

창업론실습1/실전스타트업. 지분구조와 Valuation

서울대학교 경영대학

2021년 봄 학기

정한빛 이사

• 학력 및 경력사항 (IT 산업경력 8.8년, 투자경력 6.5년)

- (現)더웰스인베스트먼트 투자본부 이사
- (前)STIC Ventures 투자본부 이사
- (前)삼성전자 무선사업부 전략마케팅실 과장
- (前)삼성전자 DMC연구소 선임연구원
- (現)컨텐츠진흥원, 한국디자인진흥원, NH디지털혁신캠퍼스 등의 스타트업 멘토링 위원 등
- 서울대 경영전문대학원 MBA
- 연세대 컴퓨터과학 석사·학사

주요 투자 포트폴리오 : 총 25개 업체, 약 700억원 투자집행

AI / Big-data Solution



솔트룩스
(AI/Big-data S/W)



PHANTOM AI
매편템에이아이
(자율주행/ADAS)



딥노이드
(AI 영상진단 플랫폼)



deepbio
딥바이오
(AI 의료영상진단 S/W)

Bio-HealthCare



엘앤씨바이오
(재생의학/인체조직)

Inventage Lab

인벤티지랩
(서방형 DDS 솔루션)



에이비메디컬
(진공채혈관/검체수송배지)



NATURALWAY
네추럴웨이
(건강기능식품 OEM/ODM)

AD-Tech / Fin-Tech



아이지에이웍스
(모바일 개인화 빅데이터)



데이블
(개인화 뉴스 추천)



파운트
(로보어드바이저)



페이타랩
(비대면 주문/결제 서비스)

기타 Tech 기업



코인플러그
(블록체인 솔루션)



넵코어스
(위성항법/방위산업)



팀프레시
(Cold-Chain 3PL)



뉴로메카
(협동로봇)



스파크플러스
(국내 #2 공유오피스)

Digital Contents



리디
(디지털 콘텐츠 플랫폼)



홀 콩두컴퍼니
(e-Sports 엔터테인먼트)

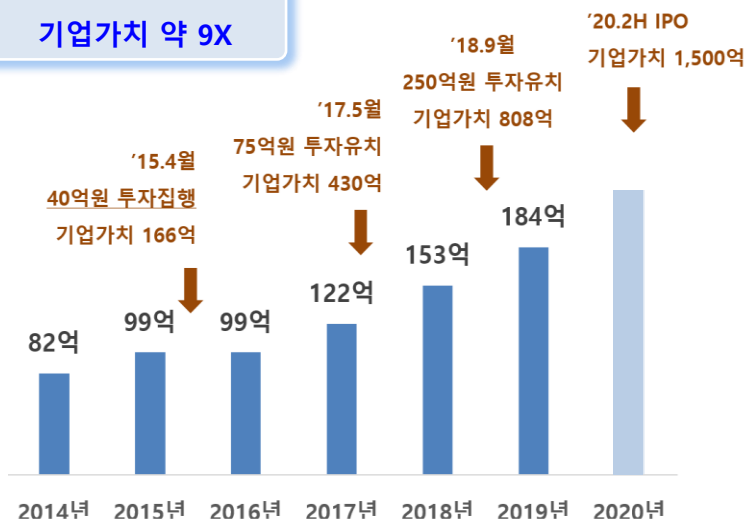
기업가치 향상 및 투자수익성 분석 사례

솔트룩스



- 국내 No.1 시맨틱 검색 & 빅데이터 분석기술 보유
→ 투자기간 동안 AI기업으로 진화
- 베트남 법인 및 JV설립으로 해외진출 가속화중
- '15.4월 40억원 투자
- 이후 총 2차례 325억원의 후속 투자금 유치
→ '18.9월 후속투자 유치시, 일부 투자금 회수 (구주 매도)
- '20.2H 상장(시총 1,500억) 후, 투자금 잔액 회수
(1, 2차 투자금 회수 평균 multiple 2.9x)

