

1. 참여의 범위

| | |
|-----------------------|----------------------------------|
| LOB | ICE1 |
| 감사고객명 | SK 스퀘어 |
| 검토목적 | 드림어스컴퍼니 영업권 손상검토 |
| 검토대상 | 드림어스컴퍼니 |
| 검토범위 | 사용가치 평가 |
| 보고서명 | Dreamus Company 손상검토보고서 |
| 평가자 | 삼일회계법인 |
| 비교대상장부금액 (100% 환산 기준) | 연결: 48,110 백만원, 별도: 405,384 백만원 |
| 사용가치평가금액 | 연결: 239,275 백만원, 별도: 424,024 백만원 |
| 평가기준일 | 2022-10-31 |
| 평가방법론 | DCF |

2. 수행한 절차

다음의 절차를 수행하였습니다

- 평가기관의 전문가적 적격성에 대한 검토
- 제출된 평가결과 검토
- 평가결과 내용에 대한 이해 및 분석을 기초로 질의사항 작성
- 질의사항에 대한 평가기관의 답변자료 및 추가제공 자료 분석
- 적용한 평가방법론의 적정성에 대한 검토
- 주요 가정 사항에 대한 검토

단, 수행한 절차에는 다음의 사항은 포함되지 않습니다.

- 적용한 회계정책에 대한 적정성 검토
- 평가결과에 포함된 기초자료 등 재무정보의 적정성
- 최종 평가결과가 재무제표에 적정하게 반영되었는지 여부 검토
- 평가와 관련한 세무상 효과의 정확성에 대한 검토
- 평가와 관련한 사항에 대한 공시사항의 완전성과 적정성에 대한 검토
- 공시된 금액적 정보에 대한 검토
- 산정된 비교대상장부금액에 대한 검토
- 평가기준일 이후 변동된 사항에 대한 검토
- 평가기준일 이후 영업환경, 시장이자율, 환율 등 후속사건에 대한 종합적인 검토

3. 검토사항

| Ref | 검토 범위 | 검토 내용 요약 | 요소 검토 의견 | 요소의 적합성 |
|---|-----------------------------------|---|----------|-------------|
| | 평가방법론 | <p>평가기관은 평가대상회사의 사용가치를 산정하는 방법으로 이익접근법(Income Approach) 중 현금흐름할인모형(Discount Free Cash Flow Model)을 적용하였습니다.</p> <p>사용가치란 자산이나 현금창출단위에서 창출될 것으로 기대되는 미래현금흐름의 현재 가치(K-IFRS 1036 문단 6)를 말하며, 사용가치는 자산의 계속적인 사용과 최종 처분에서 기대되는 미래 현금유입과 현금유출을 측정하고 본 미래현금흐름을 적절한 할인율로 할인(K-IFRS 1036 문단 31)하여 추정하도록 하고 있습니다.</p> <p>K-IFRS에서는 사용가치를 현금흐름할인모형을 포함한 시장참여자가 일반적으로 사용하는 평가기법을 이용하여 산정하도록 하고 있으므로 본인은 평가기관이 사용가치를 산정하기 위해 적용한 방법론이 적절하다고 판단됩니다.</p> | Neutral | Appropriate |
| 질의 12, 15~17, 23~25, 26, 39 | 주요 가정사항 검토 (1) 가중평균자본비용의 산정 | <p>평가기관은 현금흐름 할인을 위해 12.70%의 가중평균자본비용(이하 “할인율”)을 적용하였습니다. 평가기관이 사용한 할인율의 결과값에 대한 합리적인 확신을 갖기 위하여 할인율 산정에 사용된 가정과 계산내역을 검토하였습니다. 이와 관련하여 평가기관에 질의 및 재계산 절차를 수행하였습니다.</p> <p>1. 유사회사 선정 과정 검토</p> <p>평가기관은 유사한 사업을 영위하는 국내외 상장사 중 8개의 회사를 유사회사로 선정하였고, 유사회사들의 평균자본구조를 고려하여 목표자본구조를 산정하였습니다. 평가기관이 유사한 회사를 선정한 절차를 질의하여 유사회사들의 적정성에 대해 검토하였습니다. 검토 결과 유사회사 선정은 합리적이라고 판단됩니다.</p> <p>2. 목표자본구조 산정시 리스부채 제외</p> <p>평가기관은 유사회사들의 자본구조 산출시 리스부채를 제외하였습니다. 이에 대해 질의한 결과 평가기관은 리스료를 영업현금유출(운용리스와 같은 방식으로)로 반영하여, 자본구조 산출시 리스부채를 제외하는 한편 리스부채를 비교대상장부가액에 포함하였다고 답변하였습니다.</p> <p>리스료를 영업현금유출에 반영하고 자본구조 산출시 리스부채를 제외하는 방식에는 다음 2가지 제한사항이 존재할 수 있을 것으로 보입니다.</p> <p>첫째, Unlevered-beta 산출시 적용하는 자본구조에 일관성 부족할 가능성이 존재합니다. 평가기관이 할인율 산출시 적용한 2개년 주간 베타의 대상 기간은 리스기준서 개정 이후의 기간이며, 따라서 관측된 베타에는 리스부채가 자본구조에 포함된 상태의 시장 상황이 반영되어 있을 것입니다. 이로부터 Unlevered-beta를 산출할 때 리스부채를 배제한 자본구조를 적용한다면 논리적 일관성이 부족할 수 있습니다.</p> <p>둘째, 비교대상장부가액(영업순자산)에 리스부채를 반영함으로써 사용권자산 가액이</p> | Neutral | Appropriate |

