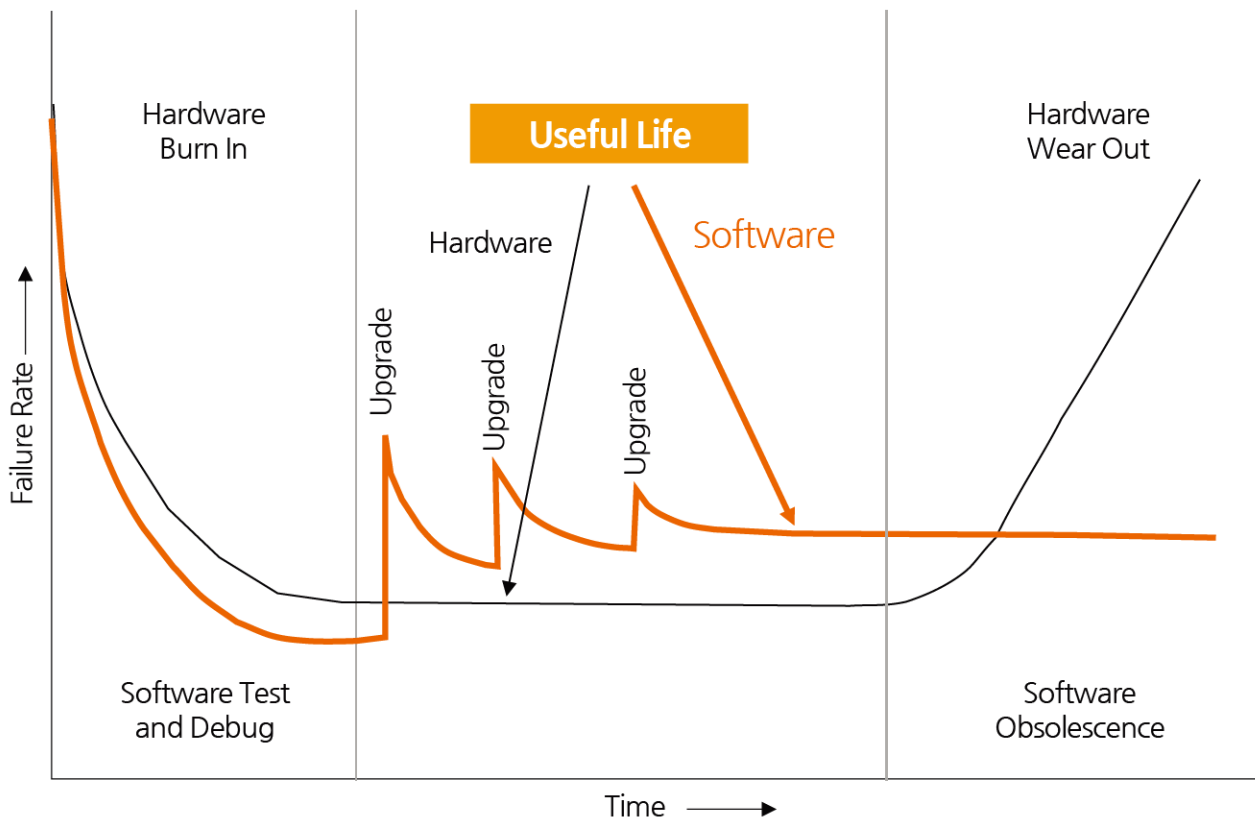


## 투자전략

# 유니콘의 기술



▶ Strategist 박승영 | park.seungyoung@hanwha.com | 3772-7679

“

실패는 일상이 됐다.

작은 실패를 계속해야 한다.

리스크는 실패하는 것이 아니라 대박을 놓치는 것이다.

”

## | Contents |

---

I. 핵심요약.....	03
II. 모험자본 시장의 도래 .....	04
1. 첫번째 벤처붐.....	04
2. 벤처의 Boom Bust 사이클 .....	06
3. 기업 생애주기와 투자.....	09
4. 초기 투자의 중요성.....	14
III. 유니콘의 기술.....	16
1. 사람, 기술, 시장의 최적 배합을 찾아라 .....	16
2. 사람과 기술을 보는 눈을 키워라.....	17
3. 상장 시장은 비상장의 벤치마크다.....	19
4. 끝까지 가지 않아도 된다.....	21
5. 벤처 투자는 극한 가치투자다.....	23
6. 대박은 리스크 관리에서 나온다.....	25
7. '불확실성의 시대'의 투자.....	27

## I. 핵심 요약

첫번째 벤처붐	지금 우리는 첫번째 벤처 붐을 겪고 있다. 1999년 코스닥 버블과 비슷한 점을 찾을 수 없다. 가장 큰 차이는 자본이다. 23년 전 코스닥 시장엔 검증할 인력도 경험도 없었고 그래서 상장 전 검증 시스템은 전무했다.
다시 기술로	금융위기 이후 전세계에서 벤처 달이 다시 증가하고 있다. 10년 만에 성장 축이 다시 기술로 전환됐다. 저성장 때문이라고 하기엔 디지털 기술이 가져온 산업의 변화가 너무 크다. 소프트웨어가 하드웨어를 대체해 가면서 기업들은 초기에 많은 투자자금을 필요로 하고 투자자들에게 높은 위험감수 성향을 요구하고 있다. 이런 투자를 수행할 수 있는 주체로 벤처 캐피탈이 부상하고 있다.
벤처 투자의 기술	벤처 투자는 상장주식 투자와 다른 기술이 요구된다. 벤처 투자에 성공하려면 사람을 보는 눈과 기술에 대한 깊은 지식이 필요하다. 상장시장은 여전히 비상장 투자의 좋은 벤치마크다. 주식시장에 부족한 산업, 기업, 기술에 앞으로 많은 기회가 주어질 것이다.
극한의 가치투자 리스크 관리	벤처 투자는 극한의 가치투자다. 높은 성장을 기대하는 만큼 성장 단계와 투자 단계를 일치시켜서 과대 평가를 경계해야 한다. 같은 맥락에서 리스크 관리는 가장 중요한 기술이다. 기업이 이전 단계에서 받은 돈으로 낸 성과를 확인하고 다음 단계로 넘어갈 때 추가 투자를 결정하는데, 불확실성이 더 감소한 상태에서 투자를 결정하는 것이어서 다음 단계 투자로 이어지지 않으면 실질적으로 손해를 보게 된다.
일상이 된 실패와 대박을 놓칠 리스크	앞으로도 불확실성의 시대는 계속될 것이다. 실패 확률이 높고, 틀리면 0, 맞으면 대박인 투자 환경에서 우리는 살아남아야 한다. 실패는 일상이고 피할 수 없다. 리스크는 실패하는 것이 아니라 대박을 놓치는 것이다.

## II. 모험자본 시장의 도래

### 1. 첫번째 벤처붐

1999년 코스닥 버블  
vs.  
2022년 벤처 붐

첫번째 벤처 붐이다. 현재 우리나라 자본시장이 겪고 있는 붐은 1999년 코스닥 버블과 비슷한 점을 찾을 수 없다. 기술, 사람, 자본 모두 20년 전과 비교가 안된다.

1999년 대학을 졸업한 취업자는 전체 인구 4,600만명 중 340만명 밖에 없었고 정보통신 분야에서 일하는 사람은 2004년에 60만명이었으니 1999년엔 더 적었을 것이다. 지금은 대졸 취업자가 1,000만명에 가깝고 정보통신 분야에서 일하는 사람은 100만명으로 늘었다.

23년 전 우리나라의 R&D 투자는 GDP의 2%에 불과했지만 지금은 5%나 쓰고 있다. ICT 공학 전공자들은 15년 사이에 다섯배 늘었다. 100만명당 연구인력은 2,000명도 안 됐지만 지금은 8,000명으로 네배 늘었다. 100만명당 기술인력은 447명에 불과했지만 지금은 1,300명이다. 미국의 100만명당 R&D 인력은 4,000명이고 기술인력은 파악되지 않는다.

가장 큰 차이는 자본과  
검증 시스템

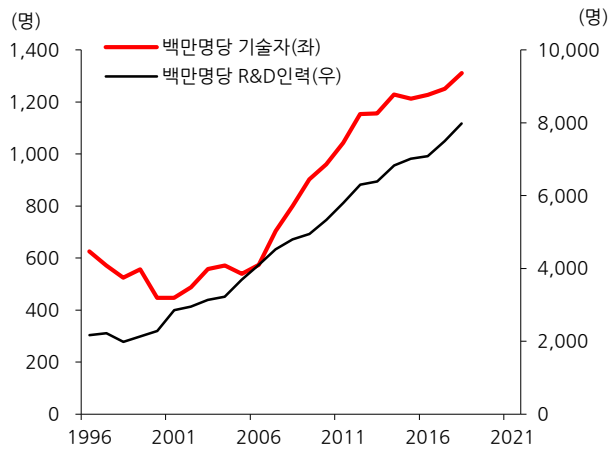
가장 큰 차이는 자본이다. 코스닥 시장은 1996년 7월 1일 만들어졌는데, 그날 283개 기업이 상장했다. 이들 중 지금까지 남아있는 기업은 98개다. 상장한 해에 7개가 상장폐지됐고, 1년 뒤 37개, 2년 뒤 31개, 3년 뒤 27개, 2000년엔 24개가 사라졌다.

코스닥지수는 2000년 3월 10일 기록한 역사적 고점 2,834.4p에 아직도 못 미친다. 나스닥지수가 2015년 4월 23일 고점을 재경신한 것과는 다르다. 23년 전 코스닥과 나스닥은 무엇이 달랐고, 지금 한국의 자본시장은 23년 전과 어떻게 달라졌을까.

23년 전 코스닥 시장은 기업들이 자본을 조달하는 시장이었다. 기업을 검증할 인력도 경험도 없었고 시장의 크기가 지금의 크기를 따라가지 못했다. 가장 큰 차이는 상장 전 검증 시스템이 없었다는 점이다. 벤처 캐피탈 시장이 없었기 때문이다. 우리나라의 비상장 기업 투자와 관련한 데이터는 2010년 이후부터 존재하고 2000년 초반까지 개인 투자자들의 엔젤 투자가 주를 이뤘던 것으로 전해진다. 전문성에 기반한 검증은 기대할 수 없었다. 2000년 3월 나스닥 시장의 시가총액은 약 6조달러였고 2000년 미국의 벤처 캐피탈 딜 규모는 254억달러로 시총의 0.4% 수준이었다. 2021년 1.4%와 1%p 차이가 나지만 시장이 존재했다.