매출액 약 2X
기업가치 약 9X

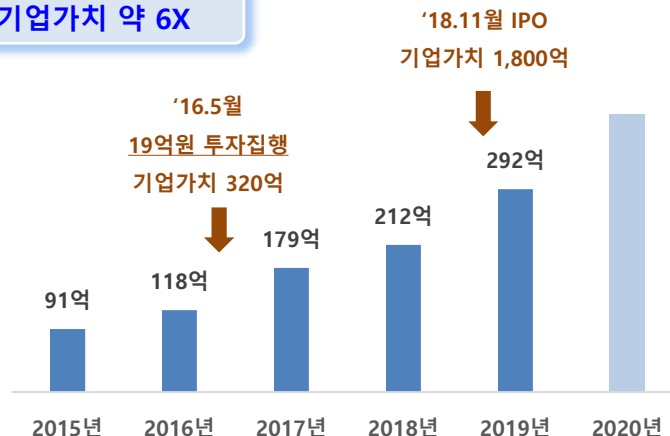


엘앤씨바이오



- '11년 설립. 국내 No.1 생체이식용 인체조직 가공회사
→ 투자기간 동안 피부, 뼈, 근육 등으로 포트폴리오 확대
& 베트남, 중국 등 해외진출 성공
- '16.05월 원재료 확보자금 19억원 투자
- '18.11월 상장(시총 1,800억원) 후, 투자금 회수 (multiple 4.3x)
- '21.04월 현재 시총 약 7,400억원

매출액 약 2.5X
기업가치 약 6X



□ 주식(株式, stock, share)

- ▷ 주식회사의 자본을 구성하는 단위
- ▷ 주식회사의 소유권을 나타내는 단위

□ 주식회사는 1주당 1 투표권을 행사 : 주주평등의 원칙

□ 주식회사의 지분율은 소유권과 지배권을 의미

□ 지분(持分, stock, share, stake, interests)

- ▷ 공유물이나 공유재산에서 공유자 각각이 소유하는 몫

□ 보통주(普通株, common stock)

- ▷ 평등하게 잔여이익의 배당과 잔여재산의 분배를 받을 수 있는 통상의 기준이 되는 주식
- ▷ 일반적으로 주식이라 하면 '보통주'를 의미

□ 우선주(優先株, preferred stock)

- ▷ 보통주에 대비되는 특별주(特別株)의 하나
- ▷ 보통주에 비해 재산상의 내용(이익배당 등)에서 우선적 지위가 부여됨
- ▷ 일반적으로 의결권이 없음

□ 상환전환우선주(償還轉換優先株, redeemable convertible preferred stock)

- ▷ 채권처럼 만기가 되면 주식을 상환받거나 보통주로 전환할 권리가 있는 우선주
- ▷ 투자자들이 신주를 발행할 때 주로 사용하며, 의결권이 있는 수퍼 우선주
- ▷ 스타트업이 정식라운드로 투자받을 때 많이 발행하는 편.상장시 보통주로 전환

□ 기업가치 = 총 주식수 X 1주당 가격(주가)

- ▷ 기업의 총 가치. 기업매수자가 기업을 매수시 지급해야하는 금액
- ▷ 기업의 미래수익 창출능력을 현재가치로 환산한 것.
- ▷ 기업이 앞으로 벌어들일 총수익을 이자율(평균자본비용)로 할인해 현시점에서 산출
- ▷ 상장주식의 기업가치 : 시가총액(총 주식수 X 주가)+순차입금(~~총차입금-현금예금~~)

□ 카카오('21.04.26)

- ▷ 코스피 시장 상장주식수 : 443,809,305주 ('21.04.15 액면분할/1주→5주)
- ▷ 1주당 가격 : 118,000원 (액면가 100원 대비 1,180배)
- ▷ 기업가치 : 52조 3,695억원 (코스피 7위)
- ▷ 이사회 의장 김범수 주식수 : 59,124,547주(지분율 13.3%)
- ▷ 김범수 의장 보유 카카오 주식가치 : 6조 9,767억원

