr.kpmg.com

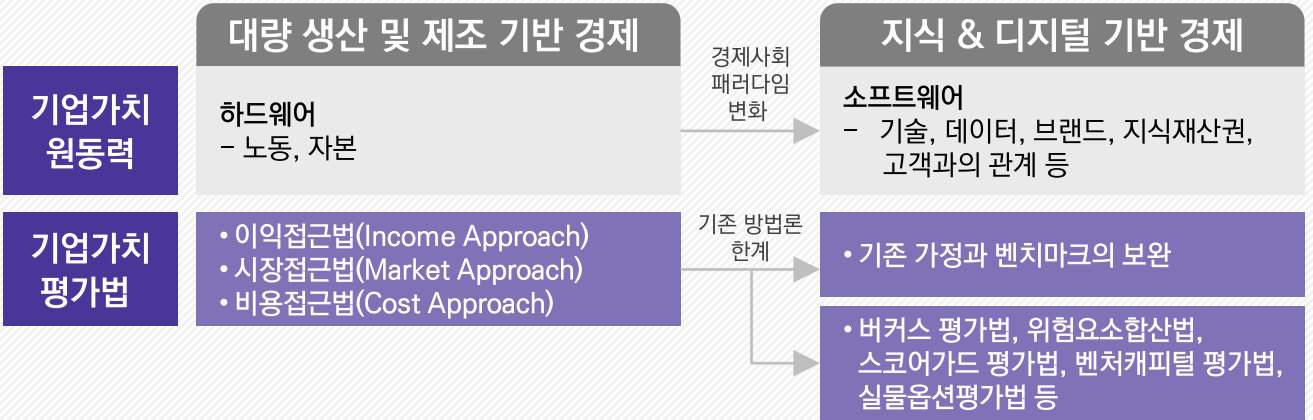
본 보고서는 삼성KPMG 경제연구원과 KPMG Member firm 전문가들이 수집한 자료를 바탕으로 일반적인 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 보고서에 포함된 자료의 완전성, 정확성 및 신뢰성을 확인하기 위한 절차를 밟은 것은 아닙니다. 본 보고서는 특정 기업이나 개인의 개별 사안에 대한 조언을 제공할 목적으로 작성된 것이 아니므로, 구체적인 의사결정이 필요한 경우에는 당 법인의 전문가와 상의하여 주시기 바랍니다. 삼성KPMG의 사전 동의 없이 본 보고서의 전체 또는 일부를 무단 배포, 인용, 발간, 복제할 수 없습니다.

Contents

최근 IPO(기업공개)와 M&A(인수·합병)에서 기존 기업가치평가 모델로는 설명하기 어려운 기업 사례가 등장하고 있다. DCF(현금흐름할인법)과 EBITDA 멀티플(상각전영업이익배수), PER(주가수익비율), PBR(주가순자산비율) 등 전통적 기업가치평가 모델로는 설명력을 지니기 어려운 기업의 특징은 새로운 산업에 속해 있다는 부분이다. 기업의 가치는 기업이 창출하는 미래 현금흐름의 현재가치의 합이라는 고전 이론은 더이상 현실적이지 않은 시대가 도래했다. 본 보고서는 신성장기업의 부상에 따라 변화하는 기업가치평가 요소를 분석하고, 이커머스와 딜리버리 기업의 사례를 살펴봄, 기업가치평가 방향성에 대한 시사점을 제공하고자 한다.

	Page
Infographic Summary	3
신성장기업의 부상과 가치평가	4
벤처기업의 활발한 IPO가 이루어진 2020년	4
변화하는 신성장기업의 기업가치평가 요소	5
기업가치평가 방법론을 둘러싼 논의 동향	6
전통적 기업가치평가방법, 신성장기업 가치평가에 각각의 한계점 존재	6
이커머스 기업의 가치평가	9
이커머스 밸류에이션, 무엇을 봐야 할까	9
[Issue Brief] 쿠팡의 IPO와 밸류에이션	12
딜리버리 기업의 가치평가	15
배달대행(LMD, Last Mile Delivery) 밸류에이션, 무엇을 봐야 할까	15
[Issue Brief] 딜리버리히어로의 우아한형제들 인수 시 밸류에이션	17
시사점	18
새로운 앵글의 기업가치평가 방안 모색	18
기업의 주식을 원하는 사람의 수요량에 기반한 기업가치	19
데이터 확보 우위에 있는 기업의 가치 상승	19
주주에게 비전 제시 및 비즈니스모델 다각화	20


Infographic Summary




이커머스·푸드 딜리버리 기업을 통해 살펴본 밸류에이션 변화

이커머스 기업의 밸류에이션	딜리버리 기업의 밸류에이션
<p>통상적으로 현금창출력에 기반한 EV/EBITDA(기업가치/상각전영업이익) 등 이익 관련 지표를 기준으로 기업가치를 산출</p> <p>고성장 중인 이커머스 기업 가운데 물류·ICT 등 대규모 투자로 여전히 적자 상태에 놓인 경우가 다수 존재하며, 이에 이익 대신 매출 관련 지표를 기준으로 이커머스 기업의 적정 가치를 평가하는 추세</p> <p>핵심 평가 지표</p> <ul style="list-style-type: none"> GMV 총 거래금액 또는 매출액 <p>부수 평가 지표</p> <ul style="list-style-type: none"> 시장 점유율 재 구매율 플랫폼 확장성 기타 	<p>가입자 확대에 따라 배달주문건수 및 거래액 급증 수익성 측면에서는 규모의 경제 궤도에 오르기까지 적자를 보이는 플랫폼의 특징 보유</p> <p>다수 딜리버리 스타트업이 (-)EBITDA를 보이며, 스타트업마다 매출의 수익인식기준이 상이(총액, 순액 또는 혼재)하여 기업 간 비교가능성 낮음 이에 월 평균 배달건수를 기반으로 한 평가법이 활용</p> <p>핵심 평가 지표</p> <ul style="list-style-type: none"> 배달 건수 또는 GMV 총 거래금액 <p>부수 평가 지표</p> <ul style="list-style-type: none"> 시장 점유율 가입자 수 플랫폼 확장성 기타


뉴밸류에이션 시대, 신성장기업 가치평가 방향성

- 


기업가치평가의 새로운 앵글 도입

 - 신성장기업은 성장성이 높으나 수익성이 낮음
 - 새로운 앵글의 가치평가 방안 필요
- 

수요를 창출하는 기업 주목

 - 수요가 가치를 창출
 - 신성장 기업가치는 기업의 주식에 대한 수요량에 기반
- 

기업의 데이터 확보 역량 확인

 - 데이터 확보 역량이 기업 경쟁력이 되는 시대
 - 데이터 확보·활용능력이 뛰어난 기업의 밸류에이션 상승 가능성 높음
- 

기업이 주주들에게 비전을 제시하고 있는가

 - 주주에게 제시하는 비전이 명확하고 가치 있을수록 기업가치는 높게 평가됨
 - 투자의 기준점 변화가 필요한 시대

신성장기업의 부상과 가치평가

“

2020년 하반기

코로나19에도 불구하고,

벤처기업의 활발한 IPO

… 기업가치에 대한

다양한 논의 촉발

”

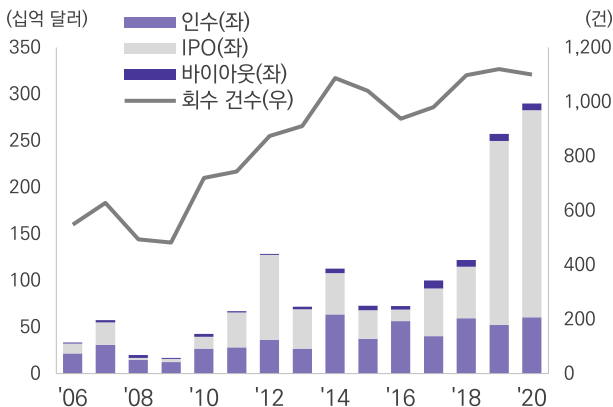
벤처기업의 활발한 IPO가 이루어진 2020년

전 세계를 강타한 코로나19에도 불구하고 2020년 하반기 이후 글로벌 주식시장의 빠른 회복세에 힘입어 벤처기업의 활발한 기업공개(Initial Public Offering, IPO) 열풍이 국내 외에서 이어지고 있다. 기업정보 제공업체 PitchBook에 따르면 미국 벤처캐피탈(Venture Capital, VC) 회수 시장의 경우, 2020년 회수 건수는 전년도와 유사한 1,100여 건을 기록한 반면, 2020년 회수 금액은 2,901억 달러로 2019년 실적(2,574억 달러) 대비 12% 이상 성장하며 역사적 최고치를 기록했다.

VC 투자회수에서 눈에 띄는 점은 벤처기업이 IPO 과정에서 높은 가치로 평가되며 회수되는 거래 건수와 비중이 높아졌다는 점이다. 미국 시장에서 5,000만 달러 이상의 VC 회수 건수 비중은 2020년 29.1%로 2019년 15.6%에 비해서도 13.5%p 증가하였다. 전체 회수 시장에서 IPO 비중도 2016년 이후 반등하여 2020년에는 전체 회수 규모의 76.5%(2,220억 달러)가 IPO를 통해 이루어졌다. 2020년 중에는 미국 스노우플레이크(Snowflake), 도어대시(DoorDash), 유니티(Unity), 루트보험(Root Insurance), 팔란티어(Palantir), 아사나(Asana) 등의 유니콘이 IPO 또는 직상장을 통해 주식시장에서 높은 가치로 평가받았다. PitchBook에 따르면 2020년 IPO를 통해 회수가 이루어진 거래(102건)의 공모금액 중앙값(Median)은 5억 2,350만 달러로 2019년 3억 6,720만 달러 대비 42.6% 높아져 유니콘 기업이나 신산업의 성장성 등이 시장에서 크게 주목받고 있음을 알 수 있다.