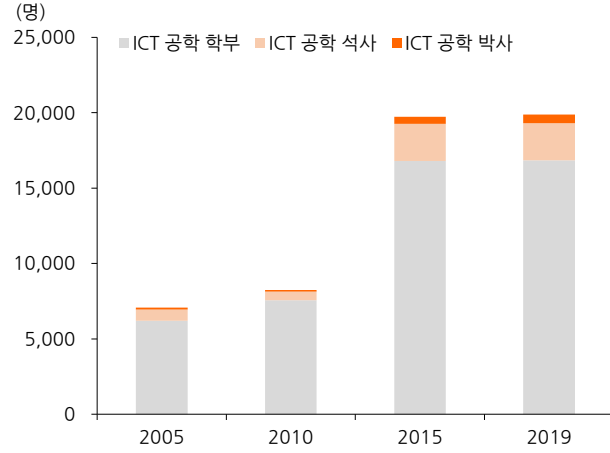
국내 대형 증권사에서 투자본부를 이끌고 있는 닉네임 '회계사'는 "IMF 때 외국계 대형 IB들이 NPL로 돈을 벌었고 2004년대 중반부터 자기자본 투자를 하기 시작한 것이 비상장 기업 투자의 시작으로 볼 수 있다. 국내 증권사들은 2007년부터 자기자본 투자를 시작했는데, 실사와 밸류에이션 작업을 한 사람들을 찾다 보니 벤처캐피탈과 회계법인의 빠스(financial advisory service) 업무를 해본 사람들이 들어왔다. D증권 K와 S, K증권 E, H증권 C 등이 그때 들어온 사람들"이라고 회고했다.

[그림1] 한국의 기술인력 증가했고



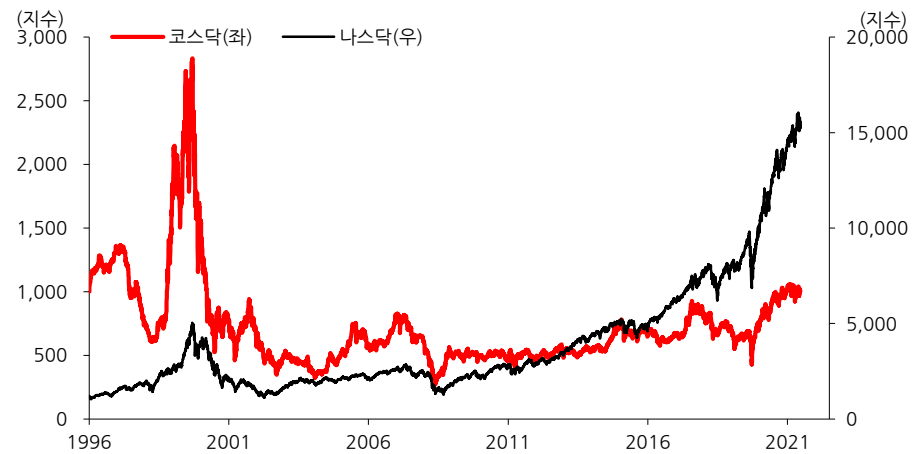
자료: Worldbank, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] ICT 공학 전공자는 4배 증가



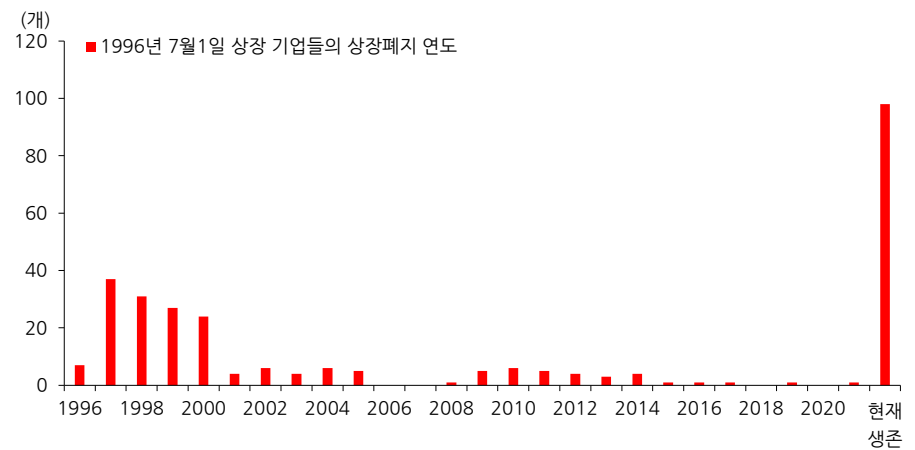
자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 전고점 회복 못한 코스닥 vs. 7년 전 회복한 나스닥



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 코스닥 상장일에 상장한 기업들 4년내 45% 상장폐지



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 벤처의 Boom Bust 사이클

**10년 만의 전환** 벤처 딜은 금융위기 이후 증가하기 시작했다. 10년 만에 글로벌 성장 축이 다시 기술로 전환됐다. 딜은 금융위기의 진원지인 미국을 중심으로 늘었는데, 2009년 438억달러에서 2021년 7,845억달러가 됐다. 미국은 2009년부터 2021년까지 전세계 벤처 캐피털 딜의 49%를 차지했다. 한국은 2014년을 기점으로 증가하기 시작했다. 2014년 43억달러에서 2021년 139억달러로 늘었다.

최근 벤처 투자의 흐름은 미국 외 지역의 성장, 초기 투자 시장의 확대, 딜의 대형화로 요약된다. 2015년 이후 미국 외 지역이 전세계 벤처 딜에서 차지하는 비중이 50%를 넘었고 엔젤과 시드 단계의 딜 규모는 2009년 4억달러에서 2021년 174억달러로 성장했다. 전체에서 차지하는 비중도 0.9%에서 2.2%로 높아졌다. 딜당 사이즈도 2009년 830만달러에서 4,460만달러로 커졌다.

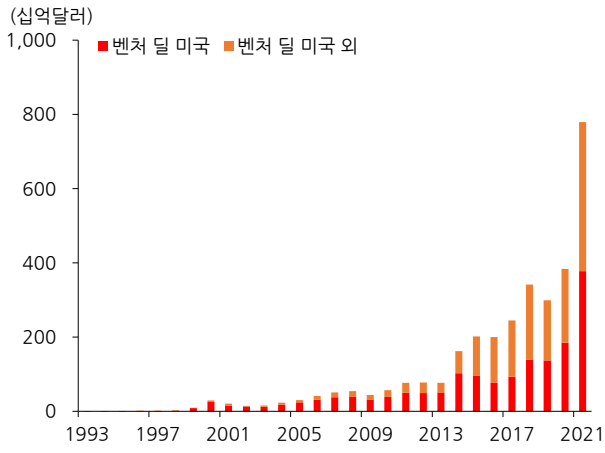
**16년 주기 이론** DFJ(Draper Fisher Juvertson)를 창업한 미국의 전설적인 벤처 캐피털리스트 팀 드레이퍼는 16년을 주기로 바이아웃 PE와 벤처 캐피털 간 자금이 순환하는 현상을 발견했다.

산업의 사이클이 기저에서 동력으로 작동하는데, 블룸버그 집계에 따르면 2006~07년 2년 동안 이뤄진 바이아웃 PE 딜은 1.15조달러로 벤처캐피털 딜 480억달러보다 24배 많았다. 이때 바이아웃 PE들의 딜로는 KKR과 TPG의 에너지퓨처홀딩스 인수, 칼라일의 킨더모건 인수 등이 있다.

이 기업들의 수익 원천은 유형의 자산이기 때문에 바이아웃 PE는 차입을 해서 현금흐름이 좋은 기업을 인수한 뒤 자금을 회수하는 전략을 사용한다. 이때 바이아웃 PE들은 경영권을 행사할 만큼 높은 지분을 가져가는데, 자본 구조를 바꾸려면 필수적이다.

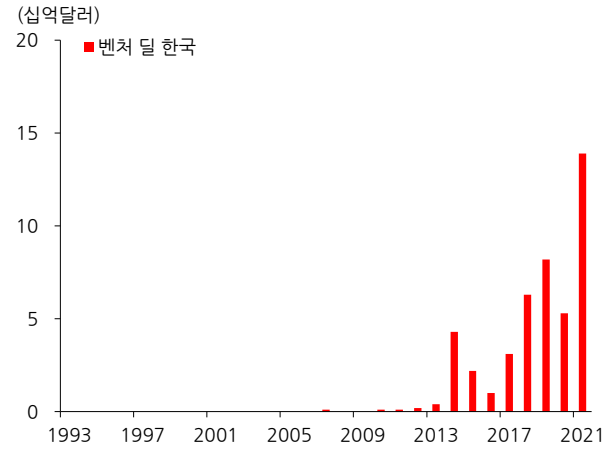
국내에도 한앤코가 쌍용 C&E의 지분을 78% 소유한 대주주로 있고 키스톤 파트너스가 동부건설 지분 61%를 보유하고 있다. 2020년 쌍용 C&E는 지배주주 당기순이익 1,381억원보다 많은 2,220억원을 배당했다. 동부건설은 444억원의 당기순이익 중 154억원을 배당해 배당성향 35%를 기록했다.

[그림5] 글로벌 벤처딜 2010년 이후 급증



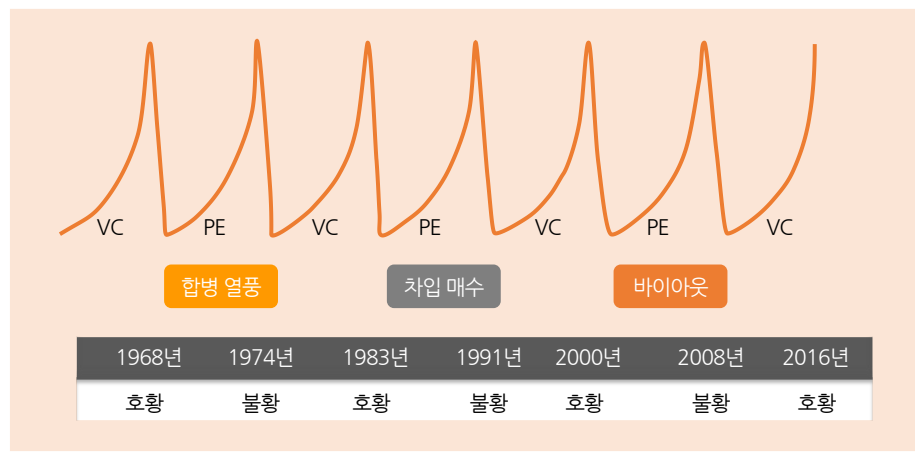
자료: preqin, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한국 벤처딜, 2014년부터 증가



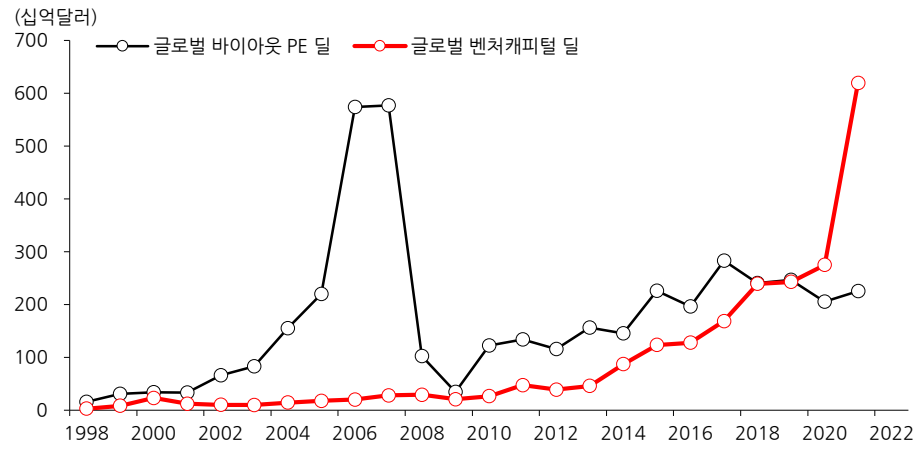
자료: preqin, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 바이아웃 PE와 벤처캐피탈 간 호황 불황 엇갈려



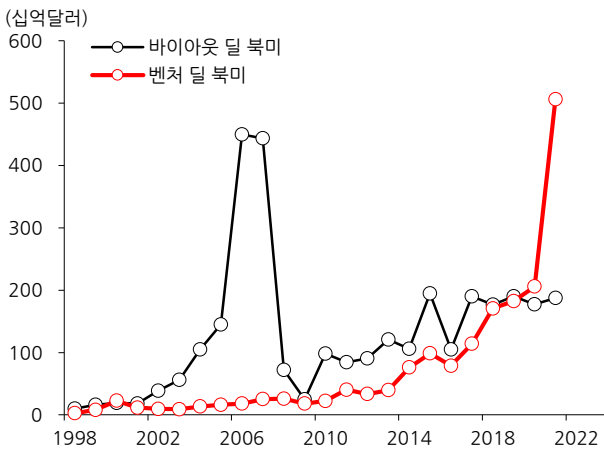
자료: NEW MONEY 재인용, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 2006~07년 바이아웃 호황 vs. 2022~23년 벤처 호황(?)



