

1. 참여의 범위

LOB	ICE1
감사고객명	(주)SK 스퀘어
검토목적	십일번가 주식회사에 대한 주식가치 검토
검토대상	십일번가 주식회사
검토범위	사용가치 평가
보고서명	Project Eleven Valuation Report 주식가치평가(3Q22) SK 스퀘어
평가자	삼일회계법인
비교대상장부금액	N/A
사용가치평가금액	26,189 억원
평가기준일	2022-09-30
평가방법론	DCF

2. 수행한 절차

다음의 절차를 수행하였습니다.

- 제출된 평가결과 검토
- 적용한 평가방법론의 적정성에 대한 검토
- 평가보고서상 추정 요소별 계산의 적정성 검토
- 평가결과 내용에 대한 이해 및 분석을 기초로 질의사항 작성
- 질의사항에 대한 평가기관의 답변자료 및 추가제공 자료 분석
- 적용한 평가방법론의 적정성에 대한 검토
- 평가에 사용된 주요 가정 사항에 대한 검토

단, 수행한 절차에는 다음의 사항은 포함되지 않았습니다.

- 적용한 회계정책에 대한 적정성 검토
- 평가기준일 이후 변동된 사항에 대한 검토
- 평가보고서에 포함된 기초자료 등 재무정보의 적정성
- 평가결과에 사용된 예측치의 정확성에 대한 검토
- 최종 평가결과가 재무제표에 적정하게 반영되었는지 여부 검토
- 공시된 금액적 정보에 대한 검토
- 평가와 관련한 세무상 효과의 정확성에 대한 검토
- 평가에 적용된 재무정보의 정확성에 대한 검토
- 공시사항의 완전성 및 적정성 등에 대한 검토평가기준일 이후 영업환경, 시장이자율, 환율 등 후속사건에 대한 종합적인 검토

3. 검토사항

Ref	검토 범위	검토 내용 요약	요소 검토 의견	요소의 적합성
n/a	적용한 평가 방법론의 적정성	평가기관은 평가대상회사 및 해당 산업의 특성과 입수가능자료 등을 감안하여 평가대상회사에 대한 공정가치를 산정하는 방법으로 이익접근법(Income Approach) 중 현금흐름할인법(Discounted Cash Flow Method)을 활용하였습니다. K-IFRS 제1113호 '공정가치측정'에 따르면, 공정가치란 측정일에 시장참여자 사이의 정상거래에서 자산을 매도하면서 수취하거나 부채를 이전하면서 지급하게 될 가격으로 정의되며, 공정가치를 평가하는 가치평가방법은 이익접근법, 시장접근법 및 원가접근법으로 구성되어 있습니다. 공정가치를 산정하기 위하여 평가기관이 사용한 평가방법론은 합리적이라고 판단하였습니다.	Neutral	Appropriate
질의 사항 18-21,23,30	DCF - 현재가치 기대 기법 - 할인율 (가정)(DCF - expected present value technique - discount rate (Assumption))	<p>평가기관은 현금흐름 할인을 위해 11.00%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 4개의 회사를 유사회사로 선정하였고, 유사회사들의 자본구조 중위값을 고려하여 목표자본구조를 산정하였습니다. 유사회사 평균자본구조를 적용하는 것이 일반적이기에 평가기관에 자본구조 중위값을 고려한 사유를 질의하였으며, 평가기관은 유사회사 중 Rakuten 그룹의 부채비율이 비경상적으로 크다고 판단, Outlier 효과를 제거하기 위해 중위값을 적용하였다고 회신하였습니다. 평가기관의 가정은 합리적인 범위 내에 있다고 판단하였습니다. 평가기관이 유사한 회사를 선정한 절차를 질의하여 유사회사들의 적정성에 대해 검토하였습니다. 검토 결과 유사회사 선정은 합리적이라고 판단됩니다.</p> <p>2. 가중평균자본비용의 재계산</p> <p>재계산 절차로써 목표자본구조 산정에 투입된 유사회사들 및 대상회사의 재무정보(이자발생부부채, 시가총액, 베타, 신용등급 등)을 독립적으로 산출하여 할인율을 재계산하였습니다. 재계산 결과 타인자본비용의 적용을 제외하고는 할인율 산정에는 특이사항이 없다고 판단하였습니다. 타인자본비용에 대한 사항은 하기 타인자본비용 검토사항과 발견사항 1을 참고하시길 바랍니다.</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 13.28%로 산출되었습니다. 기준서 K-IFRS</p>	Neutral	Appropriate