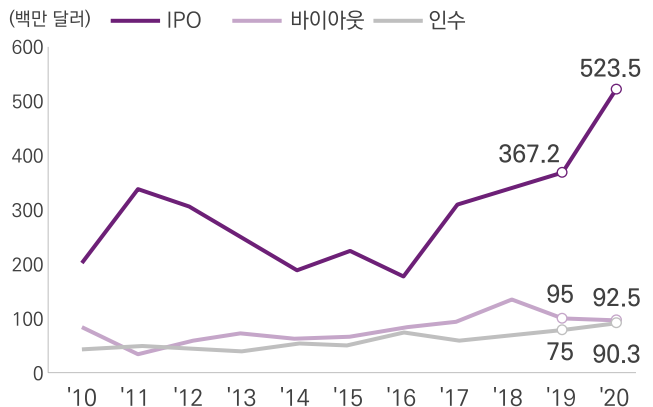
그러나 전 세계 주목을 받으며 상장한 주요 유니콘인 우버와 리프트의 경우 공모가 대비 주가 흐름이 부진한 모습을 보인 바 있고, 2020년 12월 상장한 에어비앤비와 도어대시의 경우, IPO 첫날 주가가 공모가 대비 각각 112%, 80% 상승하는 등 신성장기업 가치에 대한 기대와 회의가 혼재했다. 이러한 논란은 우리나라도 예외가 아니다. 이러한 현상에 대해 코로나19 이후 높아진 시장 유동성과 성장주 중심으로의 자금 쏠림, 투자자의 과도한 기대와 버블 논란 등 다양한 논의가 이루어지고 있지만, 원천적으로 신성장기업의 가치를 좌우하는 요인과 가치평가 방법론에 대해 합의가 어렵다는 점이 주요 요인으로 판단된다.

[미국 VC 회수 금액 및 건수 추이]



Source: PitchBook, Venture Monitor Q4 2020

[미국 VC 회수 유형별 규모 추이(중앙값 기준)]



Source: PitchBook, Venture Monitor Q4 2020

“ 신성장기업의 가치평가 논의 ... 지식 · 플랫폼 · 데이터 중심의 경제사회 패러다임 이행 과정에서 기업가치평가 요소가 변화된 것이 주요 원인 ”

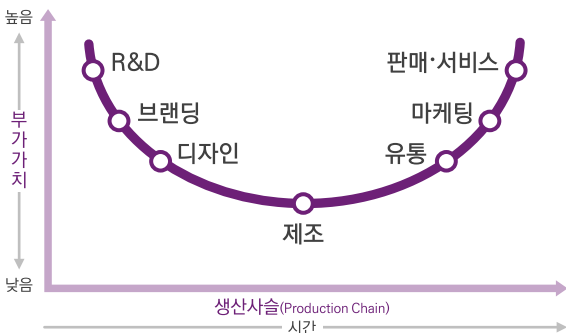
변화하는 신성장기업의 기업가치평가 요소

유니콘과 같은 신성장기업의 부상과 가치평가 논란의 이슈는 1990년대 후반 이후 정보통신기술 발전으로 인해 경제사회 패러다임이 변모하면서 기업의 성장동력이 변화하는 것과 연관된다. 이른바 4차 산업혁명으로 경제와 산업 패러다임은 과거 노동, 자본 등 유형자산 중심의 대량생산 및 제조 기반에서 지식과 디지털, 네트워크 기반 플랫폼 경제로 변모하고 있다. 기업가치 창출의 원동력은 기존 제조업에서 중시되었던 노동이나 자본력, 유형자산 등 하드웨어에서 소프트웨어인 플랫폼의 기술력, 데이터, 브랜드, 고객과의 관계 등과 같은 무형자산으로 그 중심축이 변화 중이다.

무형자산이나 플랫폼과 같은 자산은 기술, 데이터 등과 결합하면서 기존의 예상을 뛰어넘는 방식으로 고객과 상호작용하며 네트워크 효과 및 확장성을 가지는 특징이 있다. 플랫폼은 사용이나 시간에 따라 한계비용이 체감하는 ‘수확체증의 생산구조’하에서 네트워크 효과에 기인하여 다양한 수요자와 생산자를 끌어 모으며 승자 독식구조로 영향력을 확대한다. 주요 기술이나 아이디어를 보유한 스타트업 기업은 R&D와 소프트웨어와 같은 무형자산 투자를 확대하는 한편 초기 수요자와 공급자가 네트워크에 유입되도록 인센티브 등 시장 전략을 사용하여 사업을 개척한다. 이에 따라 초기 스타트업은 수익창출 이전까지 자금조달의 어려움을 겪기 마련이고 성장성을 담보로 VC 투자 등을 통해 자금을 조달 받아 기업을 운영하며, 성공적인 경우 NASDAQ과 같은 시장에서 높은 기업가치로 평가받게 된다.

그러나 사회경제 패러다임 변화에도 불구하고 기업을 평가하거나 경제를 바라보는 관점은 여전히 전통적인 제조업, 유형자산 중심 시각에 머물고 있으며, 실제로 기업가치평가 방법론상에서도 실무 적용 등에 여러 한계점이 존재한다. 일례로 현재의 플랫폼 경제에서 가장 중요하다고 여겨지는 데이터 자산의 경우, 기업들이 실질적으로 재무가치를 산정하는 것이 쉽지 않다. 데이터는 ①무형자산으로 실제 확인이 어렵고, ②가치 손실이 없기 때문에 무한히 공유되며, ③다른 데이터와 결합 시 사용 가치가 상승하며, ④데이터의 가치는 시간에 따라 감가상각이 이루어지기는 하지만, 사용 목적에 따라 가치 손실 속도나 정도가 상이하며, ⑤정확성에 따른 데이터 가치 차이 등으로 인해 경제적·재산적 가치를 산정하기 어렵다.

[기업 생산 밸류체인 단계별 부가가치(Smile Curve)]



Source: Mudambi, R. (2008). Location, Control and Innovation in Knowledge-Intensive Industries. Journal of Economic Geography, 8(5), 699-725.

[경제 패러다임 변화에 따라 부상하는 기업의 무형자산]

구분	성격
데이터	고객에 대한 데이터 축적 정도 및 성격 - 고객 수, 데이터 종류와 범위, 정합성, 완전성, 정확도, 적시성, 고유성, 접근성 등
B2B 권리	로열티와 같이 기업과의 관계에서 가치를 창출할 수 있는 권리
브랜드	브랜드 자산과 같이 고객의 인식과 관계된 가치
지식재산권	저작권, 특허와 같은 독점적 지식재산권
고객·이해관계자와의 관계	고객이나 기업과의 네트워크 효과
공공거래 (인허가권 포함)	개발권, 채굴권, 금융권 인가 등 공공이나 정부가 부여해서 가치를 창출할 수 있는 권리
가치측정이 어려운 무형자산 (Hard Intangibles)	소프트웨어 라이선스와 같은 무형자산

Source: 삼정KPMG 경제연구원

기업가치평가 방법론을 둘러싼 논의 동향

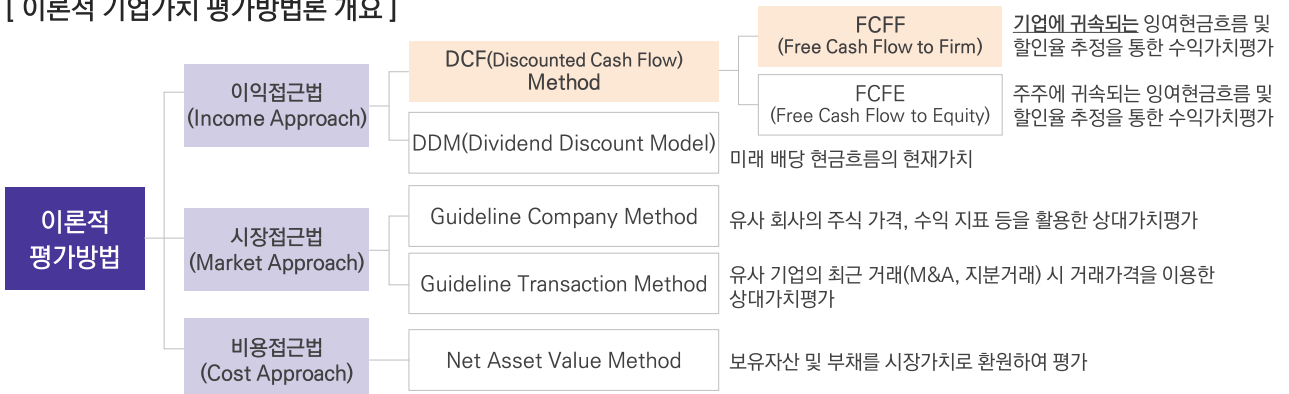
“ 이익접근법, 시장접근법, 비용접근법 등 기존 기업가치평가 방법론은 신성장기업 가치평가에 한계점 존재 ”

기업가치평가는 기업이 가진 적절한 또는 공정한 가치를 산정하는 행위이다. 주식의 수요와 공급 상황, 이자율, 기술 발전 추이 등 외부 환경적 요소뿐만 아니라 기업 보유 기술, 기업 인지도, CEO의 역량과 평판, 재무상황과 영업실적 등 기업 내부적 요인 등이 복합적으로 영향을 미친다. 그런데 M&A나 벤처기업에 대한 투자 시, 매수자-매도자, 투자자-피투자자 등 다양한 이해관계자가 존재하기 마련이며, 이해관계자에 따라 평가대상에 대한 인식과 주관이 상이하다. 더군다나 벤처기업이나 일부 유니콘의 경우, 현재 상태에서는 초기 투자비용이 수익을 상회하고 현재 부(-)의 현금흐름을 지니는 특징이 있어서 향후 미래가치 또는 미래 현금흐름 추정 시 객관적 기업가치 산출이 난해하다. 이에 본 장에서는 이론적 기업가치평가 모델 및 신성장기업 등을 평가하기 위해 대안으로 논의되는 최근의 기업가치평가 방법론에 대해 살펴보고자 한다. 이러한 논의 동향을 살펴보면 기업가치를 산정하기 위한 단일의 완벽한 평가방법론은 존재하지 않는다. 이를 보완하는 방식으로 다양한 기업가치평가 방법론이 시대의 흐름에 맞추어 개발되고 있는 만큼 이론적 평가모형 등을 상호 보완적으로 활용하는 방안이 적절하다는 시사점을 도출할 수 있다.