□ 상장주식의 기업가치

▷ 총 주식수 \times 주가

□ 비상장기업의 기업가치

▷ 총 주식수 \times **주가?**

□ 투자 전 기업가치 (Pre-money valuation / Pre-value)

▷ 가나다(주)는 자본금 900만원, 주식수 900주(주당 액면가 1만원)

▷ 투자자 A는 가나다(주)에 1,000만원을 투자 검토중

▷ 투자자 A는 기업가치를 9천만원으로 평가

▷ 1주당 가치?

✓ $9,000\text{만원} / 900\text{주} = 10\text{만원}$ (액면가 1만원의 10배)

▷ 투자자 A가 1,000만원 투자시 신규 발행 주식는?

✓ $\text{주식수} = 1,000\text{만원} / 10\text{만원} = 100\text{주}$, $\text{지분율} = 100\text{주} / 1,000\text{주} = 10\%$

▷ 가나다(주)는 신주 100주 발행 & 투자자는 1,000만원 납입 & 주주명부 등재

▷ 가나다(주)의 투자전 기업가치 = $900\text{주} \times 10\text{만원/주} = 9,000\text{만원}$

□ 투자 후 기업가치 (Post-money valuation / Post-Value)

▷ 투자 후 기업가치 = 투자 전 기업가치 + 투자된 현금가치

▷ 가나다(주)의 Post-Value =

Pre-value 9,000만원 + 투자유치금 1,000만원 = 10,000만원

총 발행주식수 1,000주 X 10만원/주 = 10,000만원

Q1. 투자자 A가 투자 직후, 투자자 B가 A와 같은 조건으로 1억원 투자함.

이때 B의 가나다(주)의 투자 전, 후 기업가치는? 투자 후 B의 지분율은?

Q2. 다음날 투자자 C가 가나다(주) 퇴사자의 주식 400주를 주당 10만원에
매입함. 이때 가나다(주)의 Pre/Post Value는?

Q3. 1달뒤 투자자 C가 가나다(주) 퇴사자의 주식 1,000주를 주당 5만원에
매입함. 이때 가나다(주)의 Pre/Post Value는?

스파크플러스, 300억 규모 '시리즈B' 투자 유치...2년 내 40호점까지 오픈한다



손 요한

POSTED ON 2019/12/03

공유오피스 스파크플러스는 3일 미디어데이를 열고 시리즈B 투자 유치 및 성과 발표, 향후 계획을 밝혔다.

스파크플러스는 이번 미디어데이 행사를 통해 아주호텔앤리조트, 코람코자산운용, 스틱벤처스, 인터베스트, 아주IB투자, 우신벤처투자에서 총 300억원 규모의 시리즈B 투자를 유치했다고 전했다.

스파크플러스는 지난해 8월 200억 규모의 시리즈A 투자 이후 약 1년여 만에 시리즈B 투자를 신규 유치하면서 누적 투자 유치금 약 600억원을 기록 중이다.

스파크플러스는 2016년 11월 역삼점을 오픈한 이래 3년만에 총 12개 지점을 운영하며 빠른 성장세를 보이고 있다. 스파크플러스는 현재 강남 8개 지점, 테헤란로 역세권에 라인업 구축, 2019년 시청, 광화문 도심 지역에 진출, 평균 95% 이상의 입주율, 오픈 전 선계약 70% 유치 등을 기록하고 있다. 또한 신규 오픈 준비 지점을 포함한 운영 규모는 총 14개 지점, 전용면적 11,000평, 약 8,500석에 달한다.

□ 스파크플러스, 시리즈 B 300억원 투자 유치

▷ 투자 유치 전 자본금 45억원이라고 가정 (총 90만주)

Q1. 주식의 액면가는?

