

20180416

S K  
I N D U S T R Y  
A N A L Y S I S

**시황스몰캡**

**문재인 정부 Chapter 2.  
정부정책의 역사에서 찾는 투자전략**

시황. 하인환, 3773-8887

스몰캡. 이지훈/나승두, 3773-8880

R.A. 이소중, 3773-9953



# SK INDUSTRY Analysis



**Analyst**  
**하인환**  
inhwan.ha@sk.com  
02-3773-8887



**Analyst**  
**이지훈**  
sa75you@sk.com  
02-3773-8880



**Analyst**  
**나승두**  
nsdoo@sk.com  
02-3773-8891

## Contents

2018-04-16

### Summary

문재인 정부가 출범한 지 만 1 년이 되어가고 있습니다.  
그런데 왜 지금, 정부의 정책을 봐야 할까요?

정부 정책에는 방향성 제시, 구체화, 추가, 보완, 마무리에 따른 5 단계 Cycle 이 존재합니다.  
정부 출범 후 1 년이 지난 지금은 두 번째 Cycle 에 진입하고 있으며,  
정부 정책이 본격화되고 정책의 효과가 나타나기 시작하는 시기입니다.

역대 정부들의 정책과 비교한 결과,  
문재인 정부의 두 번째 Cycle 에서 세 가지가 기대됩니다.

첫째, 코스닥 시장 활성화 정책  
둘째, 신산업, 특히 스마트 산업에 대한 정부의 지원  
셋째, 역대 정부 정책의 메가트렌드인 관광/문화/콘텐츠 산업 육성

코스닥 활성화, 그리고 신산업 및 관광/문화/콘텐츠 산업에 대한 정부의 의지는  
정부 정책 두 번째 Cycle 에 진입한 지금부터 본격화 될 것으로 예상됩니다.

### 기업분석

셀바스 AI	열매가 맺힐 시기
에스트래픽	스마트 교통 인프라 선두주자
디티앤씨	실적개선 본격화
스튜디오드래곤	글로벌 역량이 강화되고 있다
파라다이스	봄이 왔다
오로라	미국/유럽이 인정한 콘텐츠 파워
덕스터	영화 '신과 함께'의 흥행은 빙산의 일각일 뿐

## 1. 왜 지금 정부 정책을 봐야 할까?

### 1. 정부 정책의 5 단계 Cycle, 문재인 정부 2 년차 Cycle 진입

정부가 출범한 지 1 년이나 지난 지금, 왜 정부 정책을 봐야 하는가?

① 정부 정책은 5 단계 Cycle 형성(1 년차 방향제시, 2 년차 본격화 등). 현재 정책이 본격화되는 2 년차 돌입

① 대통령 5 년 단임제라는 특성에 근거, 정부정책에 대한 기대감으로 인해 5 년 동안 정책 Cycle 을 형성한다. 즉, 1 년차 때 정부 정책의 방향성만 제시되고, 2 년차 때는 정부 정책이 본격화되며, 3 년차부터는 기존 정책에 대한 보완이나 추가가 진행되는데, 이에 따라 사회 전반에 미치는 영향이 달라지기 때문이다.

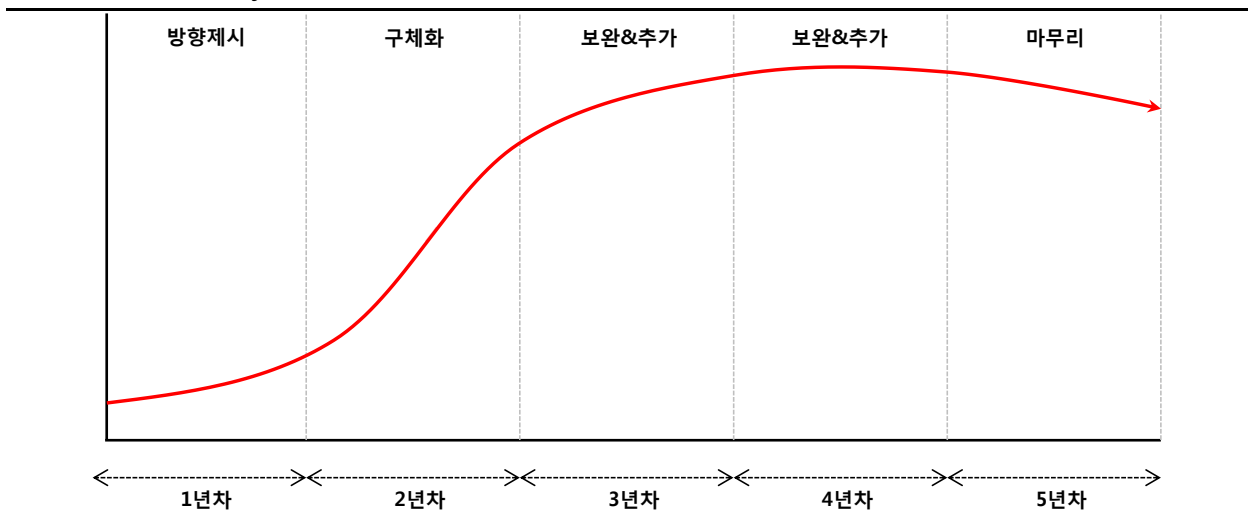
② 정권 2 년차 때 시기적으로 주식시장 수익률이 가장 높은 현상 반복

② 정부 정책 Cycle 상 2 년차 때 나타나는 특이한 현상 중 하나는 주식시장의 수익률이 시기적으로 가장 높다는 점이다. 이는 우리나라에서만 나타나는 현상이 아니라, 미국에서도 나타나는 현상이라는 점에서 주목할 만하다.

③ 정책이 구체화된 현시점에서 역대 정부의 정책과 비교를 통해 향후 주목해야 할 정책이 무엇인지 판단 가능

③ 한층 구체화된 현제가 문재인 정부가 추진 중인 정책들을 역대 정부들의 정책과 비교함으로써, 향후 어떤 정책에 관심을 가져야 할 지 판단할 수 있는 시점이라 할 수 있다. 즉, 역대 정부들을 진보와 보수 관점에서 구분하여 역대 정부들의 정책에서 나타나는 메가트렌드는 무엇인지 파악하고, 노무현 정부의 유사성에 대해서도 살펴봄으로써 향후 정책의 중심이 어디로 흘러갈지 생각해 볼 수 있는 시점이다.

그림 1. 정부 정책의 5 단계 Cycle



자료 : SK 증권

## 2. 집권 2 년차는 시기적으로 주식시장 수익률이 가장 높은 시기

국내 증시(코스피와 코스닥)와 미국 증시(S&P500 과 다우존스)에서 새 정부 출범 후 2 년차 때 주식시장이 가장 높은 수익률 기록

앞서 지적했듯 정부정책과 관련해서 주식시장에서는 특이한 현상이 발견된다. 정책이 본격화되는 2 년차에 코스피와 코스닥이 모든 집권기간 중 가장 높은 수익률을 기록했다는 점이다. 물론 시기에 따라 편차가 있고 항상 높은 수익률을 기록했던 것은 아니다. 하지만 코스피와 코스닥에서 공통적으로 나타나는 현상은 상당히 흥미롭다고 판단한다.

놀라운 것은 집권 2 년차에 주식시장 수익률이 가장 높게 나타나는 현상이 비단 우리나라에서만 발견되는 것이 아니라는 점이다. 미국 주식시장(다우존스, S&P500)의 대통령 집권 연차별 수익률과 변동성을 보면, 2 년차 때의 수익률이 가장 높으며 변동성도 낮은 수준이다. 그리고 1 년차와 3 년차의 수익률이 다음으로 높고, 임기 마지막 해에는 수익률이 가장 낮은 것으로 측정된다.

그림 2 정권별/연차별 코스피 수익률

	1년차	2년차	3년차	4년차	5년차
노태우	35.7	-0.1	-28.6	9.3	-4.0
김영삼	44.7	-3.6	-4.4	-22.8	-16.9
김대중	2.5	59.7	-34.1	21.3	-20.3
노무현	43.4	8.9	49.0	0.5	18.2
이명박	-28.9	38.2	29.0	-5.4	-0.1
박근혜	-0.8	0.4	-1.3	8.1	9.1
평균 수익률	16.1	17.2	1.6	1.8	-2.3

그림 3. 정권별/연차별 코스닥 수익률

	1년차	2년차	3년차	4년차	5년차
노태우					
김영삼					-14.6
김대중	-23.0	150.3	-58.4	-8.1	-42.9
노무현	1.7	7.1	39.9	-11.9	5.2
이명박	-40.4	37.6	4.5	-1.0	-3.1
박근혜	2.4	14.8	15.9	-9.0	3.0
평균 수익률	-14.8	52.5	0.5	-7.5	-10.5

주 1) 연차는 취임일로부터 365 일 단위로 계산

자료 : Bloomberg, SK 증권

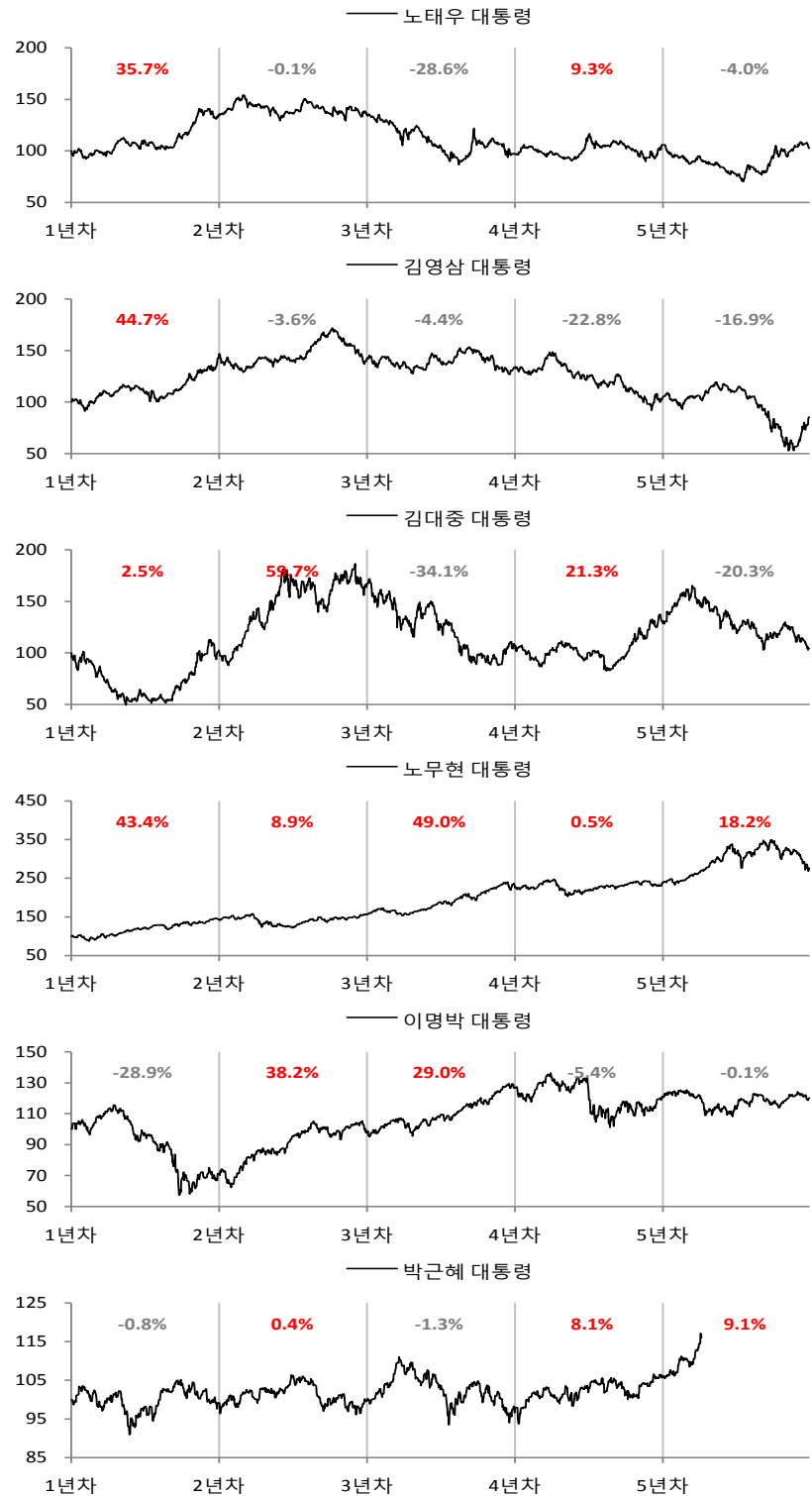
그림 4. 미국 정권별/연차별 주식시장 수익률

다우존스	평균 수익률	변동성	수익/변동성	지미 카터	로널드 레이건		조지 부시	빌 클린턴		조지 부시		버락 오바마	
1년차	9.8	17.5	0.56	-19.0	-11.0	24.6	19.8	20.0	15.0	-7.7	1.9	33.4	20.6
2년차	11.2	14.5	0.77	7.8	26.6	37.6	-1.2	-0.6	18.6	-12.1	17.8	11.5	6.4
3년차	10.5	15.5	0.68	3.5	17.6	-10.7	22.9	34.0	21.6	22.6	-3.7	7.6	-10.0
4년차	5.5	18.1	0.30	12.0	-2.5	19.2	0.1	31.8	-6.7	0.1	-31.6	7.3	25.2

S&P500	평균 수익률	변동성	수익/변동성	지미 카터	로널드 레이건		조지 부시	빌 클린턴		조지 부시		버락 오바마	
1년차	10.6	19.2	0.55	-12.7	-12.4	21.1	18.3	9.6	26.0	-16.0	7.3	41.3	23.7
2년차	10.8	15.7	0.69	11.0	26.9	29.6	-2.0	-2.1	28.4	-20.0	13.4	12.5	10.0
3년차	10.1	15.2	0.66	11.3	13.6	-9.8	25.3	31.6	15.0	26.3	-7.4	2.7	-8.1
4년차	6.9	18.4	0.38	21.0	3.1	18.2	4.5	26.9	-7.1	4.0	-35.8	13.0	21.7

자료 : Bloomberg, SK 증권

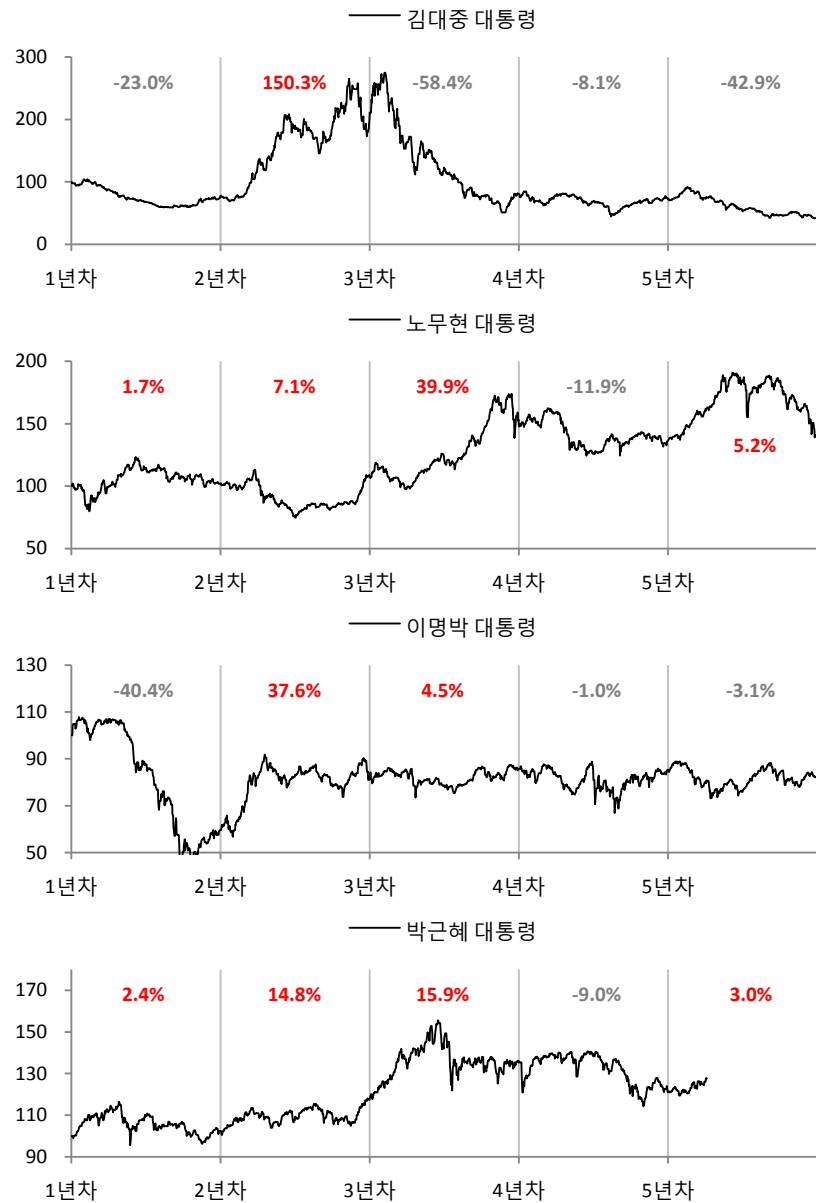
그림 5. 각 정권별/연차별 코스피 추이



주1) 임기 첫 날 = 100 기준

자료 : SK 증권

그림 6. 각 정권별/연차별 코스닥 추이



주1) 임기 첫 날 = 100 기준

자료 : SK 증권

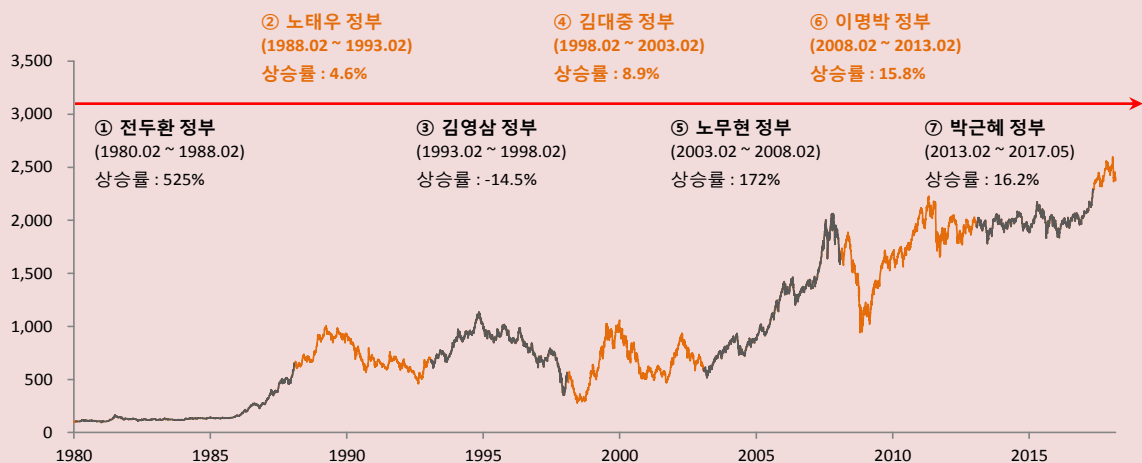
## 역대 정부별 코스피 / 코스닥 흐름

역대 대통령들이 집권했을 당시에 국내 증시 흐름은 어땠을까?

상승률 측면에서 볼 때 코스피 지수는 전두환 정부 때 3저 호황에 힘입어 525% 상승하며 정권별 1위를 기록했다. 두 번째는 노무현 정부인데, 당시 코스피지수는 글로벌 증시 상승 트렌드 및 국내 펀드 열풍과 함께 172% 상승한 바 있다. 반면, 김영삼 정부 때에는 외환위기가 발생하면서 유일하게 마이너스 수익률을 기록했다.

한편, 김영삼 정부 시절 열린 코스닥 시장은 노무현 정부 때 38.9% 상승했으며, 박근혜 정부에서는 중국 관련주 강세 및 바이오주 강세 영향으로 28.2% 상승했다. 반면 김대중 정부 때는 닷컴버블로 인해 -57% 급락했으며, 이명박 정부 때는 글로벌 금융위기로 인해 -21.1% 하락했다.

### 1. 코스피



### 2. 코스닥



## II. 역대 정부의 정책과 이를 통해 본 문재인 정부의 정책

지금부터는 역대 정부의 2 년차 정책을 경제, 산업, 금융 등으로 구분해서 살펴봄으로써 현정부 정책이 갖는 시사점을 도출해 보기로 하자.

\* 각 정부 별 자세한 정책 내용은 Appendix 참조

### 1. 역대 정부의 주요 정책

역대 정부의 주요 정책을 경제, 산업, 금융으로 나눠 가장 대표적인 것만 정리하면 아래의 표와 같다. 그렇다면 2 년차에는 각각 어떤 정책이 나왔을까?

표 1 역대 정부의 핵심 정책(경제 / 산업 / 금융)

	경제 정책	산업 정책	금융 정책
전두환 대통령	3 저 호황 시기 물가안정, 수출촉진, 투자활성화	중화학 공업 정책 수입자유화(수입관세 인하)	자본시장 육성 초기 단계 (주식 장외시장 개설)
노태우 대통령	경제활성화 종합대책 3 저 호황 퇴조(배경), 수출촉진	신국제공항 건설 경부고속전철 건설	자본시장 국제화 (외국인 투자 확대)
김영삼 대통령	‘신경제’ 개념 도입(정부+민간) 중국과의 국교 정상화	기업활동 규제 완화	자본시장 개방정책(외국인 주식투자 제한도 확대, 코스닥시장 설립)
김대중 대통령	IMF 직후 구조조정 재벌개혁 5 대 원칙	중소기업 지원 정책 전자상거래 활성화	외화시장 발전 정책 외환시장 중장기 발전전략(2002)
노무현 대통령	지속가능한 발전 경기회복→경기활력 제고	서비스업 육성 10 대 차세대성장동력	금융시장 활성화 정책 동북아 금융허브(자산운용업)
이명박 대통령	MB 노믹스 금융위기 후 위기관리	한국형 뉴딜정책(4 대강 사업) 녹색산업과 신성장 서비스업	-
박근혜 대통령	창조경제 내수·수출 회복	13 대 미래성장동력 핀테크 지원, 서비스업 지원	배당확대 정책 대체투자 활성화
문재인 대통령	일자리 중심 정책 소득주도 성장 정책	8 대 핵심 선도사업 13 대 혁신성장동력	코스닥 시장 활성화 방안 (KRX300, 코스닥벤처펀드)

자료 : SK 증권



## 1) 노무현 정부(2003.02~2008.02)의 주요 정책과 업종 주가 흐름

① 금융시장 활성화 정책. 역대 정부들과는 달리, 참여정부는 코스피 지수 상승에 직접적인 영향을 미치는 정책 추진

② 주 5일제 실시와 그에 따른 여가수요 흡수 위한 관광/레저산업 활성화

③ 신산업 육성. 10대 차세대성장동력으로 대표되는 산업 정책은 신산업 육성 정책

노무현 정부의 2년차 정책에서는 3가지 부분이 주목할 만하다. 첫번째는 금융시장 활성화 정책인데, 연기금의 주식투자규모를 확대하고, 동북아 금융허브 전략 추진의 일환으로 자산운용업을 육성하는 내용이다. 두번째는 주 5일제 실시와 그에 따른 여가수요 흡수를 위해 관광/레저산업을 활성화하는 내용이다. 세번째는 신산업을 지원하는 정책으로, 10대 차세대성장동력을 규정 및 육성하는 내용이다. 10대 차세대성장동력에는 지능형로봇, 미래형자동차, 차세대전지, 디스플레이, 차세대반도체, 디지털 TV, 차세대 이동통신, 지능형 홈네트워크, 디지털 콘텐츠 및 SW 솔루션, 바이오 등이 포함된다.

특히 금융시장 활성화 정책이 눈에 띈다. 과거 정부들이 금융 정책으로는 자본시장 개방과 같은 정책에 중점을 뒀던 것과는 달리, 노무현 정부에서는 직접적으로 주식시장을 부양하는 정책을 추진했다는 점을 주목할 만하다.

그림 7. 서비스산업 육성 수혜 업종 : 관광·레저산업



자료 : Quantwise, SK 증권

그림 8. 10대 차세대성장동력 수혜 업종 : 헬스케어



자료 : Quantwise, SK 증권

그림 9. 10대 차세대성장동력 수혜 업종 : SW 솔루션 등



자료 : Quantwise, SK 증권

그림 10. 10대 차세대성장동력 수혜 업종 : 디지털 콘텐츠



자료 : Quantwise, SK 증권

## 2) 이명박 정부(2008.02~2013.02)의 주요 정책과 업종 주가 흐름

① SOC 투자확대. 전통산업에 대한  
지원 강화는 보수정권의  
경제철학(낙수효과 지향)과 관련

이명박 정부의 2년차 정책에서도 3 가지 부분이 주목할 만하다. 첫번째는 ‘4 대강 사업’으로 알려진 SOC 투자확대이며, 동정책은 ‘한국형 뉴딜사업’이라고 불리며 금융위기 이후 한국 경제를 살리기 위한 대책으로 추진되었다. 두번째는 신성장산업을 육성하는 정책인데, 중국·일본 등 주요 타겟시장별 맞춤형 관광객을 유치하고 한국적 특성의 명품 콘텐츠 개발을 지원하는 내용이다. 세번째는 녹색산업 성장을 지원하는 정책인데, 반도체/철강/자동차 등 주력 산업과 녹색기술을 결합한다는 내용이다.