전통적 기업가치평가방법, 신성장기업 가치평가에 각각의 한계점 존재

전통적·이론적 기업가치평가 방법론으로 크게 이익접근법(Income Approach), 시장접근법(Market Approach), 비용접근법(Cost Approach)으로 나누어 볼 수 있다. 이익접근법은 미래 기업에 발생할 현금흐름의 총합계를 현재가치로 환산하는 방법으로 향후 예상되는 기업의 미래 현금흐름의 추정과 이를 적절하게 현재가치화시키는 할인율을 정하는 것이 가장 핵심적인 요소이다. 할인율은 기회비용이자 투자자의 요구수익률을 반영해야 하므로, 자산 리스크 속성에 따라 무위험이자율에서 위험이 반영된 이자율로 할인해야 한다. 이는 향후 발생할 기업의 현금흐름 원천을 배당으로 산정하는 배당할인모형(Dividend Discount Model, DDM)과 기업이 영업활동을 통해 창출하는 순현금흐름(Free Cash Flow, FCF)을 이용하는 현금흐름할인모형(Discounted Cash Flow, DCF)이 있다. DDM의 경우, 통상 지속적 배당을 가정하고 있고, 기업 부(富)의 분배에 초점을 두기 때문에 투자 및 영업활동에서 이루어지는 가치창출 활동을 포착하지 못한다는 한계로 실무적으로는 DCF가 가장 많이 사용된다. DCF는 기업의 영업활동과 영업활동 외 투자 정보를 포함하는 등 기업의 가치창출 과정을 반영하고 미래 FCF를 회계변수들을 통해 추정·산출할 수 있는 장점이 있다.

[이론적 기업가치 평가방법론 개요]



Source: 삼정KPMG Deal Advisory, 삼정KPMG 경제연구원

DCF는 FCFF(Free Cash Flow to Firm, 기업에 귀속되는 잉여현금흐름)와 FCFE(Free Cash Flow to Equity, 주주에게 귀속되는 잉여현금흐름)로 나누어 볼 수 있으며, 기업과 주주가 요구하는 요구수익률로 할인하여 현재가치를 산출한다.^{주1)} 그런데 문제는 스타트업 기업의 경우 수익 창출 이전이거나 현금흐름이 음(-)의 값을 갖는 경우가 대다수이고, 미래의 실적을 예측하는 데 시장과 산업 성장성, 경영자의 역할, 매출 예상, 원가 비용, 기업의 생존 위험 등을 고려하여 미래 현금흐름과 적절한 할인율을 도출하는 부분이 어렵다는 것이다.^{주2)}

시장접근법은 유사 기업의 주식 가격, 수익지표 대비 기업가치에 대한 배수를 사용하거나 (Guideline Company Method) 또는 유사 기업 최근 거래의 거래금액을 EBIT, EBITDA 등과 비교하여 배수를 비교(Guide Transaction Method)하는 상대적 가치평가방법이다. 시장접근법은 ①비교 가능한 기업 대상 선정, ②가치평가에 가장 적합한 평가지표 선정, ③비교 대상 기업의 평가지표 계산, ④비교 대상 기업의 지표 기반 분석 대상 기업가치 추정 단계를 거친다. 실무적으로 가치평가 지표로 기업의 시장가치를 나타내는 주가를 기준으로 한 주가배수(Equity Multiple)를 사용하거나 기업가치(Enterprise Value, EV) 대비 비율을 사용하는 EV 멀티플(Multiple) 방식을 사용하며, 지속적으로 다양한 지표가 개발되고 있다. 그러나 시장접근법은 각 지표들이 가지는 한계와 더불어 스타트업이나 신성장기업의 경우 산업적 특성과 성격 등이 유사한 상장 기업을 찾기 어렵고, 수익 발생 이전이거나 수익 초기 단계에 있다는 한계점으로 인해 모든 이해관계자가 합의할 수 있는 객관적·공정한 가치평가가 난해하다.

[시장가치평가법에 사용되는 주요 밸류에이션 멀티플(Valuation Multiple) 의의 및 한계]

구분	특징	한계	
주가배수 (Equity Multiple)	주가수익비율 (Price Earning Ratio, PER)	<ul style="list-style-type: none"> PER= 주가/주당 순이익 자산이 창출하는 이익 및 이익창출능력 반영하므로 기업가치의 중요 요소 포함 이해와 모든 산업에 적용 용이 	<ul style="list-style-type: none"> 주당순이익이 음(-)이나 0인 경우 PER 해석 난해 장기적 성장성 높은 기업에 대한 평가 한계 회계처리방법이나 기업 환경의 차이 미반영
	주가순자산비율 (Price to Book Ratio, PBR)	<ul style="list-style-type: none"> PBR= 주가/주당 순자산 재무적 측면의 주가 평가지표로 장부가치를 반영하므로 PER 대비 사용상 용이 	<ul style="list-style-type: none"> 기업별 보유자산의 유형(예: 종업원 기술력, 교육 수준 등의 질적 가치) 미반영 금융업에 주로 사용, 유형자산이 적은 산업 및 기술 위주 기업 적용 한계
	주가매출비율 (Price to Sales Ratio, PSR)	<ul style="list-style-type: none"> PSR= 주가/주당 매출액 매출액을 사용함에 따라 이익이 발생되지 않는 벤처기업 등에 적용 용이 	<ul style="list-style-type: none"> 매출-수익-현금흐름 간 연관성이 낮거나 비용구조 상이한 기업 간 적용 난해 수익인식에 대한 회계처리기준 상이할 경우 매출액에 편이 발생 가능
	주가현금비율 (Price Cash Flow Ratio, PCR)	<ul style="list-style-type: none"> PCR= 주가/주당 현금흐름 시계열적 안정성 가진 현금흐름을 사용하므로 안정적 	<ul style="list-style-type: none"> 현금흐름이 음(-)인 기업 적용 곤란
EV 배수 (Enterprise Valuation Multiple)	EV/Revenue (Sales)	<ul style="list-style-type: none"> EV=(주식 시가총액+순차입금)/Sales(매출액) 매출액을 사용함에 따라 이익이 발생되지 않는 벤처기업 등에 사용 용이 	<ul style="list-style-type: none"> 매출-수익-현금흐름 간 연관성이 낮거나 비용구조 상이한 기업 간 적용 난해 수익인식에 대한 회계처리기준 상이할 경우 매출액에 편이 발생 가능
	EV/EBITDA	<ul style="list-style-type: none"> EV=(주식 시가총액+순차입금)/EBITDA(이자비용, 법인세, 감가상각비 등 차감 전 영업이익) 자본구조상 차이가 존재하는 기업 간 상대평가 용이 PER 대비 적용 편리 감가상각이 크게 이루어지는 장치산업 등에 유용 	<ul style="list-style-type: none"> PCR 대비 기업가치와 낮은 상관관계 가지므로 유용성 떨어짐
기타 (Sector Specific Multiple)	고객 수, 구독 수, 웹사이트 수 등	<ul style="list-style-type: none"> 산업 특성을 반영하는 대표적 변수에 대한 시장 평가 재무정보가 부족한 기업 등에 대해 산업 특성 반영한 비교평가 가능성 제고 	<ul style="list-style-type: none"> 왜곡 가능성 높음

Source: 삼정KPMG 경제연구원

주 1) FCFF는 기업 전체의 기회비용이 반영된 가중평균자본비용(Weighted Average Cost of Capital, WACC)으로 할인하는 반면, FCFE는 주주의 기회비용인 자기자본비용을 할인율을 사용함

주 2) 유창석(2019, 초기 모바일 콘텐츠기업의 가치평가 모형 연구-자원기반관점 및 실물몰입을 중심으로, 문화콘텐츠연구 15, p.166)에 따르면 실무에서 벤처캐피털은 경험을 통해 자의적 할인율을 최소 20%~100%로 적용하기도 하며, 이는 이론적 배경이 부족하다는 지적을 받음



신성장기업의 특성을 반영한 다양한 기업가치평가 모형 개발 중 ... 그러나 완벽한 방법론 부재, 다양한 관점의 방법론 상호보완적 활용



비용접근법의 경우 기업의 자산과 부채를 적절한 시장가치로 조정하여 기업가치를 평가하는 방법이다. 이는 장부상 평가 가능한 자산과 그에 따른 부채에 대한 통합적 평가로 브랜드와 특허 등 무형자산 비중이 높은 기업에 적용하기 어렵고 통상 청산가치평가 등 특수한 경우에 한정하여 사용하는 경향이 높으므로 신성장기업에는 적용하기 어렵다.

이러한 기존 전통적·이론적 기업가치평가 방법이 신성장기업이나 최근의 산업 패러다임 변화를 반영하지 못한다는 한계로 인해 다양한 대안이 모색되고 있다. 미래 불확실성과 비재무적 정보가 기업가치에 영향을 미치고 수익 창출 이전이라는 특성을 반영한 스타트업에 대한 기업가치평가 방법으로 버커스 평가법, 스코어카드 평가법, 위험요소합산법, First Chicago Method, 벤처캐피털 평가법, 실물옵션 평가법 등이 사용된다. 버커스 평가법, 스코어카드 평가법, 위험요소합산법 등은 초기 기업의 사업 아이디어 등 미래수익을 창출하는 요소를 기반으로 가치를 평가하는 방식으로, 창업자나 투자자가 벤처기업 등에 중요하게 여기는 가치 요소를 이해·반영한다는 장점이 있으나, 엔젤 등 초기 기업 등에 한정해서 사용할 수 있다. First Chicago Method의 경우, DCF 기반 성공-보통-실패 시나리오 맞추어 가중치를 부여하는 방법으로 이 역시 기본 가정에 따라 기업가치가 변동된다. 벤처캐피털 평가법은 '투자기업은 VC가 기대하는 수익을 충족해야 한다'는 아이디어를 기반으로 기업에 투자하는 VC 관점에서 최종적으로 투자금을 얼마만큼 회수할 수 있는지, 기대수익률은 어느 정도 달성할 수 있는지의 관점에서 기업가치를 평가한다. 그러나 통상 최종회수 투자금 추정 과정에서도 산업 동향에 대한 평가와 더불어 PER과 같은 배수를 활용하여 추정하므로 수익이 창출되지 않는 기업 등에 적용하는 데 제약이 있다. 실물옵션 평가법은 초기 혁신 기업에 대한 투자는 향후 큰 기대수익과 제3자 대비 유리한 투자입지를 확보할 수 있는 반면, 투자 결과가 실패로 판명될 경우, 대규모 투자를 유보하거나 철회할 수 있으므로 콜 옵션(Call Option)과 유사하다는 점에 착안한 방법론이다. 그러나 실물옵션 모형 역시 추정상 다양한 방법론과 가정에 근거하므로 실제 적용에 난해한 점이 존재한다.