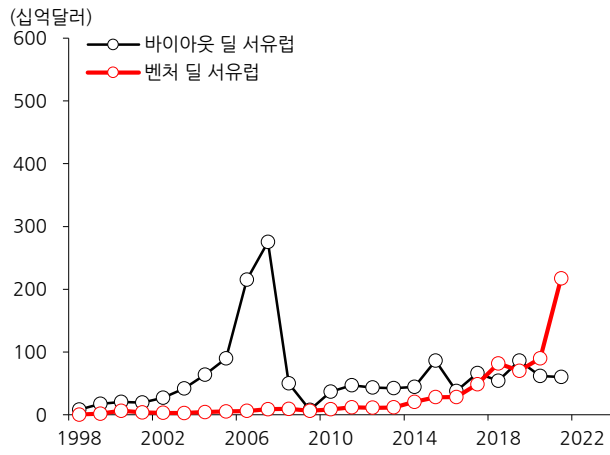
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 북미, 바이아웃 벤처 딜 가장 많고



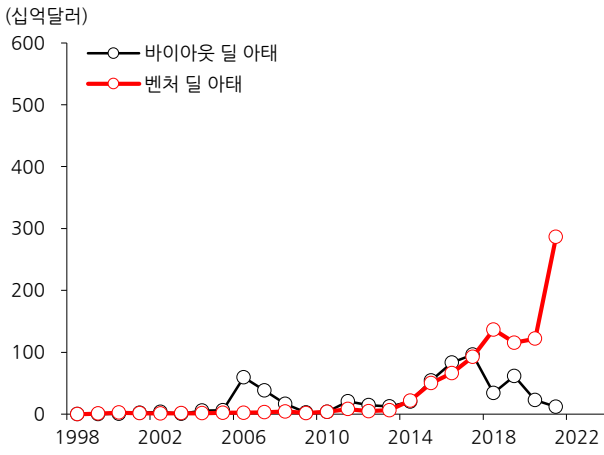
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 서유럽은 바이아웃이 벤처 딜 보다 활발



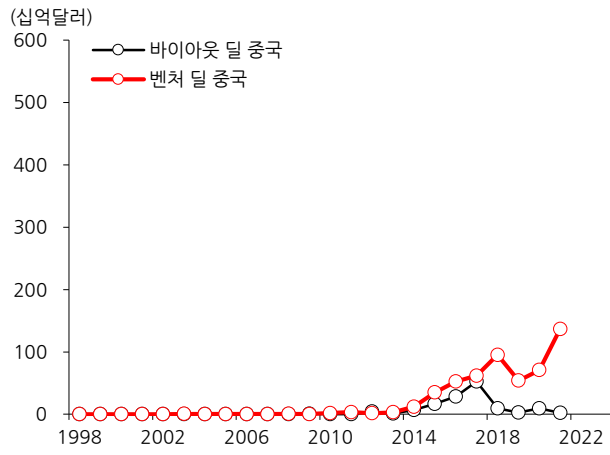
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 아시아는 벤처딜이 바이아웃보다 많아



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 중국이 아시아 성장 주도



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



### 3. 기업 생애주기와 투자

16년 주기설의 의미	<p>16년 주기설을 따르면 2022~23년경 글로벌 벤처 시황은 고점에 도달하게 된다. 아마 유니콘을 가장 많이 볼 수 있는 시기도 그 즈음일 것이다. 그러면 지금부터 창업을 준비하거나 초기기업에 투자하는 건 위험할 수 있다. 과연 그럴까.</p> <p>기업, 제품의 생애주기와 자본을 연결하고 여기에 지난 10년간 산업의 변화와 벤처 캐피털의 특성을 대입하면 답을 유추할 수 있다.</p> <p>기업 초기에는 벤처 캐피털이 돈을 낸다. 성장기에 진입하면 성장자본이 투입된다. 성숙 기업은 번 돈으로 투자하기 때문에 외부 투자자가 필요 없다. 이때 일반 투자자들이 유통 시장에서 주식을 산다. 쇠퇴기에 접어들면 바이아웃 PE들의 인수대상이 된다.</p> <p>금융위기 이후 전세계 성장률이 하락하며 기업들이 성장하는 속도도 느려졌다. 2000년대엔 상장 기업 수가 연평균 3.9% 증가했지만 2010년대엔 1.4% 늘어나는데 그쳤다. 그러면서 성장에 대한 갈망은 더 강해졌고 벤처로 돈이 몰리고 있다.</p> <p>16년 주기설이 실현되려면 올해와 내년 세계 경제가 높은 성장을 구가해야 한다. 성장이 지지부진하다면 벤처의 시대는 계속될 수밖에 없고 계속돼야만 한다.</p>
모험자본시장의 사이클	<p>저성장은 벤처의 시대가 도래한 정황은 설명하지만 벤처의 시대를 가능케 한 필수적인 조건을 설명하진 않는다. 벤처의 시대를 가능케 한 건 모든 산업을 바꿔놓고 있는 기술이다.</p> <p>미국의 유명 벤처캐피털리스트 안드레센 호로위츠의 마크 안드레센이 2011년 8월 20일 월스트리트저널(WSJ)에 기고한 '왜 소프트웨어가 세상을 먹어치우는가'라는 기고가 벤처 시대의 도래를 잘 설명한다. 다음은 필자가 기고문을 요약한 것이다.</p>

## Why software is eating the world - By Marc Andreessen August 20, 2011 WSJ

소프트웨어가 세상을 먹어치우고 있다. 1990년대 닷컴버블의 정점을 지난지 10년도 더 된 이 시점에 페이스북과 트위터가 실리콘 밸리에 논쟁의 불을 지폈다. 위험하고 새로운 버블일까? 우리는 새로운 인터넷 기업들이 실제적이고 고성장의 높은 마진을 낼 수 있는 매우 견고한 사업모델을 구축하고 있다고 믿는다.

요즘 주식시장은 기술주를 싫어한다. 역사적으로 낮은 P/E가 이를 증명한다. 애플은 P/E 15.2배에 거래되고 있어서 시장 평균 수준이다. 애플은 며칠전 엑스모빌을 제치고 가장 시가총액이 큰 주식이 됐다. 많은 논쟁들의 초점이 아직도 실리콘밸리 최고기업의 내재가치에 맞춰져 있지 않고 주가 밸류에이션에 맞춰져 있다.

실리콘밸리의 기술기업들은 기존의 산업구조를 공격하고 전복시키고 있다. 앞으로 10년 동안 더 많은 기업들이 소프트웨어에 의해 뒤집어질(disrupt) 것이다. 왜 지금 이런 일이 벌어지고 있는가.

60년 전 컴퓨터 혁명이 있었다. 40년 전 반도체가 개발됐다. 20년 전 인터넷이 부상했다. 이 모든 기술들이 소프트웨어와 결합돼 산업을 바꾸고 있다. 20억명이 넘는 사람들이 인터넷을 쓰고 있다. 10년 전에 5,000만명이었다. 10년 뒤엔 자신의 스마트폰을 통해 50억명이 인터넷을 사용할 것이다.

아마 소프트웨어가 전통 산업을 먹어치우는 가장 드라마틱한 예시는 아마존일 것이다. 킨들은 종이 책을 넘어섰다. 넷플릭스가 블록버스터(비디오 대여점)를 짓밟은 건 오래된 얘기다. 전통 레코드 레이블은 애플의 아이튠, 스포티파이, 판도라에 음원만 제공하고 있을 뿐이다. 디즈니는 픽사를 사지 않으면 안됐다. 셔터플라이, 스냅피시, 플리커는 코닥의 자리를 차지했고, 구글은 소매 마케팅 시장을 먹어치우고 있다. 스카이프는 85억달러에 마이크로소프트에 인수됐지만 센추리링크는 매년 7%씩 역성장 중이다. 링크드인은 가장 빠르게 성장하는 리크루팅 기업이다.

소프트웨어는 물리적 세상에 존재하는 산업들도 먹어치우고 있다. 오늘날의 자동차는 소프트웨어로 엔진, 안전장치, GPS, 네비게이션, 엔터테인먼트 시스템을 구동시킨다. 전기차는 소프트웨어로의 전환을 가속화할 것이다.

슈퍼컴퓨팅, 데이터 시각화 및 분석은 에너지 기업들이 석유가스를 시추하는데 핵심적인 역할을 하고 있고 농업 역시 위성 분석, 토양 분석 알고리즘의 도움을 받는다. 심지어 국방 또한 소프트웨어에 기반해 있다. 현대의 군인은 소프트웨어로 무장하고 있다고 해도 과언이 아니다.

### 소프트웨어가 하드웨어를 대체하는 과정

10년 전에 예상한 10년 후인 지금 이 기고문은 전부 현실이 됐다. 소프트웨어를 디지털 기술로 바꾸면 이해하기 더 쉽다. 디지털 기술은 모든 산업을 뒤흔들었고 앞으로 더 많은 산업들을 전복시킬 것이다. 지금까지의 방향성을 고려했을 때 확실하다.

디지털 소프트웨어가 물리적 하드웨어를 대체하는 속도가 빨라지는 이유는 ‘bathhub curve’로 설명된다. ‘bathhub curve’란 하드웨어 장비가 투자 초기에 높은 오류를 보이다가 시간이 지날수록 오류가 잡히면서 고장률이 안정되는 구간을 지나고 그러다 다시 장비의 수명이 다하면 고장률이 높아지면서 결국 새 장비로 교체되는 과정을 말한다.