② 신산업 육성. 관광객 유치 및  
한국적 특성의 명품 콘텐츠 개발  
지원③ 녹색산업 성장 지원,  
반도체/철강/자동차 등 주력산업과  
녹색기술 결합

이명박 정부 정책에서 눈에 띄는 부분은 SOC 투자를 확대한 것인데, 전통산업에 대한 지원을 강화했다는 점이 주목할 만하다. 이와 관련해서는 후술할 보수정권의 경제철학(낙수효과 지향)과 연관지어 생각해 볼 수 있는 부분이다.

그림 11. 서비스산업 육성 수혜 업종 : 관광·레저산업



자료 : Quantiwise, SK 증권

그림 12. 4대강 사업 수혜 업종 : 건설



자료 : Quantiwise, SK 증권

그림 13. 녹색산업 성장 수혜 업종 : 반도체 - 녹색기술과 결합



자료 : Quantiwise, SK 증권

그림 14. 녹색산업 성장 수혜 업종 : 자동차 - 녹색기술과 결합



자료 : Quantiwise, SK 증권

## 3) 박근혜 정부(2013.02~2017.05)의 주요 정책과 업종 주가 흐름

## ① 창조경제 추진.

SW/영화/게임/관광/컨설팅 등  
신성장동력 발굴

② 서비스산업 육성. 국내 관광  
활성화 방안

## ③ 바이오/제약 등 신성장산업 육성

④ 보수정권이 낙수효과를 위해  
전통산업을 지원하는 것과는 달리  
신산업 육성에 집중한 점이 특이

마지막으로 박근혜 정부의 2 년차 정책에서도 3 가지 부분을 살펴보고자 한다. 첫번째는 ‘창조경제’를 추진하면서 SW/영화/게임/관광/컨설팅 등 신성장동력을 발굴하는 정책에 집중했다. 두번째는 서비스업을 육성하는 정책인데, 보건/의료/교육/소프트웨어 등을 지원하고 국내 관광 활성화 방안을 마련하는 내용이다. 세번째는 바이오/제약/신재생 에너지 등 신성장 산업을 육성하는 정책을 추진했다.

박근혜 정부 정책에서 특이한 점은 일반적으로 보수정권이 전통산업을 중점적으로 육성하는 것과는 달리 신산업 육성에 집중했다는 점이다. 이와 관련해서는 후술할 보수정권의 경제철학(낙수효과)을 참고할 수 있다.

그림 15. 서비스산업 육성 수혜 업종 : 관광·레저산업



자료 : Quantiwise, SK 증권

그림 16. 신성장 산업 수혜 업종 : 헬스케어



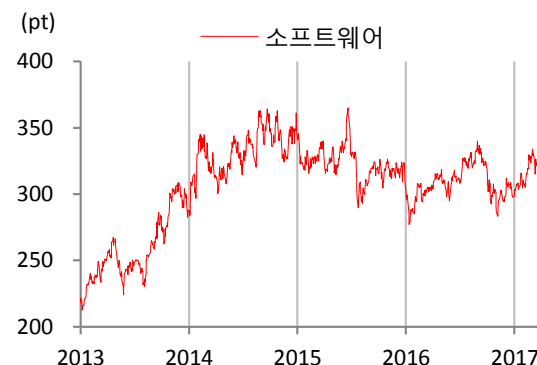
자료 : Quantiwise, SK 증권

그림 17. 창조경제 수혜 업종 : 미디어



자료 : Quantiwise, SK 증권

그림 18. 창조경제 수혜 업종 : 소프트웨어



자료 : Quantiwise, SK 증권

## 2. 역대 정부 정책에서 발견되는 시그널

그렇다면 역대 정부의 정책들에서 발견되는 공통점과 차이점은 무엇이고, 어떤 점들이 현재 정부의 정책에 시사점이 있을까?

- ① **역대 정부정책에 공통적으로 포함되는 내용. '메가트렌드' 산업에 대한 육성**  
→ 관광/문화/콘텐츠 산업

1) 일단 역대 정부 정책에 공통적으로 포함되는 내용을 주목할 필요가 있다. 역대 정부들에서 공통적으로 추진하는 정책이 있을 경우 해당 정책은 '메가트렌드'를 따르는 것일 가능성이 크고, 따라서 지속적으로 관심이 집중될 정책일 것이기 때문이다.

이런 관점에서 문재인 정부와 역대 정부들에서 공통적으로 추진하는 정책 중 눈에 띄는 것은 관광/문화/콘텐츠 산업에 대한 지원이다. 흔히 한류로 대표되는 이러한 빅트렌드는 해당 산업뿐만 아니라 국가 경쟁력 제고에도 도움이 되는 산업으로 인식되기 때문에 정부에서는 관심을 가질 수밖에 없다. 특히 해당사업은 제조업 중심의 산업구조를 고도화한다는 관점에서도 계속 관심의 중심에 서 있을 것이다.

- ② **진보와 보수의 차이**  
→ 보수정권은 전통산업 육성  
→ 진보정권은 신산업 육성

2) 진보와 보수의 차이에서 발견되는 정책이다. 물론 진보 vs 보수 라는 구분이 흑백논리처럼 보일 수도 있다. 하지만 주요 정책들을 살펴보면 정권별로 분명한 차이점을 발견할 수 있다.

이런 관점에서 보면 과거 우리나라 보면 보수 정권은 전통산업을, 진보 정권은 신산업을 중점적으로 육성하는 경향을 발견할 수 있다. 물론 글로벌 트렌드로 인해 보수정권에서도 신산업을 지원하는 모습이 나타난다. 하지만 추진이나 지원의 강도 측면에서 진보정권과 보수정권 하의 산업 정책에는 인지할 만한 차이가 발견된다.

- ③ **참여정부와 현정부의 유사성**  
→ 금융시장 활성화 vs 코스닥 활성화

3) 세 번째는 노무현 정부와 현정부의 유사성에 기반한 정책들이다. 문재인 대통령은 노무현 대통령과 함께 정치 활동을 했던 동반자이기 때문에, 정책이 유사할 가능성이 높고 실제로도 그러한 경향을 보이고 있다.

진보적 성향이라는 공통점 하에서, 두 전현직 대통령들이 갖는 정책의 방향성에 대한 공통된/차별화된 전략이 어떤 것들이 있을지 생각해 볼 수 있을 것이다.

## 1) 시그널 1. 낙수효과와 분수효과 - 정치 성향이 결정하는 경제 정책

앞서 지적한 두 번째 시사점, 즉 정치 성향의 관점에서 정책의 차이를 조금 더 자세히 살펴보자.

국제 경쟁력을 가진 기업이 없었던  
과거에 소수의 대기업들 위주로  
성장을 추진해 부의 확산이  
이루어지도록 했던 보수정권

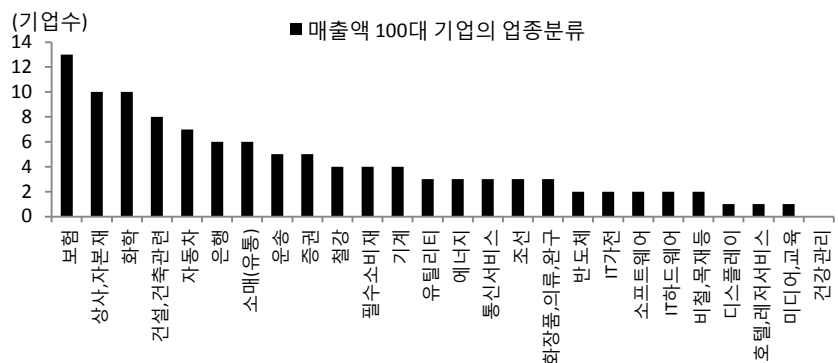
따라서 보수정권은 전통산업 육성을  
통한 낙수효과를 지향하는 성향을  
보임

정부 성향을 바탕으로 경제 정책 방향성을 구분하는 방법 중 하나로 성장의 주도권을 어디에 두는가를 살펴볼 수 있다. 이러한 점에서 보면 과거 우리나라 보수정권은 대기업 위주의 성장을 통해 부의 확산이 이루어지는 낙수효과를 지향하고, 진보정권은 중소기업 위주의 성장 또는 성장보다는 분배에 초점을 맞춰 균형적으로 부의 확산이 이루어지도록 하는 분수효과를 지향해 온 것으로 볼 수 있다.

사실 보수 정권이 낙수효과를 지향하기 시작한 것은 박정희 대통령 시기로 거슬러 올라간다. 당시 정부는 삼성, 현대 등 소수의 대기업들 위주로 성장을 추진해 부의 확산이 이루어지도록 했다. 국제 경쟁력을 가진 기업이 없는 상태에서 정부가 일부 기업의 경쟁력을 끌어올릴 필요가 있었기 때문이다. 그리고 이러한 흐름은 지속되어서 전두환 대통령, 노태우 대통령으로 이어졌고, 앞서 심층적으로 분석했던 이명박 대통령과 박근혜 대통령 집권 시기에도 낙수효과를 지향하는 경향이 나타났다.

하지만 이러한 경제 정책이 오랜 기간 이어진 결과, 부가 일부 산업 및 계층에 집중되는 현상이 나타났다. 현재 코스피와 코스닥에 상장된 기업들 중 매출액 순위 100 대 기업에 속한 기업들을 업종별로 분류해 보면, 금융, 소재, 자동차, 유통, 에너지 등 대부분 전통산업이 포진해 있음을 알 수 있다. 100 대 기업 중 헬스케어 산업의 기업은 단 한 개의 기업도 포함되지 않았으며, 우리가 흔히 'FAANG'으로 부르는 4 차 산업혁명 관련 미국 기업과 유사한 기업은 NAVER 정도에 불과하다.

그림 19. 매출액 100 대 기업의 업종분류(17.3Q 매출액 기준) - 신성장 산업의 기업은 몇 개일까?



**진보정권은 부의 재분배가 제대로 이뤄지고 있는가에 대한 의문 제기.**

**신산업 육성을 통해 부의 재분배 문제를 극복, 따라서 진보정권은 신산업 육성을 통한 분수효과를 지향하는 성향을 보임**

따라서 진보 정권은 이러한 경제구조에 대해 반박하며, 과연 성장 주도의 경제정책이 부의 재분배로 이어지는가에 대해 의문을 제기한다. 결국 진보정권의 정책 중심은 이러한 의문을 해결하는 방향에 맞춰지는 것이다.

실제로 낙수효과와 분수효과라는 경제 철학적 차이는 역대 정부별 중점 산업 정책을 통해 드러나는데, 보수 정권은 전통적인 산업 또는 대기업 중심의 경제 정책을 추진하는 경향이 있는 반면 진보 정권은 신산업을 지원하는 경제 정책을 추진하는 경향이 있다.

물론 글로벌 경제가 변화하면서 점점 이러한 이분법적인 경계가 모호해지고 있는 것은 사실이다. 이명박 전 대통령 정부 하에서는 4 차 산업혁명을 정부정책으로 내세운 바 있으며, 박근혜 정부의 산업 정책 역시 신산업에 초점을 맞추면서 보수보다는 진보 정권과 유사한 모습을 보였다.

글로벌 경제가 변화하면서 보수와 진보의 차이로 인해 드러나는 산업 정책의 경계가 모호해지고 있는 상황에서, 신산업을 산업 정책의 중심에 두는 진보정권의 집권은 신산업에 대한 지원을 더욱 강화하는 형태로 이어질 가능성이 높다.

## 2) 시그널 2. 참여정부와 현정부의 정책 평행이론

### ① 참여 정부의 정책을 통해 현정부의 정책 방향성을 확인할 수 있는 이유

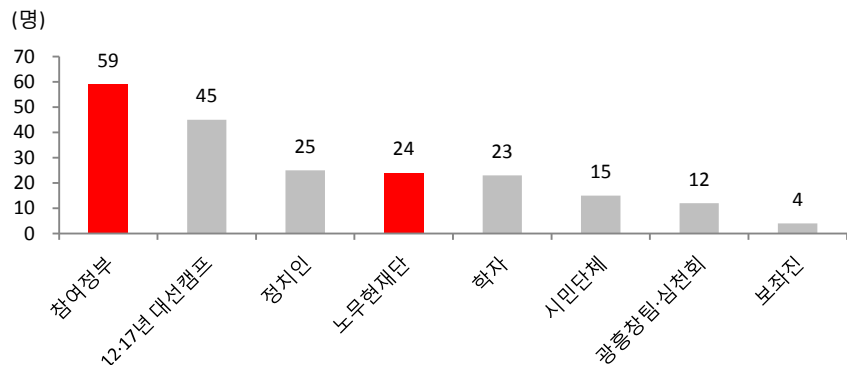
문재인 대통령은 참여정부 시절  
민정수석 역임. 또한 현정부 핵심  
인사 중 상당수가 참여정부 또는  
노무현 재단 출신. 현정부의 정책  
성향이 참여정부와 유사할 수밖에  
없는 이유

한편, 문재인 정부의 정책을 분석할 때 빠질 수 없는 것이 참여정부와의 비교이다. 이  
유는 자명하다. 문재인 대통령 그 자신이 참여정부 시절 민정수석을 역임한 바 있으며,  
문재인 정부의 핵심 인사들 중 참여정부 또는 노무현 대통령과 관련된 인물들이 상당  
수 포함돼 있기 때문이다.

[그림 20]이 위의 사실을 뒷받침하는 근거이다. 문재인 대통령 취임 후 한겨레신문에서  
정부 핵심인사들을 분석할 자료에 따르면, 참여정부 때의 인사가 가장 높은 비중을 차  
지했고 노무현 재단 출신 인물들도 상당수 포함돼 있다.

정책을 추진하는 담당자들이 비슷하다면, 정책의 방향성도 비슷하지 않을까? 노무현  
정부의 정책을 분석함으로써 현 정부의 정책이 어떻게 전개될지 예상해 볼 수 있을 것  
이라고 판단한 이유이다.

그림 20. 문재인 정부 핵심 인사 그룹화



자료 : 한겨레신문(2017.08.16), SK 증권

## ② 참여정부와 문재인 정부의 정책 공통점

그렇다면 지금까지 공개된 문재인 정부의 정책과, 노무현 정부의 정책은 실제로 어떤 공통점과 유사점이 있을까? Appendix 에 있는 노무현 대통령과 문재인 대통령의 정책을 비교해 보면, 큰 틀과 세부적인 정책들에서 모두 상당한 유사성이 발견된다.

### ① 신산업 육성 정책

일단, 앞서 언급했던 신산업을 육성하는 정책이 첫 번째 공통점이라 할 수 있다. 노무현 정부에서는 『10 세대 차세대성장동력』이라는 이름으로 신산업 분야를 육성하려는 의지를 보였고, 문재인 정부에서는 『8 대 핵심선도사업』과 『13 대 혁신성장동력』이라는 이름으로 신산업 분야를 육성하고 있다.

### ② 최저임금 인상 및 여가시간 확대 정책. 이를 바탕으로한 관광·레저 산업 활성화

둘째, 최저임금 인상 및 여가시간 확대 정책에서도 공통점이 발견된다. 과거 노무현 대통령은 주 5 일제를 시행(2003 년 8 월 29 일, 주 5 일 근무제 시행을 위한 근로기준법 개정안)했고, 이를 바탕으로 관광·레저 산업 활성화를 추진했다. 그리고 지금 문재인 대통령은 ‘주 52 시간 근무제’를 시행해 근로자들의 여가 시간 확보를 추진하고 있고, 관련하여 관광·레저 산업 활성화를 추진하고 있는 상황이다.

### ③ 금융시장 활성화 정책

셋째, 금융시장 활성화 정책도 공통적인 부분이다. 과거의 다른 정부들이 금융시장과 관련해서는 자본시장 개방, 증시 안정화와 같은 부분에 중점을 뒀던 반면, 노무현 정부는 자산운용업 활성화를 통해 증시 부양을 추구했다. 그리고 문재인 정부는 코스닥 활성화 정책에 집중하고 있으며, KRX300 지수 도입과 코스닥 벤처펀드 출시 등이 진행된 상황이다.

여기에서는 대표적으로 경제 및 금융시장과 관련해서 위와 같은 공통점들을 찾아 보았지만, 사실 정치 및 사회 분야 등 다방면에서 노무현 정부와 문재인 정부의 정책은 상당한 유사성을 갖고 있다. 이 역시 노무현 정부의 정책 흐름을 통해 문재인 정부의 정책 흐름을 어느 정도 예상해 볼 수 있을 것이라고 기대하는 이유이다.



### 3. 향후 주목해야 할 정책

#### 1) 2018 년 경제정책방향에 공시된 정책 예정사항

앞선 논의를 바탕으로 향후 주목해야 할 정책을 가늠해보자.

[표 2]는 2018 년 경제정책방향에서 발표한 정책 관련, 세부적인 정책 추진 계획이 발표되는 일정을 정리한 것이다. 2018 년 1 분기가 지나고 2~4 분기가 남은 지금, 경제 및 금융과 관련해서 주목해 볼 만한 정책들을 정리했다. 1 분기에 굵직한 정책들이 다수 발표 및 시행되고 있지만, 남은 2~4 분기에도 주요 정책들과 관련한 세부 계획 발표가 다수 예정되어 있다. 이제 이들 정책의 현실성을 파악하고, 가시적인 성과로 이어질 가능성을 바탕으로 주목해야 할 정책을 찾아보자.

표 2. 2018 년 2~4 분기 중 예정된 주요 정책

과제내용	추진계획	예상 발표 시기
코스닥 시장 활성화	연기금 차익거래 세제유인 제공안 마련	하반기
	테슬라 상장제도 개선	상반기
금융혁신 3 중 세트	혁신·신산업 중심 정책금융 개편안 마련	하반기
사회·문화 혁신	콘텐츠 산업 진흥 기본계획 마련	상반기
	지역별 방한 관광 고급화 전략 마련	상반기
	교육용 오픈마켓 구축	하반기
	공공목적 보건의료 빅데이터 활용기반 구축 추진	상반기
	지능형 전자정부 중장기 로드맵 마련	7 월
농축수산업 혁신 3 대 패키지	스마트팜 혁신밸리 조성계획 마련 및 스마트 육상양식단지 조성 추진	상반기
서비스업 혁신	스마트 해상물류 구축전략 마련	상반기
	지능형 스마트홈 융합서비스 개발	4 월

자료 : 「2018 년 경제정책방향」 中, SK 증권

## 2) 역대 정부와의 비교를 통해 주목해야 할 정책

2018 년 경제정책방향에 공시된 정책 예정사항과 역대 정부의 정책들과 비교를 통한 분석으로 문재인 정부에서 주목해야 할 정책은 크게 3 가지라고 판단한다.

### ① 금융시장 활성화 정책 - 실제 수급으로 반영된 시기는 정부 출범 후 2 년차

참여정부 시절 코스피 상승 랠리를 주도한 것은 '기관' 자금. 당시 금융시장 활성화 정책의 일환이었던 '연기금 주식투자규모 확대' 및 '자산운용업 육성' 등이 배경.

당시 기관이 순매수로 전환하며 상승 랠리를 이끈 것은 집권 2 년차인 2004 년 중반

첫째, 노무현 정부의 금융시장 활성화 정책과 맥을 같이하는 문재인 정부의 코스닥 시장 활성화 정책에 주목할 필요가 있다. 돌이켜보면, 노무현 대통령 집권 시기인 2003 년~2008 년 글로벌 증시 랠리와 함께 국내 증시도 상승 랠리를 보인 바 있다. 그런데 국내 증시 상승을 견인했던 수급 주체는 특히 기관이었다. 글로벌 증시 흐름도 양호했지만, 노무현 정부의 연기금 주식투자규모 확대 및 동북아 금융허브 전략 추진에 따른 자산운용업 지원, 한국투자공사(KIC) 설립 등이 수급을 뒷받침한 배경이라 할 수 있다.

노무현 정부 초기부터 금융시장 활성화 정책을 추진했음에도 불구하고, 정책이 실제 증시 수급으로 이어지며 주가 상승을 이끈 것은 정책이 본격화하기 시작한 집권 2 년차였다. 당시 기관 순매수를 보면 2004 년 1 분기까지는 오히려 기관이 순매도세를 지속했다. 하지만 정책이 본격적으로 시행되고 자금이동이 나타나면서 기관이 순매수로 돌아섰으며, 이후 계속된 코스피 상승 랠리는 기관이 주도한 결과로 볼 수 있다.

### ② 스마트 산업 지원 정책 - 정부 정책의 중심, 중장기적으로 봐야 할 산업

현정부 산업 정책의 Key Word 는 '스마트'. 진보정권이 분수효과와 신산업을 지향한다는 점에서 가장 기대되는 산업.

2017 년 정책 기대감에 관련주들이 상승세를 보인 바 있으나, 정부가 정책적인 지원을 지속할 것이라는 기대 하에 중장기적으로 봐야 할 산업

분수효과와 신산업이라는 측면에서, 정부가 추진하는 '스마트' 관련 산업에 주목할 필요가 있다. 상반기 중에도 다수의 세부 정책들이 나올 예정인데, 정부가 선정한 핵심선도사업이라는 점에서 지속적으로 지원 방안이 나올 전망이다.

사실 스마트 관련 종목들은 이미 정부 정책 수혜주라는 기대감에 새정부 1 년차부터 상승세를 보인 바 있다. 하지만 최근 증시 하락과 함께 상승폭을 대부분 반납한 상황이다. 따라서 지금부터는 단순히 정책 기대감이 아닌 실제 성과로 이어질 수 있는 가시성에 대한 판단, 즉 '옥석 가리기'가 필요한 시기이다. 2017 년과 같은 전반적인 단기 급등을 기대하기 보다는, 중장기적으로 기대해 볼 수 있는 부문이라고 판단한다.

## ③ 문화·관광·콘텐츠 산업 지원 정책 - 메가트렌드

정부의 정치적 성향을 떠나 모든  
정부가 적극적으로 육성해 온  
메가트렌드 산업

최근 중국과의 정치적 갈등 완화  
기대감은 동산업에 대한 성장  
기대감 확대시키는 요인

정부의 정치적 성향을 떠나 모든 정부가 적극적으로 육성해온 메가트렌드 산업인 문화·관광·콘텐츠 산업에 주목할 필요가 있다. 특히, 동산업은 산업 자체의 성장성도 기대되지만, 다른 산업에 미치는 영향을 고려해 한류 효과는 정부로서도 적극적으로 지원할 수밖에 없는 산업이다.

또한, 최근 중국과의 정치적 관계가 개선되고 있다는 점도 문화·관광·콘텐츠 산업에 직접적인 영향을 줄 수 있는 부분이다. 최근 사드 문제가 불거진 이후 정부는 중국 관광객에 집중된 문제를 개선하고자 『지역별 방한 관광 고급화 전략』을 마련하고 있는데, 만약 중국과의 관계가 개선된다면 정책의 효과는 더욱 커질 수 있을 것이다.

### Ⅲ. 정부 정책의 역사에서 찾는 투자전략

지금까지 정부 정책을 분석한 결과를 가장 핵심적인 단어 3 개로 요약하면, ① 금융시장 활성화(코스닥 시장)와 ② 신산업 육성(스마트 산업), ③ 메가트렌드 산업 육성(관광/문화/콘텐츠 산업)이다. 지금부터는 이 세가지 정책의 세부적 내용과, 각각의 효과에 대해 살펴보고자 한다.

#### 1. 코스닥 활성화 정책, 실제 수급으로 이어지는 시기가 더 중요

##### 1) 참여정부의 금융시장 활성화 정책, 2 년차 때부터 본격적 효과

앞서 지적한 바와 같이 현재 문제인 정부의 코스닥 시장 활성화 정책은 노무현 정부 때 금융시장 활성화 정책을 떠오르게 한다. 노무현 대통령 때 금융시장 활성화 정책의 구체적 내용은 [표 3]과 같으며, 핵심 내용은 ① 연기금 주식투자규모 확대, ② 자산운용업 육성 등으로 요약할 수 있다.