[이론적 기업가치모델의 대안으로 논의되는 신성장기업 기업가치평가 방법론]

구분	특징 및 한계
버커스 평가법 (Berkus Approach)	<ul style="list-style-type: none"> 스타트업의 우량한 사업 아이디어, 시제품 완성도, 창업 팀의 질적 유량도, 전략적 관계 우량도, 제품 출시 및 영업상황 등 5가지 주요 팩터에 대한 평가 기반 기업가치 산정 각 요소별 가치와 리스크를 감안하여 0달러~50만 달러로 주관적 산정, 총계를 통해 스타트업의 가치 결정
위험요소합산법 (Risk Factor Summation)	<ul style="list-style-type: none"> 12가지 리스크 요소(경영위험, 사업단계상 위험, 법률적 위험, 생산 및 제조 위험, 영업 및 마케팅 위험, 투자유치 위험, 경쟁 위험, 기술 위험, 소송 위험, 글로벌 위험, 평판위험, 잠재 수익성 위험)를 고려한 기업가치 산정
스코어카드 평가법 (Scorecard)	<ul style="list-style-type: none"> 창업기업의 가치를 같은 성장단계(동종 산업, 동일 지역 등) 창업기업이면서 엔젤투자를 유치한 기업들의 기업가치와 비교·조정하여 결정하는 방법 1) 투자 전 기업가치 평균금액 결정, 2) 평가대상 기업-비교대상 기업 간 7개 항목(창업팀의 강점, 기획의 크기, 제품과 기술력, 경쟁상황, 마케팅과 영업 파트너십, 추가 투자 니즈, 기타 등) 비교 및 가중치 부여, 3) 평가대상기업과 비교대상 기업 간 비교·평가·조정하여 투자금액 결정
First Chicago Method 벤처캐피털 평가법 (Venture Capital)	<ul style="list-style-type: none"> DCF 값을 '성공-보통-실패' 등 3가지 밸류에이션 시나리오에 가중치를 부여, 가중평균에 기초하여 기업가치평가 투자자의 ROI 기반 가치 산정으로 VC의 투자수익 및 회수 관점 지향 최종회수 투자금(Exit Value)/투자 후 기업가치(Post Value)= 기대수익률(Investor Desired ROI Multiple)
실물옵션 평가법 (Real Option Model)	<ul style="list-style-type: none"> 신성장기업에 대한 투자·기회의 가치는 콜 옵션(Call Option)과 유사 블랙숄츠, 아산모형, 의사결정트리 등 많은 가정에 근거한 다양한 방법론 존재, 실제 적용상 난해

Source: 강상욱·양영석·양수희(2017, 초기기업에 대한 정량적 가치평가 모델 구축에 관한 탐색적 연구, 벤처창업연구 제12권 제4호, p.5-24), 유창석(2019, 초기 모바일 콘텐츠기업의 가치평가 모형 연구-자원기반관점 및 실물옵션을 중심으로, 문화콘텐츠연구 15, p.166), Akkaya, M. (2020). Startup Valuation: Theories, Models, and Future. In S. Köseoglu (Eds.), Valuation Challenges and Solutions in Contemporary Businesses, IGI Global, 137-156., 삼성KPMG 경제연구원

이커머스 기업의 가치평가

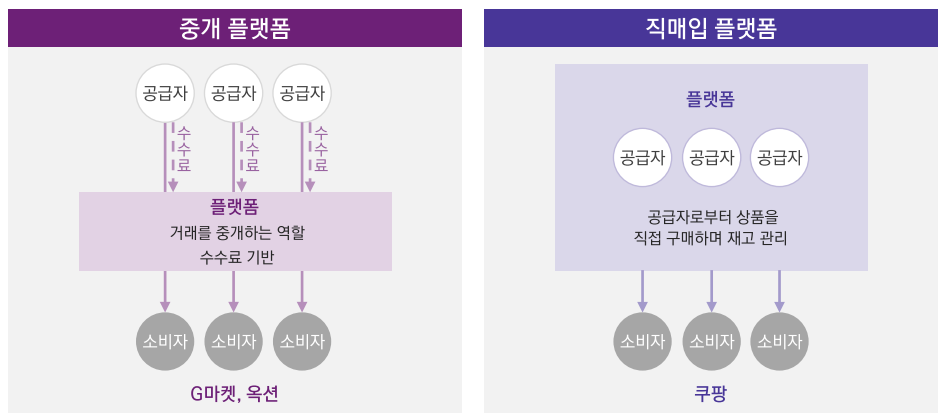
2021년 3월 11일 한국 이커머스 기업 쿠팡이 뉴욕증시에 상장했다. 공모가격이 주당 35달러로 결정되며 공모가 기준 쿠팡의 시가총액은 약 72조 원이었다. 상장 첫 날 쿠팡의 주가는 장중 69달러까지 급등하며 시가총액 100조 원을 돌파했다. 이는 국내 증시 시가총액 2위 SK하이닉스의 시가총액(3월 16일 종가 102조 2,000억 원)과 비슷한 수준이다. 2010년 설립된 11년차 기업 쿠팡의 IPO에 국내외 이목이 집중되고 이커머스 기업의 가치가 재조명 받으며, 이커머스 기업, 플랫폼 기업 등 신성장기업의 적정가치를 산정하는 방식에 대한 이슈가 제기됐다. 신성장기업과 관련해 기존의 밸류에이션 방법론에서 벗어난 다른 앵글이 필요한 시점이라는 논의가 일고 있다.

이커머스 밸류에이션, 무엇을 봐야 할까

과거 유통 기업은 EV/EBITDA(기업가치/상각전영업이익)와 같이 이익 관련 지표를 기준으로 기업가치를 추정해왔다. ‘기업가치/영업활동으로 얻은 이익’의 개념으로 해당 기업을 인수했을 때 몇 년 만에 투자원금을 회수할 수 있는지에 따른 기업가치 산정 방식이다. 하지만 이커머스 기업이 빠르게 성장하면서 기업가치 산정에 어려움이 생겼다. 고성장하는 이커머스 기업 가운데 물류, 기술 등 제반 인프라에 대한 투자비용이 높아 아직 이익을 창출하지 못하는 경우가 적지 않기 때문이다. 더불어 다수 경쟁자가 이커머스 시장 내 점유율 확대를 위해 공격적 마케팅을 펼치면서 출혈경쟁이 심화되어 기업의 적자는 계속해서 누적되기도 한다. 이에 투자자들은 이커머스 기업의 가치 측정 시 이익 대신 매출 관련 지표를 기준으로 삼는 추세이다. 그러나 이커머스 기업도 비즈니스모델에 따라 어떤 매출 지표를 사용해야 하는지에 대한 이견이 존재한다. 이커머스 기업 평가 시 주로 사용하는 지표로 GMV(Gross Merchandise Volume, 총거래액)와 매출액이 있다. 상품을 직접 구매하고 재고를 관리하는 제품 직매입 비중이 높은 이커머스의 경우 GMV와 매출액 차이가 크지 않다. 반면 오픈마켓과 같이 플랫폼을 제공하고 수수료를 받는 중개형 비즈니스모델은 GMV와 매출액의 차이가 큰 편이다.

“
영업이익 적자가 발생하는 경우가 많은 이커머스 ... 기업이 빠르게 성장하면서 과거 사용하던 EV/EBITDA 기업가치 산출 방식에 어려움 발생”

[이커머스 플랫폼 비즈니스모델 유형 비교]



Source: The Center for Global Enterprise (2016). The Rise of the Platform Enterprise. Hagi, A. (2014). Strategic decisions for multisided platforms. MIT Sloan Management Review. Gawer, A., & Cusumano, M. A. (2014). Industry platforms and ecosystem innovation. Journal of product innovation management, 31(3), 417-433., 삼성KPMG 경제연구원 재구성

“

동종 이커머스 기업
내에서도 EV/GMV 수치
상이 ... 거래액 외 주력
상품, 비즈니스모델 등
다양한 요소 고려하여
기업가치평가

”

따라서 기업가치를 추정할 때 기업별 적정 지표와 배수에 대한 의견이 분분한 상황이다. 일반적으로 GMV가 이커머스 기업 평가 시 많이 사용되는 가운데, GMV를 공시하는 기업은 많지 않은 측면이 있다. 따라서 본 보고서에서는 GMV 추정치를 사용하여 분석했다.

2020년 기준 국내 대표적인 이커머스 기업인 쿠팡, SSG.COM, 네이버쇼핑, 이베이코리아의 EV/GMV(기업가치/거래액, 총 거래액 대비 기업가치 비율) 수치는 기업별로 차이를 보이고 있다. 직매입 비중이 높고 식품이 주요 상품인 기업, 오픈마켓 형태로 수많은 셀러가 판매하는 상품을 중개하는 기업 등 이커머스 기업 간에도 플랫폼별 주력 상품 및 판매 형태, 비즈니스모델이 각각 다르기 때문이다.

EV/GMV 수치를 산정하는 방식에 대한 명확한 공식은 별도로 존재하지 않는다. 주요 이커머스 기업별 EV/GMV는 유통업계 내 평가에 따르면 쿠팡 3.9, SSG.COM 0.7~0.8, 네이버쇼핑 0.8~1.2, 이베이코리아 0.3 정도로 추정되고 있으나, 거래액의 경우 쿠팡과 이베이코리아의 거래액이 크게 차이가 나지 않는다. 이와 같이 동종 이커머스업계 내에서도 거래규모는 크게 차이가 없지만 기업별로 큰 차이를 보이는 EV/GMV 수치를 통해 기업가치 산정에 단순 거래액과 매출액 외 다양한 요소가 영향을 주었을 것으로 추측할 수 있다.