이는 장비에만 나타나지 않는다. 사람이 물건을 만드는 제조업에도 적용된다. 인력이 미숙할 때에는 원가율이 높지만 작업을 반복하면 숙련도가 올라가서 원가율이 낮아진다. 나이가 더 들거나 작업 과정이 달라지면 다시 숙련도는 저하된다.

소프트웨어는 좀 다르다. 초반엔 오류가 많지만 시스템이 안정되면서 오류가 감소한다. 하드웨어 장비와 다른 점은 다음부터 생기는 오류를 소프트웨어 업그레이드를 통해 낮출 수 있다는 것이다. 업그레이드를 통해 낮은 고장률을 오래 유지할 수 있기 때문에 장비의 교체는 업그레이드로 대체된다. 투자자본 이익률 측면에서 소프트웨어는 하드웨어를 압도하게 된다.

### 무형자산의 근간은 벤처 투자자의 위험감수

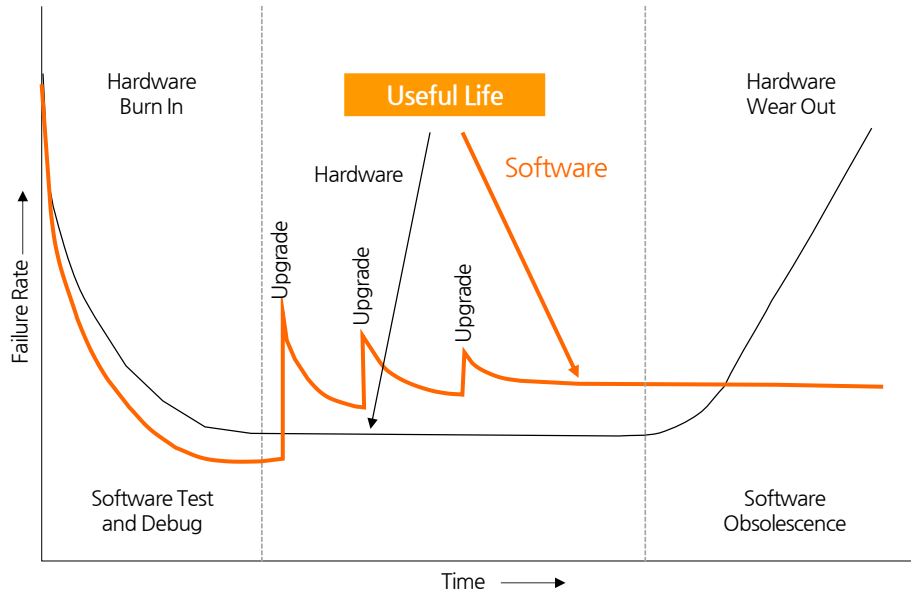
삼성전자와 네이버가 좋은 대조를 이룬다. 삼성전자는 1990년대 중반 투자를 조단위로 늘리기 시작했다. 당시 삼성전자의 현금흐름은 불안정했기 때문에 삼성전자는 투자자금을 부채로 조달했다. 부채비율은 100%를 웃돌았고 1997년 말엔 461%까지 오르기도 했다. 장비라는 유형의 담보가 있었기 때문에 부채로 자금을 조달할 수 있었다. 자산이 늘었고 자본도 커졌다.

반면 네이버는 1999년 6월 자본금 5억원으로 창업했다. 2001년 상장하기 전까지 총 일곱번의 유상증자를 통해 17.4억원을 조달했고 KTIC로부터 두번, 새롬기술로부터 한번 총 세번에 걸쳐 125억원을 투자 받았다. 네이버는 초기에 조달한 자금은 인력 충원과 개발에 썼기 때문에 자산과 자본은 커지지 않았다.

사업이 실패하더라도 장비는 팔 수 있다. 소스코드는 다른 기업에 인수되지 않으면 가치가 0이 된다. 소프트웨어 기업의 높은 투자자본 이익률을 무형자산으로 설명하지만 개념이 모호하고 특정하기 어렵다.

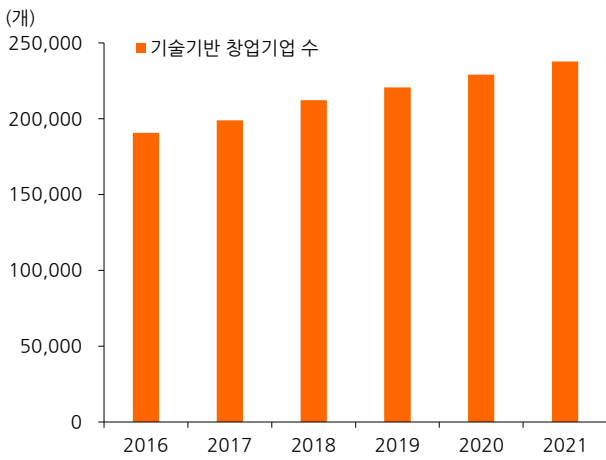
필자가 파악한 요체는 상장하기까지 성공 확률이 매우 낮고 실패하면 건질 것조차 없는 사업에 기꺼이 투자한 벤처 투자자들의 위험 감수와 경쟁에서 이긴 기업의 이력(track record)이다. 한국에서만 일년에 약 20만개의 벤처 기업이 창업한다. 이들 가운데 1,000여개 기업이 투자자금을 받고 100여개 기업이 상장한다. 투자자금을 받을 확률 0.5%, 상장할 확률 0.05%다. 시장은 검증된 기업이 상장할 때 인색한 밸류에이션을 부여하지 않는다.

[그림13] 하드웨어와 소프트웨어의 수명 사이클



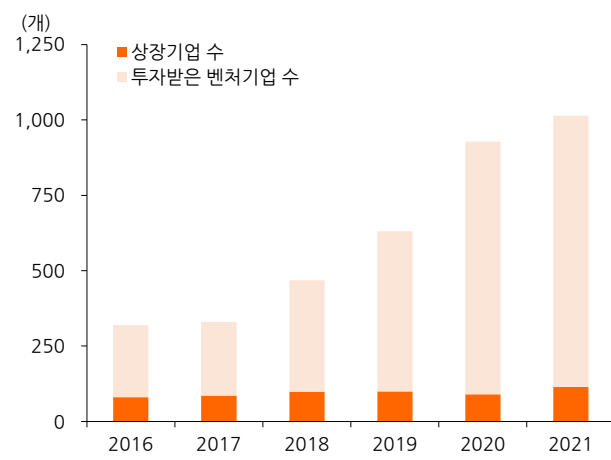
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 국내 벤처창업 20만건 중



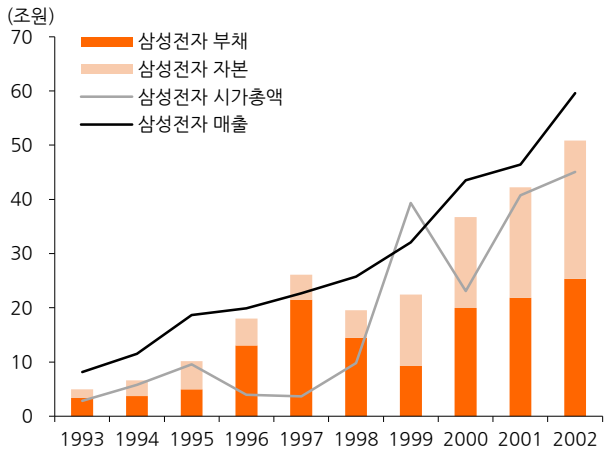
자료: 중소벤처기업부, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 0.5% 투자 받고 0.05%만 상장



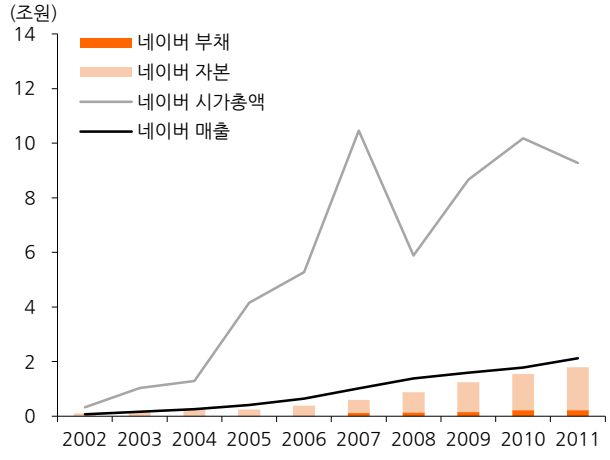
자료: preqin, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 삼성전자, 90년대 중반 부채로 자금조달해 투자



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 네이버, 상장전 유증과 유치자금으로 투자



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 네이버의 상장전 자본조달 현황

(단위: 백만원)

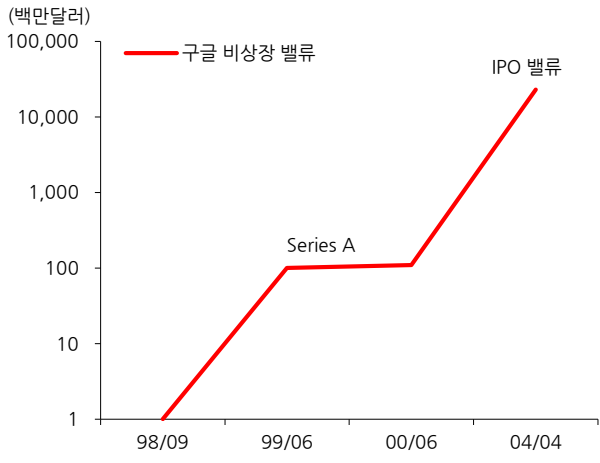
연도	월	유형	자본금 변동	자본금	투자유치	내용
1999년	6월		500.0	500.0		설립
	8월	유상증자	150.0	650.0		
	10월	유상증자	83.5	733.5	5,000.0	KTC 투자
	11월	유상증자	83.5	817.0	5,000.0	KTC 투자
2000년	1월	무상증자	500.0	1,317.0		
	2월	유상증자	46.6	1,363.6		
	5월	유상증자	151.0	1,515.2	2,500.0	새롬기술 투자
	7월	유상증자	240.6	1,755.8		
	11월	유상증자	204.5	2,398.0		
2001년	5월	유상증자	290.0	2,688.0		