Ref	검토 범위	검토 내용 요약	요소 검토 의견	요소의 적합성
		<p>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. 감사팀에서는 동 검토결과를 바탕으로 세전현금흐름 및 세전할인율에 대한 공시가 충분하고 완전하게 이루어졌는지 검토하시기 바랍니다.</p> <p>3. 목표자본구조 산정시 리스부채 제외 평가기관은 유사회사들의 자본구조 산출시 리스부채를 제외하였습니다. 이자발생부부채 산정시 리스부채를 포함하는 것이 일반적이기에 이에 대해 질의한 결과 평가기관은 사용권자산에서 발생할 임차료를 Opex(영업비용)항목으로 고려하였기 때문에, Net Debt 및 부채비율 계산 시 리스부채를 제외하였고, “리스를 영업활동으로 보는 관점을 선택함에 따라, 리스부채는 이자부부채에서 제외하고, 비교대상 장부금액에 포함하여 본 평가를 진행하였습니다. 리스를 재무활동으로 보는 관점을 택할 경우, 리스 상환을 제외한 영업 CF는 WACC으로 할인하고, 리스CF는 증분차입이자율로 할인하여 이자부부채로 차감되었을 것입니다. 본 평가시 이용한 방법은 리스 상환을 포함한 CF를 영업 CF와 함께 WACC으로 할인한 방법을 적용한 것이므로 재무활동으로 보는 관점과 평가 방식의 차이가 있을 뿐, 기본적으로 리스부채를 차감하는 방향성은 동일하다고 판단하였다.”고 회신하였습니다. 평가기관의 답변과 대상회사에서의 리스부채 및 사용권자산 규모를 고려해볼 때 평가기관의 자본구조 산정 가정은 비합리적이라고 판단되지 아니합니다.</p>		
질의 사항 18-21, 23	DCF - 현재가치 기대 기법 - 할인율 (가정)(DCF - expected present value technique - discount rate (Assumption))	<p>2. 타인자본비용 평가기관은 타인자본비용으로 회사 제시 신용등급(A0)를 고려한 무보증 공모사채 이자율 6.1%를 사용하였습니다. 평가기관의 추정은 다소 낙관적이라고 판단됩니다. 자세한 사항은 발견사항 1을 참고하시길 바랍니다.</p>	Optimistic	Appropriate
질의 사항 22	법인세율 - 사용가치 (가정) (Income tax rate - value in use (Assumption))	<p>1. 법인세율 평가대상회사의 영업이익 규모에 따른 대한민국의 법인세율을 적용하였습니다. 평가기관은 현금흐름 및 할인율 추정 시 '22년 12월 23일 국회를 통과한 세법 개정안을 반영하기 위해 과표의 전 구간에서 현행 법인세율 보다 1%p씩 낮은 개정 후 법인세율을 적용하였습니다. 추정의 합리성을 높이기 위해 법인세법 개정안의 주요내용을 현금흐름 등에 반영한 평가자의 가정은 비합리적이라고 판단되지 않습니다.</p>	Neutral	Appropriate

Ref	검토 범위	검토 내용 요약	요소 검토 의견	요소의 적합성
질의 사항 17	예상 수익/성장률 – 사용가치 (가정) (Projected revenue/ growth rate - value in use (Assumption))	2. 영구성장률 평가기관은 추정기간 이후의 현금흐름에 대한 영구성장률을 1%로 적용하였습니다. 국내 E-Commerce 과거 3년(18-21년) CAGR은 17.7% 수준이며, 해당 산업의 특성 및 향후 시장 전망치 등을 종합적으로 고려할 때, 평가기관이 적용한 영구성장률은 합리적인 범위 내에 존재한다고 판단하였습니다.	Neutral	Appropriate
질의 사항 12-13 24-25	예상 수익/성장률 – 사용가치 (가정) (Projected revenue/ growth rate - value in use (Assumption)) (계속)	평가기관은 평가대상회사의 영업수익을 국내 Open Market(국내), Open Market(global store), Retail, Apple, 기프트콘(B2B, B2C), 싸이닉, D-MNO, 기타로 구분하여 추정하였습니다. 1. Open Market(국내) 평가대상회사의 Open Market(국내) 매출은 Open Market 중개 서비스를 통한 판매용역수익과, 광고수익, 기타수익으로 구성되어 있습니다. 평가기관은 추정 Purchasing MAU(MAU x Conversion Rate)와 Frequency 수치를 이용하여 연도별 총 거래량을 추정하였으며, 여기에 Basket Size 및 Confirm Rate을 곱하여 Net GMV 금액을 추정하였습니다. 판매용역수익은 산출된 Net GMV에 채널별(직방, PCS, 기타) 예상 비중 및 Net Take Rate을 고려하여 추정하였습니다. Net Take Rate의 경우 평가기관이 추정한 비율은 평가대상회사의 사업계획을 토대로 일정부분 보수적인 조정을 반영하였습니다. 전기 사업계획보다는 높은 Net take Rate를 가정하여 평가기관에 가정의 변경 사유를 질의하였습니다. 평가기관은 과거 회사의 기초는 PCS 확대를 위해 경쟁사에 대비하여 Take rate를 낮추어 GMV를 확보하는 것이었으나, PCS비중 축소 기초로 전환함에 따라 기존보다 공격적인 Take rate를 계획하더라도 달성 가능할 것이라고 판단하였다고 회신하였습니다. 회사의 전략 변경 및 평가기관의 답변을 종합적으로 고려하였을 때 평가자의 가정에 비합리적인 사항은 없는 것으로 판단됩니다. 광고수익은 추정 직방 Net GMV대비 사업계획상 비율을 준용하였습니다. 기타수익의 경우 사업계획상 비율 준용하였습니다. 사업계획 및 평가기관의 매출 추정에 대한 근거를 종합적으로 검토한 결과, Open Market(국내) 관련 판매용역수익 성장 가정에는 불확실성이 존재하는 것으로 판단됩니다. 자세한 사항은 발견사항 2를 참고하시기 바랍니다. 2. Apple 평가대상회사는 Apple 사업을 '22년 하반기 신규 론칭하였습니다. 평가기관은 신규 론칭 사업인 Apple의 경우 Gray영역에 해당하기에 인터뷰에 따라 사업계획을 준용하였다고 회신하였습니다. 당 3분기의 Apple GMV의 경우 507억원이나 '27년 1조 5,683억원으로 상승하는 것으로 제시되어 다소 공격적으로 보이는 바 평가기관에 적용한 성장률의 근거 요청 질의하였으며, 평가기관은 "22년 6월~12월까지 약 2,200억의 Net GMV를 달성하여 예측치보다 초과실적을 달성한 점, Apple 제품은 매입하는 수량 대부분이 판매될	Optimistic	Appropriate