[국내 주요 이커머스 사업자 GMV · 매출액 비교 (2020)]

구분	매출액 (억 원)	GMV (억 원, 추정)	EV/GMV (추정)	투자시점	기업가치 (억 원)	투자기관 및 주요내용
쿠팡	141,210	181,350	3.9	2021.03	708,000	뉴욕증시 상장
SSG.COM	12,941	39,236	0.7~0.8	-	-	
네이버쇼핑	10,896	275,640	0.8~1.2	-	-	
이베이코리아	16,402	150,000	0.3	2021.06	44,000	신세계그룹 (주)이마트가 이베이코리아의 지분 80.01%를 3조 4,400억 원에 인수
무신사	1,100	14,000	1.8~2.0	2021.03	25,000	1,300억 원 투자 유치. IMM인베스트먼트 1,200억 원, 세콰이어캐피탈 100억 원 상환전환우선주(RCPS) 인수
스타일쉐어(2019)	155	1,086	1.8	2020.01	2,000	2011년 이후 550억 원의 누적 투자금을 유치했으며, 2020년 1월 스톤브릿지캐피탈 주도로 250억 원 유치

Source: 삼성KPMG 경제연구원, 각 사, 언론보도 종합

Note1: 쿠팡 기업가치는 PitchBook기준 기업가치를 2020년 평균환율 1,180원/달러로 환산

Note2: SSG.COM을 제외한 각 사 GMV는 업계 추정치

Note3: SSG.COM, 네이버쇼핑 EV/GMV는 업계 추정치 범위

Note4: 쿠팡과 이베이코리아 매출액은 달러 기준 매출액을 2020년 평균환율 1,180원/달러로 환산

Note5: 이베이코리아 기업가치는 이베이코리아 매각 과정에서 ㈜이마트가 제시한 금액 기준

Note6: 무신사 EV/GMV는 2021년 3월 투자유치 시 평가된 기업가치와 무신사가 공개한 2020년 GMV 기준 1.8로 추정되며, 2019년 11월 세콰이어캐피탈로부터 투자유치 시 기준으로는 2.0으로 추정

“

시장점유율, 플랫폼 확장
가능성, 소비자 재구매율 등
요소가 기업가치평가 시
영향

”

실제로 이커머스 기업가치평가 시에는 매출액, 거래액, 영업이익 등 기본 재무지표 외에 다양한 할증 및 할인 요소가 고려되고 있다. 기업별로 다양한 요소가 있지만 대표적으로 기업이 속한 시장에서의 시장점유율 순위, 플랫폼 확장 가능성 등이 주요 평가 요소로 작용한다. 이외에도 코호트(Cohorts) 분석 기반 재구매율, 평균거래액(AOV, Average Order Value) 등이 고려될 수 있는 가운데 어떤 지표에 가중치를 부여할지 여부는 기업을 둘러싼 시장 환경과 비즈니스모델 등에 따라 다르다.

코호트 분석 기반 재구매율이란 동일한 기간에 가입한 고객들을 대상으로 재구매율을 분석하는 것을 의미한다. 예를 들어 2021년 2월에 가입한 고객들 중 3월에 재구매한 비율이 얼마나 되는지 분석하는 것을 말한다. 평균거래액은 고객들이 플랫폼에서 특정 기간 동안 얼마나 소비하는지를 분석한 지표이다. 코호트 분석 기반 재구매 패턴의 경우 주로 기업 내부 데이터로 공개되지 않는다. 단, 최근 쿠팡이 뉴욕증시에 상장하면서 미국 증권거래위원회(SEC)에 제출한 자료를 통해 쿠팡의 고객 데이터를 확인할 수 있다. 쿠팡이 제시한 자료에 따르면, 2016년 쿠팡을 이용하기 시작한 고객 집단은 5년 후인 2020년 연간 소비금액이 3.59배 증가한 것으로 나타난다. 또한 기존 쿠팡 고객들의 재구매율 역시 90%에 달했는데 이와 같은 높은 재구매율과 소비 금액이 상승하는 재구매 패턴이 쿠팡의 높은 기업가치 산정 결과에 일부 영향을 미친 것으로 추정된다.

한편, 패션 플랫폼 기업의 경우 기업가치가 다른 이커머스 플랫폼 대비 높게 평가되고 있다. 쿠팡을 제외한 국내 이커머스 기업의 EV/GMV가 0.3~1.2 정도의 범위에서 결정되는 데 반해, 패션 플랫폼 기업의 경우 EV/GMV가 1.5~2.0 정도의 범위에서 산정되고 있다. 패션 플랫폼의 경우 주 고객층이 10~20대의 젊은 연령층에 집중되어 미래 성장성이 높은 것으로 평가되고, AI(인공지능) 기반 정교한 추천 알고리즘과 같은 신기술 및 소비자가 스스로 공유하는 패션 콘텐츠 등이 차별화 포인트로 여겨지면서 타 이커머스 플랫폼 대비 높게 평가되는 것으로 분석된다. 국내 대표적인 패션 플랫폼인 무신사의 2020년 GMV는 1조 4,000억 원에 달하는 것으로 추정되며, 2021년 3월 1,300억 원의 투자를 IMM인베스트먼트와 세콰이어캐피탈로부터 유치하는 데 성공하며 기업가치를 약 2조 5,000억 원으로 인정받은 바 있다.

“

쿠팡의 뉴욕증시 상장
성공으로 IPO에 나서는
한국 이커머스 기업이
증가할 전망

”

쿠팡이 뉴욕증시에 성공적으로 상장하면서 IPO에 나서는 한국 이커머스 기업이 증가할 것으로 예상된다. 국내 온라인 식품 시장의 대표 기업 중 하나인마켓컬리는 2021년 미국 증시에 상장할 계획이었으나, 국내 증시에 상장하기로 전략을 수정하면서 IPO 시기도 2022년이 될 것으로 전망되고 있다. SK텔레콤이 운영하고 있는 11번가는 2021년 3월 정기주주총회에서 아마존과 협업한 서비스 출시를 예고하며 성공적인 IPO를 위해 성장성과 수익성을 확보할 전략을 공개했다. 11번가의 구체적인 IPO 시기는 정해지지 않은 가운데, 이커머스업계의 변화 상황에 따라 IPO 시기가 정해질 것으로 예측된다.

[Issue Brief] 쿠팡의 IPO와 밸류에이션 (1/3)

뉴욕증시 상장, 쿠팡 밸류에이션을 바라보는 시각차

쿠팡은 2021년 3월, 미국 뉴욕증권거래소(NYSE) 상장을 성공적으로 마쳤다. 쿠팡의 공모가는 상장 전날 미국 증권거래위원회(SEC)에 전달한 32~34달러보다 높은 35달러로 확정됐으며, 기업가치 역시 약 72조 원(630억 달러)에 이르는 것을 평가 받았다. 예상보다 높은 가치평가에 쿠팡에 대한 기업가치 산정 방식에 전 세계 투자자들의 관심이 집중됐다.

▶ 쿠팡 IPO 관련 주요 사항

구분	내용
확정 공모가	35달러
공모주식 수	총 1억 3,000만 주
공모금액	45.5억 달러
상장주식 총수	1,715,140,797주
공모가 기준 시가총액	630억 달러
상장 첫날 시가총액	886억 5,000만 달러

Source: 쿠팡, 삼정KPMG 경제연구원

일각에서는 국내 유통 기업 대비 쿠팡의 가치평가가 오버밸류(Overvalue) 됐다는 시각도 존재한다. 상장 시점을 기준으로, 쿠팡은 재무적 측면에서 적자구조를 완전히 탈피하지 못하는 등 여러 요인이 이에 대한 근거로 논의되고 있는 상황이다.

쿠팡이 높은 기업가치를 가지는 것으로 인정받을 수 있었던 데는 쿠팡이 보유하고 있는 자체 비즈니스모델의 확장성과 장기적 관점에서 성장 잠재력이 있다는 점이 고려된 결과로 보여진다.

증권거래신고서에 따르면 쿠팡은 2020년 전년대비 90.8% 확대된 119억 6,700만 달러의 매출액을 기록한 것으로 나타난다. 쿠팡의 매출액은 2017년 27억 달러를 기록한 이후 연평균 64.3%의 증가율을 보이고 있다.

2018년 10억 5,200만 달러에 이르던 영업손실은 2020년 5억 2,800만 달러로 절반 가량 줄었다. 이와 같이 쿠팡은 적자 폭은 줄이고, 매출을 확대해 몸집을 키우는 데 주력하고 있다.

▶ 쿠팡 재무 실적

(단위: 백만 달러)

구분	Revenue	Operating Loss	Gross Profit	Net Income	EBITDA
2018	4,054	-1,052	189	-1,097	-975
2019	6,273	-644	1,033	-770	-550
2020	11,967	-528	1,986	-594	-250

Source: PitchBook, 삼정KPMG 경제연구원

지금의 쿠팡은 어떻게 성장해왔을까?

(1) 이커머스·물류·딜리버리·OTT 등 사업 다각화

2010년 미국의 그루폰과 같은 소셜커머스 업체로 설립된 쿠팡은 10여 년간의 짧은 기간 동안 자사 사업 영역을 폭넓게 확장해 온 결과, 고성장 이커머스 기업으로 인정받는 데 성공했다. 이커머스 주요 사업자로 거듭난 쿠팡은 로켓배송·로켓프레시 등을 통해 배송 역량을 지속적으로 강화할 뿐 아니라 로켓와우 멤버십으로 충성 고객 확보에 힘쓰고 있다. 이와 더불어 이커머스 및 플랫폼을 기반으로 다양한 영역에서 사업을 확장하며 시장 영향력을 확대해오고 있으며, 적자 규모를 빠른 속도로 줄여오고 있다.

가령, 음식 배달 사업, OTT(온라인동영상서비스), 전자결제 시스템 등 사업에 진출하며 플랫폼 사업가로서의 입지를 확대해 나가고 있다. 이처럼 쿠팡은 글로벌 투자자로부터 유치한 투자자금을 기반으로 이커머스에서 빼놓을 수 없는 배송뿐만 아니라 새로운 서비스를 출시하며 고객을 락인(Lock-in)하고 있다.