| Ref | 검토 범위 | 검토 내용 요약 | 요소 검토 의견 | 요소의 적합성 |
|-----|-------|--|----------|---------|
| | | <p>대부분 상계되었습니다. 1036호 손상기준서는 적용범위에서 사용권자산을 제외하지 아니하는데, 리스부채와 사용권자산이 상계되는 경우 사실상 사용권자산의 손상검사가 이루어지지 않는 효과가 발생할 수 있을 것입니다.</p> <p>평가기관은 상기의 2가지 가능성에 대해 첫째, 리스기준서 개정으로 인해 전체시장 및 개별종목의 수익률이 변동되었다는 근거를 확인하기 어렵고, 특히 대상회사가 속한 사업의 경우 항공업, 해운업 등과 달리 리스의 영향이 적으며, 둘째, 선정된 유사회사 가운데 IFRS의 적용을 받지 않는 국가의 회사도 존재하고, 셋째, 본 평가시 이용한 방법은 리스 상환 현금흐름을 재무활동으로 보는 관점과 평가 방식의 차이가 있을 뿐, 기본적으로 리스부채를 차감하는 방향성은 동일하다고 답변하였습니다.</p> <p>평가기관의 답변과 대상회사에서의 리스부채 및 사용권자산 규모를 고려해볼 때 평가기관의 자본구조 산정 가정은 비합리적이라고 판단되지 아니합니다.</p> <p>리스료는 영업현금흐름 중 판매관리비의 고정비성 경비에 반영되었으며, 상각비 및 자본적지출에서는 추정 제외되었습니다. 고정비성 경비 및 상각비에 대한 검토 내용은 해당 항목을 참고하시기 바랍니다.</p> <p>3. 가중평균자본비용의 재계산</p> <p>재계산 절차로써 목표자본구조 산정에 투입된 유사회사들 및 대상회사의 재무정보(부채, 시가총액, 베타, 신용등급 등)을 독립적으로 산출하여 할인율을 재계산하였습니다. 재계산 결과 할인율 산정에는 특이사항이 없다고 판단하였습니다.</p> <p>또한, 기준서 K-IFRS 1036호에 따르면 자산의 사용가치 추정시 원칙적으로 세전 현금흐름과 세전 할인율을 사용해야합니다. 본 보고서는 세후 현금흐름과 세후 할인율을 기준으로 작성되었으므로, 세전 기준 평가를 위해 세전 현금흐름 및 세전 할인율 자료를 추가적으로 입수하여 세전 기준의 사용가치 평가가 현재 세후기준의 사용가치 평가와 유사한 결과가 도출되는지 검토하였습니다. 세전현금흐름의 경우 보고서상 세후현금흐름을 기준으로 재계산한 결과 일치하였으며, 세전할인율은 14.81%로 산출되었습니다. 기준서 K-IFRS 1036호의 기준서 K-IFRS 1036호의 결론도출 근거 BCZ285 [이론적으로 세전 할인율이 세후 할인율에 미래법인세 현금흐름의 특정 금액 및 시기를 반영하여 조정한 것이기만 하면, 세후 현금흐름을 세후 할인율로 할인하든 세전 현금흐름을 세전 할인율로 할인하든, 그 결과는 같아야 한다. 세전 할인율이 세후 할인율을 표준세율만큼 가산하여 조정한 것과 항상 같지는 않다] 에서 언급하고 있는 바와 같이, 세후 기준 사용가치와 동일한 계산결과를 도출하는 세전 기준 사용가치를 검토하였으며, 해당 세전 할인율에 특이사항은 없다고 판단하였습니다.</p> <p>감사팀에서는 동 검토결과를 바탕으로 세전현금흐름 및 세전할인율에 대한 공시가 충분하고 완전하게 이루어졌는지 검토하시기 바랍니다.</p> | | |

| Ref | 검토 범위 | 검토 내용 요약 | 요소 검토 의견 | 요소의 적합성 |
|----------------|--|---|-------------------|-----------------------|
| 질의19 | 주요 가정사항의 검토 (2) 현금흐름 추정에 사용된 가정 검토 | 1. 법인세율 평가기관은 추정기간 동안 발생하는 대상회사의 영업이익에 한국 법인세법상 구간별 세율을 적용하여 법인세비용을 산출하였습니다. 추정된 영업이익에 현행 법인세율을 적용하여 법인세비용을 재계산한 결과 다음 2가지 차이를 발견하였습니다. 첫째, 평가기관은 '22년 11~12월 추정시 1~10월 발생한 당기순손실 315백만원을 (-)법인세비용으로 반영하였습니다. 이로 인해 법인세 환급 현금유입이 추정기간에 반영되어 사용가치가 일부 상승하는 효과가 발생하였습니다. 둘째, 평가기관은 과세표준 산정시 이월결손금 공제한도를 60%로 적용하였습니다. '22년 12월 개정으로 인해 현행 법인세법상 이월결손금 공제한도는 80%인 것으로 확인됩니다. 이월결손금 공제를 적게 반영함으로써 사용가치는 하락하는 효과가 발생하였습니다. 상기 2가지 차이로 인해 재계산된 사용가치는 평가기관보다 약 2,516백만원 높게 산출되었으며, 이로 인해 손상 여부에는 영향을 미치지 않는 것으로 판단됩니다. | Neutral | Appropriate |
| 질의13 | 주요 가정사항의 검토 (2) 현금흐름 추정에 사용된 가정 검토 (계속) | 2. 영구성장률 평가자는 추정기간 이후의 영구성장률로 1%를 적용하였습니다. 대상회사가 사업을 영위하는 공연산업, 음반시장, 세계 무선이러폰 시장의 과거 및 향후 성장률 추이를 고려할 때 평가자가 사용한 영구성장률 가정은 합리적인 수준이라 판단됩니다. | Neutral | Appropriate |
| | 주요 가정사항의 검토 (2) 현금흐름 추정에 사용된 가정 검토 (계속) | 3. 매출액 대상회사의 매출액은 플랫폼사업, 콘텐츠 사업, 엔터 사업, 디바이스 사업의 4가지로 구분됩니다. 추정기간 동안 대상회사의 매출액은 '22년 2,712억원에서 '27년 6,792억원으로 성장합니다. 평가기관은 매출액 추정시 회사가 수립한 사업계획을 전반적으로 준용하였습니다. 3.1. 매출액 재계산 검토 평가기관이 활용한 사업계획을 수령하여 사업부별 매출액을 재계산한 결과 특이사항은 없는 것으로 판단됩니다. | Neutral (3.1.) | Appropriate (3.1.) |
| 질의 27,30,31 | 주요 가정사항의 검토 (2) 현금흐름 추정에 사용된 가정 검토 (계속) | 3.2. 매출액 추정 가정 검토 매출액 추정 가정과 근거에 대해 평가기관에게 전반적으로 질의하였습니다. 추정된 매출액의 가정에 대한 검토 결과는 다음과 같습니다. 3.2.1. '23년 매출액 '23년 매출액의 경우 대부분 목표치가 Key-in되어 있었습니다. 해당 값들의 근거에 대해 질의한 결과 '23년 추정치는 회사로부터 다음 연도의 계약 상황이나 각 사업부별 매출 계획을 바탕으로 작성되었으며, 추후 시장상황과 대상회사의 예상 시장 점유율 등을 | Neutral | Appropriate |