Ref	검토 범위	검토 내용 요약	요소 검토 의견	요소의 적합성
		<p>정도로 수요가 높은 제품인 점을 근거로 Sourcing할 수 있는 만큼 매출이 증가할 것이라고 예측하고 있으며 6개월간 판매액이 2,000억이 넘을 정도로 가시적인 성과를 보이는 만큼 Apple과의 협상에서도 향후 계획만큼 제품을 Sourcing할 수 있을 것으로 평가대상회사는 예측하고 있어 사업계획을 준용하였다.”고 회신하였으며, Net GMV 대비 판매수익의 비율인 % of Net Apple GMV의 추정기간 개선에 대해서는 “할인폭은 회사의 의지로 조절 가능한 점, 사업초기로 많은 할인폭을 적용한 점, 가격탄력성이 상대적으로 낮은 Apple 고객 특성 등을 고려하여 회사제시 비율이 달성 가능하다고 판단하였다.”고 회신하였습니다.</p> <p>사업계획 및 평가기관의 Apple매출 추정에 대한 근거를 종합적으로 검토한 결과, Apple 관련 매출 성장 가정에는 불확실성이 존재하는 것으로 판단됩니다. 자세한 사항은 발견사항 3을 참고하시기 바랍니다.</p>		
질의 사항 12-13 24-25	예상 수익/성장률 – 사용가치 (가정) (Projected revenue/ growth rate - value in use (Assumption)) (계속)	<p>1. Open Market(Global)</p> <p>평가대상회사는 2021년 8월에 아마존 사업을 신규 론칭하였습니다. 아마존 사업은 아마존과의 제휴를 통해 아마존 판매제품을 11번가에서 구매할 수 있도록 하는 사업이며, 기존 직구의 가장 큰 어려움이었던 언어의 차이와 배송비 문제를 우주패스, 구독패스 등을 통해 해결하여 고객에게 접근성 및 편리함을 제공하는 서비스입니다.</p> <p>평가기관은 '22년 전기 예측치 대비 실적이 30%에 미치는 못하는 점과 마케팅 효과가 크지 않다는 인터뷰 답변을 기반으로 평가대상회사의 사업계획 상의 Gross GMV를 사용하지 않고 작년 사업계획상 '23년~'25년의 성장률을 적용하였습니다. 여기에 회사의 의지치를 준용한 Confirm Rate와 Net Take Rate를 곱하여 Net GMV(Gross GMV x Confirm Rate) 및 영업수익(Net GMV x Net Take Rate) 금액을 추정하였습니다.</p> <p>현재 회사가 아마존과 6.7%의 Net take rate로 계약하고 있는 점과 온라인 쇼핑물 시장의 과거기간 성장성을 종합적으로 고려했을 때, Open Market(Global) 판매용역수익 추정은 합리적이라고 판단하였습니다.</p> <p>2. Retail</p> <p>평가대상회사의 Retail 매출은 일반 상품 직매입 사업과 위탁 사업으로 구성되어 있습니다. 평가대상회사는 기존에 영위하던 Retail 사업을 중단할 계획을 가지고 있었으며, 이에 따라 평가대상회사의 과거 Retail 매출 실적이 저조하였습니다.</p> <p>평가대상회사는 직매입 사업에 대해서만 매출을 추정하여 해당 사유에 대하여 질의하였으며, 평가기관은 회사의 정책상 셀러위탁에 대한 서비스를 향후 제공하지 않을 것이라는 점을 인터뷰를 통해 확인하였으며 실적치 또한 22년 10월 기준 0에 가깝게 수렴하고 있는 바 위탁 사업에 대해서는 매출 추정을 하지 않았다고 답변하였습니다.</p> <p>평가기관은 Net GMV의 경우 사업계획을 준용하였으며, 해당 금액에 일정한 % of 직매입 Net GMV를 곱하여 Retail 매출을 추정하였습니다.</p> <p>현재 평가대상 회사는 우주패스를 통한 아마존 사업 확대로 기존 중단 예정이었던 직매입 사업을 점차 확대하는 기조를 취하고 있으며, 이를 위해 다양한 거래처와 매입계약을 체결하기 위해 접근중이며, 향후 직매입 확대를 위한 추가 물류센터(파주) 임차계약도</p>	Neutral	Appropriate