자료: 한화투자증권 리서치센터

## 4. 초기 투자의 중요성

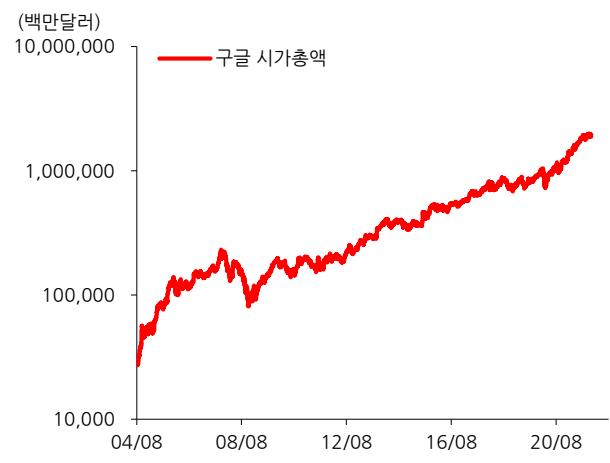
기술 베이스 기업일수록 초기 투자 수익률 높아	<p>소프트웨어의 ‘bathhub curve’는 왜 기술에 대해 이해가 높은 벤처 캐피털이 담보와 물리적 실체가 없는 벤처 기업의 초기 투자를 주도하는지를 설명한다.</p> <p>닉네임 ‘회계사’는 “증권사 PI는 주로 3년 안에 상장할 수 있는 기업을 투자의 대상으로 하는 경우가 많다. 기술에 대한 베이스가 없다 보니 초기 투자에 한계가 있을 수밖에 없다. 2~3년 뒤에 주식시장에서 선호할까. 그때까지 밸류 업사이드가 있을까를 주로 고민한다”고 말했다.</p>
역사상 가장 성공적이었던 구글의 사례	<p>기술을 초반에 알아보는 건 큰 돈이 된다. 벤처 캐피털이 키운 대표적인 회사 구글(현 알파벳)의 사례를 보자. 구글의 주가는 2004년 4월 29일 상장한 이후 지금까지 꾸준히, 그리고 많이 올랐다. 구글의 공모가는 85달러였고 2014년 4월 A주와 C주로 2분의1 분할했다. 2021년 말 알파벳의 주가는 2,900달러를 넘겼으니 상장한지 17년 반 만에 대략 70배 오른 것이다.</p> <p>구글이 창업할 당시 핵심은 웹검색에 활용되는 페이지랭크라는 기술이었다. 이 기술을 초기에 알아본 사람들은 얼마의 수익률을 올렸는지 살펴보자. 구글은 1998년 9월 7일에 창업했다. 창업과 거의 동시에 썬마이크로시스템즈의 공동창업자 앤디 벡톨사임으로부터 장비구입 자금 10만달러를 투자받았다. 1년도 안돼 거물 벤처캐피털인 쉐쿼이아캐피털과 클라이너퍼킨스로부터 2,500만달러를 받았다. 또 1년 뒤엔 야후로부터 1,000만달러를 투자받았다. 두 벤처캐피털은 포스트(투자 후 금액) 밸류 1억달러에 투자했고 야후의 후속 투자로 지분율이 낮아졌다. 구글은 IPO에서 12억달러 규모의 신주를 발행했다. 이 과정에서 쉐쿼이아와 클라이너퍼킨스가 투자한 1,250만달러는 5년 만에 20.5억달러로 불어났다. 주가로 따지면 164배 올랐다. 구글 공모주를 받아 지금까지 보유한 사람이 17년 동안 70배로 돈을 벌릴 수 있었던 것보다 더 높다. 연율로 환산하면 상장 후 투자 수익률은 28.3%, 상장전 투자 수익률은 177.3%다.</p>
벤처 투자의 위험과 기대 수익률	<p>그러나 구글은 스타트업 역사상 가장 성공한 사례이고 예외적인 경우일 뿐이다. 일반적으로 시리즈 A 투자를 받은 스타트업이 파산하거나 사업철수하는 확률은 23.6%이고 시리즈 B는 16.7%, C는 13.5%로 알려져 있다. 시리즈 D~F 단계의 확률은 10% 초반이다. 단계별 수익률은 실패율에 대응된다. 전미 벤처캐피털협회(NVCA) 조사에 따르면 시리즈 A의 연환산 수익률이 26.7%로 가장 높았고 시리즈 B~F의 수익률은 15%에서 19% 사이에 분포했다.</p> <p>[그림20]은 NVCA가 2009년부터 2021년 12년 동안 첫번째 라운드에서 투자를 받은 3만 6,897개 기업을 추적한 결과다. 일곱번의 라운드가 진행되는 동안 추가 펀딩을 받았거나 인수됐거나 상장한 기업들은 1만 908개로 29.5%만 성공했다. 그리고 지난 10년은 벤처 호황이었다. 벤처 투자의 성공 확률은 이보다 더 낮다고 봐야 한다.</p>

[그림18] 구글 상장 전 밸류업 과정



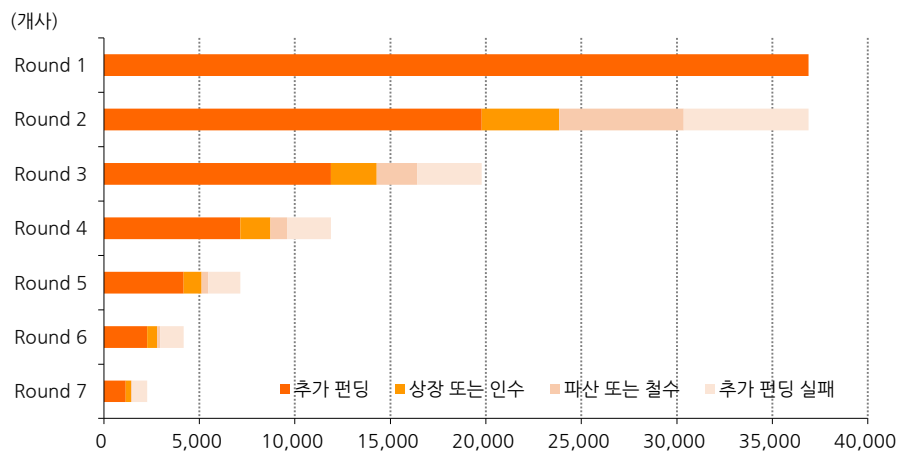
자료: Google Story 재인용, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 상장 후 구글 시총 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 2009~21 년 미국 스타트업 3.6 만 개 기업 추적 결과



자료: NVCA, 한화투자증권 리서치센터

### III. 유니콘의 기술

#### 1. 사람, 기술, 시장의 최적 배합을 찾아라

비상장 투자,  
상장 투자와  
다른 기술 필요

살펴본 것처럼 상장 기업과 비상장 벤처 기업은 성장 단계와 주요 투자자들이 다르다. 비상장 시장은 성장 초기 단계의 기업들과 소수의 투자자들이 참여한다.

비상장 시장에서 유니콘을 찾아내는 투자는 상장 시장과 다른 기술이 요구되며 상장 시장과의 차이가 필요한 기술을 규정한다.

첫째, 초기 단계의 기업들은 규격화 돼 있지 않다. 재무제표는 투자 판단의 기준으로 삼기엔 부족하고 기업의 사이즈도 제각각이고 섹터로 구분 짓기도 어렵다.

둘째, 장외 시장에서 거래되다 보니 정보 접근이 제한적이다. 투자를 하는 것도, 투자한 자금을 회수하는 것도 자유롭지 않다.

셋째, 투자가 불연속적으로 이뤄진다. 상장 시장은 전일 종가와 다음날 시가 정도의 갭(gap)을 제외하면 참여할 수 있는 기회가 연속적으로 주어지지만 비상장 시장에선 각각의 시리즈로 제한된다.

난이도 최상의 베팅

비상장 투자는 제한이 없는 투자 대상을 가지고, 무를 수 없는 단 몇 번의 기회로, 열 개 중 일곱 개가 망하는 환경에서 수익을 내는 난이도 최상의 베팅이다.

그래서인지 비상장 투자 고수들의 초식은 너무나 달랐다. 그들이 중요하게 보는 요인은 공통적으로 세 가지 사람, 기술, 시장이었다. 이 세 가지 펀더멘털을 최고의 비율로 배합하는 기술자가 드물게 큰 돈을 벌고 있었다.



## 2. 사람과 기술을 보는 눈을 키워라

기술과 CEO,  
벤처가 대기업보다  
우위에 설 수 있는 지점

벤처 기업은 자본과 인력 면에선 대기업에 비교할 수 없을 만큼 열세다. 대기업보다 뛰어난 점은 시장의 변화에 예민하게 반응하고 빠르게 대처한다는 것이다. 기술이 예민한 반응을, CEO가 빠른 대처를 각각 가능케 한다. 비상장 투자에 있어 가장 중요한 정보는 CEO와 기술이다.

필자는 오랜 경험을 가진 벤처 캐피털리스트, 스타트업을 성공시킨 CEO 등에게 좋은 CEO의 조건을 물었지만 그들조차 특정하기 어려웠다. 단 몇 가지 공통으로 지적한 기질들이 있었다. ① 사업에 올인하는 태도 ② 문제를 해결하는 능력 ③ 좋은 사람들을 모으는 수완 등이었다.

모자라지도  
남지도 않게 자란  
워크홀릭

취미가 없을 정도로 워크홀릭이면서 집요한 CEO가 성공할 확률이 높았다. 어렸을 때부터 경쟁에 노출됐기 때문인지, 포기의 대가가 커서인지는 불분명하다.

의지뿐만 아니라 조건도 중요하다. 사업을 계속해 나갈 인센티브가 있는 CEO가 선호된다. 집안 환경이 너무 좋으면 항상 대안이 있어 포기의 대가가 크지 않을 수 있고 거꾸로 너무 어려운 환경에서 사업을 시작하면 포기의 대가가 너무 클 수도 있다. 좋은 조건의 M&A 제안이 왔을 때 수락하는 것이 좋은 예다. 잠재력이 최대로 발휘되지 않는 것도 투자자 입장에선 손실이다.

문제해결 능력이 있는  
성장캐

그래서 좋은 벤처 CEO는 회사와 함께 성장하는 성장캐여야 한다. 기업의 밸류업 속도가 빠르기 때문이다.

과물 심사역 '다크 나이트'는 "기업을 경영하다보면 회사일 말고도 문제해결할 것 투성이다. CEO가 해결능력이 없으면 다음 단계로 넘어갈 수 없다. 기술은 좋은데, 자산이 별로면 자산을 외부에서 가져오고, 기술이 부족하면 기술을 가진 회사와 합병할 수 있는 CEO가 회사를 키워나간다. 결국 CEO도 회사와 함께 성장해야 한다. 기본적으로 자기 중심이 있으면서 남의 얘기를 잘 듣는 CEO가 해결능력이 있었다."고 말했다.

능력 만큼 중요한 카리스마

좋은 사람들을 모으려면 CEO가 카리스마가 있어야 한다. 똑똑한 사람 주변에 똑똑한 사람이 있기 마련이고 최고 수준의 인재들은 CEO를 평가하고 입사한다. 함께 일하고 싶게 만드는 CEO의 매력은 능력만큼이나 중요하다.

어느 조직이나 인원이 일정 수준을 넘어가면 수평적인 의사소통의 비효율성이 드러나기 마련이다. 너무 기술에만 치우쳐 있는 CEO는 특히 사람 관리에 어려움을 겪고 단계마다 예정돼 있는 허들을 넘기 어렵다.

기술, CEO 만큼 중요하고  
경쟁도 치열할 뿐 아니라  
타이밍도 중요

CEO 만큼 중요하게 봐야 하는 건 기술이다. 기술은 산업의 맥락에서 살피고 경쟁을 이해해야 성공 확률을 가늠할 수 있다. 상장 기업처럼 리서치 자료가 있는 것도 아니고 재무정보도 없기 때문에 기사, 학회, 컨퍼런스 등을 더 면밀하게 체크해야 한다.