표 3. 노무현 정부 금융시장 활성화 정책

구분		주요 정책	세부 내용
1 년차 (2003)	금융	금융시장 안정	장기 안정적인 주식투자 수요 확충 - 투신 등의 장기간접주식투자 상품에 비과세 혜택 - 자산운용업에 대한 규제 대폭 완화
2 년차 (2004)	금융	금융시장 안정	연기금의 주식투자규모 확대 - 연기금 신규주식투자규모 : 03 년 2.7 조원 → 04 년 3.9 조원 - 국민연금 위탁투자 비중 : 03 년 3.1% → 04 년 10% 동북아 금융허브 전략 추진(7 대 과제 추진) - 자산운용업을 선도산업으로 육성 - 한국투자공사(KIC) 설립
3 년차 (2005)	금융	코스닥 시장 활성화 및 지원	코스닥시장 가격 변동폭 확대(12% → 15%) 코스닥 상장 기업 및 투자자에 대한 세제지원 강화
		동북아 금융허브 달성	자산운용업 중심의 특화 금융허브

자료 : 2003~2005 경제운용방향, SK 증권

참여정부 시절 금융시장 활성화  
정책 추진. 기관이 순매수로  
전환하며 코스피 상승 랠리를  
주도하기 시작한 시점은 정부 출범  
후 1년이 지난 2004년 중반

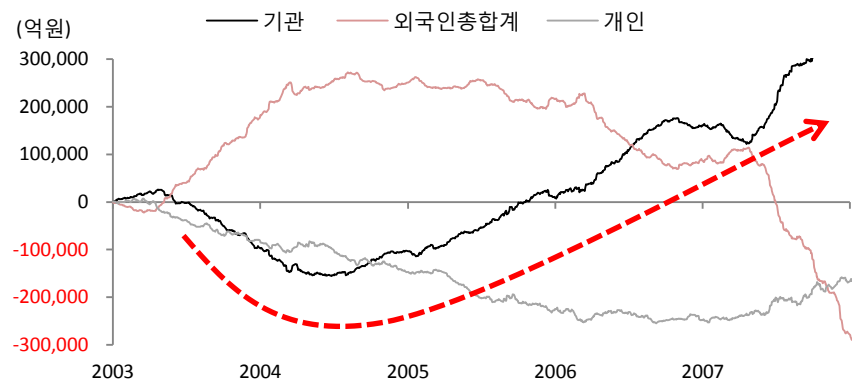
당시 외국인과 개인의 순매도에도  
불구하고 기관이 순매수세를  
지속하면서 2004년부터 코스피  
상승 랠리 주도

사실 1년차 때의 정책안은 '장기 안정적인 주식투자 수요 확충'이라는 방향성만 제시하는 정도였다. 2~3년차 때 연기금의 주식투자규모를 구체적 수치로 제시하고, 한국투자공사 설립(2005년 7월 1일 설립)을 명시하는 등 구체적 방안이 제시되기 시작했다.

그리고 참여정부 때 증시 수급을 살펴보면, 집권 초에는 외국인 순매수가 코스피 상승 랠리를 주도했지만 2004년 중반부터는 외국인과 개인의 순매도에도 불구하고 기관이 순매수세로 전환하면서 코스피 상승을 주도했다. 또한, 2004년 중반부터 세부적으로 보면[그림 22], 국가·지자체, 투신, 연기금이 순매수의 대부분을 차지한 것을 알 수 있다.

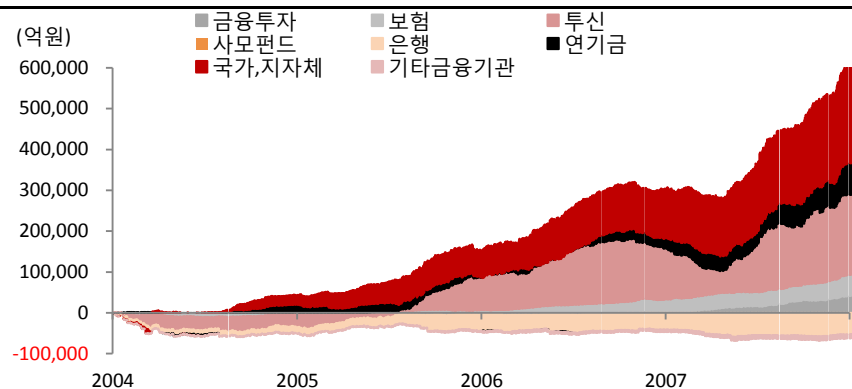
이를 통해 2가지 시사점을 얻을 수 있다. ① 금융시장 활성화 정책은 발표 시기보다는 실제 수급으로 이어지는 단계가 중요하다는 점과 ② 국내 증시에서 외국인의 중요성에 대해 강조하지만, 외국인 수급의 부재에도 기관의 수급 뒷받침으로 강세장이 지속될 수 있다는 점이다. 특히, 코스닥처럼 외국인 비중이 낮은 시장은 그 가능성이 더욱 크다.

그림 21. 2003년~2008년 수급 주체별 코스피 누적 순매수 추이



자료 : Quantiwise, SK 증권

그림 22. 2004년~2008년 기관 수급 세부 분석



자료 : Quantiwise, SK 증권

## 2) 문재인 정부의 코스닥 시장 활성화 - KRX300 과 코스닥 벤처펀드

### ① KRX300 인덱스 펀드와 ETF : 아직 본격적인 자금 유입은 시작되지 않았다.

이번 정부가 내놓은 대표적인 금융시장 활성화 대책은 3 월에 도입된 KRX300 이며, 동지수를 추종하는 인덱스 펀드와 ETF 가 출시되었다.

**KRX300 지수 출시 및 관련  
상품(인덱스펀드와 ETF) 출시된  
상황. 관련 상품의 합계 AUM 은 약  
1 조원 수준까지 증가**

KRX300 은 문재인 정부에서 코스닥 시장 활성화 방안으로 출시한 지수로, 기존의 코스피/코스닥 통합 지수 대비 코스닥의 비중이 높다. KRX300 지수를 추종하는 상품으로는 인덱스 펀드와 ETF 가 대표적인데, 인덱스 펀드의 경우 출시 1 개월이 조금 더 지난 상황에서 약 1,400 억원 가량의 자금이 유입됐으며, ETF 의 경우는 3 월 26 일에 출시한 이후 현재 8,300 억원 가량의 자금이 유입된 상황이다[그림 25, 26].

**다만 정부에서 중점적으로 추진중인  
정책임에도 불구하고, 아직까지  
KRX300 추종 ETF 에 연기금과  
국가·지자체의 매수 활동이  
관측되지 않고 있는 상황**

짧은 기간 내에 상당한 규모의 자금이 유입되고 있지만, KRX300 ETF 를 기준으로 수급 흐름을 봤을 때 아직까지 연기금과 국가·지자체에서의 수급 흐름이 전혀 나타나지 않고 있다는 점이 주목할 만하다[그림 23]. 하지만 KRX300 이 코스닥 활성화 방안을 위해 출시되었다는 점을 고려했을 때, 연기금과 국가·지자체의 자금 유입은 시간의 문제일 뿐 향후 이들 자금이 본격적으로 유입될 가능성은 높다고 판단한다.

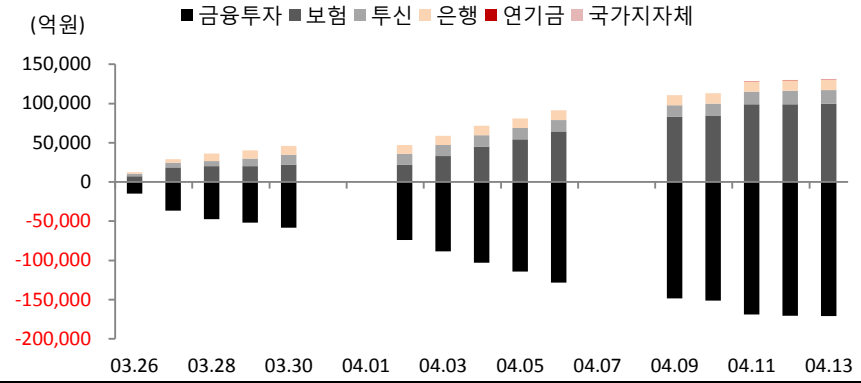
**KRX300 추종 ETF 의 거래대금이  
상당히 높다는 점은 시장의 관심  
높다는 것 방증**

또한, 4 월 2 일 ~ 4 월 6 일의 5 영업일 동안 거래대금/시가총액 비중을 ETF 별로 비교했을 때, KRX300 ETF 는 벌써 상위권을 차지하고 있다. 출시된 지 겨우 2 주가 지났음에도 불구하고 거래가 활발하다는 점은 그만큼 시장의 관심이 높다는 점을 의미한다[그림 24].

**정부의 정책 추진 의지를 감안,  
연기금 등의 기관 자금이 실제  
수급으로 반영되는 것은 시간  
문제라고 판단**

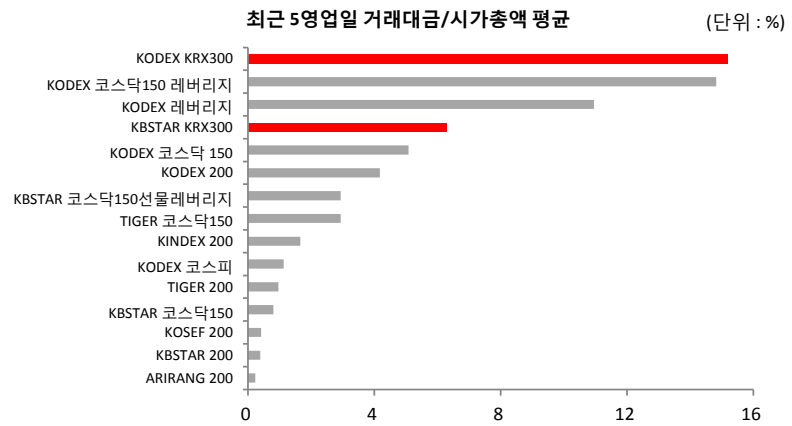
물론 시간은 필요하다. 노무현 정부 때의 사례(금융시장 활성화 정책은 2003 년 초와 2003 년 말에 나왔지만 기관이 순매수로 전환한 것은 2004 년 중반 이후) 및 아직 상품 출시 초기라는 점을 고려해야 한다. 하지만 코스닥 활성화에 대한 정부의 의지가 지속적으로 반영될 가능성이 크므로, 실제 수급으로 반영되는 것은 시간 문제라고 판단한다.

그림 23. KODEX KRX300 ETF 출시 이후 기관 세부 수급



자료 : Quantiwise, SK 증권

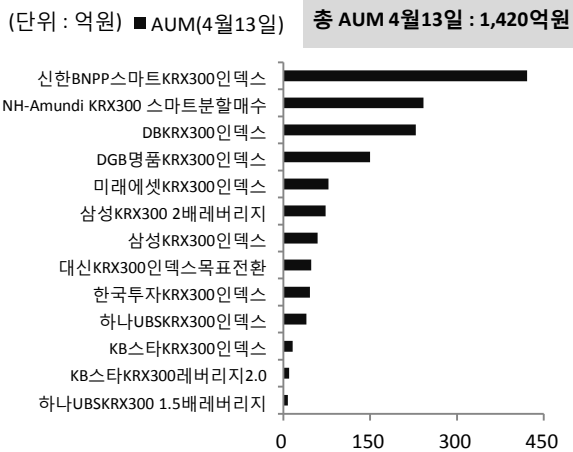
그림 24. 지수 추종 주요 ETF 들의 거래대금/시가총액 비교



주1) 시가총액 2,000 억원 이상 ETF 중 지수 추종 ETF 만 비교(예 채권/업종 ETF 등은 제외)

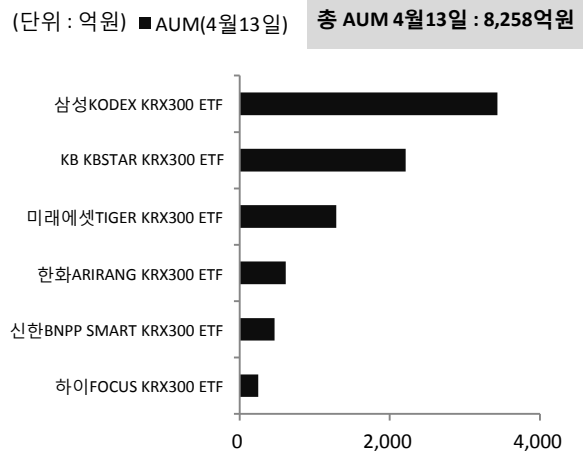
자료 : Quantiwise, SK 증권

그림 25. KRX300 펀드 AUM 현황(현재 총 AUM 약 1,400 억원)



자료 : 펀드닥터, SK 증권

그림 26. KRX300 지수 추종 ETF 출시, 현재 총 AUM 약 8,300 억원



자료 : 펀드닥터, SK 증권

## ② 코스닥 벤처펀드 : 코스닥으로의 자금유입은 생각보다 늘어날 수도 있다.

코스닥 시장 활성화 방안에서 눈여겨 볼 두번째 정책은 4월 5일 출시된 ‘코스닥 벤처펀드’이다. 코스닥 시장 활성화 방안에 포함돼 있던 코스닥 벤처펀드는, KRX300 지수가 코스닥 시총 상위 종목들을 위한 정책이라는 점과는 달리 코스닥 내 벤처기업들을 위한 정책이라고 볼 수 있다. 구체적인 내용 및 펀드에 제공되는 혜택은 [표 5]와 같다.

**코스닥벤처펀드 공모주 우선배정  
혜택에 힘입어 현재 7,000억원  
이상의 자금 유입**

코스닥 벤처펀드의 가장 큰 장점은 무엇일까? 주가 변동성이 높은 코스닥 소형주에 투자를 유도하기 위해 정부가 제공한 혜택을 무엇일까? 바로 코스닥 공모주 물량의 30%를 우선 배정하는 것이다. 코스닥 공모주의 경우 공모가 기준 수익률이 양호한 경우가 많기 때문에, 이러한 물량을 우선 배정받을 수 있는 혜택은 상당한 이점이 될 수 있을 것으로 보인다.

[표 4]는 2016~2017 년에 코스피와 코스닥시장에 상장한 종목들의 공모가 대비 상장 직후 3일, 7일, 30일의 수익률을 분석한 결과이다. 전반적인 성과가 양호한 가운데, 특히 코스닥 공모주들의 수익률이 눈에 띈다. 2016년에는 3일, 7일, 30일 후 수익률이 모두 10%를 상회했으며, 특히 2017년에는 모두 20%를 상회했다.

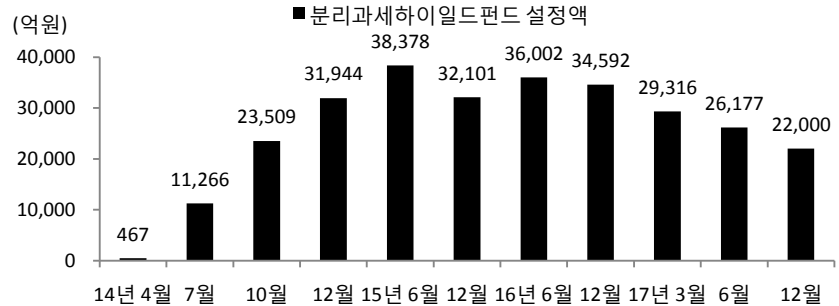
단기간에 이처럼 높은 수익률을 기록할 가능성이 있는 공모주 물량을 우선 배정받을 수 있는 점에서 코스닥 벤처펀드는 매력적인 상품이라 할 수 있다.

**공모주 우선배정 혜택이 있었던  
분리과세하이일드펀드는 출시 1년  
만에 약 4조원까지 성장**

실제로 2014년 출시된 분리과세하이일드펀드 역시 공모주 우선배정(10%)이라는 혜택을 기반으로 1년 만에 약 4조원까지 늘어났었다[그림 27].



그림 27. 2016~2017 년 공모주 수익률



자료 : 한국거래소, SK 증권

표 4. 2016~2017 년 공모 현황

구분	코스피			코스닥		
	공모금액	시가총액	공모건수	공모금액	시가총액	공모건수
2016 년	42,586	156,541	13	20,685	89,889	55
2017 년	44,484	180,698	8	33,704	169,709	54

구분	코스피			코스닥		
	+3 일	+7 일	+30 일	+3 일	+7 일	+30 일
2016 년	21.4	21.7	8.3	13.0	12.6	10.2
2017 년	-3.2	-6.3	-2.1	30.2	24.1	22.5

주 1) SPAC 제외

주 2) 단위 : 억원 %

자료 : 한국거래소, SK 증권

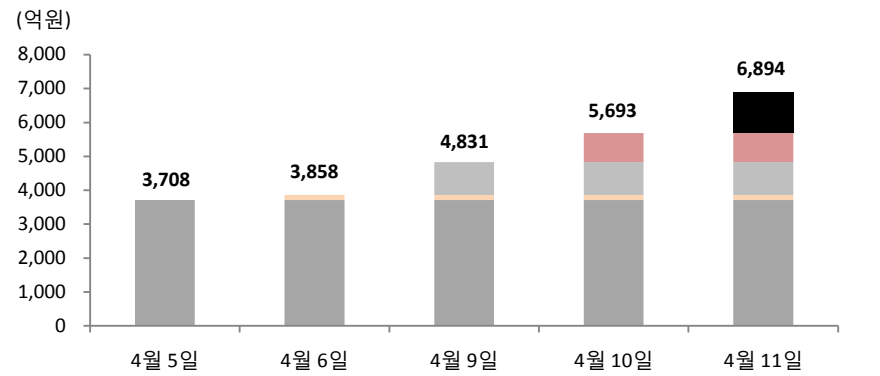
표 5. 코스닥 벤처펀드 개념 및 혜택

규제 완화	벤처기업 신주는 15%로 완화하는 대신 벤처기업 또는 벤처기업이었던 기업의 신주·구주에 35% 투자 허용	
투자비중	현행 : 벤처기업 <u>신주에 50%</u> 개선 : 벤처기업 <u>신주에 15%</u> 벤처기업 또는 벤처기업 해제 후 7년 이내 코스닥상장 중소·중견기업의 <u>신주·구주에 35%</u>	
혜택	공모주 우선배정	코스닥 기업 투자 비중이 50% 이상인 코스닥 벤처펀드에 코스닥 공모주 물량의 30%를 우선 배정
	공모주 배정 비중	현행 : (우리사주) 20%, (일반투자자) 20%, (하이일드) 10%, (기관) 50% 개선 : (우리사주) 20%, (일반투자자) 20%, (하이일드) 10%, (기관) 20%, (코스닥펀드) 30%
	세제혜택	1인당 3천만원까지 소득공제 10% 혜택 부여 * 최대 300만원까지 소득공제

자료 : 『자본시장 혁신을 위한 코스닥 시장 활성화 방안』, SK 증권

코스닥 벤처펀드는 4월 5일 출시됐는데, 출시된 지 4일 만인 현재 약 7,000억 원의 자금이 몰린 상황이다. 4월 중에 추가적인 코스닥벤처펀드 출시가 다수 예정되어 있기 때문에 이들 펀드를 통한 코스닥시장으로의 자금유입은 계속될 것으로 전망된다[표 6]

그림 28. 코스닥 벤처펀드 설정액



자료 : 금융투자협회, SK 증권

다만, 코스닥벤처펀드의 시행령에 대한 해석으로 인해 예상보다 코스닥시장으로의 자금 유입이 지체될 가능성 존재  
→ 메자닌, Pre IPO, 채권 등에 투자 가능  
→ 실제로 중수익증위험인 메자닌에 대한 수요가 많은 상황

하지만 한 가지 주의해야 할 부분이 있다. 주식시장으로 유입되는 코스닥 벤처펀드의 자금이 예상보다 적을 수도 있기 때문이다. 코스닥 벤처펀드의 투자비중 규정을 다시 한번 살펴보고, 규정의 내용에 숨겨진 몇 가지 특이점을 정리해보면 그 이유를 알 수 있다.

#### 코스닥 벤처펀드 투자비중 규정

- 벤처기업 신주에 15%
- 벤처기업 또는 벤처기업 해제 후 7년 이내  
코스닥상장 중소·중견기업의 신주·구주에 35%

#### 규정에서 발견되는 특이점

- (1) 벤처기업 신주 : Pre IPO, 메자닌(CB, BW) 등을 포함
- (2) 15+35%, 나머지 50%는? : 정부가 발표한 『코스닥 시장 활성화 방안』을 살펴보면, 15%와 35% 외 나머지 50%에 대한 언급 부재. 이에 따라 주식 외 채권, 메자닌, Pre IPO 등 다양한 부분에 투자 가능

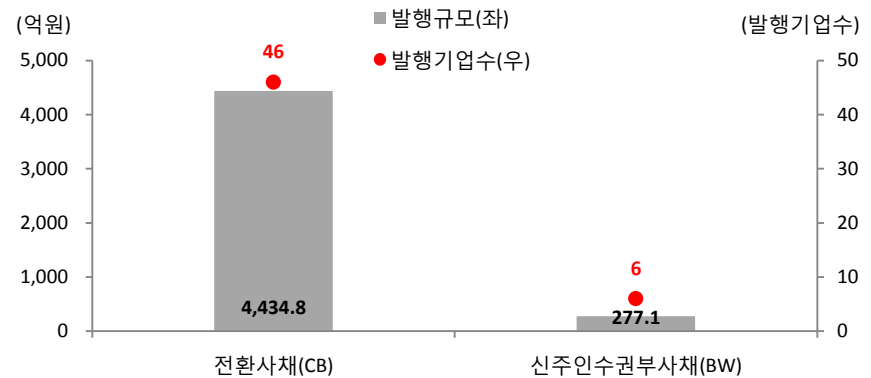
현재 코스닥 벤처펀드에 유입된 자금은 약 5,700억원이다. 4월 5일 출시된 것을 감안하면 상당히 빠르게 자금이 유입되고 있는 셈이다. 하지만 위에서 정리한 코스닥 벤처펀드 투자비중 규정에 숨겨진 특이점들을 봤을 때, 시장에서 기대하는 것보다 코스닥 시장으로 유입되는 자금이 적을 가능성도 고려해야 한다는 판단이다. 즉, 주식 외에 메자닌, 비상장, Pre IPO, 채권 등에 투자되는 비중이 예상보다 높을 가능성이 있다.

메자닌 등의 물량이 제한적인 점,  
공모주 우선배정(30%) 혜택이  
분리과세하이일드펀드 대비 크다는  
점, 다수의 공모/사모 펀드들의  
출시가 예정돼 있다는 점은 긍정적  
요인

코스닥벤처펀드의 시장 규모가 크지 않을 때에는 주식 외의 자산군(메자닌, 비상장, Pre IPO, 채권 등)에 투자되는 비중이 높을 수 있다. 하지만 벤처기업들의 메자닌 발행 규모는 제한적이기 때문에, 코스닥벤처펀드가 연이어 출시되면서 시장규모가 커질 경우 메자닌으로의 자금 유입에는 한계가 있을 것으로 보인다.

따라서 코스닥벤처펀드의 시장 규모가 지속적으로 확대될 경우에는 결국 주식시장으로 자금 유입이 이뤄질 수밖에 없다고 판단한다. 코스닥벤처펀드 출시 초기 단계부터 코스닥 시장으로의 자금 유입이 상당할 것이라고 기대하기 보다는, 과거 분리과세하이일드펀드처럼 시장규모가 지속적으로 커지는 것을 기대해야 한다고 판단한다.

그림 29. 코스닥 벤처기업부 소속 284 개 종목의 전환사채(CB) 및 신주인수권부사채(BW) 규모/발행기업수



자료 : 한국거래소, SK 증권

표 6. 출시 예정된 코스닥 벤처펀드 리스트

운용사	설정일(예정)	공모/사모
미래에셋자산운용	11~27일	공모
KB자산운용	16~30일	
하이자산운용	미정	
리운자산운용	12일	
아이온자산운용	12일	사모
타이거자산운용	12일	
지브이에이자산운용	16일	
헤이스팅스자산운용	16일	
라이노스자산운용	16~20일	
웰스자산운용	16~20일	
한일퍼스트자산운용	20일	
한국대안투자자산운용	20일	
마인스톤자산운용	23~27일	
오라이언자산운용	23~27일	
온자산운용	23~27일	
플랫폼파트너스자산운용	23~27일	
피델리스자산운용	23~27일	

자료 : 금융투자협회, SK 증권

## 2. 스마트 산업 - 문재인 정부 산업 정책의 중심

### 현정부 산업 정책의 2가지

→ 핵심선도사업

→ 혁신성장동력

두 정책의 Key Word는 'SMART'

스마트 산업은 코스닥 활성화 대책과 함께 향후 시장에 영향을 미칠 중요한 정책이다. 이와 관련, 2018년 경제정책방향을 통해 산업 정책은 크게 두 가지로 나뉜다. 첫 번째는 8개 분야의 핵심 선도사업이며, 두 번째는 13대 혁신성장동력이다. 하지만 중요한 것은 두 정책 모두 'SMART'에 초점이 맞춰져 있다는 점이다.

### 1) 핵심선도사업과 혁신성장동력 : Key Word는 'SMART'

#### ① 핵심선도사업 8개 분야

먼저, 8대 핵심선도사업의 구체적인 정책 내용은 [표 7]과 같다.

핵심 선도사업 8개 중 가장 눈에 띄는 단어는 단연 '스마트'이다. 게다가 초연결 지능화, 드론, 자율 주행차 등도 '스마트'라는 범주에 포함시킬 수 있다고 보면, 사실상 문재인 정부의 핵심 선도사업 정책의 키워드는 '스마트'라고 봐도 무방할 것이다.