Ref	검토 범위	검토 내용 요약	요소 검토 의견	요소의 적합성
		<p>진행중이기 때문에 '27년에는 전체 GMV 대비 약 13% 수준의 Retail GMV를 달성가능 할 것으로 판단하고 있다는 평가기관의 회신을 받았습니다.</p> <p>다만, 평가기관이 제시하고 있는 Retail 사업의 '22년부터 '27년 까지의 GMV 성장률은 65.4%로 '18~ 21년 한국 E-Commerce 지수 성장률 17.7%를 상회하고 있습니다. 다만, '22년 3분기 Retail 부문의 Net GMV가 '21년 동분기 대비 약 451% 증가한 점 등을 고려하였을 때 평가자의 추정은 비합리적이지 않다고 판단하였습니다.</p> <p>3. 기프트콘</p> <p>평가대상회사의 기프트콘 매출은 기프트콘 판매 성격의 매출로, B2B 채널과 B2C 채널을 보유하고 있습니다. 평가기관은 B2B 채널 GMV는 과거 4개년 ('18~'21년) 기프트콘 B2B 성장률 CAGR(13.1%)을 바탕으로 향후 B2B GMV를 추정하였습니다. 기프트콘 B2C 사업의 경우 회사에서 기프트콘 B2C 사업을 확장할 계획이 없는 점과 코로나 효과로 비대면 선물을 주고받는 문화가 자리잡음으로 인하여 성장한 효과가 큰 점을 종합적으로 고려하여 최근 성장률인 '20년~'21년 CAGR(21.3%)을 적용하여 향후 기프트콘 B2C사업의 GMV를 추정하였습니다. 기프트콘 매출 추정은 GMV 대비 매출 발생 비율이 일정하게 유지되는 것으로 가정하였습니다. 평가기관이 기프트콘 매출에 적용한 가정에는 특이사항이 없다고 판단하였습니다.</p> <p>4. 싸이닉</p> <p>평가대상회사의 싸이닉 매출은 싸이닉 상품(화장품) 판매 성격의 매출입니다. 평가기관은 싸이닉 매출에 대하여 회사의 사업계획을 준용하였습니다. 전기 사업계획상 싸이닉 매출은 유지 가정이었으나, 당기 사업계획에서는 '27년까지 CAGR 17.8% 수준으로 성장함을 가정하였습니다. 해당 가정변경의 사유에 대하여 질의하였습니다. 평가기관은 기존의 실적이 감소한 사유가 Covid 19 영향, 올리브영 판매감소, 우-러 전쟁에 의한 것이기 때문에, Covid 19 해소, 올리브영에 대한 영업강화, 우-러 종식에 따른 러시아 向 매출 증대를 계획하고 있는 회사의 대응기조를 고려할 때 회사가 현행유지에서 향후 성장으로 사업계획을 전환하고, 제시한 성장률을 달성 가능할 것이라고 판단하였다고 답변하였습니다. 평가기관이 싸이닉 매출에 적용한 가정에는 특이사항이 없다고 판단하였습니다.</p> <p>5. D-MNO</p> <p>평가대상회사의 D-MNO 매출은 휴대폰 단말기 판매 매출과 요금제 매출로 구성되어 있습니다. 평가기관은 D-MNO 매출에 대하여 회사의 사업계획을 준용하였습니다. 평가기관이 D-MNO 매출에 적용한 가정에는 특이사항이 없다고 판단하였습니다.</p> <p>6. 기타</p> <p>평가대상회사의 기타 매출은 관계주식의 지분법손익에 따른 금액으로 '22년도에 해당 주식을 모두 처분하였기에 향후 추정에서 제외하였습니다. 평가기관이 기타 매출에 적용한 가정에는 특이사항이 없다고 판단하였습니다.</p>		