벤처 투자는 테크 기업들을 주요 대상으로 하기 때문에 특히 신중해야 한다. 상장 시점을 놓치면 기술이 낡아버릴 수 있기 때문이다. 투자자들 가운데 기업을 맹목적으로 응원하는 경우를 흔하게 볼 수 있는데 기술을 제대로 평가하려면 비판적 균형감각을 유지해야 한다.

닉네임 '다크 나이트'는 *"자신들의 기술만 보는 스타트업 CEO들이 있다. CEO의 학력이 좋을수록 이런 경향이 나타난다. 다른 사람들의 기술을 내 기술보다 더 고민해야 하는데, 이런 준비가 돼 있는 CEO는 경험적으로 5% 미만이다. 비슷한 기술이 국내엔 무조건 있고 글로벌엔 더 많다. 회사에 경쟁 현황을 물어보라. 모르고 있으면 안된다. 모르고 있더라도 수용하고 달라지면 괜찮다. 그렇지 않으면 탈락"*이라고 말했다.

그는 미국의 바이오 전문 벤처 캐피털 R의 사례를 들면서 모든 질환에 대해 맵핑이 돼 있고 해당 분야에 가장 기술이 좋은 스타트업을 골라서 투자한다고 전했다. 산업을 전체적으로 조망할 수 있는 능력을 갖추고 난 다음 투자자가 기업을 고를 때 성공 확률이 높다고 강조했다.

### 3. 상장 시장은 비상장의 벤치마크다

전문지식을 보완해주는 건  
상장 시장의 기회

기술에 대한 깊은 전문지식이 있어야만 비상장 기업에 투자하는 건 아니다. 비상장 투자 경력만 20년이 넘는 개인 투자자 닉네임 ‘송도’는 휴젤과 코아시스템에 투자한 사례를 소개하며 “상장돼 있는 회사들 중에 줄기세포 회사, 보톡스 회사가 몇개 없었다. 전세계에도 몇개 없는 걸 확인하고 투자했고 수익률도 높았다”고 말했다.

2014년 이후 국내 주식시장의 IPO 트렌드는 송도의 접근이 간단 명료하면서도 효과적임을 증명한다. 2014년 국내 주식시장에서 헬스케어 섹터의 비중은 0.6%에 불과했다. 글로벌 시장의 비중은 10.1%였다. 6년 뒤인 2020년 국내 헬스케어의 비중은 10.5%까지 높아졌는데, 이 과정에서 IPO가 비중을 높이는데 주요한 역할을 했다. 2014년부터 2018년까지 전체 국내 IPO 443건 가운데 헬스케어는 97건으로 22%를 차지했다.

헬스케어 IPO는 2018년을 고점으로 줄어드는 추세다. 대신 소프트웨어, 부동산 등의 IPO가 증가하고 있다. 이 역시도 글로벌 섹터 비중을 비교하면 국내 비중이 아직 낮은 산업들이다. 앞으로도 글로벌 대비 국내 비중이 낮고 성장의 근간이 기술인 산업에 속한 비상장 기업들은 다른 기업들보다 더 기회가 많다고 볼 수 있다.

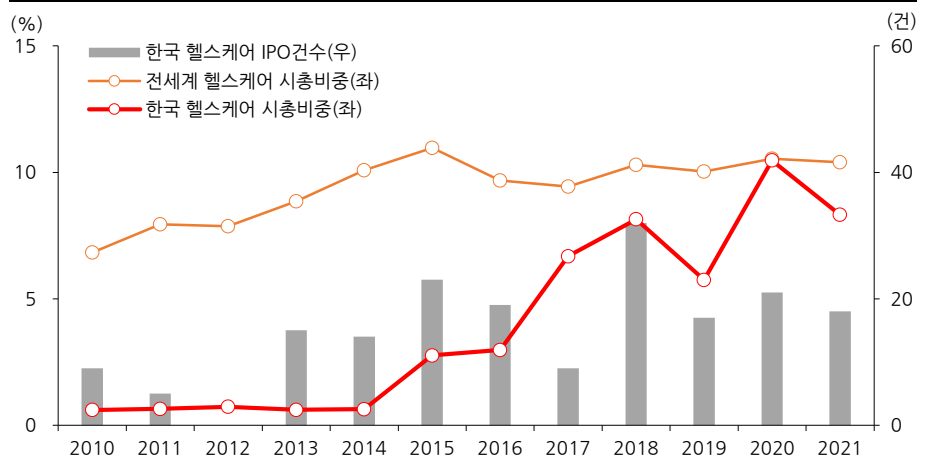
이는 비상장 시장은 벤치마크가 없지만 비상장 기업들의 기준점과 비교 대상 역시 상장 시장이 돼야 함을 시사한다. 모든 기업들이 상장을 목표로 하진 않지만 상장한 기업들은 성장에 성공한 기업들이라는 사실은 맞기 때문이다.

공모가는 중요한 기준

닉네임 ‘송도’는 “사람들이 좋을 때 시장에 들어와서 안좋을 때 떠난다. 시장을 계속 마주하다 보면 결국 혼자라는 사실을 깨닫게 된다. 비상장 주식에 투자하는 사람들 대부분이 사람 만나는데 차증하는데, 인맥은 결코 수익을 가져다 주지 않는다. 최악의 순간에 눈을 똑바로 뜨고 시장을 쳐다봐야 돈을 벌 수 있다. 투자를 결정할 때 플러스 수익률을 기대하지 않는다. 최악의 경우에 이 회사가 없어질지를 생각한다”고 조언했다.

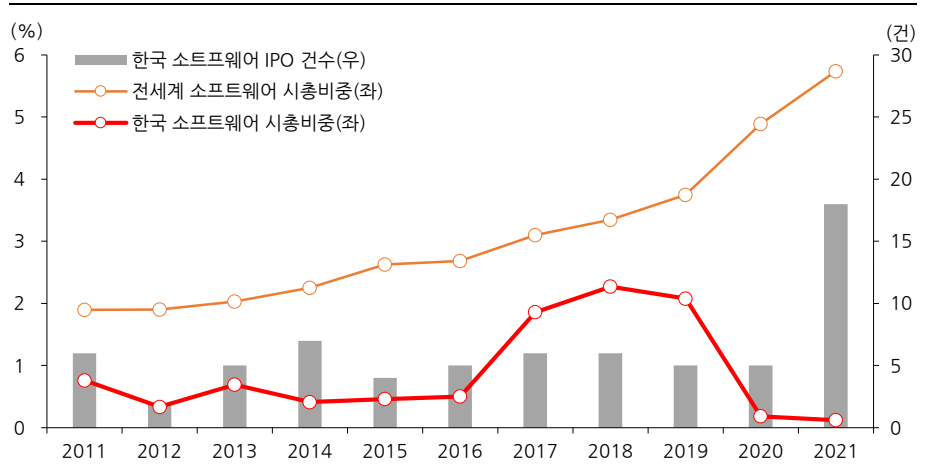
그는 공모가의 중요성을 강조했다. 상장 주식의 저평가는 기준을 알 수 없다며 회사, 투자자, 거래소가 합의한 가격이 공모가이기 때문에 다른 어떤 가격 지표들 보다 중요한 기준이 되고 공모가 밑에선 버티면 된다고 조언했다. 실제로 KOSPI 상장 기업들 중 공모가를 밑돌고 있는 기업은 8%에 불과하다.

[그림21] 2013~15년 한국 헬스케어 IPO 본격 증가



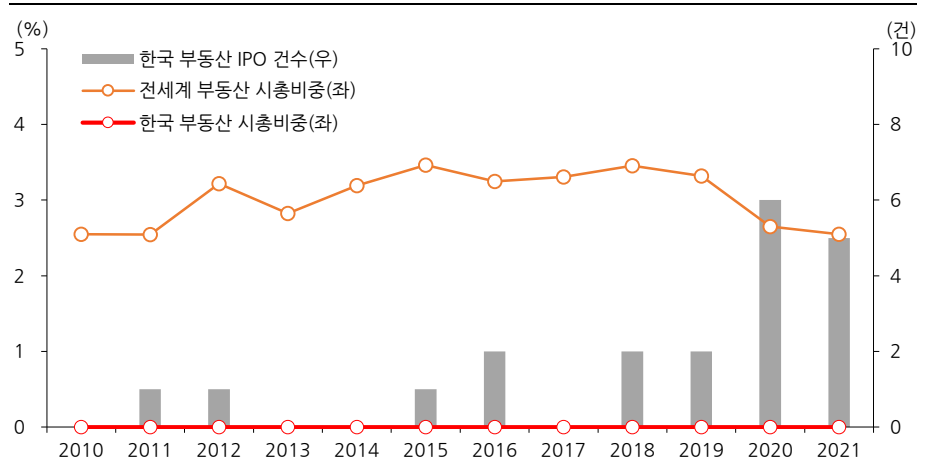
주: 시총비중은 MSCI 기준  
 자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 소프트웨어, 글로벌과 한국 시총비중 격차 커



자료: MSCI, Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 부동산, 글로벌과 한국 시총비중 격차 커



자료: MSCI, Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

## 4. 끝까지 가지 않아도 된다

### 커지는 비상장 유통시장

다양한 엑시트 방법을 고민해야 한다. 비상장 상태에서 매수, 상장에 성공한 뒤 매도가 거의 유일한 매매 전략이었지만 앞으로 엑시트의 통로는 다양해질 것이다. 비상장 시장의 접근을 제약했던 정보와 유동성의 부족도 빠르게 해소되고 있고 참여하는 주체도 늘고 있으며 2023년부터는 상장 주식에도 세금이 매겨져 세제상의 상대적 불리함도 완화된다.

국내 비상장 유통시장은 이미 커지고 있다. 대형 증권사에서 빅IPO를 주관한 닉네임 'IPO'는 "2014년과 비교하면 비상장 거래가 세 배는 늘어난 것 같다. 최근엔 비상장 유통시장을 겨냥한 인력 충원도 업계에 많다"고 전했다.

지난 수년간 스타트업 창업이 늘고 그들이 성장한 결과다. 특히 시리즈 C 이후에도 비상장 상태로 남아 있는 기업들이 늘고 있는데, 기술 기반의 기업들은 공개 기업이 되면 회사의 기밀이 알려질 것을 우려한다. 기업이 상장을 결정하는 이유는 투자자들이 IPO를 가장 확실한 자금 회수 방법으로 생각하기 때문이다.

비상장 유통시장이 활성화되면 투자자는 투자기간이 줄어드는 이점을, 기업은 원하지 않는 정보를 공개하지 않아도 되는 이점을 각각 누리게 된다.