표 7. 핵심 선도사업 주요 내용

구분	주요 내용
초연결 지능화	국가 빅데이터 지원체계 확립(공공·민간 빅데이터 전문센터 구축 등), 핵심 네트워크 인프라 구축(5G 세계최초 상용화), 핵심인력 양성(~'22년, 4.6만 명)
스마트 공 장	업종·규모별 시범공장 구축(~'22년, 50개), 스마트공장 구축 전용 정책 자금 운용('18년, 3,300억원), 스마트 공장 기반기술 R&D('18년 40억원)
스마트팜	준비(스마트팜 보육센터 구축) - 창업(농식품 벤처펀드 등 자금 지원) - 성장(R&D 바우처 등 기술지원)에 이르는 창업생태계 조성 지원
핀테크	규제샌드박스 확립(금융혁신지원특별법), 개인정보 자기결정권 보장(고객요구시 개인정보 제 3자 제공 의무화), 빅데이터 활용기반 강화
에너지 신산업	공공기관 부지 등 활용 대규모 프로젝트 추진, 지역주민·일반국민 참여 인센티브 강화(예 : 농업인 농지전용 부담금 감면 등), 입지규제 정비
스마트 시 티	국가 시범 스마트시티 조성(~'22년), 스마트 도시재생 뉴딜사업 추진('18년 중 5개 지역), 스마트시티 기반 기술 R&D 강화('18년 77억원)
드론	기술개발 R&D 확대(초정밀 GPS 보정시스템, 교통관리체계), 실증 인프라 구축(비행시험장 확충), 시장창출 지원('22년까지 3,700대, 드론부대 창설 등)
자 율 주행차	기술개발 R&D 확대(고해상도 카메라·레이더 등 핵심부품 관련), 실증 인프라 확충(테스트베드(화성 K-CITY), 시범주행(판교·평창) 등)

자료 : 『2018년 경제정책방향』 중, SK 증권

## ② 13대 혁신성장동력

현정부의 두 번째 산업정책은 13대 혁신성장동력의 규정 및 지원이다. 이는 현재 성장동력으로 추진 중인 미래성장동력(19대)과 국가전략프로젝트(9대)를 통합·유형화 함으로써 집중 지원하고자 하는 방안이다. 13대 혁신성장동력을 조기상용화와 원천기술 확보 두 가지로 구분하면 아래 표와 같이 정리할 수 있는데, [표8]을 보면 알 수 있듯이 역시 신기술, 신산업에 초점이 맞춰져 있다.

표 8. 혁신성장동력 주요 내용

구분	주요 내용
조기상용화	자율차, VR·AR, 빅데이터, 스마트시티, 헬스케어, 로봇, 무인기, 신재생에너지
원천기술확보	차세대통신, 지능형반도체, 첨단소재, 인공지능, 혁신신약

자료 : 『2018년 경제정책방향』中, SK증권

## 2) 문재인 정부 산업 정책의 중심 - 스마트 산업

## ① 지속 가능성 측면에서 중요한 스마트 산업

현정부 산업 정책의 중심이라는 점에서 정부의 지속적인 지원이 가능할 것으로 판단

정부 정책에 따른 수혜주를 찾기 위해서 가장 중요한 것은 무엇일까? 정책이 단기적으로 기업 실적에 영향을 미칠 수도 있겠지만, 특히 신산업과 관련해서는 ‘정책의 지속성’이 가장 중요한 요인이라고 판단된다.

그렇다면 문재인 정부의 산업 정책 중 어떤 것이 지속성을 가질까? 이를 가늠하기 위해 Appendix에 있는 정책 내용들 중 산업 정책 부분만 발췌해 보았다.

표 9. 문재인 정부 주요 산업 정책 요약

구분	주요 정책	세부 내용
2년차 (2018)	8대 핵심 선도사업	초연결 지능화 / 스마트 공장 / 스마트팜 / 핀테크 / 에너지 신산업 / 스마트 시티 / 드론 / 자율주행차
	13대 핵심성장동력	· 조기상용화 : 자율차, VR·AR, 빅데이터, 스마트시티, 헬스케어, 로봇, 무인기, 신재생에너지 · 원천기술확보 : 차세대통신, 지능형반도체, 첨단소재, 인공지능, 혁신신약
	사회·문화 혁신	· 문화 : 콘텐츠 산업 진흥 기본계획 및 분야별 진흥정책(영화) · 관광 : 新관광 서비스 창출 및 고급화 등

자료 : 『2018년 경제정책방향』中, SK증권

사실 [표 7]에 정리된 산업 정책 외에도 다른 정책들도 여러 가지가 있다. 하지만, 정부에서 가장 핵심적으로 내세우는 산업 정책이라는 점에서 핵심선도사업과 핵심성장동력 두 가지를 선별했다.

반면, 2018년 경제정책방향 중 ‘기존 산업 혁신’이라는 항목으로 포함된 정책은 조선, 해운, 자동차 산업에 대한 경쟁력 제고 방안을 마련하고자 하는 내용이다. 동산업들에 대한 지원 정책은 1) 진보정권이 신산업 육성을 지향한다는 점, 2) 정부정책의 중심에 있지 않다는 점, 3) 업황 부진에 따른 일시적인 지원 정책일 가능성이 있다는 점 등을 고려했을 때 정책적인 지원이 연속성을 가질 것이라고 보기 어렵다.

정부는 전방위적으로 산업 정책을 추진해야 하는 딜레마를 안고 있다. 성장 산업에 대한 지원도 아끼지 않아야 하며, 반대로 부진한 산업에 대해서도 어느 정도 지원을 할 수 밖에 없다. 하지만 금융시장 참가자 입장에서는 이러한 경우들을 명확히 구분하고, 정부가 지속성을 갖고 육성하려는 산업을 선별하는 작업이 필요하다.

## ② 단, 스마트 산업은 좀 멀리 내다 볼 필요가 있다.

단기간에 성과를 낼 수 없는  
신산업이라는 특성상, 좀더  
중장기적인 관점으로 접근

하지만 현정부에서 추진하는 산업 정책의 두 축인 8대 핵심 선도사업과 13대 혁신성장동력은 사실 지금 당장 실현 가능한 분야라고 볼 수 없다. 스마트시티, 인공지능 등 많이 거론되는 기술이긴 하지만, 아직까지는 시작단계에 불과한 산업들이다. 마치 노무현 정부의 10대 차세대성장동력 내용들이 당시에 실현 불가능한 기술들을 포함하고 있었던 것과 유사하다.

앞 장의 [표 7]을 자세히 보면, 세부 정책들에 대한 계획이 문재인 대통령의 임기가 끝나는 2022년까지 예정되어 있는 경우들이 있다. 정부가 중점적으로 육성하는 산업이긴 하지만 현실적으로 가까운 시일 내에 실현할 수 있는 분야는 아닌 경우다. 그럼에도 불구하고 한편으로는 동산업에 대해 정부가 장기적인 플랜을 갖고 지원하겠다는 의지를 드러낸 것이라고 해석할 수도 있다고 생각한다.

따라서 스마트 산업 등의 신산업은 조금 더 멀리 바라보고 검토해야 한다. 선부르게 기대감만으로 투자하기 보다는 더욱 신중하게 가시적인 성과를 낼 수 있을 것으로 기대되는 곳에 투자를 해야 한다.

### 3. 관광/문화/콘텐츠 산업 - 역대 정부 정책의 메가트렌드

사드 문제로 인한 경제적 손실 추정액은 8.5 조원(2017 년 5 월).  
관광·문화·콘텐츠 산업의 경제적 피해가 90% 이상 차지. 사드 문제 원만히 해결히 경제손실 추정치 단기에 회복하는 성과 가능

신산업, 스마트산업이 조금 긴 안목으로 보아야 할 부문이라면, 관광/문화/콘텐츠는 그보다 좀더 단기 가시성이 있는 부문이다. 실제로 2017 년 5 월, 현대경제연구원에서는 『최근 한중 상호간 경제손실과 대응방안』 자료를 통해 사드 문제로 인해 우리나라가 입을 경제적 손실을 8.5 조 원 정도로 추정했는데, 이중 관광·문화·콘텐츠 산업의 경제적 피해가 약 8 조 원으로 전체 경제 손실의 90% 이상을 차지했다. 동산업이 이미 관심을 가져야 할 부문임을 시사한다.

하지만 사드 보복 조치에 따른 피해는 문재인 정부에 부담인 동시에, 기회가 될 수 있다. 정치적 갈등은 해소되기 쉬운 문제가 아니지만, 반면 해결될 경우 현대경제연구원이 제시한 경제손실 추정치 8.5 조 원이 단기에 회복하는 성과를 낼 수 있기 때문이다.

우리는 문재인 정부의 집권 기간에 관광/문화/콘텐츠 산업이 큰 수혜를 볼 수 있을 것으로 판단하는데, 그 이유는 3 가지 이다. 첫째 관광/문화/콘텐츠 산업에 대한 정부의 지원 정책, 그리고 둘째 중국과의 관계 개선에 따른 사드 보복 조치 완화 및 해제 등이다.

표 10. 사드문제로 예상되는 한중 양국 간 경제손실 추정

구분	한국	중국
수출	1.4 조 원	손실 미약
투자	영향 미약	454 억 원
관광	7.1 조 원	1.04 조 원
문화·콘텐츠	8,720 억 원	손실 미약
합계	8.5 조 원	1.1 조 원
명목 GDP 대비 비중	0.52%	0.01%

자료 : 현대경제연구원 『최근 한중 상호간 경제손실과 대응방안』, SK 증권

## 1) 정부정책의 메가트렌드 : 관광/문화/콘텐츠

### ① 관광/문화/콘텐츠 산업 육성 정책

관광/문화/콘텐츠 산업을 지원하는  
세부 계획들이 상반기 중 발표될  
예정  
→ 콘텐츠 산업 진흥 기본 계획  
→ 영화 등 분야별 진흥 정책  
→ 지역별 관광 고급화 전략

우리는 앞서 문재인 정부의 정책을 예상하고 이에 따라 수혜를 입을 수 있는 투자기회를 찾기 위해 정부 정책을 진보와 보수 관점, 그리고 노무현 대통령과의 평행이론 등을 통해 분석했다. 하지만 관광/문화/콘텐츠 산업은 신산업이라는 관점에서 진보 정권의 분수효과 정책에 적합하기도 하지만, 그보다는 정치 성향을 불문하고 역대 정부들의 산업정책 중심에 있는 메가트렌드 산업이라고 할 수 있다.

일단 정부는 평창올림픽 기간에 외국인 관광객 편의 제고를 위해 제한적 무비자 입국을 허용한 바 있으며, 1~3월 중 중국인 대상으로 요건 충족시 15일 간 무비자 입국을 허용한 바 있다. 중국인 관광객을 유인하고자 하는 의지가 보이는 부분이라 할 수 있다.

또한, 2018년 경제정책방향에서 사회·문화 혁신 방안 중 문화와 관광 분야를 지목하며, 구체적인 지원 계획을 2018년 상반기 중 발표할 것이라고 언급했다. 이와 관련된 구체적인 내용은 아래와 같다.

또한, 과거 노무현 정부에서 주 5 일제를 시행하고 이를 통해 관광·레저산업을 활성화하고자 했었다는 점으로 미루어 봤을 때, 문재인 정부에서 추진하고 있는 최저임금 인상 및 근로시간 단축(1주일 52시간)도 정책의 명시적인 목적과는 다를지라도 관광/문화/콘텐츠 산업을 뒷받침하는 정책이라고 생각해 볼 수 있다.

표 11. 2018년 경제정책방향 중 사회·문화 혁신 방안 - 18년 상반기 중 계획 발표

문화	콘텐츠 산업 진흥 기본 계획 및 영화 등 분야별 진흥 정책
목적	융복합·한류 등 유망 문화 콘텐츠 혁신 목적
내용	게임·출판 등 부문별 펀드 조성을 통한 문화 혁신 선도하는 콘텐츠 벤처기업에 맞춤형 금융지원 제공
	VR 종합지원 센터 조성을 통해 융합콘텐츠 벤처기업 지원
관광	지역별 관광 고급화 전략 및 신관광 서비스 기업 지원
목적	신관광 서비스 창출 및 고급화 등 고부가 가치화 지원
내용	Wellness 등 관광분야 융복합 수요와 연계, 중국·동남아 등 지역별 방한 관광 고급화 전략 마련
	관광산업 육성펀드 확대 등 금융지원 강화, 관광벤처보육센터 신규지원 통한 신관광서비스 기업 지원

자료 : 『2018년 경제정책방향』 중, SK증권



## ② 콘텐츠 산업, 성장세 지속

콘텐츠 관련 기업들의 실적을 살펴보면, 동산업이 왜 정부 정책의 중심에 놓일 수밖에 없는지 알 수 있을 것이다.

콘텐츠 관련 기업들의 실적은 어떠한지 살펴보자. 콘텐츠 산업을 8 개 분야로 나눠서 매출액을 분석해 보면, 음악 / 게임 / 영화 / 광고 / 애니메이션 / 지식정보 등 대부분 분야에서 높은 성장세를 보이고 있다. 아직 전체 매출액은 9 조원에 못 미치는 수준이지만, 이처럼 높은 성장세는 신산업의 대표주자라 불릴 만하다고 생각한다.

표 12. 2016.3Q ~ 2017.3Q 콘텐츠 상장사 매출액

단위: 억 원

구분	2016년		2017년			
	3분기 (전분기대비)	4분기 (전분기대비)	1분기 (전분기대비)	2분기 (전분기대비)	3분기 (전분기대비) (전년동기대비)	
출판	5,435.6 1.8%	6,103.5 12.3%	5,896.0 △3.4%	5,291.3 △10.3%	5,550.2 4.9% 2.1%	
음악	4,130.5 13.7%	4,234.2 2.5%	4,277.9 1.0%	4,052.7 △5.3%	4,670.3 15.2% 13.1%	
게임	7,559.6 △2.0%	8,388.2 11.0%	7,602.6 △9.4%	13,131.7 72.7%	18,602.4 41.7% 146.1%	
영화	4,806.2 50.8%	4,425.4 △7.9%	4,203.7 △5.0%	3,644.8 △13.3%	5,145.7 41.2% 7.1%	
애니메이션/ 캐릭터	751.5 0.5%	883.0 17.5%	615.4 △30.3%	625.2 1.6%	735.7 17.7% △2.1%	
방송	20,798.3 △0.0%	23,208.7 11.6%	21,242.4 △8.5%	22,742.4 7.1%	21,438.9 △5.7% 3.1%	
광고	11,715.7 △3.4%	14,950.4 27.6%	11,203.2 △25.1%	13,056.3 16.5%	13,893.2 6.4% 18.6%	
지식정보	15,911.5 9.7%	16,887.6 6.1%	17,087.4 1.2%	17,473.5 2.3%	18,529.2 6.0% 16.5%	
합계	71,108.8 4.5%	79,081.0 11.2%	72,128.7 △8.8%	80,017.9 10.9%	88,565.6 10.7% 24.5%	

자료: 한국콘텐츠진흥원, SK 증권

### ③ 정부 정책은 현재진행형

3 월말부터 연이어 발표되는  
한국콘텐츠진흥원의 콘텐츠 산업  
지원계획

→ 가상현실 콘텐츠 육성

→ 국내 게임콘텐츠 경쟁력 강화

→ 애니·캐릭터·만화·스토리 등 4개  
분야 지원

3 월 30 일 문화체육관광부와 한국콘텐츠진흥원은 도심형 VR 테마파크 'VR 스퀘어'의  
오픈식을 개최했다. VR 스퀘어에는 총 27 종의 VR 콘텐츠로 구성돼 있는데, 워킹 어트  
랙션 / 탑승형 시뮬레이터 / 기구물 VR / 룸스케일 VR 콘텐츠 등 다양한 독점 콘텐츠  
를 포함하고 있다.

한국콘텐츠진흥원에서는 VR 스퀘어에 대해 “새로운 관광 명소로서 경제활성화에 기여  
할 뿐만 아니라, 국내 VR 콘텐츠 대중화와 VR 산업 성장에 기여할 것으로 기대된다”  
고 밝혔다.

홍대 VR 스퀘어는 아직 오픈한 지 2 주가 채 되지 않았지만 주말에는 하루 1,500 명  
이상의 방문객이 찾을 정도로 흥행을 하고 있는 상황이며, 홍대점 이외에도 추가적인  
매장 오픈을 고려 중인 것으로 알려졌다.

VR 스퀘어 뿐만 아니라 한국콘텐츠진흥원에서는 3 월 말부터 지난주까지 세 건의 지원  
안을 발표했는데, 가상현실과 게임콘텐츠, 그리고 애니/캐릭터/만화/스토리 등 3 개 분  
야에 대한 지원안을 각각 발표했다. 3 개 분야의 지원금액 합계는 550 억 원 규모이며,  
콘텐츠 제작 및 유통 등을 지원한다는 계획이다[표 13].

그림 30. VR 테마파크(홍대) 개관식



자료 : 한국콘텐츠진흥원, SK 증권

그림 31. VR 테마파크(홍대) 개관식



자료 : 한국콘텐츠진흥원, SK 증권

표 13. 콘텐츠 산업 지원안(한국콘텐츠진흥원)

가상현실 콘텐츠 육성 (2018년 3월 22일)		지원금액	119억 원
지원내용	<p>① 지원분야 다변화</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 콘텐츠 프론티어 : 대기업과 중소기업 간의 협업을 통한 중대형 콘텐츠 제작 지원 기획, 제작, 유통 등 전 단계를 원스톱으로 지원해 가상현실 콘텐츠 성공 모델 창출</li> <li>- 콘텐츠 제작지원(중형) : 4차 산업혁명 시장 선점 위해 AR, MR 등 차세대 기술 기반 콘텐츠 제작 지원</li> <li>- 콘텐츠 제작지원(소형) : 창의적이고 혁신적인 가상현실 콘텐츠 아이디어 발굴 위해 신설</li> </ul> <p>② 기업 인큐베이팅, 해외진출 지원 프로그램 추진 예정</p>		
국내 게임콘텐츠 경쟁력 강화 (2018년 3월 28일)		지원금액	164억 원
지원내용	<p>① 차세대 게임콘텐츠 제작지원</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 가상현실과 증강현실 제외한 모바일, PC 온라인, 콘솔, 아케이드 등 게임 대상</li> <li>- 글로벌, 시장선도형, 스타트업 등 3개 부문에 걸쳐 26개 업체를 선정해 83억 원의 예산 지원</li> <li>- 해외시장 진출이 가능한 차세대 게임 개발사와, 모바일/PC 온라인 이외의 플랫폼을 기반으로 게임 출시 예정인 개발, 창업 3년 미만의 초기 개발사 등 지원대상 세분화를 통해 콘텐츠 발굴과 육성</li> </ul> <p>② 첨단융복합 게임콘텐츠 활성화지원</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- VR 및 AR 분야의 15개 업체에게 총 59억원의 예산 투입</li> </ul> <p>③ 기능성게임 제작지원</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 국내 중소기업 5곳에 총 22억 원의 지원금 제공</li> <li>- 교육, 의료, 건강, 스포츠, 국방 등 모든 공공분야의 게임을 대상으로 시행</li> </ul>		
애니·캐릭터·만화·스토리 등 4개 분야 지원 (2018년 4월 4일)		지원금액	265억 원
지원내용	<p>① 애니메이션 분야</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 성장 기반에 따라 총 7개 부문에 120억여 원의 예산 투입 예정</li> <li>- 애니메이션 시나리오 기획개발 / 파일럿 영상 제작지원 / 단편 애니메이션 제작 및 활성화 지원 / 국산 애니메이션 본편 제작지원 / 우수 애니메이션 레벨업 제작지원 / 뉴미디어 애니메이션 제작지원 / 국산 애니메이션 미디어 프로모션 지원 등</li> </ul> <p>② 캐릭터 분야</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 신규 국산 캐릭터 개발지원 / 우수 국산 캐릭터상품 개발지원 / 캐릭터 연계 콘텐츠 제작지원 등 총 3개 부문에 약 61억 원 지급</li> </ul> <p>③ 만화 분야</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 총 23억여 원, 만화 연계 콘텐츠 제작지원 / 만화 해외마켓 참가지원 등을 통해 만화 원작 비즈니스 활성화와 해외 시장 진출에 초점 맞춘 지원</li> </ul> <p>④ 스토리 분야</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 61억여 원 투입. 창작부터 사업화, 해외진출까지 전방위적으로 지원</li> </ul>		

자료 : 한국콘텐츠진흥원, SK 증권

## 2) Bonus : 중국과의 사드 갈등 완화

3 월말 양제츠 위원과 문재인  
대통령 회담 후 사드 보복 조치  
완화 가능성 확대

3 월 30 일 시진핑 중국 국가주석의 특별대표 자격으로 방한한 양제츠 중국 외교담당 정치국 위원이 중국의 사드 보복 조치 완화에 대한 기대감을 주고 떠났다. 내용은 1) 중국의 단체관광 정상화, 2) 롯데마트의 원활한 매각 절차 진행, 3) 선양 롯데월드 프로젝트 재개, 4) 전기차 배터리 보조금 문제 등에 대해 빠른 시일 안에 가시적 성과를 보게 될 것이라고 답한 것이며, 3 월부터 나타나고 있는 금한령 해제 시그널들과 결부되며 사드 보복 조치 철회에 대한 기대감이 높아지고 있는 상황이다.

그림 32. 바이두 인물 카테고리의 여가수 부문 1 위는 소녀시대 윤아



주 2018 년 04 월 01 일 기준  
자료 : Baidu, SK 증권

그림 33. 중국 여행사이트 C-trip 에서 한국 카테고리 재등장



주 2018 년 03 월 15 일 기준  
자료 : C-trip, SK 증권

표 14. 중국의 금한령 해제 시그널

이슈	시행 시점	세부 내용
한국 광고 모델 재등장	2017년 10월	중국 '광군제' 할인 행사에 전지현, 공효진 등 광고 모델로 등장, 전지현의 'Oppo' 지하철 벽면 광고 재등장
한국 여행상품 재등장	2017년 10월 26일	중국 최대 온라인 여행사이트 '씨트립'에 한국 여행 소개가 재등장(한국 검색시, 여행 소개 페이지 탐색 가능)
중국 내 한국 관련 소식 방영	2017년 11월 01일	쓰촨 TV, TV송 페스티벌 공연에 선 '마마무' 무대 생중계 및 중국 CCTV, 평창 동계올림픽 특집프로그램 방영
해외직구 규제 강화 유예	2017년 12월 07일	중국 상무부 대변인, 해외직구 규제 강화를 2018년 말까지 유예하는 대상 도시에 5곳(청두, 쑤저우 등) 추가
한국 단체관광 정상 처리 구두 통보	2017년 12월 28일	중국 베이징시 당국, 한국행 단체관광 정상 처리 구두 통보(금한령 이후 첫 단체 관광객 방문)
한류 스타들의 중국 활동 재개	2018년 01월	'박해진', 중국 '녹상-소자충상 시상식'에 초청 및 '공유', 중국 유명 패션잡지 '바자(Bazaar)' 표지 모델로 등장
한국 콘텐츠비즈니스 상담회 개최	2018년 03월 07일	7~8일 한국 콘텐츠 기업 41개사가 참여한 '제1회 콘텐츠비즈니스 상담회'가 베이징에서 성황리 마무리
관영 매체의 한국 드라마 심층보도	2018년 03월 09일	중국 관영매체 '신경보', 문화 섹션 한 면 전체에 최근 JTBC의 인기 드라마 '미스티'를 집중적으로 보도
한국 배우 중국 SNS 영상채널 개설	2018년 03월 12일	한류스타 박해진, 중국 최대 SNS '웨이보'의 제안으로 '웨이보'내 영상채널 '박해진 V+'를 4월 초 오픈 예정
한국 단체관광 상품 재등장	2018년 03월 12일	중국 3대 국영 여행사 CTS, 홈페이지에 단체비자를 이용하는 4박5일 일정의 한국행 단체관광 상품 게시(금한령 이후 두번째 단체 관광객 방문)
여행사이트 '한국'카테고리 재등장	2018년 03월 15일	중국 온라인 여행사이트 '씨트립' 검색 항목에 '한국' 카테고리 추가
중국 영화제에 한국영화 초청	2018년 03월 29일	한국영화 5편('군함도' '그후' 등)이 다음달 15일 개막하는 제8회 베이징국제영화제에 초청