Ref	검토 범위	검토 내용 요약	요소 검토 의견	요소의 적합성
질의 사항 14,26	<p>예상 비용 - 판매된 상품/제공된 서비스 비용(또는 이에 상응하는 비용) - 사용가치 (가정) (Projected costs - cost of goods sold/ services provided (or equivalent) - value in use (Assumption)) 및 예상 비용 - 판매, 일반 및 관리 비용 - 사용가치 (가정) (Projected costs - sales, general and administrative expenses - value in use (Assumption))</p>	<p>평가기관은 평가대상회사의 영업비용을 변동비와 고정비, 그리고 인건비로 구분하여 추정하였습니다.</p> <p>1. 변동비</p> <p>평가기관은 변동비를 매출원가, MKT비용, 금융수수료, 물류비, 콜센터비용 등으로 구분하여 추정하였습니다. 각 비용은 관련 GMV 대비 발생비율이 유지되는 것으로 가정하였으나(매출원가, MKT 비용, 금융수수료, 물류비 등), 일부 항목에 대해서는 관련 GMV 대비 비용 발생 비율이 개선되는 것으로 가정하였습니다.</p> <p>매출원가 : 평가대상회사의 주 사업영역은 Open Market을 통한 중개 서비스이며, 이에 따라 과거에는 매출원가를 거의 인식하지 아니하였습니다. 다만 향후 회사가 직접 재고를 부담하는 Retail 매출이 신규 확대될 것으로 예측함에 따라, 향후 평가대상회사가 인식하게 될 매출원가는 과거기간 대비 높은 수준으로 증가합니다.</p> <p>매출원가의 경우 평가기관은 Open Market(국내) 및 싸이닉에 대해서는 일정 비율 유지를, Retail 및 Apple에 대해서는 추정기간 개선을 가정하였습니다. 평가기관은 개선을 가정한 사유로 1P사업(리테일, 애플부문)은 '21년 하반기부터 시작한 신사업으로서, 사업초기임에 따라 매출원가 및 물류비의 비효율이 존재한다고 판단하여 사업정상화, 경험효과 고려 시, 개선될 수 있는 부분이 있다고 판단하였다고 회신하였습니다. Apple을 제외한 매출원가 가정에 대해서는 특이사항 없다고 판단하였습니다. Apple 매출원가의 경우 발견사항 4를 참고 부탁드립니다.</p> <p>MKT비용 : MKT비용은 고객유지판촉비, MKT쿠폰, 제휴수수료, 광고선전비, 판촉수수료로 구분됩니다. 평가기관은 OM global 외 고객유지판촉비에 대해서는 GMV대비 일정비율을 적용하였고, Global의 경우는 사업을 개시한 '21년 중 공격적으로 마케팅관련 비용을 지출하여 비경상적으로 높은 비율이 발생하였으나, 회사는 '21년과 같이 높은 비율의 고객유지관리비를 부담할 계획이 없고 실제로 '22년 중 가시적으로 비율이 감소했음을 고려하여 회사 제시 비율을 적용하였다고 답변하였습니다. 또한, MKT 쿠폰에 대해서는 신규고객에게 주어지는 정액쿠폰의 성격이므로 GMV에 정확히 비례해서 발생한다고 보기 어렵다고 판단하였다고 답변하였습니다. 향후 사업 정상화시 기존고객의 재구매, 1회 구매비용의 증가 등으로 인해 GMV대비 비율이 감소할 것이라고 가정한 회사의 사업계획이 향후 추정에 적용되었습니다.</p> <p>평가기관은 제휴수수료를 고정비로 가정하였으며, 레버리지 효과로 인한 비율감소 및 인터뷰를 통해 확인한 '기존 마케팅 비용지출에 대해 그만큼의 매출이 발생되지 않는다는 판단에 기반한 회사의 마케팅 효율화 의지'를 고려하여 향후 발생 비용이 개선될 것으로 추정하였습니다.</p> <p>평가기관은 광고선전비 추정 시 OM(국내)의 경우 '22.3Q의 GMV 대비 비율이 유지됨을 가정하였고, 해당 비율이 '19년~'20년과 유사한 수준이며 현재 수준에서 향후 추가적으로 광고선전비 증가를 계획하고 있는 점이 없다는 점을 인터뷰를 통해 확인하여 사업계획을 준용하였습니다. 또한, 평가기관은 OM(Global)의 경우 아마존 신규사업을 런칭하면서 대대적인 광고 및 모델 고용 등으로 인해 초기 광고비가 비경상적으로 많이 발생하였으며, 당기 실적이</p>	Neutral	Appropriate

Ref	검토 범위	검토 내용 요약	요소 검토 의견	요소의 적합성
		<p>부진함에 따라 광고비 지출이 거래액 증가에 기여하는 정도가 미미하다는 판단 하에 광고비 지출 감소 및 객단가 상승을 통해 원가율 개선을 목표로 하는 회사의 사업계획을 수용하였습니다. 평가기관이 MKT비용에 적용한 가정에 특이사항은 없다고 판단하였습니다.</p> <p>기타 변동비용에 대해서 평가기관은 사업계획 및 과거 관련 GMV 대비 비용 발생 비율을 준용하였습니다.</p> <p>2. 고정비</p> <p>평가기관은 고정비를 제휴수수료, 관리비용, 외주용역비, 지급임차료, 기타 사업비 등으로 구분하여 추정하였습니다. 각 비용은 외부 시장 조사 기관인 EIU 추정 소비자물가상승률 또는 명목임금상승률에 따라 증가하는 것으로 가정하였으며, 평가기관이 고정비에 적용한 가정에는 특이사항이 없다고 판단하였습니다.</p> <p>3. 인건비</p> <p>평가기관은 평가대상회사의 사업계획을 준용하여 인건비를 전체 GMV대비 일정 비율로 추정하였습니다. 평가기관이 전기 인건비를 인원 수와 인당 인건비의 곱으로 추정하였기 때문에, 인건비 추정 Logic 변경 사유에 대하여 질의하였습니다.</p> <p>평가자는 당기 인원이 1,454명으로 전기('22년) 사업계획인 1,353명보다 훨씬 많은 인원을 채용하였고, 이는 향후 증가할 GMV 증가에 선제적인 대응 목적으로 채용한 것이므로 현재 인원으로 상당부분의 GMV 증가에 따른 필요인력을 Cover 할 수 있을 것으로 판단하였고, 플랫폼 사업 특성 상 GMV 거래액에 비례하여 인력이 필요하지 않다고 판단하여 회사가 제시한 사업계획을 수용하였다고 회신하였습니다. 또한 전기 추정 상 인원 증가 Logic을 반영하여도 현재 GMV 대비 비율로 계산한 인건비보다 낮은 수준이기에 평가기관의 추정에 특이사항 없다고 판단하였습니다.</p>		
질의 사항 24	<p>예상 비용(APPLE) - 판매된 상품/제공된 서비스 비용(또는 이에 상응하는 비용) - 사용가치 (가정)</p> <p>(Projected costs - cost of goods sold/ services provided (or equivalent) - value in use (Assumption))</p>	<p>평가기관이 추정한 항목 중 Apple 관련 매출원가 가정에는 불확실성이 존재하는 것으로 판단됩니다. 자세한 사항은 발견사항 4를 참고하시기 바랍니다.</p>	Optimistic	Appropriate