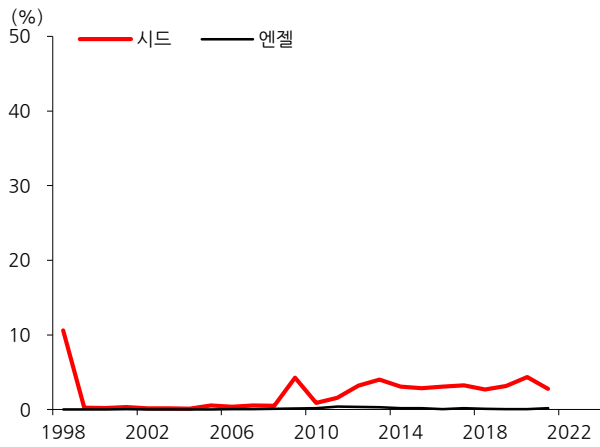
### 사라지는 경계

이 방향성은 전세계적인 현상이다. 액티브 투자와 가장 거리가 멀 것 같은 미국의 자산 운용사 블랙록조차 2019년 사모펀드 블랙록 혁신 캐피털(BlackRock Innovation Capital)을 설립했다. 미국 최대 벤처 캐피털 썬퀘이아 캐피털은 펀드 구조를 바꾸기로 결정했다. 비상장에 투자하는 펀드들을 자(子)펀드로 만들어 시드 단계부터 IPO 단계까지 투자하게 한 뒤 발생하는 수익금을 모(母)펀드인 썬퀘이아 펀드로 보내 펀드의 만기를 없앨 계획이다. 썬퀘이아는 만기가 10년으로 한정된 기존의 벤처캐피털 모델은 이제 수명을 다했다고 밝혔다.

닉네임 '회계사'는 "VC, 신기사, PI, PEF 등 다양한 투자의 시계를 가진 참여자들이 들어 오고 있어서 비상장 유통시장의 규모는 더 커질 것이다. 미국에선 벤처 기업에 돈을 과감하게 집어넣어야 성장한다는 시각이 있다. 돈을 애매하게 투자하면 성장도 애매하다는 건데, 투자를 선형으로 늘리면 지수함수로 성장하는 게 벤처다. 한국에서도 M&A가 활성화되고 있다. 대기업의 국내 중소기업 M&A에 대한 시각이 아직 부정적인데, 풀어 줘야 한다. 비상장 투자에서 가장 좋은 엑시트는 M&A다. 경영권 프리미엄을 붙여서 팔 수 있기 때문에 30%는 더 비싸게 팔린다"고 설명했다.

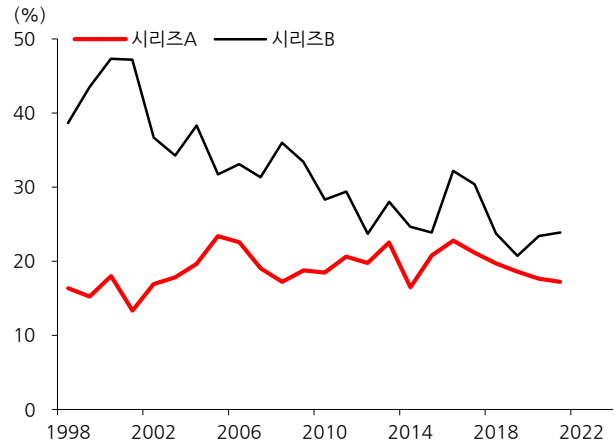
글로벌 벤처 캐피털의 엑시트 경로에서 IPO가 차지하는 비중은 10~20% 수준에 불과하다. 유통시장에서 매각이 절반 가까이 되고 당연히 초기일수록 높다. 시리즈 B를 넘어가면서 인수되거나 회사 관계자들에게 매각하는 비중이 높아진다. 시리즈 C 이후 단계에선 IPO의 비중이 가장 높다. 비상장 유통시장의 성장은 초기 투자 증가와 연관이 깊다.

[그림24] 시드 엔젤 등 초기단계 딜 비중 상승



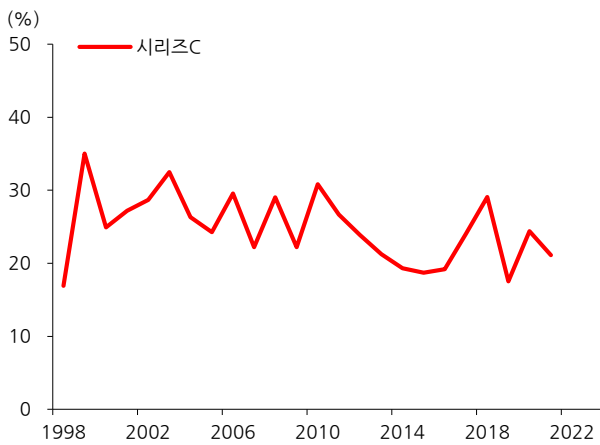
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 시리즈 A B 비중 하락



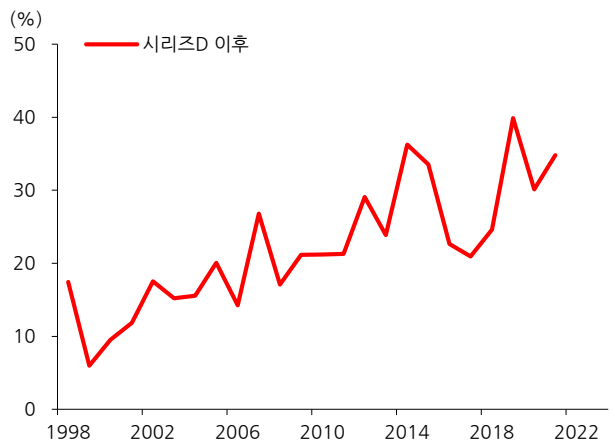
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 시리즈 C 비중 횡보



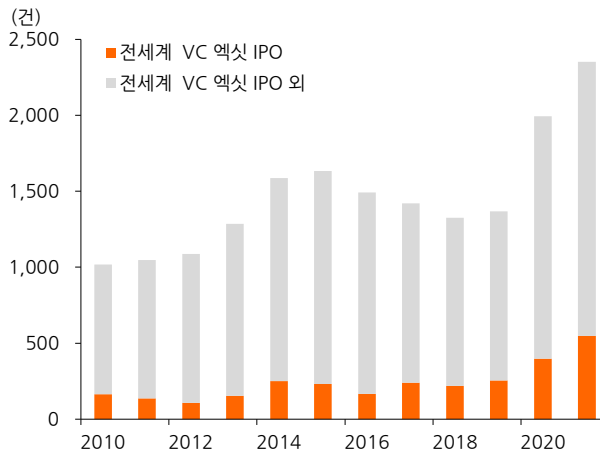
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 시리즈 D 이후 비중 증가



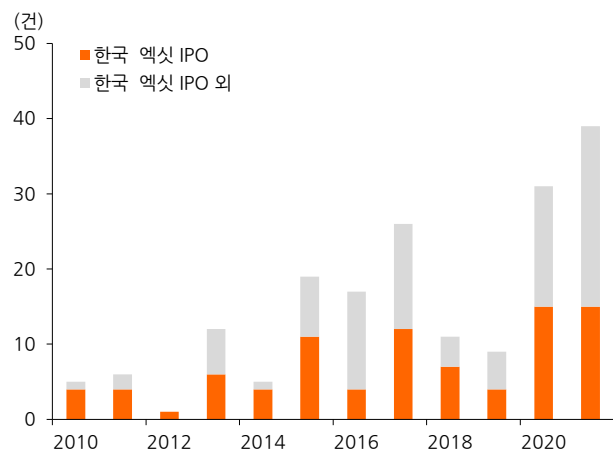
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 글로벌 엑시트 통로, IPO 비중 10~20% 수준



자료: preqin, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 국내 엑시트 통로, IPO 의존도 절대적



자료: preqin, 한화투자증권 리서치센터

## 5. 벤처 투자는 극한 가치투자다

### 성장 단계와 투자 단계 매칭

벤처 투자의 밸류는 단계별로 딜이 진행될 때만 결정된다. 기업의 성장 단계를 아이디어 → 제품개발 → 성장 → 성숙의 과정으로 나누면 이에 대응하는 투자 단계를 시드/엔젤 → 초기(시리즈 A/B) → 후기 (시리즈 C 이후) → 엑시트로 대응시킬 수 있다. 현금흐름은 초기 단계에서 후기 단계를 지나면서 마이너스에서 플러스로 전환된다.

벤처 투자에서 가장 많이 투입하는 자원은 시간이다. 각 투자 라운드에는 제품의 개발 단계와 매칭돼야 한다. 라운드 초기면 제품이 있어야 하고 라운드 후기면 고객이 있어야 한다.

### 적정 배수가 지켜지고 있는가

시리즈를 거치면서 배수의 상승이 적정한지를 보는 것도 중요하다. 배수는 이전 딜의 포스트 밸류(투자자금을 더한 금액)와 이번 딜의 프리 밸류(투자자금을 투입하기 전 금액)를 기준으로 몇 배가 상승했는지를 나타낸다. 산업별로, 기업별로 성장 속도가 다르므로 배수의 상승 폭도 다를 수밖에 없다.

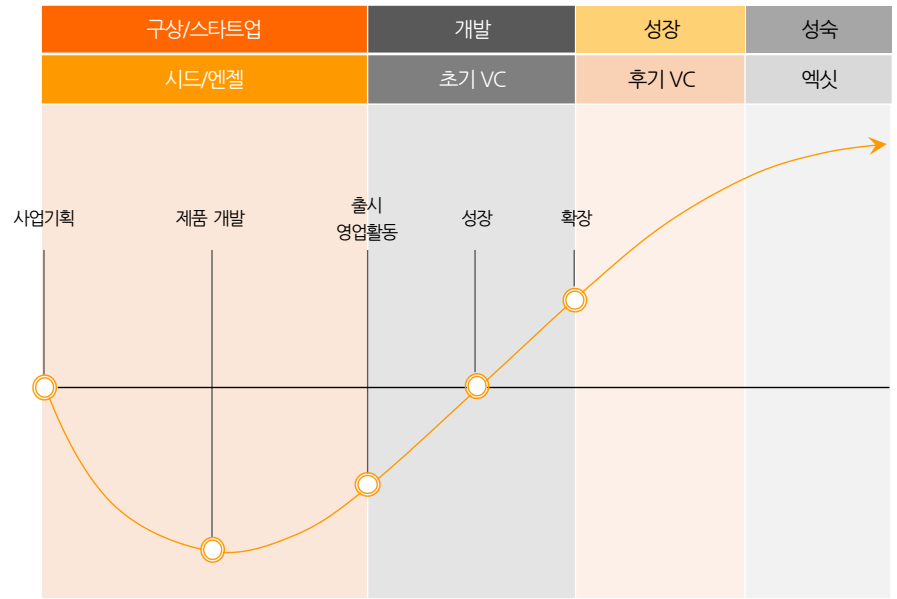
NVCA에 따르면 올해 3분기 미국 초기 딜의 중간 값은 2.97배를 기록했다. 집계가 시작된 2010년 1분기 이후 가장 높은 수치이고 2016년 말 1.6배 대비 두 배 가까이 높아진 것이다. 초기 대비 성장성이 높지 않은 후기 투자의 배수도 2.37배를 기록했다. 후기 투자는 성장성 지표를 확인할 필요가 있다. 닉네임 ‘다크 나이트’는 “적정 배수를 지키는게 중요하다. (바이오테크의 경우) 포스트 밸류의 두배를 다음 라운드의 적정 프리 밸류로 생각하고 있다”고 말했다.