[Issue Brief] 쿠팡의 IPO와 밸류에이션 (2/3)

이 밖에 이커머스 외 사업영역으로도 본격적으로 사세를 확장하며 자사의 아이덴티티를 확립해온 것으로 분석된다.

(2) 배송 경쟁력

쿠팡은 이제까지 배송·물류 및 상품 소싱과 관련한 역량에 기반하여 점유율을 높여왔다. 2014년 '로켓배송'을 처음 론칭하며 익일 배송을 필두로 물류 인프라를 구축했고, 이후 새벽배송, 당일배송 등 다양한 형태의 배송 서비스 제공에 나서면서 배송 경쟁력을 고도화하고 있는 모습이다.

이시할 때 쿠팡 로켓배송 가능 지역인지 여부를 따진다는데서 비롯된 '쿠편권'이라는 신조어가 생겨날 정도로 자사 소비자에게 로켓배송의 영향력을 내세우며 성장을 지속하고 있다.

(3) 유료 멤버십 기반 고객

월 2,900원의 구독료로 각종 혜택을 누리고 있는 충성도 높은 '로켓와우' 소비자 역시 쿠팡 성장에 기여했다고 분석된다. 쿠팡은 자사의 배송 강점을 유료 멤버십과 결합해 저렴한 가격에 정기적인 혜택을 부여함으로써 고객 충성도를 확보해오고 있다.

▶ 쿠팡의 사업영역 확대



Source: 쿠팡, 언론보도 종합, 삼정KPMG 경제연구원

[Issue Brief] 쿠팡의 IPO와 밸류에이션 (3/3)

쿠팡의 로켓와우 멤버십의 주요 혜택으로 최소 주문 금액 조건없이 당일배송·새벽배송, 무료배송·반품이 가능하다는 점이 꼽힌다.

2020년 기준 쿠팡의 활성고객(Active Customers, 지난 3개월 이내 한 번 이상 쿠팡 제품을 구입한 경험이 있는 소비자) 수는 1,485만 여 명으로 기록되는 가운데, 이는 국내 인터넷 이용자 4,800만 명의 3분에 1에 달하는 수준이다. 한편 활성고객 1인당 순매출(Net Revenue per Active Customers)은 2019년 17만 8,000원에서 2020년 28만 3,000원으로 59% 가량 상승한 것으로 조사됐으며, 이들 활성고객 중 쿠팡의 유료 멤버십 '로켓와우' 가입자는 470만 명에 이르는 것으로 조사됐다.

이커머스업계에서는 로열티 높은 고객을 얼마나 확보하고 있는지가 곧 기업의 경쟁력을 가늠하는 지표와도 같다. 고객 로열티가 높을수록 기업 매출에 상당한 영향을 미치는 구조적 특성에 따라, 쿠팡은 로켓와우 멤버십 정책을 통해 유료 고객을 확보하고, 자사와의 거래를 확대하는 전략을 활용해온 것으로 보인다.

쿠팡의 행보, 지켜볼 필요

조사기관마다 상이한 측면이 있으나, 2020년 기준 쿠팡은 국내 이커머스 시장에서 약 13% 수준의

시장점유율로 네이버쇼핑(17%)에 이어 거래액 기준 2위 사업자로 평가되고 있다. 하지만 규모의 경제 효과를 높이기 위해서는 시장점유율 측면에서 아직은 부족한 것으로 평가되는 것이 사실이다.

미국 아마존의 미국 이커머스 시장점유율이 46%에 이르며, 중국 알리바바는 56%에 달한다. 해외 주요 이커머스 사업자들이 각국 시장에서 50%에 이르는 점유율을 확보하고 있다는 사실에 비춰봤을 때, 플랫폼의 네트워크 효과에 따른 승자독식 구조는 아직까지 국내 시장에서는 이뤄지지 않은 상황인 것으로 파악된다.

쿠팡은 뉴욕증시 상장을 통해 향후 한국 이커머스 시장에서 승부를 보겠다는 비전을 드러낸 가운데, 국내 온·오프라인 유통 기업 간 경쟁 역시 더욱 심화될 것으로 전망된다.

시장 지배력을 확보하기 위한 국내 이커머스기업의 추가적인 여력 투입이 불가피해진 시점이다. 상장을 통해 확보한 실탄으로 물류 시설 및 당일배송 시스템 구축, 배송인력 확충을 비롯해 다양한 신사업 등에 쿠팡의 투자가 이어질 것으로 보인다. 한편 흑자 전환과 시장점유율 제고라는 과제를 남겨두고 있는 상황에서 충성고객을 기반으로 국내 이커머스 패러다임을 변화시켜 나갈 쿠팡의 귀추가 주목된다.



딜리버리 기업의 가치평가

“
 배달대행 서비스 기업은
 푸드 딜리버리 시장의
 밸류체인에서 음식을
 소비자에게 전달하는
 핵심적인 역할을 수행
 ”

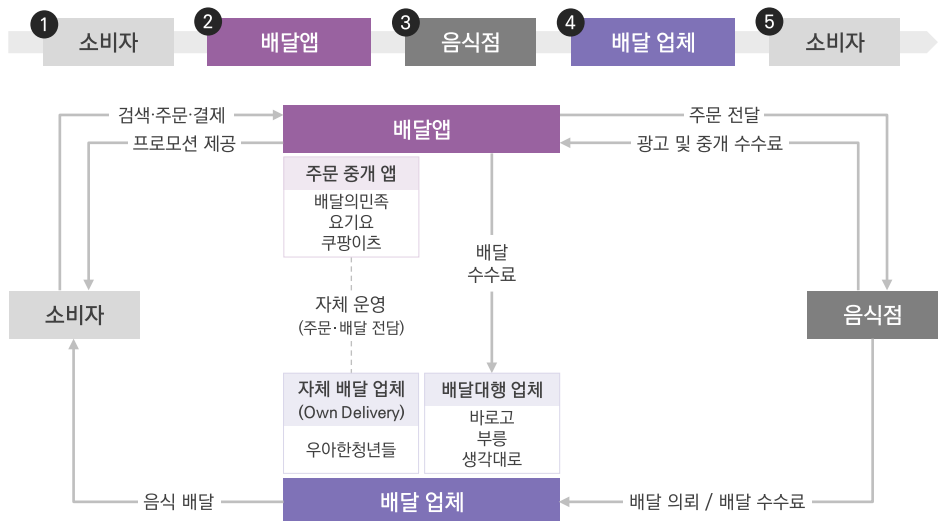
배달대행(LMD, Last Mile Delivery) 밸류에이션, 무엇을 봐야 할까

배달대행(Last Mile Delivery) 시장이 배달 시장의 성장과 함께 빠르게 확대되면서 배달대행 서비스 업체들 또한 신성장기업으로 높은 가치평가를 받고 있다. 배달대행 서비스는 소비자→배달앱(배달 애플리케이션)→음식점→배달 업체→소비자로 이어지는 딜리버리 시장의 밸류체인에서 음식을 소비자에게 전달하는 역할을 수행한다. 배달앱을 통해 음식 배달 주문이 이루어지면 음식점은 배달 업체에게 배달을 의뢰한다. 배달 업체는 음식점이 지불하는 건당 배달 요금에서 일정 수수료를 제한 후 배달 기사에게 지급하게 된다. 배달 업체는 우아한청년들(배민라이더스)과 같은 자체 배달 업체와 생각대로(로지올), 바로고, 부릉(메쉬코리아)과 같은 배달대행 업체로 구분된다. 푸드 딜리버리 시장에서는 자체 배달 업체 못지 않게 배달대행 업체의 비중이 큰 상황이다.

현재 배달대행 서비스 업체들은 큰 폭의 매출액 성장세를 보이고 있지만 대부분의 기업들이 영업적자를 기록하고 있다. 2014년 설립된 배달대행 업체인 바로고는 매출액이 2015년 57억 원에서 2019년에는 469억 원으로 연평균 69% 성장했으나, 2019년 67억 원의 영업적자를 보인 바 있다. 또 다른 배달대행 업체인 메쉬코리아 또한 2019년 매출액이 1,614억 원으로 전년대비 121% 증가했으나, 영업이익은 110억 원의 적자를 기록했다.

배달대행 서비스 업체들은 가입자 규모의 확대에 따라 배달주문건수와 거래액이 급증하지만, 수익성 측면에서는 규모의 경제가 궤도에 오르기까지 적자를 보일 수 밖에 없는 플랫폼 기업의 특징을 지니고 있다. 이에 따라 기존의 EBITDA(상각전영업이익) 기반 가치평가로는 기업의 성장성을 적절하게 평가할 수 없다는 지적이 제기되고 있다. 현재 배달대행 서비스 업체들의 가치평가에는 투자 시점을 기준으로 이전 약 6개월의 월 평균 배달건수를 기반으로 한 평가법이 활용되고 있다.

[푸드 딜리버리 서비스 시장의 밸류체인(Value Chain)]



Source: 삼정KPMG 경제연구원

“
 배달대행 서비스 기업들의
 배달건수 기준 가치평가 ...
 시장 성장기에는
 5배 수준에 형성되었으나
 시장 경쟁이 치열해지면서
 3배 수준으로 산정
 ”

2018년부터 2021년까지 주요 배달대행 서비스 업체들의 투자 유치 현황을 분석한 결과, 시장 성장기에 해당되는 2018~2019년에는 경쟁 정도가 상대적으로 낮아 배달건수(억 원/만 건) 기준 평균 약 5배 수준의 가치를 인정받은 것으로 나타났다. 2020년 코로나19 확산 이후 배달대행 시장의 규모 자체는 성장하였으나, 업체 간 경쟁 심화와 배달수수료 단가 인하로 업계의 전반적인 수익성이 악화되고 있는 상황이다. 이에 따라 과거 5배 수준에서 형성된 배달건수 기반 기업가치는 3배 수준으로 낮아진 것으로 분석된다.