Ref	검토 범위	검토 내용 요약	요소 검토 의견	요소의 적합성
질의 사항 16, 29	자본 지출 - 사용가치 (가정) (Capital expenditures - value in use (Assumption))	<p>평가기관은 평가대상회사의 내용연수 및 감가상각방법을 고려하여 감가상각비를 추정하였으며, 평가대상회사의 사업계획 상 투자 계획을 고려하여 자본적지출을 추정하였습니다. 향후 직매입 확대 및 Apple 매출 확대와 관련하여 파주 물류센터 임차비용이 CapEx에 추가적으로 반영되었습니다. 또한, 향후 파주 물류센터 임차비용 추정시 재고자산 회전율을 반영하였습니다.</p> <p>자세한 내용에 대해서는 하기 순운전자본 검토 사항 및 발견사항 5를 참고 부탁드립니다.</p> <p>그 외, 평가기관이 감가상각비 및 자본적 지출에 적용한 가정에는 특이사항이 없습니다.</p>	Neutral	Appropriate
질의 사항 15, 28	순운전자본 - 사용가치 (가정) (Working capital - value in use (Assumption))	<p>평가기관은 매출채권, 미수금, 선금금, 미지급금, 예수금에 대하여 '22.3Q GMV(미수금, 미지급금, 예수금)/영업수익(매출채권)/매출원가(선금금, 재고자산) 대비 회전기일이 유지되는 것으로 가정하여 추정하였습니다. 다만, 선금금의 경우 계정잔액 적용시 타 계정과 달리 연평균 잔액을 사용하여 해당 사항에 대하여 질의한 결과, 선금금의 경우 '21년 말 12.5억 수준에서 '22년 3분기 446억으로 400억이 넘게 급증하였고, 해당 사유가 '22년 하반기 런칭한 Apple 관련 선금금으로 사업초기 및 9/10월 애플 신제품 출시 예약판매 관련 물량 확보로 인한 선금금임을 고려할 때, '22년 3분기 말이 선금금의 최고점이고 4Q->1/2Q로 갈수록 선발주건 입고로 인해 잔액이 줄어드는 구조이기에 선금금의 경우 평균잔액을 사용하였다고 회신하였습니다. 이에 대해 '22년 12월말 선금금 잔액이 126억 수준으로 낮아졌음을 확인하였고 향후 '23년 1,2분기로 갈수록 선금금 잔액이 더욱 낮아질 수 있는 점을 고려하여 선금금 잔액 추정시 평균잔액을 기준으로 함에 특이사항은 없는 것으로 판단됩니다.</p> <p>평가기관은 재고자산의 경우 Retail사업 및 Apple 사업과 관련된 운전자산으로, 대상회사는 과거 직매입 축소기조에 따라 재고자산에 대한 관리를 특별히 하지 않았으며, 현재 사업초기임에 따라 비경상적인 회전율이 나타나고 있으나, 물류창고 증설 및 재고시스템에 대한 투자 등을 수행하고 있고 향후 재고관리에 대한 개선이 이루어질 것으로 판단하였습니다. 이에 따라 평가기관은 회사의 관리목표인 30일 회전기일을 정상적인 회전기일로 가정하였고, 2024년 정상화를 목표로 함에 따라 회전기일이 계속적으로 감소하여 2024년에 30일의 회전기일을 달성할 것으로 추정하였습니다.</p> <p>다만, 과거기간 회전기일이 80-90일 수준인 점, '22년 3Q 재고자산회전기일이 112.5일인 점, 30일 수준의 회전기일을 과거기간 달성한 적이 없는 점 등을 고려하였을 때 재고자산에 대해서는 다소 낙관적인 가정이 반영된 것으로 판단됩니다. 자세한 내용에 대해서는 발견사항 5를 참고 부탁드립니다.</p>	Optimistic	Appropriate

4. 발견사항

1. 타인자본비용 추정치의 불확실성

평가기관은 세전타인자본비용으로 회사 제시 신용등급(A0)를 고려한 무보증 공모사채 이자율 6.1%를 사용하였습니다. 다만, 독립적 신용등급 조회 시 대상회사의 신용등급이 B+로 확인되어, 타인자본비용 추정에 고려된 신용등급과 차이가 존재하는 바 해당 사유를 평가기관에 질의하였습니다.