자료: 언론자료, SK 증권

## Appendix

## 1. 노무현 대통령(2003.02~2008.02)

구분		주요 정책	세부 내용
1 년차 (2003)	경제	경기안정	상반기 재정집행 규모를 다초 계획 대비 증액 카드사 건정성 제고 및 신용불량자 등 가계대출 증가 부작용 해소
	산업	국제수지 개선	디지털 콘텐츠, 패션, 문화 등 지식서비스 수출에도 무역금융 지원 레저·관광 산업을 활성화할 수 있는 여건 조성, 여행수지 적자 개선 중소기업의 최저한세(현행 12%)를 적정 수준으로 인하
	금융	금융시장 안정	장기 안정적인 주식투자 수요 확충 - 투신 등의 장기간접주식투자 상품에 비과세 혜택 - 자산운용업에 대한 규제 대폭 완화
2 년차 (2004)	경제	체감경기 회복	일자리 창출, 투자활성화, 성장잠재력 배양
	산업	서비스산업 육성	<b>주 5 일제 확산</b> 등에 따른 여가수요 흡수 위해 <b>관광·레저산업 활성화</b>
		중소·벤처기업 경쟁력 강화	기술혁신형 중소기업 발굴 - 제조업 중심에서 소프트웨어·바이오 등 지식서비스까지 확대)
		<b>10 대 차세대성장동력</b>	<b>지능형로봇 / 미래형자동차 / 차세대전지 / 디스플레이 / 차세대 반도체 / 디지털 TV / 차세대 이동통신 / 지능형 홈네트워크 / 디지털 콘텐츠 및 SW 솔루션 / 바이오</b>
	금융	<b>금융시장 안정</b>	<b>연기금의 주식투자규모 확대</b> - 연기금 신규주식투자규모 : 03 년 2.7 조원 → 04 년 3.9 조원 - 국민연금 위탁투자 비중 : 03 년 3.1% → 04 년 10% 동북아 금융허브 전략 추진(7 대 과제 추진) - <b>자산운용업을 선도산업으로 육성</b> - 한국투자공사(KIC) 설립
3 년차 (2005)	경제	일자리 창출과 지속성장	중소기업, 서비스산업 등 경쟁력 제고 지역균형발전, 환경친화적 개발, 에너지·자원 제약 극복 등
	산업	서비스산업 육성	주 40 시간제 확산에 따른 관광·레저수요 충족, 지역경제 활성화
		중소·벤처기업 활성화	혁신형 중소기업에 대한 지원 강화 및 보증지원 강화
		10 대 차세대성장동력	차세대 성장동력산업의 본격 추진
	금융	코스닥 시장 활성화 및 지원	코스닥시장 가격 변동폭 확대(12% → 15%) 코스닥 상장 기업 및 투자자에 대한 세제지원 강화
		동북아 금융허브 달성	자산운용업 중심의 특화 금융허브

구분		주요 정책	세부 내용
4 년차 (2006)	경제	경제활력의 회복과 지속발전	안정적인 거시경제 환경 조성 성장잠재력 확충 : 중소/벤처기업 혁신역량 강화, 서비스산업의 신성장동력화 촉진
	산업	중동·BRICs 등 신흥시장 진출	중동, 중국, 브라질, 러시아, 인도 성장 - 중동 플랜트 수주 및 수출확대
		서비스산업의 신성장동력화	10 개 서비스분야 개방계획 확정 - 법률, 회계, 세무, 방송광고, 교육, 보건의료, 영화, 뉴스제공업, 통신, 금융
	금융	동북아 금융허브 기반 확충	07 년 금융허브 기반 구축 10 년 자산운용업 중심의 '특화 금융허브' 완성 15 년 아시아 지역 3 대 금융허브로 발전 목표

## 2. 이명박 대통령(2008.02~2013.02)

구분		주요 정책	세부 내용
1 년차 (2008)	경제	MB 노믹스	투자활성화, 소비기반 확충, 대외경쟁력 강화, 신성장동력 발굴
	산업	수출 주력산업 발굴	미래자동차 개발, 고부가 선박 핵심기술 확보, 메모리산업 원천기술 개발 등
		기초산업 경쟁력 강화	대일 무역적자 해소 위해 부품/소재, 기계 등 기초 산업의 경쟁력 강화
		문화·서비스 산업 지원	한류상품 포함 문화·서비스 품목 및 차세대 성장동력 제품 발굴
		해외 소비 국내전환	서비스산업의 고급화, 관광인프라 확충
	금융	-	-
2 년차 (2009)	경제	위기관리, 경제재도약	유동성공급 확대, 경상수지 흑자기조 유지
	산업	한국형 녹색 뉴딜정책 추진	SOC 투자 확대 - 4 대강 정비 추진 - 기업지원 인프라 확충 : 연계도로, 철도망 등 기반시설 구축 녹색성장 인프라 조성 - 4 대강 권역 개발, 철도투자 확대, 화물 수송체계 개선 등
		신기술 산업 확대	미래 핵심기술 선점을 위한 R&D 투자 확대
		신성장산업 육성	융합신산업, 관광·의료·교육·방송·광고 등 고부가가치 서비스업 육성 - 중국·일본 등 주요 타겟시장별 맞춤형 관광객 유치 - 콘텐츠 개발 : 한국적 특성의 명품 콘텐츠 개발
		녹색산업 성장	녹색산업, 친환경산업 등 육성 - 반도체, 철강, 자동차 등 주력 산업과 녹색기술 결합
	금융	-	-
3 년차 (2010)	경제	경기회복 공고화, 녹색성장	경기회복세 강화 위해 확장기조 견지
		G-20 정상회의 성공적 개최	2010 년 11 월 G-20 회의 개최
	산업	정보통신산업	IT 분야 차세대 기술개발 및 신산업 발굴 육성
		녹색산업 육성	4 대강 살리기 사업의 차질없는 추진
		에너지 절약형 경제체제 구축	에너지 절약, 탄소 저감 기술 개발
	금융	-	-
4 년차 (2011)	경제	거시경제 안정	경기/고용 상황과 물가흐름 등 고려한 유연한 운용 가계부채의 총량관리를 강화하고 대출구조 개선
	산업	서비스산업 선진화	고부가가치 업종 중심 서비스산업 구조 개편
		녹색성장 등 신성장동력 확충	4 대강사업 차질없이 추진
	금융	-	-

## 3. 박근혜 대통령(2013.02~2017.05)

구분		주요 정책	세부 내용
1 년차 (2013)	경제	내수·수출 쌍끌이 경제여건조성	내수활성화 : 투자·소비 활력을 통해 성장의 지속가능성 제고 수출지원 확대 : 중소기업·서비스업 중심의 수출지원 강화
		창조경제 기반 마련	창조경제 인프라 구축 : 창업-회수-재도전의 선순환 환경 조성
	산업	창조경제 기반 마련	창조형 서비스산업 육성 : SW, 영화, 게임, 관광, 컨설팅 등
	금융	-	-
2 년차 (2014)	경제	확장적 거시정책 기조 유지	경기회복 공고화될 수 있도록 재정정책 신축적 운용 시장금리 안정 도모
		투자·소비 여건 개선	중소기업 투자 / 바이오·제약·신재생 에너지 등 신성장 산업 / 지역 투자 / 외국인투자
		창조경제	신성장동력 발굴 및 규제 완화
	산업	서비스업 육성	보건 / 의료 / 교육 / 소프트웨어 등 국내 관광 활성화 방안 마련
	금융	-	-
3 년차 (2015)	경제	확장적 거시정책	성장세 회복 지원, 중기적 시계에서 물가안정 기조 유지되도록 운용
		소비여건 개선	최저임금의 단계적 인상 추진
		일자리 확대	해외진출·직업훈련 강화 등을 통한 고용률 70% 로드맵 실현 지원
	산업	13 대 미래성장동력 육성	지능형 로봇 / 스마트카 / 웨어러블 스마트기기 / 재난안전관리 스 마트 시스템 / 맞춤형 웰니스 케어 / 5 세대 이동통신 / 해양플랜트 / 실감형 콘텐츠 / 신재생 에너지 하이브리드 시스템 / 지능형 반도체 / 미래융복합 소재 / 지능형 사물인터넷 / 빅데이터
		핀테크 활성화	IT와 금융 융합지원 방안 마련 및 인터넷전문은행 도입 여건 검토
		주력산업 혁신	반도체, 조선, 기계, 철강/화학 등 경쟁력 제고
		유망서비스업 육성	관광, 의료, 금융(원-위안화 직거래 시장 정착), 교육 등 지원
		금융	연기금을 통한 배당확대와 자사주매입 지원



구분		주요 정책	세부 내용
4 년차 (2016)	경제	적극적·신축적 거시정책	회복 모멘텀 유지 위한 적극적 거시정책
		내수·수출회복	내수중심의 경기개선이 이어지도록 하면서 수출회복에 총력
		역동적인 혁신경제	창조경제와 지역산업 연계, 新산업전략 추진
	산업	해외관광객 소비유치	비자제도 개선, 면세판매장의 세금 즉시 환급 등
		新산업 투자	5G 등 통신과 에너지 新산업에 5 조원 투자 유도
		19 대 미래성장동력	정책금융 2 조원 확대
		한류의 미래산업화	한류 콘텐츠 수출 등 유망서비스 해외진출 지원
	금융	연기금의 국내 대체투자 확대	투자수익 다변화 SOC·부동산 분야에 투자시 가점 부여토록 기금운용평가지침 개선

## 4. 문재인 대통령(2017.05~현재)

구분	주요 정책	세부 내용
1 년차 (2017)	경제	일자리 중심 경제
		고용 친화적 경제/사회 시스템 구축
	산업	소득주도 성장
		최저임금 시급 1만원 달성 지원 대-중소 기업간 임금격차 축소
		중소기업의 성장동력화 추진
	금융	-
2 년차 (2018)	경제	일자리 창출
		국내 투자유치 지원제도를 고용창출, 신산업 업종 중심 지원 방향으로 개편 청년 중소기업 취업 지원 및 청년 해외진출 활성화 방안 공공부문 일자리 조기집행
	산업	소득주도 성장
		최저임금 인상 연착륙 유도 취약근로자 근로여건 개선 대-중소 상생협력을 통한 임금격차 완화 근로시간 단축, 휴식 보장 등 쉼표가 있는 삶 구현
		8 대 핵심 선도사업
		초연결 지능화 / 스마트 공장 / 스마트팜 / 핀테크 / 에너지 신산업 / 스마트 시티 / 드론 / 자율주행차
	금융	13 대 핵심성장동력
		· 조기상용화 : 자율차, VR·AR, 빅데이터, 스마트시티, 헬스케어, 로봇, 무인기, 신재생에너지 · 원천기술확보 : 차세대통신, 지능형반도체, 첨단소재, 인공지능, 혁신신약
	사회·문화 혁신	· 문화 : 콘텐츠 산업 진흥 기본계획 및 분야별 진흥정책(영화) · 관광 : 新관광 서비스 창출 및 고급화 등
	금융	전방위 금융혁신
		코스닥 시장 활성화
		- KRX300 지수 도입 : 연기금의 코스닥 투자비중 확대 유도 - 벤처펀드 활성화(코스닥 벤처펀드) - 코스닥 진입규제 등 자본시장 인프라 재정비

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

## Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,206 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,500 억원
주요주주	
곽민철(외3)	22.25%

외국인지분률	0.20%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/04/13)	6,810 원
KOSDAQ	891.87 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	6,800 원
52주 최저가	3,200 원
60일 평균 거래대금	51 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	34.4%	32.6%
6개월	106.1%	53.8%
12개월	37.9%	-2.6%

## 셀바스 AI (108860/KQ | Not Rated)

### 열매가 맺힐 시기

- 자체 개발 플랫폼 기반의 인공지능 전문 기업
- 국내 주요 통신사/금융사 등에 음성인식 솔루션 제공 중
- 올 하반기 의료녹취 서비스 'Selvy MediVoice' 도입하는 대형병원 늘어날 것
- 자회사 '셀바스헬스케어'의 체성분분석기 매출 성장도 긍정적 요인
- 지난해 영업이익 기준 흑자전환, 올해는 외형성장+실적개선 동시 기대

### 국내 유일의 인공지능 전문기업

'셀바스 AI'는 필기지능, 영상지능, 음성지능 등 다양한 패턴 인식 기술을 보유한 AI S/W 전문 업체다. 필기인식 S/W 사업을 시작으로 음성인식/합성 등으로 사업 영역을 꾸준히 확대해 왔다. 동사의 음성인식 솔루션 'Selvy STT'는 20년 이상의 연구 개발과 DB 축적을 통해 한국어에 대한 세계 최고 수준의 인식률을 자랑하며, 국내 주요 통신사/금융사 등에 음성인식 솔루션을 제공 중이다.

### '외형성장 + 실적개선'의 해

올해부터 본격적인 '외형성장 + 실적개선'이 이뤄질 것으로 예상된다. 첫째, 의료녹취 서비스 'Selvy MediVoice'를 도입하는 대형 병원이 늘어나고, 둘째, 자회사 '셀바스헬스케어'의 체성분분석기 매출 성장이 기대되기 때문이다. 전문용어가 대부분인 의학 분야에서 음성 인식률을 90% 후반대까지 높였다는 점, 현장 설명회/박람회 등에서 실수요를 일으킬 의사들의 반응이 매우 뛰어나다는 점, 오랜 기간 대형병원과의 협력을 통해 충분한 실전테스트를 거쳤다는 점 등은 'Selvy MediVoice'의 확산 속도를 더욱 빠르게 할 것으로 예상된다.

### 정부가 제시한 큰 그림에 가장 부합하는 기업

'셀바스 AI'는 문재인 정부가 제시한 '8대 핵심 선도사업'과 '13대 핵심성장동력'의 핵심 키워드인 '스마트'를 전제로 하되, 여타 산업과의 융복합 및 시너지 창출에 성공한 가장 대표적인 사례로 손꼽힐만한 기업이다. 인공지능(AI, Artificial Intelligence) 기술을 기반으로 '헬스케어', '인공지능', '빅데이터' 산업군을 모두 아우르고 있다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	억원	290	236	333	354	469
yoy	%	57.4	-18.5	40.7	6.5	32.2
영업이익	억원	65	-1	-7	-84	6
yoy	%	211.6	적전	적지	적지	흑전
EBITDA	억원	77	11	15	-59	37
세전이익	억원	71	-46	-8	-191	-43
순이익(지배주주)	억원	64	-45	-9	-164	-39
영업이익률%	%	22.3	-0.6	-2.0	-23.8	1.2
EBITDA%	%	26.5	4.8	4.6	-16.6	8.0
순이익률	%	22.2	-18.7	-2.0	-54.4	-9.1
EPS	원	339	-214	-39	-744	-176
PER	배	13.5	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	1.7	1.4	1.6	2.0	2.2
EV/EBITDA	배	6.3	49.9	57.6	-21.6	37.0
ROE	%	14.3	-8.2	-1.6	-32.2	-8.3
순차입금	억원	-443	-210	6	228	273
부채비율	%	13.6	12.1	57.2	76.9	95.4

## 새로운 ‘스마트 산업’을 찾고자 하는 고민

**셀바스 AI는 헬스케어, 빅데이터 등 다양한 산업군을 아우르는 인공지능 전문 기업이다.**

문재인 정부가 장려하는 ‘스마트 산업’ 관련 정책은 ‘4 차 산업혁명’ 시대와 맞물려 중장기적 성장을 기대해 볼만한 내용들이 많다. 올해 상반기 중에는 다수의 관련 세부 정책들이 나올 예정인데, 정부 정책이 구체화 되는 집권 2 년차를 맞이했다는 점에서 그 파급력은 더욱 크게 나타날 것으로 예상된다. 이미 지난해 정부 출범과 함께 ‘8 대 핵심 선도사업’ 및 ‘13 대 핵심성장동력’을 발표하면서 ‘스마트 산업’ 관련 종목들이 한 차례 단기 급등을 보여준 바 있다. 연초부터 대내외적 불안 요소들이 다양하게 등장하고 있는 올해는 지난해와 같은 단기 급등을 보여주는 것은 어려울 것으로 예상된다. 하지만 정부 정책 추진력이 가장 강력한 집권 2 년차를 맞아 구체화 되는 정부 정책에 발맞춰 중장기적 수혜를 입을 수 있을만한 종목을 찾는, 이른바 ‘옥석 가리기’가 필요한 시점이 도래했다는 판단이다.

이에 문재인 정부가 제시한 ‘8 대 핵심 선도사업’과 ‘13 대 핵심성장동력’ 중 중장기적 성장 모멘텀을 유지할 수 있는 산업군(群)을 찾아보았다. 그 결과 정부 정책 관련 핵심 키워드인 ‘스마트’는 전제로 하되, 융복합 및 시너지 창출이 가능한 산업 분야에 집중하게 되었다.

‘셀바스 AI’는 인공지능(AI, Artificial Intelligence) 기술을 기반으로 하는 헬스케어 전문 기업으로, 문재인 정부 핵심 키워드인 ‘스마트’와 ‘13 대 핵심성장동력’에 포함된 ‘헬스케어’, ‘인공지능’, ‘빅데이터’ 산업군을 모두 아우르는 기업이라 할 수 있다.

문재인 대통령 집권 2 년차 주요 정책

구분	주요 정책	세부 내용
산업	8대 핵심 선도사업	- 초연결 기능화 / 스마트공장 / 스마트팜 / 핀테크 / 에너지신산업 / 스마트시티 / 드론 / 자율주행차
	13대 핵심성장동력	- 조기상용화 : 자율차 / VR·AR / <b>빅데이터</b> / 스마트시티 / <b>헬스케어</b> / 로봇 / 무인기 / 신재생에너지 - 원천기술확보 : 차세대 통신 / 지능형반도체 / 첨단소재 / <b>인공지능</b> / 혁신신약
	사회/문화 혁신	- 문화 : 콘텐츠 산업 진흥 기본계획 및 분야별 진흥정책(영화) - 관광 : 신(신)관광 서비스 창출 및 고급화 등

자료 : 2018 년 경제정책방향 발채, SK 증권

## 열매가 맺힐 시기

세계 최고 수준의 우리말 인식률을 바탕으로 통신사/금융사 등에 음성인식 솔루션을 제공 중이다.

1999년 ‘디오텍’이라는 이름으로 처음 설립된 ‘셀바스 AI’는 필기인식 S/W 사업을 시작으로 음성인식, 음성합성 등으로 사업 영역을 확장해 왔다. 특히 동사의 음성인식 솔루션 ‘Selvy STT’는 20년 이상의 연구 개발과 DB 축적을 통해 한국어에 대한 세계 최고 수준의 인식률을 자랑한다. 우리말의 특성과 발성 습관을 반영하면서 인식률을 크게 끌어올렸고, 현재 주요 통신사, 금융사 등에 음성인식 솔루션을 제공 중이다.

의료녹취 서비스 ‘Selvy MediVoice’는 올해 하반기부터 대형 병원 도입이 예상된다.

셀바스 AI는 이러한 음성인식 솔루션 기술을 활용하여 2014년부터 꾸준히 의료녹취 서비스를 연구해왔고, ‘Selvy MediVoice’라는 이름의 국내 최초 의료녹취 서비스를 선보였다. 이미 지난해 9월부터 대구 파티마병원 영상의학과에 ‘Selvy MediVoice’를 공급했으며, 올해는 연세세브란스, 삼성서울병원과 같은 대형 병원들의 도입이 늘어날 것으로 예상된다. 의료녹취 및 진료차트 작성 자동화 도입 시 효과가 클 것으로 예상되는 영상의학과/병리학과/수술실 등을 중심으로 도입될 전망이다. 현재 ‘Selvy MediVoice’의 의료녹취 인식률은 90% 후반대로 알려져 있다.

자회사 셀바스헬스케어의 체성분분석기 매출 성장도 기대된다.

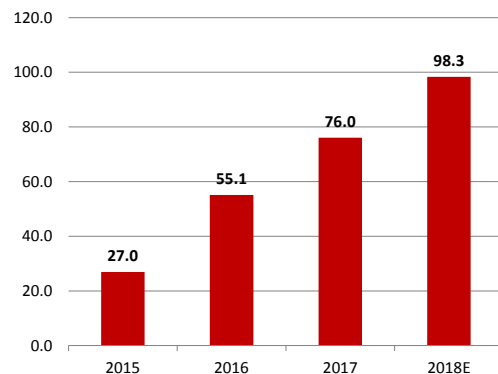
자회사 ‘셀바스헬스케어’의 실적 성장도 기대된다. 2015년 ‘자원메디칼’을 인수하면서 시작된 ‘체성분분석기’ 사업은 올해 고무적인 매출 성장세를 기록할 전망이다. 미국 대형 피트니스 체인 업체 내 경쟁사 체성분분석기 제품이 동사의 ‘아큐닉’ 제품으로 교체되기 시작했고, 올 하반기부터는 본격적인 스포츠 마케팅 효과가 나타날 것으로 예상되기 때문이다.

### Selvy MediVoice Service Flow



자료 : 셀바스 AI, SK 증권

### 셀바스헬스케어 체성분분석기 매출 추이



자료 : 셀바스헬스케어, SK 증권 추정

## '외형성장 + 실적개선' 구간 진입

지난해 흑자전환 이후, 올해는  
외형성장과 실적개선이 함께 이뤄질  
것으로 판단된다.

'셀바스 AI'는 지난해 인공지능(AI) 관련 사업부문 매출 비중이 커지면서 영업이익 기준 흑자전환에 성공했다. 올해부터는 본격적인 '외형성장 + 실적개선'이 이뤄질 것으로 예상된다. 첫째, 의료녹취 서비스 'Selvy MediVoice'를 도입하는 대형 병원이 늘어나고, 둘째, 자회사 '셀바스헬스케어'의 체성분분석기 매출 성장이 기대되기 때문이다.

전문용어가 대부분인 의학 분야에서 음성 인식률을 90% 후반대까지 높였다는 점, 현장 설명회/박람회 등에서 실수요를 일으킬 의사들의 반응이 매우 뛰어나다는 점, 오랜 기간 대형병원과의 협력을 통해 충분한 실전테스트를 거쳤다는 점 등은 'Selvy MediVoice'의 확산 속도를 더욱 빠르게 할 것으로 예상된다. 미국/일본을 중심으로 한 자회사 '셀바스헬스케어'의 체성분분석기 매출 성장도 긍정적인 요소다.