배달대행 시장 초창기인 2013년부터 배달대행 서비스를 시작했던 메쉬코리아는 2013년 솔본인베스트먼트로부터 13억 원의 시드 투자 유치를 시작으로, 2018년에는 현대자동차를 포함한 투자자로부터 375억 원의 투자를 유치하며 기업가치를 2,200억 원 정도로 평가받았다. 2021년 3월 현재 투자유치를 추진하고 있는 메쉬코리아가 희망하는 기업가치는 8,000억 원에서 최대 1조 원 수준으로 알려졌다. 메쉬코리아의 배달건수 대비 기업가치는 13~23배로 IT 기술력과 인력, B2B 영업력 등을 인정받아 타 업체 대비 매우 높은 수준에서 형성된 것으로 보인다. 바로고는 2018년 5월 시리즈A 투자 시점에서는 약 567억 원으로 평가받은 기업 가치가 2019년 6월 타임와이즈인베스트먼트, 기술보증기금, 신한캐피탈 등으로부터 총 120억 원의 시리즈B 투자금을 유치할 때는 1,700억 원 수준으로 증가했다. 바로고는 2021년 2월 11번가와 250억 원의 투자 합의를 체결했으며, 2021년 6월 시리즈C 투자를 마무리하며 800억 원 규모의 자본을 유치했다. 시리즈C 투자를 유치 중인 시점에는 3,000억 원 중반대까지 바로고의 기업가치가 상승한 것으로 알려졌다. 한편, 2018년 10월 2,000억 원대로 평가되었던 생각대로의 기업가치는 2020년 11월 네이버로부터 총 400억 원 규모의 투자를 받으며 3,900억 원까지 증가했다.

이와 같이 배달대행 업체들은 시리즈A에서 시리즈B, 시리즈C로 이어지는 추가 투자 라운드에서 기업가치가 계단식으로 상승하는 특징을 보이고 있다. 이는 사업이 확장되면서 고객 수가 가파르게 늘어나는 플랫폼 기업의 성격에 기인한 것으로 분석된다.

[2018~2021년 LMD(Last Mile Delivery) 주요 업체 투자 유치 분석]

회사명	투자시점	투자시점 기업가치	투자 직전 6개월 배달건수			기업가치(억)/월배달건수(만)			투자기관 및 주요 내용
			최소 (만 건)	평균 (만 건)	최대 (만 건)	최소	평균	최대	
메쉬코리아	'21년 3월 현재 추진 중	8,000억 원	592	592	592	13.51x	13.51x	13.51x	• 메쉬코리아 Asking 기업가치 약 8,000억 원 수준
바로고	'21년 2월	3,500억 원	1,130	1,320	1,670	2.10x	2.65x	3.10x	• 11번가 / 약 250억 원
생각대로	'20년 11월	3,900억 원	1,218	1,340	1,509	2.58x	2.91x	3.20x	• 네이버 / 약 400억 원 (신주 100억 원, 구주 300억 원) • 인성데이터, 생각대로, 바이크뱅크 함께 가치
바로고	'19년 6월	1,700억 원	340	378	440	3.86x	4.50x	5.00x	• 타임와이즈인베스트먼트, 신한캐피탈 등 / 약 120억 원
생각대로	'18년 10월	2,000억 원	303	309	339	5.90x	6.47x	6.60x	• 수인베스트먼트캐피탈 / 약 220억 원
바로고	'18년 5월	567억 원	190	213	230	2.47x	2.66x	2.98x	• 딜리버리히어로코리아 (알지피코리아) / 약 200억 원
메쉬코리아	'18년 7월	2,200억 원	92	111	138	15.94x	19.82x	23.91x	• 현대자동차, 미래에셋캐피탈, SK네트웍스 / 375억 원

Source: 언론보도 종합, 삼정KPMG 재구성

[Issue Brief] 딜리버리히어로의 우아한형제들 인수 시 밸류에이션

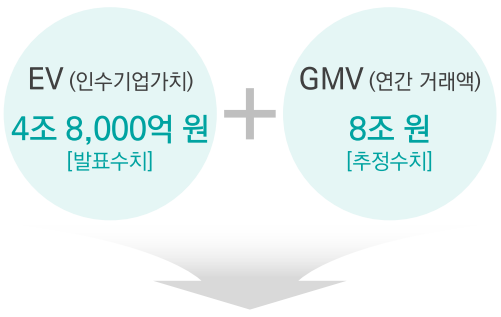
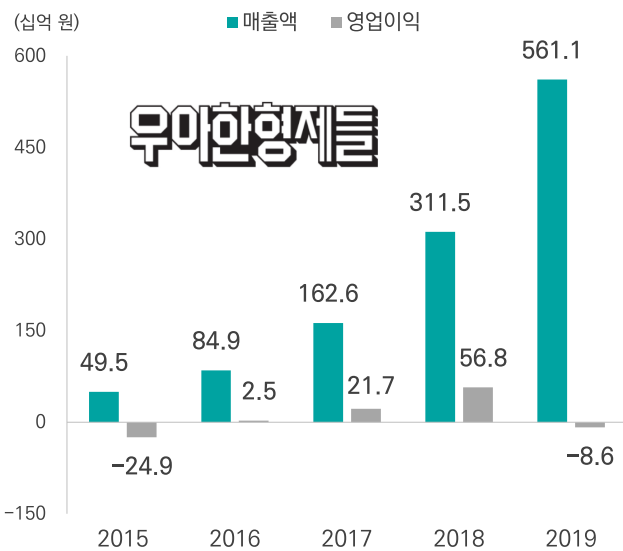
국내 음식배달 서비스 시장점유율 1위는 배달의민족을 운영하는 (주)우아한형제들이다. 최근 수 년 간 빠르게 매출액이 성장하며 기업 규모가 크게 확대된 우아한형제들은 2019년 12월 독일계 딜리버리히어로에 인수되었다. 딜리버리히어로는 우아한형제들의 전체 기업가치를 40억 달러(약 4조 8,000억 원)로 평가해 투자자 지분의 87%를 인수한 것으로 알려졌다. 이 과정에서 우아한형제들의 기업가치평가에도 업계의 관심이 집중되었다.

딜리버리히어로는 우아한형제들 인수 발표 직후 투자자설명서를 통해 인수가격인 4조 8,000억 원은 2019년 배달의민족의 예상 연간 거래액(GMV) 대비 0.6배 수준 가격에서 형성됐다고 설명했다. 이를 역산해보면 2019년 배달의민족의 GMV는 약 8조 원 정도로 추산된다. 우아한형제들의 매출액은 2015년 49.5억 원에서 2019년 5,611억 원으로 10배 이상의 성장을 보였다. 영업이익은 2016년부터 2018년까지는 흑자를 유지했으나, 2019년 적자로 전환되었다. 이는 국내 배달앱 시장 경쟁이 치열해지면서 마케팅

비용이 증가하고 라이더 프로모션 등에 지출이 늘어난 데 기인한 것으로 보인다. 2019년 영업이익이 적자인 상황에서 우아한형제들의 기업가치평가에는 기존의 영업이익이나 EBITDA(상각전영업이익) 등 기업이익 기반의 평가가 아닌 EV/GMV(기업가치/거래액) 평가가 활용되었다. 성장을 이어가는 플랫폼 기업으로서 우아한형제들의 가치가 영업이익보다는 가입자 규모에 좌우되는 연간거래액에 의해 평가된 것으로 분석된다.

우아한형제들은 딜리버리히어로에 인수·합병된 이후 인수 과정에서 설립된 합작법인 우아DH아시아를 통해 아시아 시장 공략을 본격화한다는 계획이다. 우아DH아시아는 DH와 우아한형제들 경영진이 지분을 투자해 싱가포르에 설립하는 조인트벤처 형태의 법인으로, 우아한형제들 창업자인 김봉진 대표가 합작사 이사회 의장을 담당하고 있다. 우아DH아시아는 한국, 싱가포르, 베트남, 홍콩 등 아시아 지역 총 14개 국가에서 딜리버리 서비스 및 공유주방, 퀵커머스(B마트) 등 사업을 전개할 예정이다.

▶ 우아한형제들의 재무실적 추이 및 인수 시 가치평가



$EV / GMV = 0.6\text{배 (Multiple)}$
[발표수치]

Source: 우아한형제들, 언론보도 종합, 삼정KPMG 경제연구원

시사점

“

DCF · EBITDA 멀티플 ·
PER · PBR 등 전통적
기업가치평가 모델로는
설명력 지니기 어려운 기업
대거 등장

”

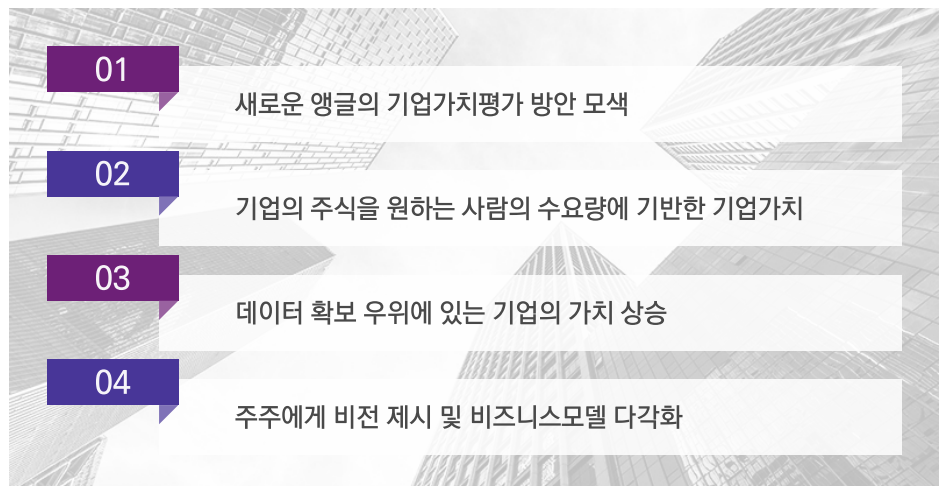
이커머스와 딜리버리 등 새롭게 부상하는 기업에 대한 IPO와 M&A에서 기존 기업가치평가 모델로는 설명하기 어려운 기업 사례가 속속 등장하고 있다. 이에 따라, 기업의 가치는 기업이 창출하는 미래 현금흐름의 현재가치의 합이라는 이론을 보완하는 기업가치평가 방법들이 필요한 시대를 맞이했다.