| Ref | 검토 범위 | 검토 내용 요약 | 요소 검토 의견 | 요소의 적합성 | | | | | | | | |
|---------------------------|---|---|----------|----------|---------|--------|---------|------|------|------|------------|-------------|
| | | 기반으로 작성되었다는 답변을 수령하였습니다. '22년 대비 변동률을 검토했을 때, '23년 매출액이 전반적으로 비합리적인 성장률을 보이지는 않는 것으로 판단됩니다. | | | | | | | | | | |
| 질의 18, 28, 29, 30, 31, 41 | 주요 가정사항의 검토 (2) 현금흐름 추정에 사용된 가정 검토 (계속) | <p>3.2.2. 플랫폼 사업 매출</p> <p>플랫폼 사업은 대상회사가 운영하는 음악 스트리밍 플랫폼인 "FLO" 관련 매출액입니다. 세부적으로 이용권, 오디오, 돌핀, 기타 매출로 구성됩니다.</p> <p>[이용권 매출]</p> <p>이용권 매출은 FLO 이용권 판매를 통해 발생합니다. 이용권 매출은 정산 주체에 따라 MNO와 자체고객 매출로 구분됩니다. MNO는 이동통신사를 통해 매출을 정산 받으며, 자체고객 매출은 개인 고객을 통해 매출이 발생합니다. MNO와 자체고객 매출의 세부 항목은 다음과 같습니다.</p> <table><tr><td rowspan="3">MNO 매출</td><td>FLO 앤데이터</td></tr><tr><td>MNO 종량제</td></tr><tr><td>기타 MNO</td></tr><tr><td rowspan="3">자체고객 매출</td><td>일반판매</td></tr><tr><td>프로모션</td></tr><tr><td>기타제휴</td></tr></table> <p>이용권 매출 추정시 평가기관은 월평균 이용자 수에 월평균 이용금액을 곱하여 추정하였습니다.</p> <p>① 월평균 이용자 수의 추정</p> <p>전체 월평균 이용자 수는 추정기간 내 CAGR 32.7%의 지속적인 증가세가 가정되었습니다. 해당 가정의 근거에 대해 평가기관은 MNO 매출의 경우 SKT 이용고객에게 부가서비스로 제공되는 개념이므로 이용자 확보가 안정적이며, 자체고객 매출은 SKT 이용자 대상 전용 요금제 출시 등을 통해 자체 고객으로 유도, K-pop 팬덤 등을 대상으로 핵심 매체에 광고노출을 통해 FLO 서비스 이용 유도 등의 전략을 계획 중이라고 답변하였습니다. 스트리밍 음악 시장 관련하여 한국콘텐츠진흥원 발행 '음악산업백서'를 관련 자료로 제공받았습니다.</p> <p>② 월평균 이용금액의 추정</p> <p>월평균 이용금액은 MNO 매출 및 자체고객 매출의 세부 항목으로 추정하되, '24년부터</p> | MNO 매출 | FLO 앤데이터 | MNO 종량제 | 기타 MNO | 자체고객 매출 | 일반판매 | 프로모션 | 기타제휴 | Optimistic | Appropriate |
| MNO 매출 | FLO 앤데이터 | | | | | | | | | | | |
| | MNO 종량제 | | | | | | | | | | | |
| | 기타 MNO | | | | | | | | | | | |
| 자체고객 매출 | 일반판매 | | | | | | | | | | | |
| | 프로모션 | | | | | | | | | | | |
| | 기타제휴 | | | | | | | | | | | |

| Ref | 검토 범위 | 검토 내용 요약 | 요소 검토 의견 | 요소의 적합성 |
|-----------------------|--|--|------------|-------------|
| | | <p>‘프리미엄 이용권’ 판매로 인한 추가적인 단가 상승(+3,000원)이 가정되었습니다. 프리미엄 이용권은 기존 음악 스트리밍 이용권에 유료 오디오 콘텐츠를 이용할 수 있는 추가 옵션 이용권에 해당합니다. 프리미엄 이용권은 MNO매출의 FLO엔데이터, 자체고객 매출의 일반판매 및 프로모션에 적용되었습니다. 프리미엄 이용자 비율은 ‘24년 15%에서 ‘27년 22%로 점진적 증가 가정되었습니다.</p> <p>프리미엄 이용자 성장 전략에 대해 평가기관은 음원발 오디오 콘텐츠 제작의 활성화, 오디오 콘텐츠의 개인화 추천 기술 개발 및 적용, 오디오 콘텐츠에 최적화된 UI/UX 고도화, 크리에이터 유입, 안착, 역량 개발을 위한 성장을 지원하고 크리에이터들의 지속가능한 오디오 콘텐츠 생산활동을 위한 유료 서비스 도입 등의 전략을 계획 중에 있다고 답변하였습니다.</p> <p>상기 이용자 수 및 이용금액의 추정에 대해 검토한 결과 매출 성장 가정에는 불확실성이 존재하는 것으로 판단됩니다. 자세한 내용은 발견사항을 참고하시기 바랍니다.</p> <p>[오디오, 돌핀, 기타 매출] 오디오 매출은 FLO 플랫폼 내 오디오 콘텐츠 관련 매출입니다. 돌핀 매출은 자회사 돌핀 스튜디오에서 오디오 콘텐츠 제작을 통해 발생하는 매출입니다. 기타 매출은 주로 V컬러링 매출로 구성됩니다.</p> <p>이용권 외 매출 항목은 이용권 매출과 같이 FLO 플랫폼을 통해 매출이 발생하므로 이용권 매출의 성장세에 영향을 받을 수 있을 것으로 판단됩니다. 다만 이용권 매출 대비 비중을 고려한다면, 이용권 매출의 불확실성으로 인한 영향은 제한적일 것으로 예상됩니다.</p> <p>감사인께서는 이용권 외 매출이 이용권 매출의 성장에 따라 함께 증가세를 보이는지 지속적으로 모니터링하시기를 권고드립니다.</p> | | |
| 질의 18, 28, 29, 32, 40 | 주요 가정사항의 검토 (2) 현금흐름 추정에 사용된 가정 검토 (계속) | <p>3.2.3. 콘텐츠 사업 콘텐츠 매출은 대상회사가 음원 및 음반 등을 유통함으로써 발생합니다. 음반유통, 음원유통, MD판매 및 LDC 매출로 구성됩니다. 음반 및 음원유통의 매출 비중이 과거 및 추정기간 평균 70% 이상을 차지합니다. MD 판매는 국내 아티스트의 콘서트 굿즈 판매에 해당하며, LDC는 일본 자회사로써 일본 내 SM엔터테인먼트 소속 아티스트들과 관련된 굿즈 매출입니다.</p> <p>[음반 및 음원 유통] ① 기획사별 매출액 평가기관은 음반 및 음원 유통 매출 추정시 유통 계약을 맺은 기획사별로 매출을 추정하였습니다. 기획사별 과거 성장률 또는 한국콘텐츠진흥원 통계 ‘18~’20년 평균 시장 성장률(4.4%) 등을 활용하였습니다. 회사의 경험치 및 시장성장률을 적용하였다는 점에서 해당 가정은 합리적인 것으로 판단됩니다.</p> | Optimistic | Appropriate |