### 적정 배수가 지켜지고 있는가

성장 속도가 빨라서 배수가 높아지는 것은 환영할 일이지만 시황 때문에 배수가 상승하는 건 경계해야 한다. [그림32]는 NVCA가 발표하는 벤처 딜 환경지수다. 이 지수는 미국에서 이뤄진 딜 들의 조건 아홉 가지를 구성 요소로 작성된다. 조건들은 ① 누적적 배당 여부 ② 청산 참가 여부 ③ 지분희석 방지조항 유무 ④ 이사회 의석수 ⑤ 의결권 유무 ⑥ 마지막 라운드로부터의 기간 ⑦ 배수 등락 ⑧ 전체 딜 중 인수 비율 ⑨ 벤처 자본의 수요공급 등이다.

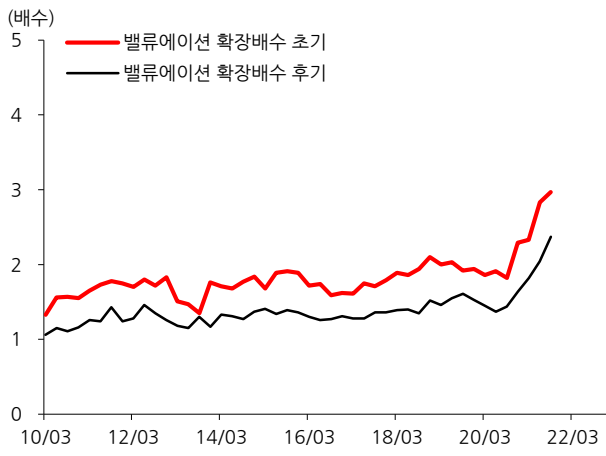
지수가 높으면 투자자에게 유리하고 낮으면 기업에게 유리함을 의미한다. 2021년 3분기 19.5로 집계돼 지수가 작성되기 시작한 2010년 이후 가장 낮았다. 딜 환경이 기업들에게 압도적으로 유리함을 나타낸다. 이는 앞서 딜의 배수가 높아진 이유도 설명한다. 2020년 이후 벤처 딜의 배수 상승은 부분적으로 수급 상황에서 기인한 것으로 보인다. 벤처 딜에 참여하고 싶은 자금은 많은데, 기회는 제한되다 보니 투자자들에게 불리한 여건에도 딜이 이뤄지고 있는 것 같다. 회수보다 투자가 더 빠르게 증가하고 있는 것도 증거다.

[그림30] 성장단계와 투자자본의 성격



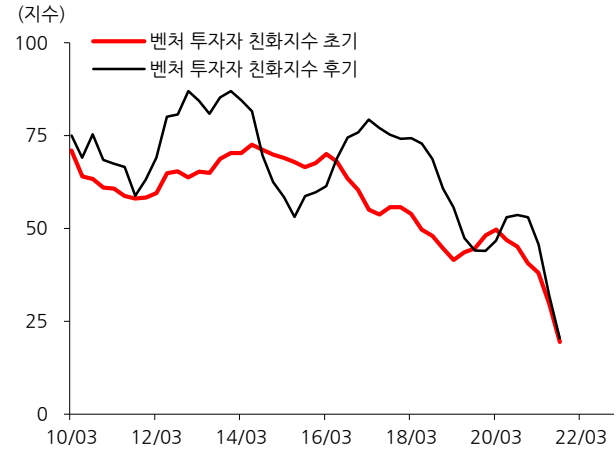
자료: NVCA, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 2020년 이후 2배 상회



자료: NVCA, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 벤처딜, 투자자들에게 불리해져



주: 높을수록 기업보다 투자자에 유리함을 의미

자료: NVCA, 한화투자증권 리서치센터



## 6. 대박은 리스크 관리에서 나온다

팔로온,  
벤처투자에서  
가장 중요한 결정

같은 기업에 다음 라운드에도 투자할지를 결정하는 팔로온(follow on)은 벤처 투자에서 가장 중요한 결정이다. 낮은 밸류에 투자한 뒤 시간이 지나고 더 비싼 밸류에 추가로 투자해 금액을 키우는 것이어서 모멘텀 투자처럼 보이기도 한다.

사실 팔로온은 리스크를 줄여나가는 최선의 방법이다. 벤처 기업은 각 시리즈에서 투자 받은 돈으로 성과를 만들어낸 뒤 다음 단계로 넘어갈 때 추가 투자를 받는다. 이를 투자자 입장으로 치환하면 사업의 불확실성이 감소한 각각의 단계들에서 추가 투자를 결정하는 것이다.

리스크 대비 투자 금액으로 생각하면 각 단계마다 더 낮은 밸류에이션에 투자할 수 있는 기회가 주어지는 것이기 때문에 금액을 더 키우게 정석이다. 딜이 다음 단계로 넘어가는데 투자하지 않으면 실질적으로 손해를 보는 셈이다.

기업은 실패해도  
자본은 실패하지 않는다

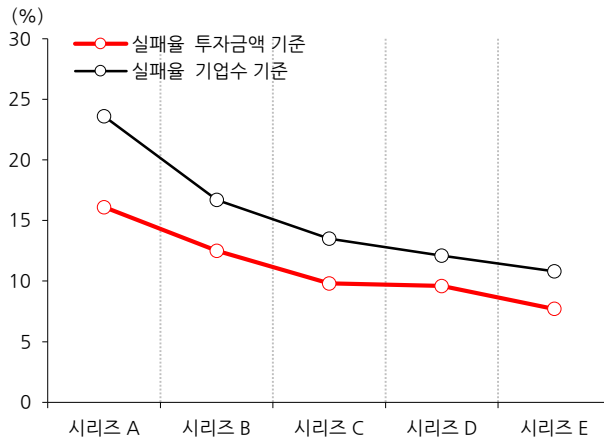
각 단계별 실패율과 배수를 고려하면 팔로온의 중요성을 확인할 수 있다. 실패율은 기업 수를 기준으로 했을 때보다 금액으로 계산했을 때 더 낮다. 투자자들이 팔로온을 반복하면서 좋은 기업을 선별해냈고 떨어지는 기업들을 걸러낸 결과다. 시리즈 F까지 진행됐을 때 살아남은 기업 수는 11%에 불과했지만 살아남은 자본은 40%에 가까웠다.

[그림36]은 딜의 평균 주기를 7년으로, 각 시리즈의 딜이 1년 반마다 이뤄졌다고 가정 한 뒤 2014년부터 실제 배수를 적용했을 때 산출된 수익률이다. 시리즈 C까지 진행됐을 때 밸류는 3.8배로 증가하고 시리즈 E까지 진행되면 8배로 커진다.

실전적 벤처 투자,  
통념과 다르다

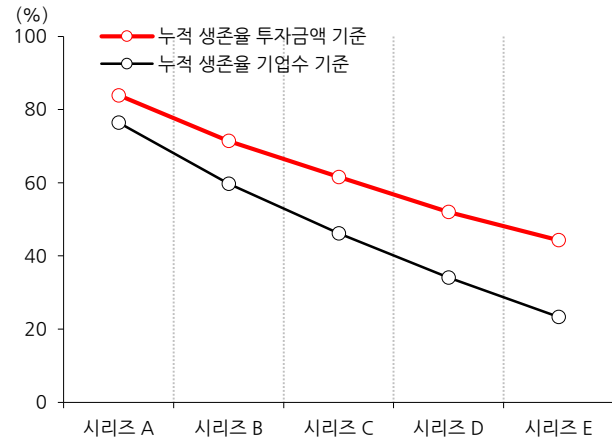
벤처 투자에 대한 통념이 있다. 초기 기업 여러 곳에 나눠 투자하면 그들 중 성장성이 높은 소수가 대박을 터트리고 나머지의 손실을 만회하고도 남는다는 것이다. 그러나 실제 벤처 투자의 수익은 철저한 리스크 관리를 통해 성공 확률을 높이고 리스크 대비 낮은 밸류에이션에 더 많은 금액을 투자하는 과정을 거쳐야만 증가한다.

[그림33] 자본 실패율, 기업 실패율보다 낮아



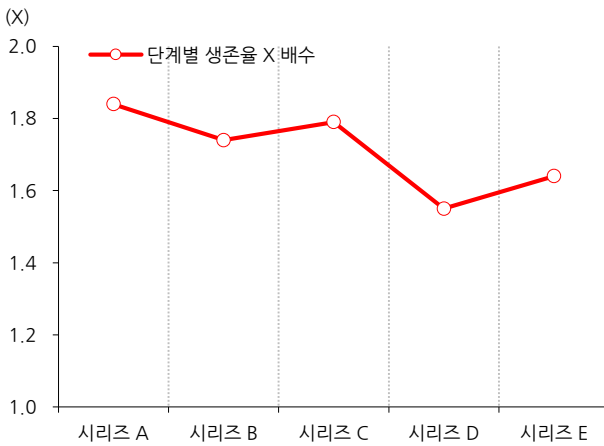
자료: NVCA, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 시리즈 E까지 누적 생존율, 20%p 차



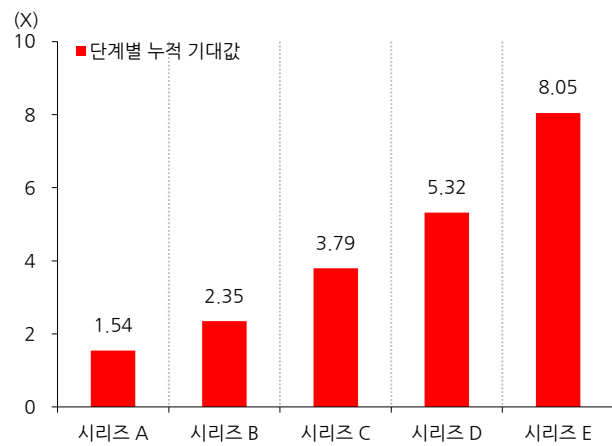
자료: NVCA, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 생존을 감안한 배수, 전단계에서 1 상회



자료: NVCA, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 팔로온으로 시리즈 C서 3.8배 시리즈 E서 8배



자료: NVCA, 한화투자증권 리서치센터

## 7. '불확실성의 시대'의 투자

불확실성의 시대  
대박을 놓치는  
리스크를 경계

2022년에도 우리는 불확실성의 시대를 살게 될 것이다. 꼭 투자가 아니어도 어떤 분야에서든 네다섯 가지를 시도하면 그 중 하나가 성공할까말까하는 삶이 계속될 것이다.

실패할 확률 70~80%, 틀리면 0, 맞으면 대박. 앞으로도 우리는 이런 사전 확률을 안고 투자의 세계에서 살아남아야 한다.

*“실패는 일상이다. 작은 실패를 계속해야 한다. 리스크는 실패하는 것이 아니다. 대박을 놓치는 것이다”*는 말은 불확실성의 시대에 투자자가 가져야 할 새로운 기준을 제시한다.

---

**[ Compliance Notice ]**

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

---

**◎ MSCI**

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are service marks of MSCI and its affiliates.

---

**◎ GICS**

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.

---