새로운 앵글의 기업가치평가 방안 모색

2021년 3월 뉴욕증시에 IPO를 한 쿠팡의 경우, 기존 경영학자들의 이론을 무색하게 할 만한 상장 성취를 거두었다. 쿠팡은 안정적인 포트폴리오를 구축해야 한다는 해리 마코위츠의 투자 이론과는 다르게 영업이익 누적적자를 보이면서도 상장 직후 시가총액 100조 원을 달성했으며, 이는 자본자산가격결정모형(CAPM, Capital Asset Pricing Model)으로는 설명하기 쉽지 않다.

DCF(현금흐름할인법)과 EBITDA 멀티플(상각전영업이익배수), PER(주가수익비율), PBR(주가순자산비율) 등 전통적 기업가치평가 모델로는 설명력을 지니기 어려운 기업이 쿠팡 외에도 대거 나타나고 있다. '신성장분야'의 기업에 대한 기존 가치평가 이론은 수정이 필요할 수 있다는 시대적 흐름과 함께 새로운 앵글에서의 기업가치평가 방안이 필요해 졌다. 가령 국내 이커머스 기업의 가치평가에서는 EV/GMV(기업가치/거래액)가 빈번하게 사용되고 있다. 딜리버리 기업의 가치평가에서 또한 EV/EBITDA(기업가치/상각전영업이익)나 PSR(주가매출비율) 멀티플을 이용하지 않고, 배달건수 멀티플을 이용하는 사례가 적지 않다. 그 이유는 성장성은 높지만 수익성이 낮은 신성장기업은 전통적 기업가치평가법으로는 설명력을 지니기 어렵기 때문이다. 딜리버리 스타트업의 경우, 다수 기업이 (-)EBITDA를 보이고 있으며, 또한 이들 딜리버리 스타트업마다 매출의 수익인식기준이 상이(총액, 순액 또는 혼재)하여 비교가능성이 떨어진다는 현실적 이유도 기존과는 다른 기업가치평가법 도입의 배경이 되었다.

[뉴밸류에이션 시대, 신성장기업 가치평가 방향성]



Source: 삼정KPMG

“

기업 주식을 원하는
수요량에 따라 기업가치가
평가되는 시대 ...
주식을 둘러싼 '수급'에
보다 주안점 뒤야

”

기업의 주식을 원하는 사람의 수요량에 기반한 기업가치

신성장산업에 속한 기업의 사업모델은 '사업(Business)이란 시장의 수요에 대응하는 기업의 공급활동(후행)인가, 새로운 재화를 만들어 시장의 수요를 창출하는 선행 활동인가'라는 질문을 던진다. 일차적으로는 시장의 수요에 기민하게 대응하는 활동이 사업의 본질이다.

그러나 이와는 반대 사례도 적지 않다. 가령 테슬라가 만든 전기차는 시장이 간절히 원하던 제품은 아니었으며 출시 시기가 너무 이르다는 평이 많았다. 그러나 테슬라가 수려한 디자인과 강력한 성능의 전기차 제품을 출시하자 소비자는 기꺼이 지갑을 열게 됐다.

새롭게 성장하는 산업의 사례는 소비자의 실생활 속에서도 다양하게 나타난다. 식물로 만든 대체육류의 스테이크와 햄버거를 원하는 수요는 미지수였지만, 미국 비욘드비트 등의 기업은 관련 제품을 선제적으로 출시했으며, 현재 성장세를 이어가고 있다. 예상치 못한 수요 창출의 대표적 국내 사례로는 카카오톡을 들 수 있다. 카카오톡은 휴대전화 문자메시지만으로도 불편함을 못 느끼던 소비자에게 새로운 수요를 만들어 냈다.

이제 신성장산업의 기업 주식 가치 또한 그 기업의 주식을 원하는 사람들의 수요량에 기반하는 시대가 왔다. 주식을 원하는 수요와 공급에 따른 기업가치가 부각된 시점을 맞이하며, 기업의 주식을 둘러싼 '수급'에 주안점을 두고 밸류에이션을 바라봐야 할 것이다.

데이터 확보 우위에 있는 기업의 가치 상승

기업가치평가 시 현금흐름(Cash flow)뿐 아니라 다양한 관점의 고려가 필요한 시대가 오면서, 특히 데이터의 확보 우위에 있는 기업의 가치가 점차 주목받게 되었다.

예를 들어, 삼성전자가 지난 수십년간 쌓은 반도체 공정 기술을 데이터화하여 품질검사 분야부터 자동화를 시작한 가운데, 이를 통해 기존 공정에 비해 지대한 효율 상승을 이뤄냈다. 이러한 삼성전자의 공정 운영 데이터는 중국 등 타국이 따라오기 어려운 진입 장벽이 되고 있다.

구글 등 테크 자이언트들이 부상한 이유에도 데이터 분석 및 활용 역량이 놓여 있다. 구글과 같은 테크 기업의 경우, 사용자 검색 정보와 특히 최근에는 동영상 확인 정보까지도 확보 가능하다.

이를 통해 개개인의 취향을 파악하고, 이에 맞는 상품과 영상을 끊임없이 제안하는 시스템을 통해 선순환적 비즈니스모델을 일궈가고 있다. 이는 다수 광고주들이 테크 자이언트의 시스템을 바이(Buy)하는 포인트이며, 여타 다른 사업자가 이를 수 없는 지점이기도 하다.

“

데이터를 확보할 수 있는
기업의 밸류에이션 ...
지속 상승 가능성 높아

”

쿠팡이 뉴욕증시에 상장하며 일군 기업가치에 대해 여러 의견과 반론 또한 존재하지만, 한 가지 분명 인정해야 할 것은 보다 많은 사람들이 쿠팡을 사용하기 시작했다는 것이다.

빠른 배송, 편리한 결제 시스템, 고객 맞춤형 제안 등은 쿠팡을 이용하게 만든다. 이로부터 확보된 고객정보, 공급자망은 시간이 지날수록 쿠팡의 경쟁력을 높일 것이다. 이커머스에서 물류·푸드 딜리버리·OTT 등 전방위 사업 다각화에 나선 쿠팡은 그 지배력으로 사업 확장을 이어갈 것을 예견하고 있다.

배달대행 스타트업 중 국내 메쉬코리아를 비롯한 LMD(Last Mile Delivery) 업체들의 기업가치 산정 시 시장에서 주목한 것 역시 데이터이다. 지역별, 연령별 배달음식 주문 정보는 배달앱 회사뿐 아니라 LMD 기업들도 보유하고 있다.

이들 LMD 기업은 주문 정보에 더하여 배달 소요 시간, 효율적 동선 정보 등도 확보하고 있다. 이는 편의점 사업자와 대형 프랜차이즈 사업자 등에게 재고관리, 수율관리, 고용계획 수립의 키펙터(Key factors)로 기능한다. 이와 같은 배경에 따라, 데이터를 확보하고 활용할 수 있는 기업의 밸류에이션은 향후 상승할 여지가 적지 않다.

주주에게 비전 제시 및 비즈니스모델 다각화

신성장산업에 속한 기업들이 기존 유사 섹터의 기업의 IPO, M&A 시의 밸류에이션을 선례로 삼아 비즈니스모델을 다각화하는 트렌드가 부상했다. 이커머스 기업의 경우, 비즈니스모델 다각화를 위하여 직매입 유통 모델, 풀필먼트 강화, 유료가입자 유치 등의 전략을 수립하는 추세를 보인다. 아울러 자사 플랫폼으로의 소비자 락인(Lock-in) 레벨을 강화하고, 시장점유율을 높이는 동시에 데이터 확보에 중점을 두는 동향 또한 부각되고 있다.

기업의 경영자는 주주들에게 비전을 제시하는 존재이다. 그가 꾸는 꿈을 함께 꾸려는 자가 많을수록 그 기업의 가치는 높게 평가되는 동시에 그 기업은 충분히 존재할 만한 가치가 있는 기업으로 자리매김하는 사례가 등장하고 있다.

기업의 가치를 객관적으로 평가하며 측정할 수 있는 방법을 고안해 내는 것이 과거 기업가치평가 방법론의 주요 담론이었다면, 이제는 기업가치평가 측정법 자체를 찾기보다는 ‘투자의 기준점’은 무엇이 되어야 할지에 보다 초점을 맞춰야 하는 시대가 도래했다.

“

기업의 경영자는
주주들에게 비전을
제시하는 존재 ...
기업가치를 평가할 때
다양한 관점의 고려가
필요한 시대 도래

”



How KPMG can help

삼정KPMG는 다양한 신성장기업에 대한 Service 제공과 투자 유치 등 거래 경험이 있으며, 이를 바탕으로 시장에서 필요로 하는 Solution을 효율적으로 제공드릴 수 있습니다.



스타트업 기반의 신성장산업, Tech, 벤처기업에 대한 전문성 보유

- Big 4 회계법인 중 유일하게 스타트업 전문팀 SIC(Startup Innovation Center)를 보유
- 초기 스타트업(Series A)부터 중견 스타트업(Series B, C) 단계뿐만 아니라 Next Unicorn과 활발한 교류



다양한 신성장기업 관련 Deal 경험

- OTA(Online Travel Agency), 웹툰, AI(인공지능), Last Mile Delivery, OTT(온라인동영상서비스), 이커머스 등 신성장기업 투자유치 및 M&A 경험 보유



다양한 신성장기업 관련 가치평가 업무 경험

- 웹툰, 모바일게임 등 다양한 신성장기업 가치평가 업무 수행





Business Contacts

Deal Advisory

김이동
부대표
T: 02-2112-0343
E: yidongkim@kr.kpmg.com

김성규
상무
T: 02-2112-0847
E: seongkyukim@kr.kpmg.com

박영걸
상무
T: 02-2112-0749
E: younggulkpark@kr.kpmg.com

정도영
이사
T: 02-2112-0184
E: doyoungchung@kr.kpmg.com

home.kpmg/kr

© 2021 KPMG Samjong KPMG ERI Inc., a Korea Limited Liability Company and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.

The information contained herein is of a general nature and is not intended to address the circumstances of any particular individual or entity. Although we endeavour to provide accurate and timely information, there can be no guarantee that such information is accurate as of the date it is received or that it will continue to be accurate in the future. No one should act on such information without appropriate professional advice after a thorough examination of the particular situation.