| Ref | 검토 범위 | 검토 내용 요약 | 요소 검토 의견 | 요소의 적합성 |
|-----|-------|--|----------|---------|
| | | <p>② 투자/기타 매출</p> <p>음원/음반 매출에는 자체적으로 투자금을 집행하여 발생하는 매출이 존재합니다.</p> <p>사업계획상 해당 매출은 “투자/기타”로 분류되었으며 평가기관은 이를 준용하였습니다.</p> <p>투자/기타 매출은 음원 IP 투자회사인 “비온드뮤직”을 통한 매출, 투자금의 집행 및 회수를 통한 매출, 일반유통의 3가지로 구성됩니다.</p> <p>②-i) 비온드 뮤직 매출</p> <p>대상회사는 비온드뮤직(BM)의 모회사인 비온드뮤직컴퍼니(BMC)의 발행주식 일부를 '22년에 인수하였고, 인수조건으로 BMC, BM이 현재 및 장래 보유하거나 유통가능한 일체의 음원 및 음반에 대한 독점유통권을 부여받았습니다. 비온드 뮤직(BM)을 통한 매출은 '23년 143억원에서 '27년 1,250억원으로 증가합니다. 해당 매출액은 사업계획상 단순 Key-in되어 있어 매출액 성장 근거에 대해 질의하였습니다. 평가기관은 비온드뮤직컴퍼니의 모회사인 콘텐츠테크놀로지(CT)가 '22년 하반기에 외부 투자를 유치하였으며, 투자유치 당시의 Valuation 자료상의 회사의 운용자산 및 예상되는 추정 매출에 근거하여 대상회사의 사업계획상 매출이 추정되었다고 답변하였습니다. 또한, 투자유치 당시 Valuation시 적용한 CT의 매출액은 CT제시 매출액 대비 1/4 수준으로 비교적 보수적으로 적용되었다고 답변하였습니다. 사업계획 및 평가기관의 매출 추정에 대한 근거를 종합적으로 검토한 결과, 비온드 뮤직 관련 매출 성장 가정에는 불확실성이 존재하는 것으로 판단됩니다. 자세한 사항은 발견사항을 참고하시기 바랍니다.</p> <p>②-ii) 투자금의 집행 및 회수를 통한 매출</p> <p>투자금의 집행 매출은 추정상 매년 170억원을 집행하며, 회사의 경험치에 의해 3년간 20%, 50%, 30% 회수되고 (히트곡 발생 등으로 인한) 초과 매출 발생분으로 매년 100억원의 추가 매출이 가정되었습니다.</p> <p>투자금의 성격에 대해 질의한 결과 이는 투자금을 지출하고 회수한다는 개념보다는, 유통을 하고 대상회사가 매출로 인식하는 수수료를 제외한 나머지 금액(기획사에 지급될 금액)을 미리 선급하는 금액(이렇게 일부 기획사에 선급하는 이유는 유통권을 확보하기 위함)이라는 답변을 받았습니다.</p> <p>투자금의 회수 기간 및 초과 매출 발생액 가정은 회사의 경험을 근거로 하였다는 점에서 비합리적이라고 판단되지는 아니합니다. 다만, 매년 상당 규모의 자금이 집행되고 음원/음반의 불확실한 성적에 따라 회수기간 및 초과 매출 규모가 결정될 수 있다는 점에서 지속적인 모니터링이 필요할 것으로 보입니다. 이에 감사인께서는 회사가 경상적으로 운용하는 투자금(선급금)의 규모가 급격히 변동하지 않는지, 또한 회수 기간이 지연되는 상황이 발생하는지(투자규모에 비해 매출액이 적어지는지) 등을 지속적으로 모니터링하시기를 권고드립니다.</p> <p>또한, 투자금이 선급금의 성격을 갖는다는 점을 고려할 때 이는 운전자본으로 분류되어야 할 것으로 판단되나, 평가기관은 해당 투자금을 운전자본 추정에 반영하지 않았습니다.</p> | | |