평가기관은 평가대상회사는 분사 이후 단한번도 차입을 실행한 적이 없어, 신용등급에 대한 관리를 하지 않으며, 차입에 대한 의지가 있다면 신용등급에 대한 관리를 했을 것이므로 현재의 신용등급을 적용하는 것은 적절하지 않다고 판단하였고, 분사 전 회사인 SK 플래닛만큼의 신용등급으로 회복할 수 있다고 판단, SK 플래닛의 신용등급을 적용하였다고 회신하였습니다. 실제로 회사의 차입금이 존재하지 않는 점, 독립적으로 조회한 신용등급이 사채 발행을 위해 산정된 회사채등급이 아닌 일반 신용평가를 위한 모험등급 기준인 점, 조회된 신용등급의 재무기준일이 2021년 12월 31일로 과거시점인 점을 종합적으로 고려했을 때 평가자의 답변이 비합리적인 것은 아닌 것으로 판단됩니다.

다만, 신용등급 향상을 위한 관리방안 등 구체적 근거가 제시되지 않은 점과 분사로 인해 회사의 영업현금흐름 및 재무상태가 상당수준 변동하였다는 점을 고려하였을 때, 향후 평가대상회사가 타인자본조달 시 분사 이전 회사의 신용등급인 A0 수준으로 평가받을 수 있을지 여부에는 불확실성이 존재합니다.

이에 감사인께서는 향후 회사 제시 신용등급의 달성 여부에 대해 모니터링 수행하실 것을 권고드립니다.

2. 국내 Open market 판매용역수익 추정시 사용된 가정에 대한 감사팀의 모니터링 필요

평가기관은 추정 Purchasing MAU(MAU x Conversion Rate)와 Frequency 수치를 이용하여 연도별 총 거래량을 추정하였으며, 여기에 Basket Size 및 Confirm Rate 을 곱하여 Net GMV 금액을 추정하였습니다. 판매용역수익은 산출된 Net GMV 에 채널별(직방, PCS, 기타) 예상 비중 및 Net Take Rate 을 고려하여 추정하였습니다. 향후 추정에서 Conversion Rate 의 경우 매년 0.1% 개선을 가정하였습니다. Frequency 의 경우 '22년 2.6 에서 '27년 2.8 로 상승함을 가정하였습니다. 최근기간('20-21년) Frequency 가 2.9 수준임을 가정하였을 때 해당 개선은 합리적인 것으로 판단하였습니다.

다만, 평가기관의 MAU 추정에 불확실성이 존재하는 것으로 판단됩니다.

평가기관의 추정에서 MAU 의 경우 '22년 현재 약 12.5 이나 '27년 17.5 로 추정기간 중 CAGR 7% 수준 성장함을 가정하였습니다. 이는 과거기간인 '18년 수준을 목표치로 향후 MAU 의 선형 성장을 반영하여 추정된 수치입니다. 다만, Covid-19 종식기대에 따른 이커머스 시장의 부진, 이커머스 시장의 경쟁 가속화, '18-'21년 CAGR 10% MAU 가 급속도로 하락했다는 점을 종합적으로 고려할 때 추정기간동안 MAU 의 40% 성장을 도출하는 것은 다소 공격적인 것으로 판단됩니다.

이에 감사인께서는 향후 MAU 가 사업계획에 따라 지속적인 성장세를 보이는지 모니터링하시기를 권고드립니다.

3. Apple 매출 추정시 사용된 가정에 대한 감사팀의 모니터링 필요

평가기관의 Apple 매출은 사업계획을 반영한 Apple GMV 추정액에 사업계획상 % of Net Apple GMV 를 곱하여 추정됩니다. 평가기관은 '22년 6월~12월까지 약 2,200 억의 Net GMV 를 달성하여 예측치(약 1,930 억)보다 초과실적을 달성한 점, Apple 제품은 매입하는 수량 대부분이 판매될 정도로 수요가 높은 제품인 점을 근거로 Sourcing 할 수 있는 만큼 매출이 증가할 것이라고 예측하고 있으며 6개월간 판매액이 2,000 억이 넘을 정도로 가시적인 성과를 보이는 만큼 Apple 과의 협상에서도 향후 계획만큼 제품을 Sourcing 할 수 있을 것으로 예측하여 회사제시 사업계획을 준용하였습니다. Net GMV 대비 판매수익의 비율인 % of Net Apple GMV 의 추정기간 개선에 대해서는 “할인폭은 회사의 의지로 조절 가능한 점, 사업초기로 많은 할인폭을 적용한 점, 가격탄력성이 상대적으로 낮은 Apple 고객 특성 등을 고려하여 회사제시 비율이 달성 가능하다고 판단하였다.”고 회신하였습니다.