Q2. 투자 전 기업가치 1,500억원이라고 하면,

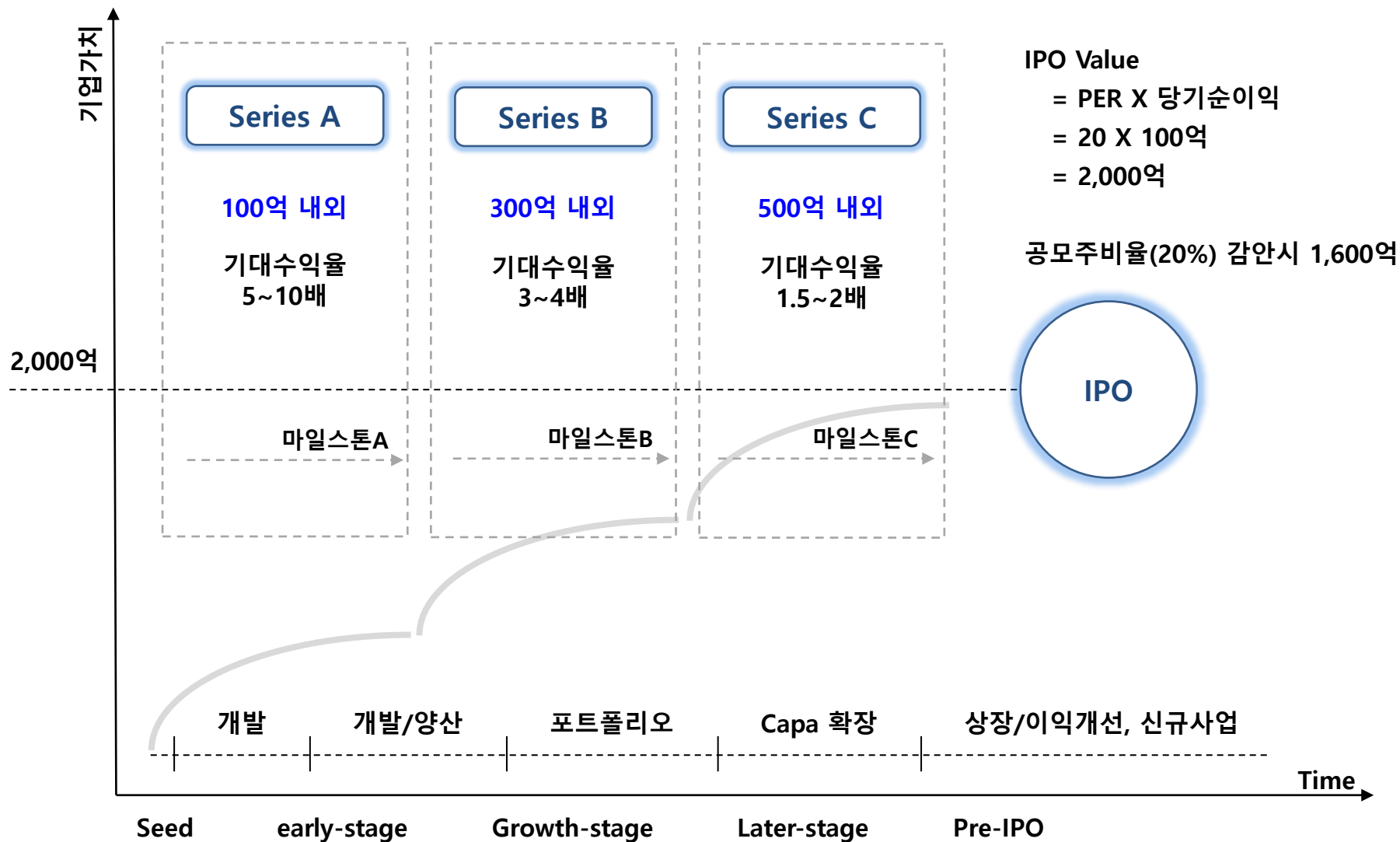
금번 라운드에서 회사의 1주당 가치는 얼마로 산정한 것인가?