| Ref | 검토 범위 | 검토 내용 요약 | 요소 검토 의견 | 요소의 적합성 |
|---------------|--|---|----------|-------------|
| | | <p>투자금을 운전자본에 반영한 경우의 추정 결과를 요청한 결과 사용가치가 상승함으로써 손상 여부에는 영향이 없는 것으로 확인하였습니다. 이와 관련된 사항은 순운전자본 검토 내용을 참고하시기 바랍니다.</p> <p>②-iii) 일반유통 일반유통 매출은 별도의 투자 없이 음원/반 유통을 통해 발생하는 매출입니다. 한국콘텐츠진흥원 통계 '18~'20년 평균 시장 성장률을 적용하였으며, 특이사항은 없다고 판단됩니다.</p> <p>[MD 판매] MD 매출은 음원봉 및 기타MD로 구분되어 추정되었습니다. 판매단가는 유지 가정되었으며, 판매수량은 점진적 상승 가정되었습니다. 과거 및 향후 매출액 추이를 종합적으로 검토한 결과 특이사항은 없다고 판단됩니다.</p> <p>[LDC] LDC 매출은 MD상품과 기타 생활용품으로 구분되어 추정되었습니다. MD상품은 LDC에서 계약 확보중인 아티스트 등과 아티스트별 공연 관람객, 인당 MD 구매액을 추정하였습니다. 이후 과거 공연매출 경험치를 바탕으로 매출을 추정하였습니다. 기타 생활용품은 과거 실적을 토대로 주요 판매 상품에 대한 예상 매출 금액을 추정하였습니다. 과거 및 향후 매출액 추이를 종합적으로 검토한 결과 특이사항은 없다고 판단됩니다.</p> | | |
| 질의 18, 28, 33 | 주요 가정사항의 검토 (2) 현금흐름 추정에 사용된 가정 검토 (계속) | <p>3.2.4. 엔터 사업 엔터 사업은 공연제작 및 투자, IP사업으로 구성됩니다. 공연 제작 및 투자 매출은 공연을 기획하고 제작하여 손익분기점 회수가 이루어질 때까지 가능한 공연을 지속하여 매출을 일으킵니다. IP사업은 프로젝트별로 진행되며, 공연이든 방송이든 프로젝트를 제작하여, 그것을 통해 공연, 매니지먼트, 음원/음반, 광고 등 부수적인 다양한 수익을 창출하는 방식으로 매출이 발생합니다. 최근에 진행된 프로젝트는 WET!이라는 EDM 관련 방송입니다. 평가기관은 공연 제작 및 투자의 경우 회사의 실적치로부터 지속적인 성장을 가정하였으며, IP사업은 단기~중장기적으로 계획 중인 프로젝트를 진행함으로써 매출이 발생하도록 추정하였습니다. 사업계획을 종합적으로 검토한 결과 엔터 사업의 매출에는 특이사항이 없다고 판단됩니다. 다만, IP 사업의 경우 '23년부터 본격적으로 매출이 발생할 것으로 계획되어 있습니다. 이에 감사인께서는 매년 진행할 프로젝트의 진행상황에 대해 지속적으로 모니터링하시기를 권고드립니다.</p> | Neutral | Appropriate |

| Ref | 검토 범위 | 검토 내용 요약 | 요소 검토 의견 | 요소의 적합성 |
|---------------|--|--|----------|-------------|
| 질의 18, 28, 34 | 주요 가정사항의 검토 (2) 현금흐름 추정에 사용된 가정 검토 (계속) | <p>3.2.5. 디바이스 사업</p> <p>A&K, IRIVER, B2B로 구성됩니다. A&K는 고음질 음향기기 및 TWS 이어폰 매출이며, IRIVER는 블랙박스, 로봇청소기 등의 판매 매출입니다. B2B는 eBook 관련 매출로 구성됩니다.</p> <p>A&K 매출은 High resolution 시장 규모의 전망치에 대상회사 점유율을 적용하여 추정되었습니다. IRIVER 매출은 SK렌터카 등 타사 제휴 확장을 통해 매출이 성장하도록 추정되었습니다. B2B 매출은 교보문고 및 Yes24 등 협력사를 통해 매출 성장하도록 추정되었습니다. A&K의 High resolution 시장 전망 근거에 대해 질의한 결과 '28년까지 세계 무선 이어폰 시장성장률은 21%로 추정되며, 회사는 현재 니치마켓 위주 전략에서 매스마켓으로 타겟을 바꾸어 점유율 확대를 계획 중이라는 답변을 수령하였습니다.</p> <p>디바이스 사업의 경우 회사의 전략 변경 및 타사 제휴를 통해 매출 확대를 계획 중이라는 점에서 특이사항은 없는 것으로 판단됩니다. 다만 향후 변경된 전략의 성공 가능성, 타사 제휴의 확장 가능성에 따라 매출 성장에 변동이 발생할 수 있을 것으로 예상되므로, 감사인께서는 디바이스 사업의 매출 성장 및 타사 제휴 확대 추이를 지속적으로 모니터링하시기를 권고드립니다.</p> | Neutral | Appropriate |
| 질의 19, 27 | 주요 가정사항의 검토 (2) 현금흐름 추정에 사용된 가정 검토 (계속) | <p>4. 매출원가</p> <p>평가기관은 매출원가 추정시 사업계획을 준용하였습니다. 사업계획은 각 사업부의 매출 세부 항목별 매출원가율을 적용하여 매출원가를 추정하였습니다. 매출원가율을 적용하였으므로 매출 항목별 매출원가의 구성내역은 확인할 수 없었습니다. 이와 관련하여 평가기관에 질의한 결과 평가기관 측에서도 사업계획 외의 세부내역은 수령하지 못하였다는 답변을 수령하였습니다.</p> <p>매출원가 추정의 적정성을 검토하기 위해 각 매출 항목별 과거 및 미래 매출원가율의 추이를 비교 검토하였습니다. 사업계획상 매출원가율은 전반적으로 과거 매출원가율 또는 계약서상 원가율을 적용하되, 사업 초기 단계의 매출 항목(플랫폼-오디오, 플랫폼-돌핀, 엔터-IP사업 등)의 경우 유사한 사업에서의 경험률 등을 통해 가능하다고 판단되는 목표치를 적용하였습니다. 검토결과 각 사업부 수준에서 매출원가율은 전반적으로 일정한 모습을 보였습니다. 추정기간 동안 각 사업부를 구성하는 매출 세부 항목들이 서로 유사한 사업구조를 가진다는 점에서 매출원가율이 전반적으로 일정하도록 나타나는 것은 합리적인 추정치라고 판단됩니다.</p> <p>다만 매출원가율을 통해 매출원가를 추정함에 따라 추정기간 내의 매출원가는 모두 변동비로 간주되었습니다. 매출원가 중 인건비 등 고정비성 항목에 변화가 생길 경우 각 사업부의 매출원가율에 변동이 발생할 수 있을 것입니다. 또한 사업 초기 단계의 매출에 대해 유사한 사업에서의 경험률을 통한 매출원가율이 적용되었으므로, 실제 사업의 확장 과정에서 예상치 못한 원가율의 변동이 발생할 가능성이 존재합니다. 이에 감사인께서는 기존 매출들의 원가율이 일정하게 유지되는지, 초기 단계인 사업이 확장되는 과정에서</p> | Neutral | Appropriate |