다만, 당하반기의 GMV 달성액을 바탕으로 사업계획을 준용한 추정기간의 GMV 가 모두 합리적이라고 판단하기에는 불확실성이 존재하며, % of Net Apple GMV 의 개선이 회사의 의지치이며, 할인폭을 감소시키더라도 향후 고객 충성도가 유지될 것으로 가정한 부분 또한 추정의 불확실성이 존재한다고 판단됩니다.

이에 감사인께서는 Apple GMV 및 % of Net Apple GMV 가 '22년 4사분기 및 '23년도에 지속적인 성장세를 보이는지 여부를 모니터링하시기를 권고드립니다.

4. Apple 매출원가 추정시 사용된 가정의 낙관성

평가기관은 Apple 매출원가 추정시 영업수익대비 매출원가율이 '22년 100% 수준에서 '27년 90%의 목표치로 개선됨을 가정하였습니다. 회사 제시 사업계획상 '27년 Apple 영업수익 대비 매출원가율은 94.8%로 회사의 사업계획보다 낙관적인 가정을 적용한 사유에 대하여 평가기관에 질의하였습니다. 평가기관은 현재 Apple 부문에서 사업초기로 높은 할인액을 적용하였고 Apple 과의 협약 시스템 Setting 이 정착중인 단계로 높은 원가율이 나타났다고 회신하였습니다. 첨부 근거로 국내의 대표적인 Apple 제품 리셀러(갈라 인터내셔널, 피치벨리, 에이샵)들의 사례를 언급하며 해당 리셀러의 매출원가율이 90% 미만인 점을 고려하여 추정기간까지 90%로 감소함을 가정하였다고 회신하였으나, 평가대상회사 외 Apple 리셀러는 오프라인 매장을 운영하는 등 영업방식에 있어 평가대상회사와 일정부분 차이가 존재하며, 회사 전체의 원가율을 추정하는 방식으로 평가대상회사의 Apple 관련 원가율을 나타내기에는

대표성이 부적할 것으로 판단됩니다. 또한 평가대상회사 외 리셀러의 원가율 수준에 도달할 수 있다 하더라도 해당 달성 시점이 불확실한 바, 해당 가정은 다소 낙관적인 것으로 판단됩니다.

이에 감사인께서는 Apple 원가율이 지속적인 감소세를 보이는지 모니터링하시기를 권고드립니다.

5. 재고자산회전을 개선 가정의 합리성

재고자산의 경우 Retail 사업 및 Apple 사업과 관련된 운전자산으로, 대상회사는 과거 직매입 축소기조에 따라 재고자산에 대한 관리를 특별히 하지 않았습니. 평가기관은 현재 직매입 확대 기조 및 Apple 사업개시 초기임에 따라 비경상적인 회전율이 나타나고 있으나, 물류창고 증설 및 재고시스템에 대한 투자 등을 수행하고 있음을 고려했을 때, 향후 재고관리에 대한 개선이 이루어질 것으로 판단하고 있습니다. 이에 따라 평가기관은 회사의 관리목표인 30 일 회전기일을 정상적인 회전기일로 가정하였고, 2024 년 정상화 목표로 함에 따라 회전기일이 계속적으로 감소하여 2024 년에 30 일의 회전기일을 달성할 것으로 추정하였습니다.

다만, 과거기간 회전기일이 80-90 일 수준인 점, '22 년 3Q 재고자산회전기일이 112.5 일인 점, 30 일 수준의 회전기일을 과거기간 달성한 적이 없는 점 등을 고려하였을 때 해당 가정은 다소 낙관적일 것으로 추정됩니다.

또한, 파주 물류센터 임차료 추정시 재고자산회전율이 반영됨에 따라 해당 가정은 재고자산 잔액 뿐만 아니라 추정기간 임차료에도 영향을 미칩니다.

추정 기간의 재고자산 잔액 및 임차료의 변동은 추정현금흐름에 영향을 미치는 항목이므로 감사인께서는 재고자산 회전율이 향후 개선을 보이는지 모니터링하시기를 권고드립니다.

5. 발견 사항 이외 감사 팀 추가 검토가 필요한 사항

문서 Ref.	Topic	감사 팀 F-up 이 필요한 사항
질의 사항 5	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, 별도 파일로 전달하였다는 답변을 받았습니다. 감사팀에서 평가에 사용된 사업계획에 대한 경영자 확인서를 수령 및 확인해주시기 바랍니다.
질의 사항 23	가중평균 자본비용 계산시 적용한 법인세율	평가기관에서 Bu 를 Re-Levered beta 를 산출하는 과정에서 적용된 법인세율은 26.5%로 해당사항은 26.4%의 단순 오기로 보이는 바 확인 질의하였습니다. 이후 반영여부 검토해주시길 바랍니다.
질의 사항 21	세전 현금흐름 및 세전할인율	세후 기준 사용가치와 동일한 계산결과를 도출하는 세전 기준 사용가치에 대한 검토내역을 바탕으로 세전현금흐름 및 세전할인율에 대한 공시가 충분하고 완전하게 이루어졌는지 검토해주시길 바랍니다.