셀바스 AI 실적 추이

(단위: 억원)

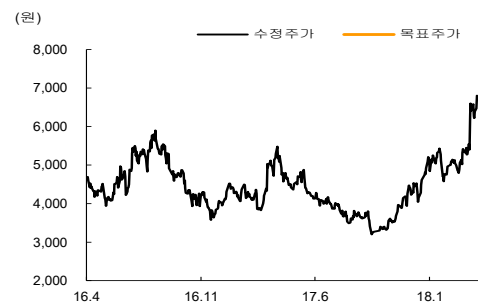
	2014	2015	2016	2017
매출액	236.4	332.7	354.4	468.7
인공지능				98.3
솔루션	194.4	124.2	125.2	44.4
의료진단기기	42.1	46.0	99.9	113.1
보조공학기기		162.5	129.3	159.7
기타				53.2
영업이익	-1.4	-6.7	-84.2	5.6
(OPM)	(적전)	(적지)	(적지)	(1.2%)

자료 : 셀바스 AI, SK 증권

주 : 2014년~2016년 솔루션 매출은 필기인식+음성인식 사업부 매출의 합

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비

2018.04.16 Not Rated



### Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----



## 재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>유동자산</b>	487	296	418	299	362
현금및현금성자산	52	64	117	67	115
매출채권및기타채권	32	43	85	95	156
재고자산		33	70	76	72
<b>비유동자산</b>	132	352	478	708	707
장기금융자산	20	36	32	3	3
유형자산	39	110	148	340	280
무형자산	50	192	290	285	276
<b>자산총계</b>	619	648	896	1,006	1,069
<b>유동부채</b>	61	52	121	125	312
단기금융부채	3	2	62	67	236
매입채무 및 기타채무	13	19	29	33	39
단기충당부채		1	3	3	4
<b>비유동부채</b>	13	18	205	312	210
장기금융부채		0	187	263	157
장기매입채무 및 기타채무	1	2	0	0	1
장기충당부채	3	3	5	0	0
<b>부채총계</b>	74	70	326	438	522
<b>지배주주지분</b>	545	551	543	476	457
자본금	101	110	110	110	110
자본잉여금	355	396	397	397	397
기타자본구성요소	-30	-30	-30	104	125
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	118	74	65	-135	-176
비지배주주지분		27	27	93	90
<b>자본총계</b>	545	578	570	569	547
<b>부채외자본총계</b>	619	648	896	1,006	1,069

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>영업활동현금흐름</b>	89	5	-46	-90	13
당기순이익(손실)	64	-44	-7	-193	-43
비현금성항목등	25	65	30	173	85
유형자산감가상각비	4	4	9	12	16
무형자산감가상각비	8	8	13	14	16
기타	12	53	8	139	-7
운전자본감소(증가)	-5	-26	-72	-69	-28
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1	9	-20	-24	-58
재고자산감소(증가)		3	-14	-12	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)		-4	0	-8	15
기타	-5	-16	-78	-24	17
법인세납부	-1	-1		-1	-1
<b>투자활동현금흐름</b>	-207	-41	-146	-85	-31
금융자산감소(증가)	-222	260	40	102	25
유형자산감소(증가)	-1	-4	8	-199	-30
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-13	-11
기타	25	297	212	25	-15
<b>재무활동현금흐름</b>	124	48	245	126	68
단기금융부채증가(감소)		-2	128	5	49
장기금융부채증가(감소)			120	132	25
자본의증가(감소)	124	50	0	0	0
배당금의 지급				0	0
기타				-11	-6
<b>현금의 증가(감소)</b>	6	12	53	-50	49
기초현금	45	52	64	117	67
기말현금	52	64	117	67	115
FCF	102	-268	-215	-251	-34

자료 : 셀바스AI, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	290	236	333	354	469
<b>매출원가</b>		20	99	0	0
<b>매출총이익</b>	290	216	233	354	469
매출총이익률 (%)	100.0	91.6	70.1	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	226	218	240	439	463
영업이익	65	-1	-7	-84	6
영업이익률 (%)	22.3	-0.6	-2.0	-23.8	1.2
비영업손익	6	-45	-2	-107	-49
<b>순금융비용</b>	-11	-12	-1	0	8
외환관련손익	0	1	1	2	-8
<b>관계기업투자등 관련손익</b>		-35		-8	-45
세전계속사업이익	71	-46	-8	-191	-43
세전계속사업이익률 (%)	24.3	-19.6	-2.5	-53.9	-9.3
계속사업법인세	6	-2	-2	2	-1
<b>계속사업이익</b>	64	-44	-7	-193	-43
중단사업이익				0	0
*법인세효과				0	0
당기순이익	64	-44	-7	-193	-43
<b>순이익률 (%)</b>	22.2	-18.7	-2.0	-54.4	-9.1
지배주주	64	-45	-9	-164	-39
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	22.21	-18.92	-2.58	-46.27	-8.27
<b>비지배주주</b>		1	2	-29	-4
<b>총포괄이익</b>	64	-44	-6	-231	-43
<b>지배주주</b>	64	-44	-8	-202	-40
<b>비지배주주</b>		0	2	-29	-4
EBITDA	77	11	15	-59	37

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	57.4	-18.5	40.7	6.5	32.2
영업이익	211.6	적전	적지	적지	흑전
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	적지	적지
EBITDA	133.3	-85.3	36.0	적전	흑전
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	적지	적지
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	14.3	-8.2	-1.6	-32.2	-8.3
ROA	12.4	-7.0	-0.9	-20.3	-4.1
EBITDA마진	26.5	4.8	4.6	-16.6	8.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	797.2	568.1	344.6	238.7	116.2
부채비율	13.6	12.1	57.2	76.9	95.4
순차입금/자기자본	-81.3	-36.4	1.0	40.1	50.0
EBITDA/이자비용(배)		20.6	2.6	-9.4	3.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	339	-214	-39	-744	-176
BPS	2,686	2,499	2,460	2,156	2,072
CFPS	403	-154	61	-629	-32
주당 현금배당금				0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	23.1	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	9.9	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	2.9	2.1	2.3	2.7	2.7
PBR(최저)	1.3	1.2	1.5	1.4	1.5
PCR	11.4	-22.0	62.9	-6.9	-145.8
EV/EBITDA(최고)	14.9	78.8	85.1	-27.6	42.1
EV/EBITDA(최저)	2.2	36.6	55.0	-17.1	9.8

# SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

## Company Data

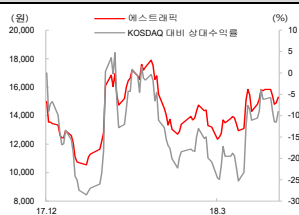
자본금	59 억원
발행주식수	1,192 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,824 억원
주요주주	
문찬중(외1)	23.12%

외국인지분률	120%
배당수익률	0.10%

## Stock Data

주가(18/04/13)	15,600 원
KOSDAQ	891.87 pt
52주 Beta	1.24
52주 최고가	17,900 원
52주 최저가	10,550 원
60일 평균 거래대금	108 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	22.4%	21.2%
6개월	%	%
12개월	%	%

에스트라픽 (234300/KQ | Not Rated)

## 스마트 교통 인프라 선두주자

- 대한민국 교통 인프라 역사를 함께한 교통 인프라 전문 기업
- 국내 최초 기계식 요금징수 시스템 상용화, 현재 '스마트톨링' 도입 확대 추진 중
- 문재인 정부 신산업 육성 정책 속 키워드는 '스마트시티'
- 도시 골격 역할을 수행할 '스마트 교통 인프라' 중요성 더욱 부각 될 것
- 올해는 탄탄한 Cash-cow 위에 성장성을 더할 중요한 해, 성장 방향에 주목

## 대한민국 교통의 역사

1991 년 삼성전자 도로교통 사업부로부터 출발한 에스트라픽은 삼성 SDS 등을 거치면서 국내 핵심 교통 인프라 전문 기업으로 자리매김했다. 1994 년에는 국내 최초로 기계식 요금징수 시스템을 개발/상용화에 성공하였고, 2000 년에는 Passive 방식의 하이패스 시스템을 개발/상용화에 성공했다. 현재는 톨게이트 영업소/구조물/정산원 등이 불필요한 '스마트톨링(Smart Tolling)' 도입 확대를 추진 중이다.

## 스마트 교통 인프라의 중요성

문재인 정부는 '8 대 핵심 선도사업'과 '13 대 핵심성장동력'을 발표하며 신산업 육성 의지를 나타낸 바 있다. 비슷한 듯 조금씩 다른 두 정책 속에서 궤를 같이 하고 있는 분야가 있는데 바로 '스마트 시티' 분야이다. '스마트 시티'에 대한 정의는 매우 다양하지만, 결국 진일보(進一步) 한 통신망과 교통망의 구축이 '스마트 시티'의 성패를 좌우할 것으로 예상된다. 그 중에서도 도시의 골격 역할을 수행할 '스마트 교통 인프라'의 중요성은 매우 크다는 판단이다.

## 회사의 성장 방향성에 주목한다

가장 주목하는 부분은 2020 년까지 전국 톨게이트 350 곳으로 확대 적용될 '스마트톨링' 사업이다. 일각에서는 '스마트톨링' 사업이 정부 정책간 마찰로 인해 예상보다 지연될 가능성을 언급하고 있지만, 4 차 산업혁명 시대를 맞아 스마트 교통 솔루션 도입이 늘어날 것임은 틀림없는 사실이다. 회사의 성장 방향에 보다 관심을 가져야 할 시점이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	억원	127	382	616	888	773
yoy	%		201.2	61.0	N/A(IFRS)	-13.0
영업이익	억원	14	43	59	88	51
yoy	%		200.1	39.0	N/A(IFRS)	-42.1
EBITDA	억원	15	44	60	95	62
세전이익	억원	14	42	58	82	40
순이익(지배주주)	억원	13	36	51	73	29
영업이익률%	%	11.2	11.1	9.6	9.9	6.6
EBITDA%	%	11.8	11.4	9.8	10.7	8.0
순이익률	%	10.4	9.5	8.3	8.2	3.8
EPS	원	196	429	604	790	307
PER	배					36.8
PBR	배					2.9
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	N/A	N/A	22.5
ROE	%		91.4	59.6	N/A(IFRS)	9.6
순차입금	억원	-56	-71	-37	-79	71
부채비율	%	590.0	289.2	105.3	173.7	139.3

## '스마트 시티'의 중심 '스마트 교통 인프라'

정부가 추진 중인 '스마트 시티' 구축의 핵심은 '스마트 교통 인프라'이다.

올해 취임 2년차를 맞은 문재인 정부는 대통령 5년 단임제를 채택하고 있는 우리나라의 특성상 정부 정책 파급력이 가장 크게 나타날 수 있는 시기를 맞이했다. 따라서 문재인 정부가 추진 중인 주요 정책은 무엇이며, 가장 큰 영향을 받는 산업이 무엇일지에 대한 진지한 접근이 필요한 시점이다.

과거 노무현 정부와 유사한 정책적 흐름을 보이고 있는 문재인 정부는 '8대 핵심 선도사업'과 '13대 핵심성장동력'을 발표하며 신산업 육성 의지를 나타낸 바 있다. 산업별로는 '초연결 지능화/스마트 공장/스마트 팜/핀테크/에너지 신산업/스마트 시티/드론/자율주행차'를 '8대 핵심 선도사업'으로, '자율차/VR·AR/빅데이터/스마트 시티/헬스케어/로봇/무인기/신재생 에너지/차세대통신/지능형 반도체/첨단소재/인공지능/혁신신약'을 '13대 핵심성장동력'으로 선정했다. 비슷한 듯 조금씩 다른 두 정책 속에서 궤를 같이 하고 있는 분야가 있는데 바로 '스마트 시티' 분야이다.

'스마트 시티'에 대한 정의는 매우 다양하다. 현재 행복도시 건설을 추진 중인 '행정중심복합도시건설청'의 정의를 잠시 빌리자면 '스마트 시티'란 ① 차세대 지능형 교통체계를 갖춘 운전자가 없는 도시, ② 에너지관리시스템 적용으로 에너지 낭비가 없는 도시, ③ 재난 발생 시 AI가 신속 대응하는 신고가 없는 도시를 말한다. 결국 진일보(進一步)한 통신망과 교통망의 구축이 '스마트 시티'의 성패를 좌우할 것으로 예상되며, 그 중에서도 도시의 골격 역할을 수행할 '스마트 교통 인프라'의 중요성은 매우 크다는 판단이다.

문재인 대통령 집권 2년차 주요 정책

구분	주요 정책	세부 내용
경제	일자리 창출	- 국내 투자유치 지원제도 : 고용창출/신산업 업종 중심 지원 방향으로 개편 - 청년 중소기업 취업 지원, 청년 해외진출 활성화 방안, 공공부문 일자리 조기집행
	소득주도 성장	- 최저임금 인상 연착륙 유도 및 취약근로자 근로여건 개선 - 대/중소 상생협력을 통한 임금격차 완화 - 근로시간 단축, 휴식 보장 등 침표가 있는 삶 구현
산업	8대 핵심 선도사업	- 초연결 기능화 / 스마트공장 / 스마트팜 / 핀테크 / 에너지신산업 / 스마트시티 / 드론 / 자율주행차
	13대 핵심성장동력	- 조기상용화 : 자율차 / VR·AR / 빅데이터 / 스마트시티 / 헬스케어 / 로봇 / 무인기 / 신재생에너지 - 원천기술확보 : 차세대 통신 / 지능형반도체 / 첨단소재 / 인공지능 / 혁신신약
	사회/문화 혁신	- 문화 : 콘텐츠 산업 진흥 기본계획 및 분야별 진흥정책(영화) - 관광 : 신(신)관광 서비스 창출 및 고급화 등
금융	전방위 금융혁신	- 코스닥 시장 활성화 - KRX300 지수 도입 : 연기금의 코스닥 투자비중 확대 유도 - 벤처펀드 활성화(코스닥 벤처펀드) - 코스닥 진입규제 등 자본시장 인프라 재정비

자료 : SK 증권

## 대한민국 교통의 역사와 함께하다

에스트레픽은 대한민국 도로 교통의  
역사와 함께 성장했다. 현재는  
'스마트톨링' 사업을 추진 중이다.

1991년 삼성전자 도로교통 사업부로부터 출발한 에스트레픽은 삼성 SDS 등을 거치면서 국내 핵심 교통 인프라 전문 기업으로 자리매김했다. 1994년에는 국내 최초로 기계식 요금징수 시스템을 개발/상용화에 성공하였고, 2000년에는 Passive 방식의 하이패스 시스템을 개발/상용화에 성공했다. 이후 톨게이트 영업소/구조물/정산원 등이 불필요한 '스마트톨링(Smart Tolling)' 도입 확대를 추진 중이다. 현재 '스마트톨링'은 천안-논산고속도로, 신대구-부산고속도로, 남해고속도로 등 소수 지역 10 여곳에서 운영 중이며, 2020년까지 전국 톨게이트 350 곳에 전면 도입될 예정이다. 이 경우 운영비용 절감 효과와 더불어 교통 흐름 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다. 특히 '스마트 시티'의 한 축을 담당할 '자율주행차'의 확산에 발맞춰 반드시 갖춰져야 할 교통 인프라 중 하나가 될 전망이다.

### '기존 요금소'와 'Smart Tolling' 비교

기존 요금소	스마트톨링
	
단차로 이용	다차로 이용
속도제한 30km/h	속도제한 160km/h
톨게이트 영업소 및 구조물 필요	톨게이트 영업소 및 구조물 불필요
요금 정산원 필요	요금 정산원 불필요

자료 : 에스트레픽, SK 증권

### 국내 최초 기계식 요금징수(1994) 시스템 개발 및 상용화



자료 : 에스트레픽, SK 증권

### 하이패스(2000년), 뉴 하이패스(2016) 개발 및 상용화



자료 : 에스트레픽, SK 증권

## 다수의 신(新)성장동력 장착

**상하 개폐형 스크린도어는 유럽  
철도 시장에 가장 적합한 모델로서,  
올해부터 본격 수주가 기대된다.**

가장 주목되는 부분은 '상하 개폐형 스크린도어(VPSD, Vertical Platform Screen Door)' 분야다. 우리에게 익숙한 좌우 개폐형 스크린도어는 우리나라나 일본과 같이 열차 차량이 규격화되어 있는 곳에서 주로 사용된다. 반면 다양한 종류의 열차 차량이 운행하여 열차 정차 시점이 상이하고 정위치 정차가 어려운 유럽 등의 경우에는 좌우 개폐형 스크린도어 설치가 어려운 부분이 있다. 이러한 문제점을 해결하기 위해 개발된 것이 '상하 개폐형 스크린도어(VPSD)'이며 현재 한국교통개발원이 국제 특허를, 에스트라픽이 해외사업실시권을 보유 중이다. 지난해 10 월 프랑스 철도청(SNCF)과 VPSD 시범 계약을 체결한 이후 올해 1 월에는 스페인 바르셀로나 메트로(TMB)와도 계약을 체결했다. 일부 역사(驛舍)를 대상으로 시범 운행/점검을 마친 뒤 확산 설치 될 전망이다. 약 2 조원 규모로 추정되는 유럽 VPSD 시장에 진입했다는 점에서 매우 고무적이며, 향후 교통카드 시스템/역무자동화설비(AFC) 등의 추가 도입으로 이어질 전기(轉機)를 마련했다는 판단이다.

정부 중심의 전기차 충전 시설 확대 수혜도 가능하다. 에스트라픽은 지난해 한국에너지관리공단과 함께 구리-포천 고속도로 휴게소, 광주/전라지역 대형마트 등에 전기차 충전기를 설치 운영한 경험이 있다. 정부는 전국 고속도로 휴게소, 대형마트, 공공기관 등지에 2020 년까지 약 400 여곳의 급속 전기 충전소를 설치할 계획을 갖고 있는데, 이 경우 한국도로공사 등 주요 공기업들과 함께 교통 인프라 구축 reference 가 있는 동사가 가장 경쟁우위에 있다고 판단된다. 지난 3 월에는 환경부 산하 한국환경공단이 주관하는 '2018 년 완속충전기 수축 사업'에 최종사업자로 선정된 바 있다.

### 상하 개폐형 스크린도어(VPSD) 조감도



자료 : 에스트라픽 SK 증권



## 안정적 Cash-cow 확보, 회사의 성장 방향성에 주목한다

**서울 지하철 교통카드 시스템  
운영사업은 안정적인 Cash-cow 가  
될 것이다.**

2016 년 서울 지하철 교통카드 시스템 사업자로 선정된 에스트라픽은 10 년간 운영권을 독점함에 따라 안정적인 Cash-Cow 를 확보했다는 판단이다. 100% 자회사 '서울신교통카드'를 통해 기존 한국 스마트카드(T-Money)가 운영하던 서울지하철 1~8 호선 노후 설비 교체 및 서비스 개선 작업을 실시했으며, 총 277 개 역사의 통신환경 개선 작업이 이뤄졌다. 2027 년까지 10 년간 교통카드 시스템 운영사업을 영위하게 되며, 연간 약 100 억원 이상의 안정적인 매출 발생이 가능할 것으로 추정된다.

**유럽 스크린도어 시장, 동남아  
역무자동화설비 시장 진출로  
성장성을 확보할 것으로 판단된다.**

올해는 회사의 성장성을 결정할 매우 중요한 해가 될 전망이다. ① 앞서 언급한 바와 같이 안정적인 서울 지하철 교통카드시스템 운영 수익 토대 위에 ② 프랑스/스페인/독일 등 유럽 VPSD 시범사업의 확장 여부가 결정되고, ③ 인도/인도네시아 등 동남아시아를 중심으로 역무자동화설비(AFC)의 수출 등 성장 모멘텀을 확보해 나가는 원년이 될 것으로 판단되기 때문이다.

무엇보다도 가장 주목하는 부분은 2020 년까지 전국 톨게이트 350 곳으로 확대 적용될 '스마트톨링' 사업이다. 일각에서는 '스마트톨링' 사업이 정부 정책간 마찰로 인해 예상보다 지연될 가능성을 언급하고 있지만, 4 차 산업혁명 시대를 맞아 스마트 교통 솔루션 도입이 늘어날 것임은 틀림없는 사실이다. 당장의 실적보다 성장 방향에 보다 관심을 가져야 할 시점이다.

에스트라픽 실적 추이

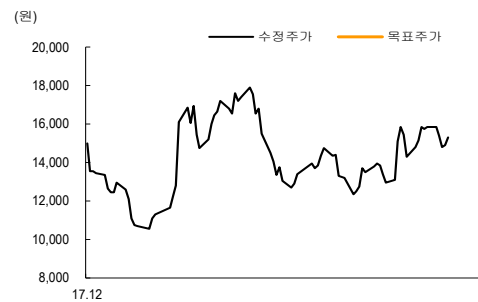
(단위 : 억원)

		2015	2016	2017
매출액		615.9	887.5	1,149.3
도로	소계	368.8	656.5	668.0
	요금징수시스템	355.9	623.4	635.6
	ITS 등	13.0	33.2	32.5
철도	소계	247.1	231.0	481.3
	철도신호	242.5	220.5	77.6
	철도통신	-	7.4	17.1
	신규사업	4.6	3.0	386.6
영업이익		60.0	88.0	51.0
(OPM)		(9.7%)	(9.9%)	(4.4%)

자료 : 에스트라픽, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비

2018.04.16 Not Rated



### Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 4 월 16 일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>유동자산</b>	143	204	181	367	535
현금및현금성자산	57	28	24	51	332
매출채권및기타채권	73	117	122	175	137
재고자산	0	0	0	6	4
<b>비유동자산</b>	7	21	54	103	532
장기금융자산	3	10	36	29	35
유형자산	2	2	1	5	23
무형자산				52	453
<b>자산총계</b>	150	224	234	470	1,067
<b>유동부채</b>	128	165	117	225	323
단기금융부채	10			0	160
매입채무 및 기타채무	43	81	75	155	112
단기충당부채					
<b>비유동부채</b>	1	2	3	73	298
장기금융부채				68	291
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채	1	2	3	4	7
<b>부채총계</b>	129	167	120	298	621
<b>지배주주지분</b>	22	58	114	166	441
자본금	9	9	9	9	59
자본잉여금			5	5	207
기타자본구성요소				-10	-16
자기주식				-10	-16
이익잉여금	13	49	100	162	190
비지배주주지분				5	5
<b>자본총계</b>	22	58	114	172	446
<b>부채외자본총계</b>	150	224	234	470	1,067

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>영업활동현금흐름</b>	55	30	-6	100	45
당기순이익(손실)	13	36	51	73	29
비현금성항목등	4	5	5	26	37
유형자산감가상각비	1	1	1	1	2
무형자산감각비				6	10
기타	3	4	4	19	26
운전자본감소(증가)	38	-11	-63	8	-6
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-73	-45	-4	-52	38
재고자산감소(증가)	0		0	-5	2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	43	38	-7	57	-43
기타	-78	-95	-60	-94	74
법인세납부				-9	-14
<b>투자활동현금흐름</b>	-17	-49	-2	-109	-390
금융자산감소(증가)	-3	-51	5	-88	46
유형자산감소(증가)	-3	0	0	-4	-14
무형자산감소(증가)				-13	-416
기타	10	15	8	4	14
<b>재무활동현금흐름</b>	19	-10	5	29	626
단기금융부채증가(감소)	10	-10			145
장기금융부채증가(감소)				40	275
자본의증가(감소)	9		6		213
배당금의 지급		0	0	0	0
기타					
<b>현금의 증가(감소)</b>	57	-29	-4	21	281
기초현금		57	28	30	51
기말현금	57	28	24	51	332
FCF	50	24	-13	N/A(IFRS)	-377

자료 : 에스트라픽, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	127	382	616	888	773
<b>매출원가</b>	88	296	489	697	610
<b>매출총이익</b>	39	86	127	192	163
매출총이익률 (%)	30.4	22.5	20.6	21.6	21.1
<b>판매비와관리비</b>	24	43	68	104	112
영업이익	14	43	59	88	51
영업이익률 (%)	11.2	11.1	9.6	9.9	6.6
비영업손익	0	-1	-1	-5	-11
<b>순금융비용</b>	0	-1	-3	2	5
외환관련손익	0	0	-1	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>				0	0
세전계속사업이익	14	42	58	82	40
세전계속사업이익률 (%)	11.2	11.0	9.5	9.3	5.1
계속사업법인세	1	6	7	9	10
<b>계속사업이익</b>	13	36	51	73	29
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	13	36	51	73	29
<b>순이익률 (%)</b>	10.4	9.5	8.3	8.2	3.8
지배주주	13	36	51	73	29
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	10.4	9.49	8.31	8.24	3.79
<b>비지배주주</b>					
<b>총포괄이익</b>	13	36	51	72	28
<b>지배주주</b>	13	36	51	72	28
<b>비지배주주</b>					
EBITDA	15	44	60	95	62

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>성장성 (%)</b>					
매출액		201.2	61.0	N/A(IFRS)	-13.0
영업이익		200.1	39.0	N/A(IFRS)	-42.1
세전계속사업이익		194.6	39.2	N/A(IFRS)	-51.8
EBITDA		192.2	37.5	N/A(IFRS)	-34.8
EPS(계속사업)		118.8	40.7	N/A(IFRS)	-61.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE		91.4	59.6	N/A(IFRS)	9.6
ROA		19.4	22.3	N/A(IFRS)	3.8
EBITDA마진	11.8	11.4	9.8	10.7	8.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	112.0	123.6	154.5	163.2	165.7
부채비율	590.0	289.2	105.3	173.7	139.3
순차입금/자기자본	-255.4	-123.5	-32.1	-45.9	16.0
EBITDA/이자비용(배)	73.7	365.9		36.3	10.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	196	429	604	790	307
BPS	258	682	1,233	1,892	3,843
CFPS	207	442	614	873	427
주당 현금배당금					20
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)					48.9
PER(최저)					34.4
PBR(최고)					3.9
PBR(최저)					2.8
PCR					26.5
EV/EBITDA(최고)	-3.7	-1.6	-0.6	-0.8	28.9
EV/EBITDA(최저)	-3.7	-1.6	-0.6	-0.8	21.1



# SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	49 억원
발행주식수	985 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,394 억원
주요주주	
박채규(외2)	46.06%

외국인지분률	140%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/04/13)	14,150 원
KOSDAQ	891.87 pt
52주 Beta	0.36
52주 최고가	14,500 원
52주 최저가	8,240 원
60일 평균 거래대금	14 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	44.8%	43.4%
6개월	18.7%	-11.4%
12개월	42.8%	3.4%

디티앤씨 (187220/KQ | Not Rated)

## 실적개선 본격화

시험인증 전문업체로 전 부문에 걸친 실적개선에 힘입어 실적호전이 예상된다. 2018 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 28%, 81% 증가가 예상된다. 주된 이유는 1) 주력 분야인 정보통신기기(IoT 기기 확대)의 성장 2) 기간 산업(원자력, 방산 등)의 수익성 회복 3) 해외법인의 매출증가이다. Dt&CRO, Dt&SanoMedics 를 통해 바이오서비스 분야 에도 진출하였다. 벤처 캐피탈인 Dt&Investment 도 보유하고 있다.

## 실적개선 본격화

실적개선이 본격화되고 있다. 2018 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 28%, 81% 증가한 635 억원, 102 억원이 될 것으로 예상된다. 큰 폭의 실적개선이 가능한 것은 1) 주력 분야인 정보통신기기의 성장 2) 기간 산업의 수익성 회복 3) 해외법인의 매출증가 때문이다. 신규산업인 바이오서비스 분야 매출이 가세할 경우 실적 성장은 탄력을 받을 것이다.

## 바이오서비스 분야 진출, Dt&CRO, Dt&SanoMedics

지난해 4 월 Dt&CRO, 10 월에는 Dt&SanoMedics 를 설립하면서 바이오분야 기술서 비스 시장에도 진출했다. Dt&CRO 는 최근 관심이 집중되고 있는 CRO(Contract Research Organization)업체이다. 비임상 및 화평 전용 독성시험 분석센터를 지난 2 월 착공하였다. 8 월까지 완공을 목표로 하고 있으며 GLP 인증이 끝나는 11 월에는 매출발 생이 가능할 전망이다. Dt&SanoMedics 는 바이오 신약 임상 수탁기관이다. 임상컨설 팅을 수행하고 있으며 금년부터 본격적인 매출발생이 예상된다.