| Ref | 검토 범위 | 검토 내용 요약 | 요소 검토 의견 | 요소의 적합성 |
|---------------------------|--|--|----------|-------------|
| | | 예상치 못한 원가율 악화가 발생하는지 지속적으로 모니터링하시기를 권고드립니다. | | |
| 질의 12, 20, 26, 35, 39, 44 | 주요 가정사항의 검토 (2) 현금흐름 추정에 사용된 가정 검토 (계속) | <p>5. 판매관리비</p> <p>판매관리비는 인건비성 경비, 변동비성 경비, 고정비성 경비 등으로 구성됩니다. 평가기관에게 각 항목별 산출 내역을 요청하여 재계산 검토 및 가정에 질의 절차를 수행하였습니다.</p> <p>① 인건비성 경비</p> <p>인건비성 경비는 급여, 퇴직급여, 복리후생비, 경상개발비, 교육훈련비 등으로 구성됩니다. 급여, 경상개발비, 교육훈련비의 경우 향후 인원계획에 인당 급여, 경상개발비, 교육훈련비를 적용하여 추정하였습니다. 향후 인원계획은 추정기간 내 유지 가정되었으며, 이에 대해 질의한 결과 회사와의 인터뷰 과정에서 판매관리비 해당 인력은 현 수준에서 충분하다고 판단됨을 확인하여 사업계획을 준용하였다고 답변받았습니다. 인당 급여, 경상개발비, 교육훈련비는 EIU 제시 명목임금상승률에 따라 상승하도록 가정되었습니다. 퇴직급여는 급여의 1/12 수준으로 가정되었고, 복리후생비는 급여 대비 비율에 따라 발생하도록 추정되었습니다.</p> <p>판매관리비의 인건비성 경비를 검토한 결과 합리적이라고 판단됩니다.</p> <p>② 변동비성 경비</p> <p>변동비성 경비는 지급수수료, 광고선전비, 기타변동비로 구성됩니다. 해당 항목들은 매출액 대비 비율에 따라 발생하도록 추정되었습니다. 변동비성 경비를 검토한 결과 합리적이라고 판단됩니다.</p> <p>③ 고정비성 경비</p> <p>고정비성 경비는 추정기간 내 EIU 제시 물가상승률에 따라 상승하도록 가정되었습니다. 다만, 고정비성 경비에는 상기 "(1) 가중평균자본비용의 산정"의 "2. 목표자본구조 산정시 리스부채 제외"에서 언급한 바와 같이 영업현금흐름으로 반영된 리스료를 포함하고 있습니다. 평가기관에 고정비성 경비 세부 내역을 요청하였으나 "회사의 판매관리비 중에서 접대비, 통신비, 수도광열비, 수선비, 보험료, 차량유지비 등과 같이 매출과 직접적인 연동이 되지 않는 비용을 고정비성 경비로 추정하였습니다. 고정비성 경비는 '22년 10월 기준</p> | Neutral | Appropriate |

| Ref | 검토 범위 | 검토 내용 요약 | 요소 검토 의견 | 요소의 적합성 |
|-----------------------|--|--|----------|-------------|
| | | 금액에서 연간 EIU 물가상승률을 적용하여 추정하였습니다.”라고 답변하였으며, 고정비성 경비 세부 내역은 제시하지 아니하였습니다. 이로 인해 영업현금흐름에 반영된 리스료의 적정성은 검토할 수 없었습니다. | | |
| 질의 21, 26, 36, 39, 44 | 주요 가정사항의 검토 (2) 현금흐름 추정에 사용된 가정 검토 (계속) | <p>6. 자본적지출 및 유무형자산 상각비</p> <p>평가기관은 기존자산의 경우 상각스케줄에 따라 상각비를 추정하였고, 신규자산은 자본적 지출에 따라 기중 취득을 가정하여 상각비를 추정하였습니다. 자본적지출의 경우 사업계획상 투자계획을 반영하여 고정자산 상각비 만큼의 재투자를 가정하였습니다.</p> <p>평가기관은 자본적 지출의 추정시 무형자산 의장권, 특허권을 제외하였습니다. 이에 대해 질의한 결과 회사가 제시한 사업계획을 바탕으로 매출을 추정할 당시 자본적 지출이 발생하지 않은 신규 사업은 추정에서 모두 제외하였고, 의장권과 특허권의 재투자를 가정하게 되면 이와 관련된 신규 사업의 매출도 추정에 포함하여야 한다고 판단하였기 때문에 논리적 일관성을 위하여 의장권과 특허권은 제외하였다는 답변을 수령하였습니다. 이는 합리적인 판단이라고 생각됩니다. 그 외에 평가기관의 자본적지출 및 유무형자산상각비 계산내역을 수령하여 재계산 검토한 결과 특이사항은 발견되지 않았습니다.</p> <p>다만, 상기 “(1) 가중평균자본비용의 산정”의 “2. 목표자본구조 산정시 리스부채 제외”에서 언급한 바와 같이 리스료가 영업현금흐름에 반영되었기 때문에 상각비의 추정에는 사용권자산 상각비가 제외되었습니다. 리스료는 판매관리비의 고정비성 경비에 반영되었으나, 평가기관으로부터 고정비성 경비의 세부 내역을 수령하지 못하였습니다.</p> | Neutral | Appropriate |
| 질의 22, 32, 37, 40, 42 | 주요 가정사항의 검토 (2) 현금흐름 추정에 사용된 가정 검토 (계속) | <p>7. 순운전자본의 변동</p> <p>평가기관은 매출채권, 재고자산, 매입채무를 대상으로 순운전자본의 변동을 추정하였습니다. 매출채권의 경우 매출액 대비 회전율, 재고자산의 경우 콘텐츠 및 디바이스 사업부 매출액 대비 회전율, 매입채무의 경우 매출원가 대비 회전율이 향후 유지될 것으로 가정하였습니다. 운전자본 계산 내역을 수령하여 재계산 검토한 결과 특이사항은 발견되지 않았습니다.</p> <p>다만 대상회사의 재무상태표에는 미수금(23,787백만원) 및 미지급금(41,899백만원)이 존재하며, 평가기준일 현재 해당 계정들은 매출채권(21,378백만원) 및 매입채무(39,259백만원)보다 큰 규모를 갖고 있습니다. 미수금 및 미지급금을 운전자본 추정에서 제외한 이유를 질의한 결과 순운전자본의 정의는 영업활동과 관련하여</p> | Neutral | Appropriate |