Q3. Series B 투자유치 후 기업가치는?

Series B 투자자들의 지분율의 합은?

기업가치 산정 (Valuation)

□ 기업 성장 단계에 따른 Valuation 및 기업의 IPO Value로부터 역산된 기업 가치





□ IPO (Initial Public Offering, 주식공개, 기업공개)

▷ 기업의 지분을 나누어 공개된 시장에서 거래할 수 있도록 하는 기업활동

- 회사주식을 증권거래소에서 유통시키는 것
- 각국의 회계법에 의해 기업공개 요건을 갖춘(승인받은) 기업들은 IPO 진행 가능

▷ 장점

- ① 자금 조달 능력 증대 및 수단의 다양화 (공모, 유상증자, CB 발행 등)
- ② 유동성 및 안정성 증대 → 경영 안정성 확대
- ③ 세제 상 혜택 (양도소득세, 배당소득세 등에서의 비과세/분리과세 등)
- ④ 기업의 공신력 제고 및 기업 홍보 효과

▷ 단점

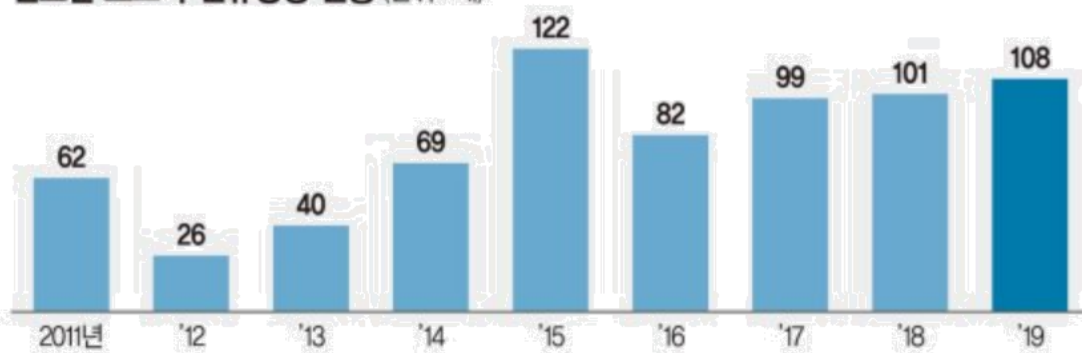
- ① 기업 소유구조의 분산 → 경영권 위협 및 기업 비밀의 노출 가능성
- ② 기업 공시 의무 (증권신고서, 투자설명회, 사업보고서, 반기/분기보고서 등)
- ③ 회계 감사의 의무 (공인된 외부로부터 회계 감사 필수)
- ④ 상장과정에서의 시간과 비용 (주간사/지정감사인 선정, IFRS변환, 증권신고서 제출 등)

□ 국내 상장 환경

- ▶ 기회요소 : 미국 나스닥 대비 상장하기 쉬움
- ▶ 위협요소 : 신기술에 보수적인 정책 및 법규, 이익 미실현 기업의 낮은 기업가치 등
- ▶ 최근 트렌드 : 적자 기업이라도 성장성이 있다면 상장이 가능하도록 요건 완화중

	테슬라 요건	기술성 특례	성장성 특례	사업모델 기반
내용	이익 미실현 기업 성장성	기술 평가	증권사 추천	사업성 평가
비고	'18.2월 카페24 (1호)	'19년 22개 상장	'18.10월 셀리버리 (1호)	'19.7월 플리토 (1호)

연도별 코스닥 신규상장 현황 (단위: 개)