## 벤처 캐피탈인 Dt&Investment 를 통해 금융분야 진출

또 다른 자회사인 Dt&Investment 를 통해 금융분야도 진출하였다. 2015 년 4 월 100 억 원을 출자해 설립한 디티앤인베스트먼트(지분율 100%)는 벤처 캐피탈이다. 지난해까지 7 개의 투자조합을 결성하였고, 운용자산은 1,060 억원이다. 인공지능 암진단 기업인 딥 바이오를 비롯해 바이오액츠(바이오 센서 소재 개발사), 안지오랩(천연물 신약개발) 과 같은 바이오분야 투자를 중점으로 하고 있다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	억원	198	275	318	404	498
yoy	%	47.8	N/A(IFRS)	15.7	27.1	23.3
영업이익	억원	49	93	28	31	56
yoy	%	81.6	N/A(IFRS)	-69.6	8.5	81.8
EBITDA	억원	65	117	72	92	131
세전이익	억원	50	85	27	22	43
순이익(지배주주)	억원	45	72	36	24	38
영업이익률%	%	24.8	33.8	8.9	7.6	11.2
EBITDA%	%	33.0	42.7	22.7	22.8	26.3
순이익률	%	22.9	26.4	11.3	6.0	8.2
EPS	원	633	930	370	242	387
PER	배		25.9	49.8	38.4	22.0
PBR	배		3.7	2.7	1.3	1.1
EV/EBITDA	배	0.6	18.4	25.6	11.5	8.3
ROE	%	40.1	N/A(IFRS)	5.6	3.5	5.3
순차입금	억원	39	-215	37	137	245
부채비율	%	75.8	27.2	38.2	56.3	63.9

## 시험인증 전문업체

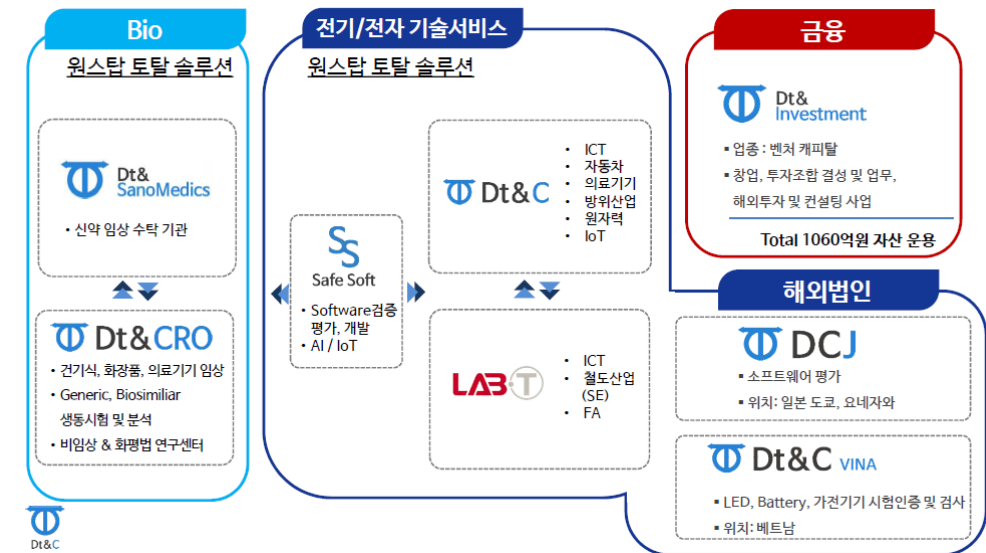
시험인증 전문업체, 전기, 전자, 통신, 자동차에서 원자력, 항공, 바이오 산업까지 전분야에 걸쳐 시험인증 수요 존재

시험인증 전문업체이다. 시험인증이란 법률 또는 시장자율로 정한 특정 기준을 충족하고 있는지를 입증하기 위해 시험(Testing), 검증(Inspection), 인증(Certification) 서비스를 제공하는 것이다. 전기, 전자, 통신, 자동차에서 원자력, 항공, 바이오 산업까지 산업 전분야에 걸쳐 시험인증 수요는 존재한다. 당사는 정보통신기술기기, 가전, 의료기기, 자동차전장, 기간산업(원자력, 방산 등) 분야에 특화되어 있다. 2017년 매출비중은 정보통신기기가 50%, 자동차전장기기 19%, 기간산업 15%, 의료기기 12%이다.

성장동력 확보를 위해 바이오서비스 분야에도 진출, 임상/비임상 업체 설립, VC와 일본, 베트남 현지법인 보유

성장동력 확보를 위해 바이오 서비스 분야에도 진출하였다. 신약 임상업체인 Dt&SanoMedics, 비임상, 화평법 관련 시험기관인 Dt&CRO를 지난해 설립하였다. 벤처 캐피탈도 보유하고 있다. Dt&Investment는 2015년 설립된 회사로 운용자산이 1천억원을 돌파하였다. 그 밖에 소프트웨어 회사인 일본의 DCJ, 베트남 시험인증 업체인 Dt&C vina가 있다.

### 사업포트폴리오 현황



자료 : Dt&C

## 투자포인트 3 가지

**실적개선 본격화, 금년도 매출액과  
영업이익은 전년대비 각각 28%,  
81% 증가 예상**

실적개선이 본격화되고 있다. 2018 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 28%, 81% 증가한 635 억원, 102 억원이 될 것으로 예상된다. 큰 폭의 실적개선이 가능한 것은 1) 주력 분야인 정보통신기기의 성장 2) 기간 산업의 수익성 회복 3) 해외법인의 매출증가 때문이다. 신규산업인 바이오서비스 분야 매출이 가세할 경우 실적 성장은 탄력을 받을 것이다.

**정보통신부문의 성장, IoT와 스마트  
홈 등 새로운 개념의 IT 기기 등장,  
내년부터 5G 서비스 본격화되면  
IoT 관련 수요는 크게 증가할 것**

IoT와 스마트 홈 등 새로운 개념의 IT 기기들이 등장하면서 신제품에 대한 시험인증수요가 증가하고 있다. 4차산업혁명의 등장과 함께 5G 등의 기술진화가 나타나면서 가전 기기에 통신모듈 탑재가 증가하고 커넥티비티, 이종산업간의 융합이 가속화되고 있다. 이에 따라 주요 거래처의 개발모델 감소로 2년 연속 역성장을 기록했던 ICT 부문 매출이 2017년에는 38% 증가한 249 억원을 기록했다. 2019년부터 5G 서비스가 본격화 된다면 IoT 관련 수요는 크게 증가할 것이다.

**기간산업부문의 수익성 회복, 그  
동안 매출지연으로 투자비 부담  
가중, 대규모 프로젝트 재개로  
수익성 회복 예상**

기간산업부문의 수익성회복이다. 대규모 투자로 감가상각비 등 비용부담이 증가했지만 대형 프로젝트의 매출이 지연되면서 손실폭은 커졌다. 그러나 중단되었던 신고리 5,6 호기의 건설이 재개되었고 한국형 경헬기(LAH/LCH) 사업도 순조롭게 진행되고 있어 기간산업부문의 실적 전망은 밝다. 금년 매출액 1 백억원을 상회하면서 BEP 수준의 수익성이 가능할 전망이다. 참고로 수주잔고는 50 억원이다.

**해외법인의 매출증가, 일본은  
자동차 EMC 중심으로, 베트남은  
LED, Battery 시험인증 분야로**

또한 해외법인의 매출증가도 예상된다. 일본법인인 DCJ는 자동차 전자파(EMC)분야 진출과 파견 사업이, 2019년에는 이루마(Nissan, Honda) EMC 센터를 건립할 예정이다. 지난 2월 착공한 베트남 법인은 내년부터 의미 있는 매출이 발생하며 베트남 최초의 LED, Battery 분야 시험인증기관이 될 것이다.

## 실적추이

(단위: 억원)

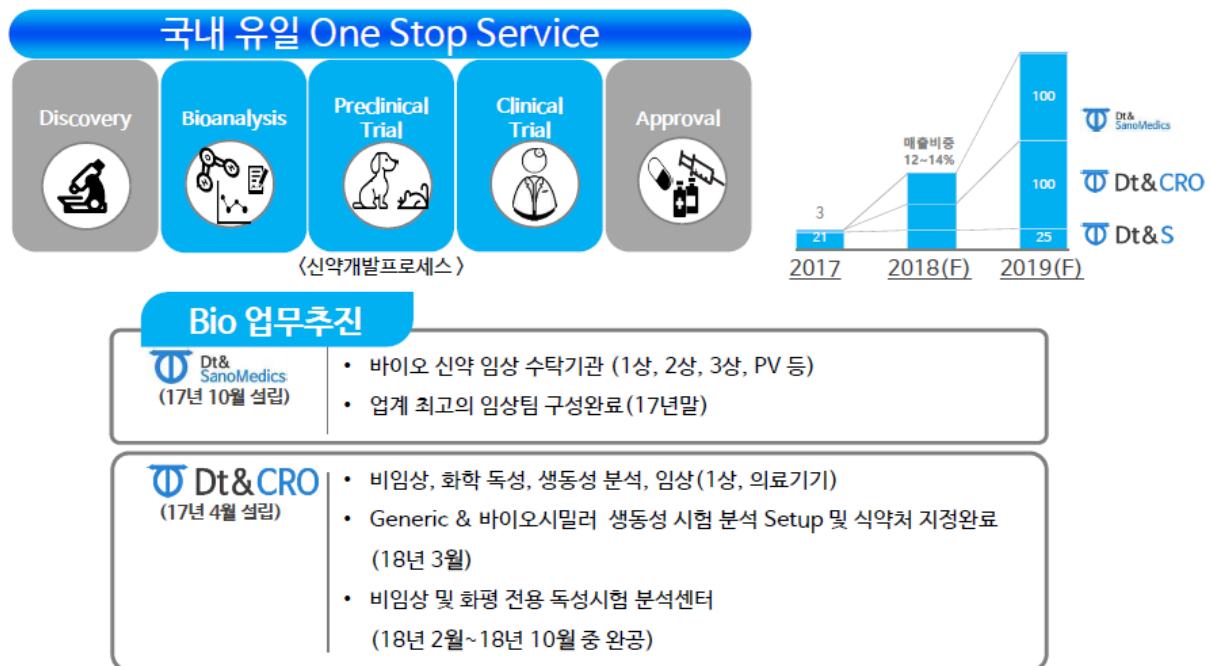
		2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	정보통신기기	222	183	180	250	290
	의료기기	24	28	49	57	72
	자동차전자기기	28	51	75	96	124
	기간산업		27	84	73	105
	기타		29	16	22	44
	합계	274	318	404	498	635
영업이익		93	28	31	56	102
영업이익률		33.9%	8.8%	7.7%	11.2%	16.0%

자료: 디티앤씨, SK 증권 추정

바이오 서비스 분야 진출,  
CRO 업체인 Dt&CRO, 임상 업체인  
Dt&SanoMedics 설립, Dt&CRO는  
비임상 및 화평 전용 독성시험  
분석센터 지난 2월 착공

지난해 4월 Dt&CRO, 10월에는 Dt&SanoMedics를 설립하면서 바이오분야 기술서비스 시장에도 진출했다. Dt&CRO는 최근 관심이 집중되고 있는 CRO(Contract Research Organization, 계약연구기관, 의약품, 식품, 화학물질 등의 물질을 탐색하고 연구개발 용역을 제공) 업체이다. 비임상 및 화평 전용 독성시험 분석센터를 지난 2월 착공(투자금액 총 130억원, 토지 10억원, 건물 70억원, 설비 50억원)하였다. 8월까지 완공을 목표로 하고 있으며 GLP 인증이 끝나는 11월에는 매출발생이 가능할 것이다. CRO 산업은 제약/바이오업체들의 신약개발 붐으로 인해 새로운 성장산업으로 떠오르고 있다. 여기에 화평법(화학 물질의 등록 및 평가 등에 관한 법률)이 재개정되면서 관련 수요도 크게 증가할 것으로 예상된다. Dt&SanoMedics는 바이오 신약 임상 수탁기관이다. 신약, 의료기기, 화장품 등의 임상컨설팅을 수행하고 있으며 금년부터 본격적인 매출발생이 예상된다. 두 업체를 통해 바이오시밀러 및 일반약품의 분석, 생동, 임상, 동물실험, 화학물 평가까지 One Stop Total CRO를 목표로 하고 있다.

#### 바이오 서비스 추진 현황



자료 : 디티앤씨

벤처 캐피탈인 Dt&Investment 를  
통해 금융분야 진출, 지난해  
운용자산 1천억원 돌파, 인공지능  
암진단 기업인 딥바이오 등에 투자

또 다른 자회사인 Dt&Investment 를 통해 금융분야도 진출하였다. 2015 년 4 월 100 억원을 출자해 설립한 디티앤인베스트먼트(지분율 100%)는 벤처 캐피탈이다. 지난해 까지 7 개의 투자조합을 결성하였고, 운용자산은 1,060 억원이다. 인공지능 암진단 기업 인 딥바이오를 비롯해 바이오엑츠(바이오 센서 소재 개발사), 안지오랩(천연물 신약개발) 과 같은 바이오분야 투자를 중점으로 하고 있다. 이외에도 트러스트어스(레스토랑 통합 플랫폼 포잉(Poing)의 운영사), 와디즈(크라우드펀딩 스타트업) 등에 투자하였다. 또한 베트남 최대 자산운용사인 VINA capital 과 500 억규모의 펀드를 공동으로 조성 하고 양국의 벤처 기업에 대한 투자도 진행할 예정이다.

#### DT&Investment 펀드 운용 현황

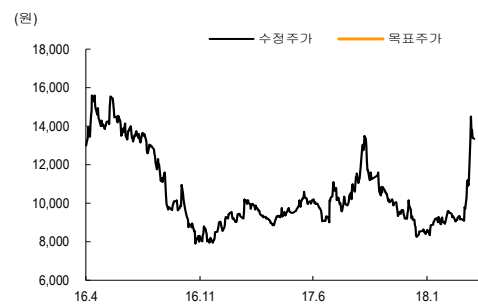
(단위: 억원)

조합명	출자액
DTNI-AGRITech 투자조합	120
DTNI-KVIC 판교 창조경제밸리 투자조합	227
DTNI-전남 창조경제혁신펀드	115
DTNI-스타트업 창조성장 투자조합	115
성장기업 Venture 투자조합 1호	113
NHC-DTNI 농식품 ABC 투자조합 1호	220
DTNI-소프트산업육성 투자조합	150
합계	1,060

자료: DT&C

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고최저 주가대비

2018.04.16 Not Rated



## Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>유동자산</b>	106	418	254	307	305
현금및현금성자산	70	344	133	113	102
매출채권및기타채권	33	64	83	128	154
재고자산			1		
<b>비유동자산</b>	207	394	681	800	920
장기금융자산	5	8	80	109	124
유형자산	198	380	574	656	761
무형자산	1	3	16	24	18
<b>자산총계</b>	313	812	935	1,107	1,226
<b>유동부채</b>	81	86	100	136	318
단기금융부채	57	56	45	53	227
매입채무 및 기타채무	15	17	32	61	67
단기충당부채					
<b>비유동부채</b>	54	87	158	263	160
장기금융부채	54	79	158	262	160
장기매입채무 및 기타채무	0				
장기충당부채					
<b>부채총계</b>	135	173	259	399	478
<b>지배주주지분</b>	178	639	675	705	742
자본금	38	49	49	49	49
자본잉여금	56	438	438	447	447
기타자본구성요소					
자기주식					
이익잉여금	76	151	187	211	249
비지배주주지분			2	3	6
<b>자본총계</b>	178	639	677	708	748
<b>부채외자본총계</b>	313	812	935	1,107	1,226

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>영업활동현금흐름</b>	54	71	27	37	82
당기순이익(손실)	45	72	36	24	41
비현금성항목등	15	46	19	67	93
유형자산감가상각비	16	24	43	60	74
무형자산감각비	0	0	1	1	1
기타	-2	22	-25	6	18
운전자본감소(증가)	-6	-36	-15	-48	-45
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-16	-25	-18	-47	-24
재고자산감소(증가)			-1	1	
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	-7	-10	-3	-13
기타	-32	-55	-23	-93	-57
법인세납부		-7	-9	0	-2
<b>투자활동현금흐름</b>	-92	-204	-302	-180	-156
금융자산감소(증가)	9	-8	-74	-61	12
유형자산감소(증가)	-98	-194	-212	-114	-162
무형자산감소(증가)	0	-2	-6	-1	-1
기타	3	1	4	8	5
<b>재무활동현금흐름</b>	105	407	64	122	67
단기금융부채증가(감소)	1	-14	-18	-6	26
장기금융부채증가(감소)	21	39	82	127	40
자본의증가(감소)	87	405			0
배당금의 지급	4				
기타		23			
<b>현금의 증가(감소)</b>	67	274	-211	-20	-11
기초현금	2	70	344	133	113
기말현금	70	344	133	113	102
FCF	-44	N/A(IFRS)	-167	-67	-77

자료 : 디티앤씨, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	198	275	318	404	498
<b>매출원가</b>	95	128	190	245	288
<b>매출총이익</b>	103	147	128	159	210
매출총이익률 (%)	51.8	53.5	40.3	39.3	42.1
<b>판매비와관리비</b>	53	54	100	128	154
영업이익	49	93	28	31	56
영업이익률 (%)	24.8	33.8	8.9	7.6	11.2
비영업손익	1	-8	-2	-9	-13
<b>순금융비용</b>	4	10	3	7	11
외환관련손익	0	1	0	2	2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>					0
세전계속사업이익	50	85	27	22	43
세전계속사업이익률 (%)	25.3	30.8	8.4	5.4	8.5
계속사업법인세	5	12	-9	-2	2
<b>계속사업이익</b>	45	72	36	24	41
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	45	72	36	24	41
<b>순이익률 (%)</b>	22.9	26.4	11.3	6.0	8.2
지배주주	45	72	36	24	38
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	22.91	26.35	11.46	5.9	7.66
<b>비지배주주</b>			0	0	3
<b>총포괄이익</b>	45	72	35	23	39
<b>지배주주</b>	45	72	36	22	37
<b>비지배주주</b>			0	0	3
EBITDA	65	117	72	92	131

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	47.8	N/A(IFRS)	15.7	27.1	23.3
영업이익	81.6	N/A(IFRS)	-69.6	8.5	81.8
세전계속사업이익	115.3	N/A(IFRS)	-68.6	-18.3	95.8
EBITDA	63.8	N/A(IFRS)	-38.3	27.6	42.1
EPS(계속사업)	37.9	N/A(IFRS)	-60.3	-34.6	60.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	40.1	N/A(IFRS)	5.6	3.5	5.3
ROA	19.4	N/A(IFRS)	4.1	2.4	3.5
EBITDA마진	33.0	42.7	22.7	22.8	26.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	130.3	484.2	253.0	225.7	96.1
부채비율	75.8	27.2	38.2	56.3	63.9
순차입금/자기자본	21.8	-33.6	5.5	19.4	32.8
EBITDA/이자비용(배)	13.6	11.2	13.6	12.9	11.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	633	930	370	242	387
BPS	2,320	6,482	6,845	7,158	7,531
CFPS	857	1,243	817	867	1,152
주당 현금배당금					
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)		28.5	82.8	74.9	34.9
PER(최저)		23.1	41.8	32.7	21.3
PBR(최고)		4.1	4.5	2.5	1.8
PBR(최저)		3.3	2.3	1.1	1.1
PCR		19.4	22.5	10.7	7.4
EV/EBITDA(최고)	0.6	19.6	42.3	20.9	12.1
EV/EBITDA(최저)	0.6	15.5	21.6	10.0	8.1



# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**이지훈**

sa75you@sk.com  
02-3773-8880

## Company Data

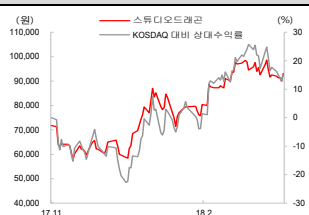
자본금	140 억원
발행주식수	2,804 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	26,103 억원
주요주주	
CJ E&M(외6)	75.65%

외국인지분률	100%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/04/13)	93,100 원
KOSDAQ	891.87 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	98,600 원
52주 최저가	57,800 원
60일 평균 거래대금	210 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.4%	-1.1%
6개월	%	%
12개월	%	%

스튜디오드래곤 (253450/KQ | 매수(신규편입) | T.P 120,000 원(신규편입))

## 글로벌 역량이 강화되고 있다

이익의 괄목할만한 성장이 두드러진 한 해가 될 것으로 예상된다. 상장 이후 상승한 주가도 더 이상 밸류에이션 부담이 되지 않는다. 주가 상승을 뒷받침하는 실적성장이 가능하기 때문이다. 금년 매출액과 영업이익은 각각 32%, 109%가 예상된다. 투자의견 매수, 목표주가 120,000 원을 제시하고 신규편입한다. 투자포인트는 1. 성장을 주도하는 해외 판매 2. 자체 역량 강화 3. 중국향 매출 재개 가능성이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 120,000 원을 제시하며 신규편입

이익의 괄목할만한 성장이 두드러진 한 해가 될 것으로 예상된다. 상장 이후 상승한 주가도 더 이상 밸류에이션 부담이 되지 않는다. 주가 상승을 뒷받침하는 실적성장이 가능하기 때문이다. 투자의견 매수, 목표주가 120,000 원을 제시하고 신규편입한다. 투자포인트는 1. 해외판매가 성장을 주도할 것이다. 2016 년 424 억원에 머물렀던 해외 매출이 2017 년 651 억원까지 증가했고, 2018 년에는 1,249 억원까지 급증할 것으로 예상된다. 이는 넷플릭스를 비롯한 글로벌 업체와의 협업과 판권매출에 기인한다. 또한 콘텐츠 확보경쟁으로 입찰 가격이 상승하는 선순환 구조가 형성되고 있다. 2. 자체 역량 강화를 통한 드라마시장에서의 선도적 입지가 굳건해지고 있다. 우수한 제작인력확보에 성공, captive market 을 통한 안정적인 제작환경, IPO 를 통한 대규모 자금조달에 성공했기 때문이다. 3. 중국과의 정치적 관계 개선을 계기로 중국향 매출확대가 예상된다. 사드 이슈로 주춤했던 매출이 하반기부터 재개될 예정이다. 중국의 시장규모, 높은 판매단가, OTT 업체의 성장을 감안할 때 추가적인 실적추정 상향 여지도 있다.

## 2018 년 매출액과 영업이익은 각각 32 %, 109 % 증가 예상

올해는 27 편 이상의 작품이 제작되며 해외사업 및 OTT, VOD 판매가 활성화 될 전망이다. 수익기여가 클 것으로 예상되는 작품은 7 월에 편성 예정인 김은숙 작가의 '미스터 션샤인'과 4 분기 방영예정인 송재정 작가의 '알함브라 궁전의 추억'을 꼽을 수 있다. 동남아 OTT 뿐만 아니라 중국 OTT 향 판매매출 가능성도 큰 작품이다. 2018 년 매출액 3,769 억원, 영업이익 690 억원으로 전년대비 각각 31.4%, 109.2% 증가가 예상된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	1,544	2,868	3,769	5,030	6,183
yoy	%	0.0	85.7	31.4	33.5	22.9
영업이익	억원	166	330	690	1,078	1,453
yoy	%	0.0	98.3	109.3	56.1	34.8
EBITDA	억원	388	743	1,039	1,260	1,561
세전이익	억원	105	303	695	1,088	1,458
순이익(지배주주)	억원	81	238	527	825	1,105
영업이익률%	%	10.8	11.5	18.3	21.4	23.5
EBITDA%	%	25.1	25.9	27.6	25.1	25.2
순이익률	%	5.3	8.3	14.0	16.4	17.9
EPS	원	387	1,051	1,880	2,941	3,942
PER	배	0.0	61.9	49.5	31.7	23.6
PBR	배	0.0	5.0	6.2	5.2	4.3
EV/EBITDA	배	0.0	22.1	22.8	18.2	14.2
ROE	%	6.0	9.5	13.4	17.8	19.8
순차입금	억원	165	-1,816	-2,417	-3,120	-4,020
부채비율	%	77.8	24.7	28.8	35.2	34.1



## 해외 판매 확대가 성장을 주도

이익의 괄목할만한 성장, 투자의견  
매수, 목표주가 120,000 원을  
제시하며 신규편입

이익의 괄목할만한 성장이 두드러진 한 해가 될 것으로 예상된다. 상장 이후 상승한 주가도 더 이상 밸류에이션 부담이 되지 않는다. 주가 상승을 뒷받침하는 실적성장이 가능하기 때문이다. 투자의견 매수, 목표주가 120,000 원을 제시하고 신규편입한다

해외 판매 확대가 성장을 주도,  
2018년에는 1,249 억원까지 급증

해외 판매 확대가 실적 성장을 주도할 것이다. 2016 년 424 억원에 머물렀던 해외 매출이 2017 년 651 억원까지 증가했고, 2018년에는 1,249 억원까지 급증할 것으로 예상된다. 이는 넷플릭스를 비롯한 글로벌 업체와의 협업과 판권매출에 기인한다. 이미 넷플릭스와 유튜브 레드와는 드라마 제작을 위한 기획단계에 돌입하였다. 아마존과는 일본 내 드라마 판매를 개시하였고 워너브라더스와는 공동제작 MOU 를 체결하고 드라마를 기획중이다. 이를 통해 글로벌 제작사로서의 입지가 다져질 것이다.