| Ref | 검토 범위 | 검토 내용 요약 | 요소 검토 의견 | 요소의 적합성 |
|-----|-------|---|----------|---------|
| | | <p>필수적이고 recurring 하게 발생하는 자산부채이므로, 비중과 관련없이 recurring하게 발생하지 않는 미수금, 미지급금은 순운전자본에서 제외하였다는 답변을 수령하였습니다.</p> <p>그러나 대상회사의 매출 검토 과정에서 콘텐츠 사업부의 음원/반 매출액의 “투자/기타” 항목에서 수수료를 제외하고 기획사에 지급해야 할 금액을 선급하고 있음을 확인하였습니다. 해당 선급금이 재무제표상 미수금에 계상됨을 확인하였고, 운전자본의 성격을 갖는다고 판단하여 미수금을 운전자본에 포함할 경우의 평가 결과를 요청하였습니다. 평가기관으로부터 미수금 및 미지급금을 운전자본에 포함할 경우의 운전자본 변동을 수령하였으며, (+)의 현금흐름 효과 발생으로 인해 사용가치가 상승하여 손상 여부에는 영향이 없다는 결과를 수령하였습니다. 별도로 재계산 검토한 결과 특이사항은 없는 것으로 판단하였습니다.</p> | | |

4. 발견사항

1. 플랫폼 사업 매출의 과대 추정 가능성

플랫폼 사업부 매출은 음악 플랫폼 FLO의 이용자 수 증가에 따라 성장하는 것으로 추정되었습니다. 이용자 수는 이동통신사를 통해 이용하는 MNO와 직접 FLO를 이용하는 자체고객으로 구분됩니다.

MNO 이용자 수는 '23년 1.34백만명에서 '27년 1.88백만명까지 증가합니다(CAGR 8.74%). 이는 MNO 세부항목 중 FLO 앤데이터 요금제 이용자 수가 매년 10% 증가한다는 가정이 반영된 결과입니다. 한편 SK텔레콤 사업보고서상 국내 이동전화 가입자 수 중 SKT의 점유율은 '20년 말~'22년 3분기까지 41.8%, 43.8%, 40.4% 수준으로 확인됩니다. SKT의 점유율이 40% 초반을 유지하는 가운데 FLO 이용자 수가 매년 10%씩 증가하기 위해서는 SKT측의 FLO 앤데이터 요금제에 대한 적극적인 프로모션 등이 전제되지 않는다면 다소 낙관적인 추정치일 것으로 판단됩니다.

자체 고객 수는 '22년 58만명에서 '23년 2.45백만명(319% 증가)으로, '27년에는 6.59백만명까지 증가합니다('23~'27년 CAGR 28%). '23년의 증가세는 자체 고객 중 타사 제휴고객의 증가에 기인합니다('22년 23만명에서 '23년 208만명, 816% 증가). 타사 제휴에 대해 구체적으로 질의한 결과 타사 서비스와 함께 FLO 서비스를 이용할 수 있는 이용권을 발급하는 서비스로 주요 대상으로 에이닷 이용권이 존재한다는 답변을 수령하였습니다. 에이닷 서비스는 SKT에서 '22년 5월 공개한 AI 에이전트로 음악, 영상, 게임 제공 및 캐릭터만들기, 사진편집, T-map 등 생활 편의 기능을 전방위적으로 제공하는 AI 서비스입니다. '22년 5월 공개된만큼 현재 초기 성장단계에 있는 것으로 보이는데, 이로부터 1년 만에 800% 이상의 이용자수 증가를 도출하는 것은 다소 낙관적인 추정으로 판단됩니다.

한편 타사 제휴 외 자체고객의 경우 일반판매는 매년 10%, 프로모션은 매년 20%의 고객 수 성장이 가정되어 있습니다. FLO 이용자 수의 성장과 관련하여 시장상황을 파악하기 위해 한국콘텐츠진흥원 발행 2021, 2022년도 음악산업백서에서 집계한 음악 스트리밍 서비스 이용자들의 이용 플랫폼 조사 통계를 검토하였습니다.

| 음악산업백서 2021~2022, 음악 스트리밍 및 다운로드 이용 서비스 (중복응답) | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|
| 구분 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 유튜브 | 51.1% | 70.7% | 76.6% | 76.6% |
| 유튜브 (무료) | 39.3% | 58.4% | 59.4% | 58.8% |
| 유튜브 뮤직 | 11.8% | 12.3% | 17.2% | 17.8% |

| | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 멜론 | 56.8% | 56.6% | 55.6% | 55.0% |
| 지니 | 20.3% | 23.9% | 21.5% | 22.9% |
| 네이버뮤직/VIBE | 18.5% | 19.4% | 17.9% | 11.5% |
| FLO | 12.0% | 14.1% | 11.5% | 12.6% |
| 벅스 | 9.8% | 9.8% | 9.7% | 11.5% |

통계상 음악 스트리밍 플랫폼 이용 비율은 유튜브가 '19 년~'21 년 성장세를 보임에 따라, 유튜브 외 스트리밍 플랫폼의 이용비중은 '21 년에 전반적으로 감소한 뒤 플랫폼 별로 회복/정체/추가하락 하는 다양한 양상을 보이고 있습니다. FLO의 경우 '21 년 대비 '22 년 서비스 이용비율이 1.1%p(9.6%) 상승하며 타 플랫폼 대비 상대적으로 높은 회복률을 보이고 있으나, 과거 최대값이 14.1%인 점을 고려했을 때, 일반판매 및 프로모션을 통해 자체 고객을 매년 10~20% 증가시킬 것이라는 가정의 달성여부에는 불확실성이 존재하는 것으로 판단됩니다.