1. A, B, C 가 공동 창업하여 가나다(주)를 설립함.
2. 1년 후, 엔젤투자자 D가 투자함
3. 6개월 후 창업자 C 퇴사 : Stock Vesting
4. 6개월 후 창업자 C가 엔젤투자자 E에게 주식을 매각함
5. 1년 후 벤처캐피탈 F가 투자함
6. 1년 후 벤처캐피탈 G가 투자함 : Down Round
7. 1년 후 우선주를 보통주로 전환함 : Anti-Dilution(희석 방지) 조항 적용

1. A, B, C 가 공동 창업하여 가나다(주)를 설립함.

주주명부(Cap Table)

(단위:원, 주)

주주	금액	주식수	지분율	보유지분가치
A (창업자)	5,000,000	10,000	50%	5,000,000
B (창업자)	3,000,000	6,000	30%	3,000,000
C (창업자)	2,000,000	4,000	20%	2,000,000
	10,000,000	20,000	100%	10,000,000

1주당 액면가액 : 500원

기업가치 : 10,000,000원

1주당 가치 : 500원

납입자본금 : 10,000,000원

2. 1년 후, 엔젤투자자 D가 투자

주주명부(Cap Table)

(단위:원, 주)

주주	금액	주식수	지분율	보유지분가치
A (창업자)	5,000,000	10,000	45%	50,000,000
B (창업자)	3,000,000	6,000	27%	30,000,000
C (창업자)	2,000,000	4,000	18%	20,000,000
D (엔젤)	1,000,000	2,000	9%	10,000,000
	11,000,000	22,000	100%	110,000,000

※ 1주당 5,000원으로 1,000만원(보통주) 투자

Pre-Value : 100,000,000원

Post-Value : 110,000,000원

1주당 가치 : 5,000원

납입자본금 : 11,000,000원 (주식수 22,000주 X 액면가 500원)

자본잉여금 : 9,000,000원

※ 주식발행초과금 = 주식을 신규 발행시 발행가액이 액면가액을 초과할 경우의 초과액

3. 6개월 후 창업자 C 퇴사 : Stock Vesting

주주명부(Cap Table)

(단위:원, 주)

주주	금액	주식수	지분율	보유지분가치
A (창업자)	5,625,000	11,250	51%	56,250,000
B (창업자)	3,375,000	6,750	31%	33,750,000
C (창업자)	1,000,000	2,000	9%	10,000,000
D (엔젤)	1,000,000	2,000	9%	10,000,000
	11,000,000	22,000	100%	110,000,000

※ 설립시 주주간 계약서에 **Stock-Vesting** 조항 존재

- 근무기간 3년 이상 시 C 지분 유지
- 2~3년 내 퇴사시, C 지분의 50%를 A와 B에게 액면가로 매도
- 2년 내 퇴사시, C 지분의 100%를 A와 B에게 액면가로 매도

납입자본금 : 11,000,000원

1주당 가치 : 5,000원

자본잉여금 : 9,000,000원

4. 6개월 후 창업자 C가 엔젤투자자 E에게 주식을 매각

주주명부(Cap Table)

(단위:원, 주)

주주	금액	주식수	지분율	보유지분가치
A (창업자)	5,625,000	11,250	51%	56,250,000
B (창업자)	3,375,000	6,750	31%	33,750,000
D (엔젤)	1,000,000	2,000	9%	10,000,000
E (엔젤)	1,000,000	2,000	9%	10,000,000
	11,000,000	22,000	100%	110,000,000

※ 퇴사한 창업자 C가 보유지분을 엔젤 E에게 매각

※※ Stock Vesting 기간 3년, 1년6개월 근무 후 퇴사시

납입자본금 : 11,000,000원

1주당 가치 : 5,000원

자본잉여금 : 9,000,000원

5. 1년 후 VC F가 투자 (Series A)

주주명부(Cap Table)

(단위:원, 주)

주주	금액	주식수	지분율	보유지분가치
A (창업자)	5,625,000	11,250	35%	562,500,000
B (창업자)	3,375,000	6,750	21%	337,500,000
D (엔젤)	1,000,000	2,000	6%	100,000,000
E (엔젤)	1,000,000	2,000	6%	100,000,000
F (VC)	5,000,000	10,000	31%	500,000,000
	16,000,000	32,000	100%	1,600,000,000

※ 1주당 50,000원으로 5억원 투자 (상환전환우선주)

Pre-Value : 1,100,000,000원

Post-Value : 1,600,000,000원

1주당 가치 : 50,000원

납입자본금 : 16,000,000원

자본잉여금 : 504,000,000원

6. 1년 후 VC G가 투자 (Series B)

주주명부(Cap Table)

(단위:원, 주)

주주	금액	주식수	지분율	보유지분가치
A (창업자)	5,625,000	11,250	28%	450,000,00
B (창업자)	3,375,000	6,750	17%	270,000,000
D (엔젤)	1,000,000	2,000	5%	80,000,000
E (엔젤)	1,000,000	2,000	5%	80,000,000
F (VC)	5,000,000	10,000	25%	400,000,000
G (VC)	3,750,000	7,500	19%	300,000,000
	19,750,000	39,500	100%	15,800,000,000

※ 1주당 40,000원으로 3억원 투자 (상환전환우선주)

Pre-Value : 1,280,000,000원

Post-Value : 1,580,000,000원

1주당 가치 : 40,000원

납입자본금 : 19,750,000원

자본잉여금 : 800,250,000원

투자 지분가치
5억원→4억원으로
1억원 증발
(평가손실)

7. 1년 후, 우선주를 보통주로 전환 : Anti-Dilution(희석방지 조항 적용)

주주명부(Cap Table)

(단위:원, 주)

주주	금액	주식수	지분율	보유지분가치
A (창업자)	5,625,000	11,250	25%	398,857,500
B (창업자)	3,375,000	6,750	15%	239,314,500
D (엔젤)	1,000,000	2,000	4%	70,908,000
E (엔젤)	1,000,000	2,000	4%	70,908,000
F (VC)	7,051,391	14,103	32%	500,000,000
G (VC)	4,230,834	8,462	19%	300,000,000
	22,282,225	44,564	100%	1,580,000,000

※ 우선주의 보통주 전환비율이 달라짐 (1:1 → 1:?)

기업가치 : 1,580,000,000원

1주당 가치 : 35,455원

납입자본금 : 22,282,225원

자본잉여금 : 797,717,775원

1. 동업을 하더라도 지분은 불공평하게 나눠라

- 정답은 없다.
- 대표이사(최대주주)는 초기설립시 지분의 2/3 이상 확보가 바람직
- 최대주주는 향후 책임을 명확히 해야 (ex. 주요 계약시 이해관계자로 책임 연대)

2. 지분으로 동기부여 하겠다는 생각은 위험

- 지분율 dilution은 매우 빠르게 진행됨.
- 직원들은 지분의 가치에 대해 무지.
- 지분보다는 stock-option 부여, 혹은 향후 유상증자시 낮은 단가로
신주 인수할 수 있는 권리 부여 등이 바람직

3. 창업시 확정된 지분 구조는 향후 변경하기가 어려움

- 공동 창업의 경우 누가 main인지 (최대주주인지) 결정해야 함
- 과반수 주주가 되면 주주총회와 이사회를 장악할 수 있음
- 지분율과 책임, 리스크는 비례함

4. 초기 역할과 헌신 정도에 따라 지분구조가 형성되면, 문제가 발생할 수 있음

- 기업 설립 이후, 실제 운영과정에서 개개인의 역할과 헌신 정도는 달라짐
- 마음이 맞지 않는다고 지분을 뺏을 수는 없음

5. 설립 시 신중한 지분분배와 '주주간 계약서'가 필요

- 향후 지분과 관련하여 공동창업자 간 계약을 체결해야 함.
- 일정 기간 이내 퇴사시 지분의 처리문제 등을 명기 (stock vesting)