이상 검토한 FLO 이용자 수 증가 가정이 실현 가능하기 위해서는 FLO의 음악 플랫폼으로서의 경쟁력이 강화되어야 할 것입니다. 이에 대해 회사는 NNO 가입 고객을 대상으로 전용 요금제를 출시하여 자체 채널로의 유입 유도, K-POP 팬덤을 대상으로 핵심 매체에서의 노출을 통한 FLO 서비스 이용 유도, 오디오 플랫폼의 경쟁력을 확대하여, 오디오 이용 고객의 자체 채널 가입자로의 유입 유도 등의 전략을 계획 중이라는 평가기관의 답변을 수령하였습니다. 감사인께서는 해당 전략의 실행을 통한 이용자 수의 지속적인 증가 상황과 SKT를 통한 MNO 고객의 증가, 에이닷 등 타사 제휴 서비스를 통한 고객 증가 상황을 면밀히 모니터링하시기를 권고드립니다.

2. 콘텐츠 사업 매출의 과대 추정 가능성 (비온드 뮤직)

대상회사는 비온드뮤직(BM)의 모회사인 비온드뮤직컴퍼니(BMC)의 발행주식 일부를 '22 년에 인수하였고, 인수조건으로 BMC, BM이 현재 및 장래 보유하거나 유통가능한 일체의 음원 및 음반에 대한 독점유통권을 부여받았습니다. 추정상 비온드 뮤직(BM)을 통한 매출은 '23 년 143 억원에서 '27 년 1,250 억원으로 증가합니다. 1,250 억원은 '27 년 전체 매출액의 18.4% 비중을 차지하는 만큼, 대상회사는 비온드 뮤직과의 협업을 향후 중요 매출 성장 동력으로 계획하고 있습니다.

그러나 해당 매출액은 사업계획상 단순 Key-in 되어 있어 매출액 성장 근거에 대해 질의하였습니다. 이에 평가기관은 비온드뮤직컴퍼니의 모회사인 콘텐츠테크놀로지(CT)가 '22 년 하반기에 외부 투자를 유치하였으며, 투자유치 당시의 Valuation 자료상의 회사의 운용자산 및 예상되는 추정 매출에 근거하여 대상회사의 사업계획상 매출이 추정되었다고 답변하였습니다.

현재 비온드뮤직은 26,000 여곡/2,100 억원의 음원 IP를 확보하고 있는 것으로 파악됩니다(source: 비온드뮤직 홈페이지). 대상회사가 비온드 뮤직에 대한 독점 유통권을 보유하는 상황에서, '23 년 2,100 억원 규모의 음원 IP로부터 143 억원의 매출액이 가정되어 있습니다. 이를 단순 환산할 경우 '27 년 1,250 억원의 매출이 발생하려면 비온드뮤직은 약 1.8 조원 이상의 음원 IP를 확보하고 있어야 합니다. 음원 유통업의 특성상 유통할 음원이 있어야 매출이 발생하므로, 1,250 억원 매출 규모를 달성하기 위해서는 비온드뮤직의 성장이 필수적으로 전제되어야 할 것으로 이해됩니다. 즉, 대상회사의 사업계획은 협력사의 급격한 성장을 전제하고 있는 바, 향후 협력사의 경영 성과가 사업계획의 달성 여부에 영향을 미치는 불확실성이 존재합니다. 이는 대상회사의 자체적인 사업에 대한 계획보다 통제하기 어려운 불확실성으로 생각됩니다. 이에 감사인께서는 향후 비온드뮤직이 지속적인 성장세를 보이는지, 또한 그에 따른 대상회사의 음원 음반 매출액이 지속적으로 성장하는지 모니터링하시기를 권고드립니다.

5. 발견 사항 이외 감사 팀 추가 검토가 필요한 사항

| 문서 Ref. | Topic | 감사 팀 F-up 이 필요한 사항 |
|---------|------------------|---|
| 질의 5 번 | 사업계획에 대한 경영자 확인서 | 평가기관은 평가대상회사의 사업계획을 기초로 평가대상회사의 사용가치를 산출하였습니다. 평가의 기초가 되는 사업계획에 대한 신뢰성 확보를 위해 경영자의 최종 확인을 득한 경영자 확인서를 요청하였으며, 추후 제공해줄 것으로 답변 받았습니다. 감사팀에서 평가에 사용된 사업계획에 대한 경영자 확인서를 수령 및 확인해주시기 바랍니다. |

| | | |
|---------|--|--|
| 질의 44 번 | 판매관리비 고정비성 경비 세부 내역 요청 (고정비성 경비에 포함된 리스료 수준 확인 목적) | <p>리스료 현금유출이 적절한 수준으로 반영되었는지 확인하기 위해 3 차 질의에서 판매관리비의 고정경비성 경비 세부 내역을 요청하였습니다. 평가기관은 추정 logic 에 대해 설명하였으나 세부 내역은 제공하지 않았습니다.</p> <p>과거 및 향후 고정비성 경비 전체적인 금액 추이를 볼 때 사용권자산 상각비 수준의 리스료 현금유출이 반영된 것으로 유추되기는 합니다. 다만 '20~'22 년 10 개월 사용권자산 상각비(판매관리비 귀속분)는 각각 약 23 억원, 27 억원, 24 억원 수준입니다. 추정기간 내 반영된 감가상각비가 약 36~50 억원 수준임을 고려해 보면 사용권자산 상각비 비중이 작지 않다고 판단되므로, 4 차 질의를 통하여 판매관리비 고정비성 경비 세부 내역을 추가적으로 요청하였습니다. 감사인께서는 추정기간에 리스료로 반영된 금액이 과거 사용권자산 상각비와 유사한 수준인지 확인하시기 바랍니다.</p> |
|---------|--|--|