콘텐츠 확보경쟁으로 입찰 가격이  
상승하는 선순환 구조 형성

드라마의 제작증가는 판매매출 확대로 연결된다. 특히 글로벌 OTT(Over the Top, 인터넷 동영상 서비스)업체들의 사업영역 확대와 경쟁심화, VOD 시장 성장으로 콘텐츠를 제작하는 동사의 지위는 강화될 수 밖에 없다. 콘텐츠 확보경쟁으로 입찰 가격이 상승하는 선순환 구조가 형성되는 것이다.

### 해외사업 진행현황



자료 : 스튜디오드래곤

## 자체 역량의 강화

### 자체역량 강화 1. 우수한 제작인력 확보에 성공: 2020 년 이후에는 해외현지드라마를 위한 인재영입도 진행

자체역량이 강화되고 있다. 드라마시장에서의 선도적 입지가 더욱 굳건해지고 있다. 드라마 제작을 위한 삼박자의 조화가 이루어지고 있기 때문이다. 첫째, 우수한 제작인력 확보에 성공하였다. 2015 년 김은숙 작가를 비롯해 김영현, 박상연 등 스타작가를 비롯해 70 명이 넘는 작가를 보유하고 있다. 또한 김원석 감독 등 역량이 뛰어난 연출자들도 다수 소속되어 있다. 2020 년 이후 해외현지드라마 제작을 위해 외국 작가들과 스태프들의 영입도 진행될 전망이다.

#### 주요 작가와 작품

이름	작품명	방영기간	최고시청률/관객수
김은숙	도깨비	2016~2017	20.5%
	태양의후예	2016	38.8%
	상속자들	2013	25.6%
	신사의 품격	2012	24.4%
	시크릿 가든	2010~2011	35.2%
	온에어	2008	25.8%
	파리의 연인	2004	57.6%
김영현 & 박상연	육룡이 나르샤	2015~2016	17.3%
	뿌리깊은 나무	2011	25.4%
	로열 패밀리	2011	15.7%
	선덕여왕	2009	40.0%
김영현	서동요	2005~2006	26.7%
	대장금	2003~2004	55.5%
박상연	청담동 앨리스	2012~2013	16.6%
	고지전	2011	294만
	화려한 휴가	2007	685만
	공동경비구역 JSA	2000	583만
홍자매 (홍정은, 홍미란)	화유기	2017~2018	6.9%
	주군의 태양	2013	21.8%
	최고의 사랑	2011	21.0%
	내 여자친구는 구미호	2010	22.5%
	환상의 커플	2006	22.7%
	쾌걸 춘향	2005	32.2%

자료: 스튜디오드래곤 언론자료

## 주요 감독과 작품

이름	작품
김원석	시그널, 미생, 성균관스캔들, 대왕세종, 신데렐라 언니, 열여덟 스물아홉 등
김철규	마더, 시카고 타자기, 공랑가는 길, 아름다운 나의 신부, 황진이, 꽃보다 아름다워 등
이응복	도깨비, 태양의 후예, 연애의 발견, 비밀, 학교2013, 드림하이2, 드림하이, 쾌걸춘향, 상두야 학교가자 등
김도훈	해를 품은 달, 로열 패밀리, 스포트라이트 등
김윤철	우리가 사랑할 수 있을까, 우리가 결혼할 수 있을까, 케세라세라 등
박홍균	화유기, 맨드롱 또뚝, 최고의 사랑, 선덕여왕, 뉴하트, 영웅시대 등

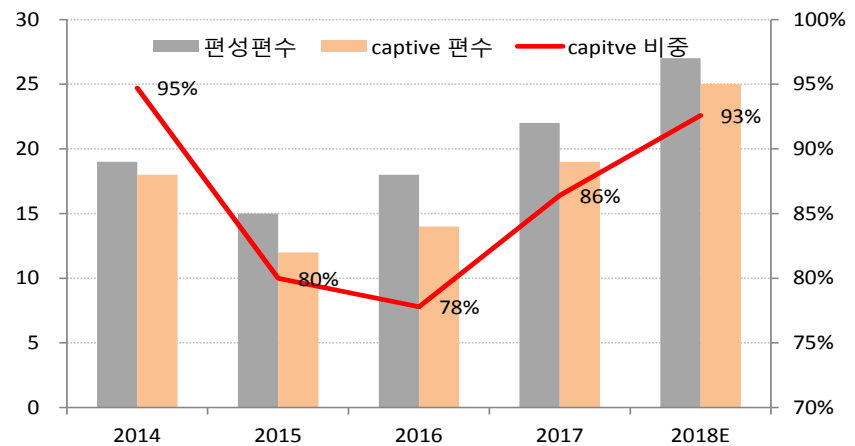
자료: 스튜디오드래곤, 언론자료 등

### tvN, OCN이라는 captive market 보유, 풍부한 IP 확보의 원천

둘째, 든든한 Captive market 이다. 엔터테인먼트 채널 tvN, 영화전문 채널 OCN 이라는 Captive market 을 보유하고 있다. 이를 통한 편성수가 2017 년 19 편으로 증가하였고 금년에는 25 편이 방영될 예정이다. 경쟁 제작사들과 확연히 차이가 나는 부분이다. 제작의 안정성을 높이고 다양한 라이브러리를 보유할 수 있는 배경이 된다. 풍부한 IP 확보의 원천이 되는 것이다.

제작 편수 및 captive 비중 추이

(단위: 편)



자료: 스튜디오드래곤, SK 증권

**IPO를 통한 자금확보, 글로벌  
대작드라마, 핵심 제작인력 확보  
등에 투자 예정**

셋째, IPO를 통한 자금확보이다. 작품의 완성도를 높이고 다양한 주제의 표현을 시도 하면서 드라마당 제작비가 증가하고 있다. 통상 편당 80억원(16부작 기준)을 상회하고 텐트폴 작품의 경우 200억원에 육박하기도 한다. 글로벌 시장을 목표로 한 작품제작 시도도 제작비 단가를 높이는 요인이다. 따라서 제작사들의 자금확보는 핵심 경쟁력 중의 일부분이라 할 수 있다. 동사는 IPO를 통해 2,100억원의 자금을 조달했으며 차입금 상환(420억원)을 제외한 잔여 금액을 글로벌 대작 드라마, 핵심 제작인력 확보, 해외 제작사 지분투자 등에 사용할 것으로 예상된다.

**공모자금 투자 내역**

(단위: 억원)

용도	2018	2019	2020
글로벌 대작 드라마 제작	220	240	202
핵심 크리에이터 확보 및 국내외 사업기반 강화	150	650	200
합계	370	890	402

자료: 스튜디오드래곤

**중국과의 정치적 관계 개선도  
긍정적, 드라마 수출 3분기부터  
재개 예상**

중국과의 정치적 관계가 개선되고 있는 점도 긍정적인 요인이다. 사드배치로 촉발된 한한령 등 중국과의 관계 악화는 성장일로에 있는 중국향 매출에 부정적 영향을 끼쳤다. 사실상 지난해에는 중국 매출이 전무하였다. 그러나 최근 양제츠 중국 외교담당 정치국위원의 언급에서 보듯 양국간의 관계개선 움직임은 뚜렷하다. 조만간 한한령이 공식 해제되면서 중국으로의 매출도 재개될 것으로 보인다. 구체적인 시기는 3분기로 예상된다. 중국의 드라마 시장은 시장규모가 크고 단가도 상대적으로 높은 편이다. OTT의 성장과 함께 판권경쟁도 치열할 것으로 예상된다. 제작사의 입장에서는 반가운 일이다.

## 실적전망

1분기 실적은 지난해 '도깨비'의  
기고효과에도 불구하고 성장 지속,  
화유기의 낮은 시청률은 다소  
아쉬운 부분

2018년 매출액과 영업이익은  
전년대비 각각 32%, 109% 증가,  
27편 이상의 작품 제작 예정

1분기에는 지난해 흥행작인 '도깨비'의 기고 효과에도 불구하고 양호한 실적이 예상된다. 1백억원에 육박하는 '화유기'의 넷플릭스형 판매매출이 1분기에 반영되고 '라이브'의 판매매출도 일부 인식되기 때문이다. 그러나 기대가 컸던 '화유기'의 낮은 시청률로 인해 국내 판매매출은 예상치를 하회할 전망이다. 미투 운동 여파로 '크로스'의 매출이 낮은 것도 아쉬운 부분이다. 1분기 예상매출액과 영업이익은 전년대비 각각 14.9%, 3.1% 증가한 865억원, 144억원이다.

연간으로는 27편 이상의 작품이 제작되며 해외사업 및 OTT, VOD 판매가 활성화 될 전망이다. 수익기여가 클 것으로 예상되는 작품은 7월에 편성 예정인 김은숙 작가의 '미스터 션샤인'과 4분기 방영예정인 송재정 작가의 '알함브라 궁전의 추억'을 꼽을 수 있다. 두 작품 모두 사전제작될 예정이며 동남아 OTT 뿐만 아니라 중국 OTT 형 판매 매출 가능성도 큰 작품이다. 2018년 매출액 3,769억원, 영업이익 690억원으로 전년대비 각각 31.4%, 109.2% 증가가 예상된다.

### 실적추이

(단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출	974	1,955	2,868	3,769	5,030	6,183
편성	548	878	1,312	1,739	2,350	2,910
(YoY)	-5.6%	60.1%	49.5%	32.5%	35.1%	23.8%
판매	390	754	1,118	1,520	2,110	2,633
(YoY)	-3.0%	93.4%	48.3%	35.9%	38.8%	24.8%
기타	36	323	437	510	570	640
(YoY)	-25.0%	796.5%	35.3%	16.6%	11.8%	12.3%
매출원가	911	1,684	2,397	2,873	3,578	4,297
매출원가율	93.5%	86.1%	83.6%	76.2%	71.1%	69.5%
판관비	38	59	141	206	374	433
영업이익	26	212	330	690	1,078	1,453
영업이익률	2.7%	10.8%	11.5%	18.3%	21.4%	23.5%
세전이익	19	153	303	695	1,088	1,458
순이익	14	130	238	527	825	1,105

자료: 스튜디오드래곤 SK 증권 추정

## 투자의견 매수, 목표주가 120,000 원을 제시하며 신규편입

**투자의견 매수, 목표주가  
120,000 원을 제시하며 신규편입**

투자의견 매수, 목표주가 120,000 원을 제시하며 신규편입한다. 목표주가는 2019 년 예상 실적에 PER 41 배를 적용하여 산출하였다. 글로벌 주요 업체들의 평균 배수인 24 배와 비교하면 다소 높은 수준이다. 그러나 이익의 성장 속도가 경쟁사를 압도하고 있으며 중국향 매출반영에 따른 실적추정의 상향여지가 있음을 반영할 때 목표 PER 은 무리가 없다는 판단이다.

**밸류에이션 요약**

단위 (억원, %, 배)

	년도	CJ E&M	제이콘텐트리	넷플릭스	화이브라더스	화처미디어	화록백남	탕더잉스	신문화
국가		한국	한국	미국	중국	중국	중국	중국	중국
시가총액(조원)		3.59	0.96	137.92	4.40	3.35	1.51	1.20	1.07
매출액	16	15,384	3,352	102,502	6,089	7,740	4,462	1,373	1,914
	17	17,501	4,203	132,205	6,574	9,005	3,713	2,294	2,263
	18E	19,620	5,507	168,958	7,950	11,383	4,297	2,848	3,229
	19E	21,642	6,233	207,411	9,090	13,542	4,824	3,572	3,988
영업이익	16	280	289	4,408	592	870	686	363	492
	17	640	333	9,924	1,033	1,159	-	511	551
	18E	1,123	569	17,494	1,973	1,478	-	757	795
	19E	1,375	711	28,340	2,396	1,951	-	1,012	984
영업이익률	16	1.8	8.6	4.3	9.7	11.2	15.4	26.4	31.4
	17	3.7	7.9	7.5	15.7	12.9	-	22.3	25.7
	18E	5.7	10.3	10.4	24.8	13.0	-	26.6	24.4
	19E	6.4	11.4	13.7	26.4	14.4	-	28.3	24.6
순이익	16	622	192	2,167	1,413	836	662	313	464
	17	4,286	64	6,320	1,387	1,077	476	376	489
	18E	1,455	300	13,119	1,748	1,338	604	748	667
	19E	1,730	386	20,468	2,034	1,717	698	995	814
PER	16	44.0	19.2	287.9	37.9	42.0	43.3	63.3	40.1
	17	8.8	95.8	143.8	29.1	30.5	23.7	28.7	20.2
	18E	25.3	31.5	97.1	24.9	25.0	19.1	15.6	15.4
	19E	20.7	24.6	59.2	22.2	19.8	15.9	11.8	12.9
PBR	16	1.8	5.2	19.9	3.4	3.1	2.8	11.0	3.7
	17	1.8	3.9	23.2	2.5	2.8	1.3	5.7	2.1
	18E	1.7	5.4	28.1	2.4	2.6	1.3	4.3	1.9
	19E	1.6	4.4	20.2	2.2	2.3	1.2	3.2	1.6
EV/EBITDA	16	7.1	16.2	125.5	80.8	40.9	41.0	56.6	33.5
	17	7.3	14.1	95.4	-	27.8	24.3	-	16.8
	18E	6.2	14.4	70.5	23.5	21.5	20.7	-	12.8
	19E	6.3	11.8	45.9	21.2	16.8	18.4	-	10.7

자료: Bloomberg, SK 증권

## 미스터 션샤인



자료 : 언론자료

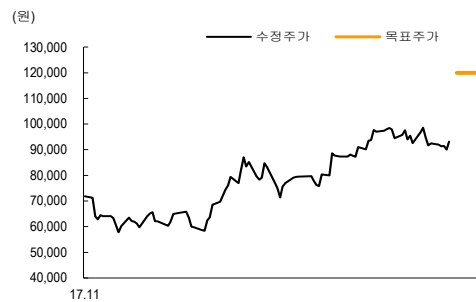
## 알함브라 궁전의 추억에 캐스팅된 현빈



자료 : 언론자료

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비

2018.04.16 매수 120,000원 6개월



## Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	814	2,898	3,858	5,193	6,488
현금및현금성자산	115	513	1,164	2,067	2,968
매출채권및기타채권	394	554	728	971	1,194
재고자산	0	13	17	23	28
<b>비유동자산</b>	1,606	1,696	1,567	1,611	1,745
장기금융자산	3	27	27	27	27
유형자산	12	11	31	55	84
무형자산	1,239	1,275	939	775	695
<b>자산총계</b>	2,420	4,595	5,425	6,804	8,233
<b>유동부채</b>	845	907	1,211	1,565	1,890
단기금융부채	81	100	150	150	150
매입채무 및 기타채무	202	317	417	556	683
단기충당부채	0	10	13	17	21
<b>비유동부채</b>	214	3	4	204	204
장기금융부채	199	0	0	200	200
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	2	2
<b>부채총계</b>	1,059	910	1,214	1,769	2,094
<b>지배주주지분</b>	1,361	3,684	4,211	5,035	6,139
자본금	110	140	140	140	140
자본잉여금	1,147	3,196	3,196	3,196	3,196
기타자본구성요소	20	27	27	27	27
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	83	321	848	1,673	2,778
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,361	3,684	4,211	5,035	6,139
<b>부채외자본총계</b>	2,420	4,595	5,425	6,804	8,233

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	-124	-72	631	744	970
당기순이익(손실)	105	303	527	825	1,105
비현금성항목등	248	458	511	436	455
유형자산감가상각비	2	3	9	17	26
무형자산감가상각비	220	410	339	166	82
기타	15	26	-10	-12	-18
운전자본감소(증가)	-461	-729	-239	-253	-237
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-271	-137	-174	-244	-223
재고자산감소(증가)	0	-21	-4	-6	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	110	90	100	139	127
기타	-301	-661	-160	-143	-137
법인세납부	-17	-104	-168	-263	-353
<b>투자활동현금흐름</b>	-695	-1,410	-22	-28	-38
금융자산감소(증가)	-3	-1,408	0	0	0
유형자산감소(증가)	-11	0	-30	-40	-55
무형자산감소(증가)	-1	-2	-2	-2	-2
기타	-681	0	11	15	20
<b>재무활동현금흐름</b>	935	1,881	41	186	-32
단기금융부채증가(감소)	73	0	50	0	0
장기금융부채증가(감소)	199	0	0	200	0
자본의증가(감소)	560	2,078	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	103	-16	-9	-14	-32
<b>현금의 증가(감소)</b>	115	398	651	903	901
기초현금	0	115	513	1,164	2,067
기말현금	115	513	1,164	2,067	2,968
FCF	50	402	600	704	914

자료 : 스튜디오드래곤, SK증권

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	1,544	2,868	3,769	5,030	6,183
<b>매출원가</b>	1,328	2,397	2,873	3,578	4,297
<b>매출총이익</b>	216	471	896	1,452	1,886
매출총이익률 (%)	14.0	16.4	23.8	28.9	30.5
<b>판매비와관리비</b>	50	142	206	374	433
영업이익	166	330	690	1,078	1,453
영업이익률 (%)	10.8	11.5	18.3	21.4	23.5
비영업손익	-61	-27	5	10	5
<b>순금융비용</b>	8	12	-2	-1	12
외환관련손익	-3	-14	-7	-3	-1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	105	303	695	1,088	1,458
세전계속사업이익률 (%)	6.8	10.6	18.5	21.6	23.6
계속사업법인세	24	64	168	263	353
<b>계속사업이익</b>	81	238	527	825	1,105
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	81	238	527	825	1,105
<b>순이익률 (%)</b>	5.3	8.3	14.0	16.4	17.9
<b>지배주주</b>	81	238	527	825	1,105
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.27	8.32	13.99	16.39	17.88
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	83	238	526	824	1,104
<b>지배주주</b>	83	238	526	824	1,104
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	388	743	1,039	1,260	1,561

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	0.0	85.7	31.4	33.5	22.9
영업이익	0.0	98.3	109.3	56.1	34.8
세전계속사업이익	0.0	188.3	129.8	56.4	34.0
EBITDA	0.0	91.4	39.8	21.4	23.8
EPS(계속사업)	0.0	171.2	78.9	56.4	34.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.0	9.5	13.4	17.8	19.8
ROA	3.4	6.8	10.5	13.5	14.7
EBITDA마진	25.1	25.9	27.6	25.1	25.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	96.4	319.6	318.7	331.7	343.3
부채비율	77.8	24.7	28.8	35.2	34.1
순차입금/자기자본	12.2	-49.3	-57.4	-62.0	-65.5
EBITDA/이자비용(배)	45.5	42.8	113.9	92.1	48.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	387	1,051	1,880	2,941	3,942
BPS	6,176	13,141	15,019	17,957	21,896
CFPS	1,443	2,871	3,122	3,593	4,326
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	0.0	68.3	52.4	33.5	25.0
PER(최저)	0.0	55.0	31.1	19.9	14.8
PBR(최고)	0.0	5.5	6.6	5.5	4.5
PBR(최저)	0.0	4.4	3.9	3.3	2.7
PCR	0.0	22.6	29.8	25.9	21.5
EV/EBITDA(최고)	0.0	24.7	24.3	19.5	15.1
EV/EBITDA(최저)	0.0	19.4	13.4	10.5	7.9



# SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	470 억원
발행주식수	9,094 만주
자사주	576 만주
액면가	500 원
시가총액	20,644 억원
주요주주	
파라다이스글로벌(외14)	46.98%
파라다이스 자사주	6.33%
외국인지분률	3.60%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(18/04/13)	22,700 원
KOSDAQ	891.87 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	27,250 원
52주 최저가	12,850 원
60일 평균 거래대금	370 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.7%	10.0%
6개월	35.9%	1.1%
12개월	58.2%	10.7%

파라다이스 (034230/KQ | 매수(신규편입) | T.P 28,000 원(신규편입))

## 봄이 왔다

추측했던 실적이 기지개를 펴고 있다. 2018 년 매출액은 전년대비 25% 증가한 8,370 억원, 영업이익은 513 억원으로 흑자전환이 예상된다. 2019년에는 실적개선 속도가 가속화될 것이다. 그 이유는 1) 고객다변화를 통한 드랍액의 개선 추세 지속 2) 영종도 파라다이스의 잠재력 3) 회복만이 남은 중국 VIP 이다. 투자의견 매수, 목표주가 28,000 원을 제시하고 신규편입한다.

## 실적개선 이유 3 가지

추측했던 실적이 기지개를 펴고 있다. 2018 년 매출액은 전년대비 25% 증가한 8,370 억원, 영업이익은 513 억원으로 흑자전환이 예상된다. 2019년에는 실적개선 속도가 가속화될 것이다. 외형증가율은 22%, 영업이익증가율은 76%에 달할 전망이다. 실적개선의 배경에는 1) 고객 다변화가 이루어진 드랍액의 개선 추세 지속이다. 1 분기 일본 VIP 비중은 37.6%, 기타 VIP 비중은 21.8%까지 높아졌다. 일본 지역 영업인력의 확충과 기타 지역의 고객확보 노력이 결실을 맺고 있는 것으로 보인다. 2) 복합리조트인 영종도 파라다이스시티의 잠재력이다. 금년 하반기 2 차 시설물(K-플라자, 클럽, 스파, 부티끄호텔 등)이 순차적으로 완공되면 실적 개선속도는 한층 더 빨라질 것이다. 3) 회복만이 남은 중국 VIP 가 있다. 가장 큰 영향을 끼친 직접 마케팅 이슈는 구조적으로 해소되기 힘들다. 그러나 파라다이스시티의 추가 개장이 시작되면서 쉐킷영업이 가능해지고, 마카오 업체들의 실적에서 보듯 중국의 반부패정책 영향력 탈피가 뚜렷하다. 정치적 이슈로 촉발된 한한령도 해제 분위기가 역력한 점도 긍정적인 요인이다

## 투자의견 매수, 목표주가 28,000 원을 제시하며 신규편입

2018 년은 수익성 회복의 원년이 될 것이다. 외형은 25%, 영업이익은 흑자전환이 예상된다. 매출원가율도 전년대비 6.6%pt 하락한 75.7%까지 낮아질 전망이다. 드랍액은 25.6% 증가한 6.4 조원으로 사상최대치를 경신할 것이다. 9 월말 파라다이스시티 1-2 차가 개장하면서 2019 년의 실적개선은 한층 더 탄력을 받을 것으로 전망된다. 투자의견 매수, 목표주가 28,000 원을 제시하고 신규편입한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	6,154	6,949	6,680	8,370	10,210	11,780
yoy	%	-9.0	12.9	-3.9	25.3	22.0	15.4
영업이익	억원	583	658	-300	513	904	1,307
yoy	%	-26.2	12.8	적전	흑전	76.3	44.6
EBITDA	억원	859	982	302	2,062	2,845	3,608
세전이익	억원	791	754	-335	391	722	1,108
순이익(지배주주)	억원	652	551	-190	287	476	720
영업이익률%	%	9.5	9.5	-4.5	6.1	8.9	11.1
EBITDA%	%	14.0	14.1	4.5	24.6	27.9	30.6
순이익률	%	11.7	8.3	-6.0	3.5	5.4	7.1
EPS	원	536	606	-208	316	524	791
PER	배	32.9	20.0	N/A	71.9	43.4	28.7
PBR	배	1.6	1.1	2.0	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA	배	19.4	16.8	96.4	15.4	11.8	8.5
ROE	%	6.4	5.3	-1.9	2.9	4.6	6.7
순차입금	억원	-2,154	2,607	5,738	8,105	9,915	6,742
부채비율	%	55.0	76.2	88.3	100.7	119.7	118.0

## 실적개선 이유 3 가지

2018 년 매출액은 25% 증가한  
8,370 억원, 영업이익은  
513 억원으로 흑자전환 예상, 그  
이유는 1) 드랍액의 개선 추세 지속  
2) 파라다이스시티의 잠재력 3)  
회복만이 남은 중국 VIP

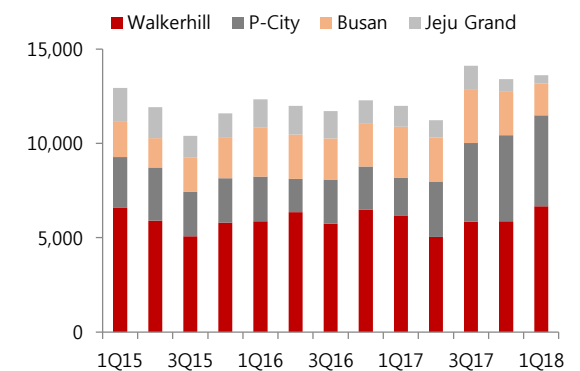
1 분기 드랍액 13.5% 증가,  
3 월에는 28.3% 급증

주춤했던 실적이 기지개를 펴고 있다. 금년 매출액은 전년대비 25% 증가한 8,370 억원, 영업이익은 513 억원으로 흑자전환이 예상된다. 2019 년에는 실적개선 속도가 가속화 될 것이다. 외형증가율은 22%, 영업이익증가율은 76%에 달할 전망이다. 실적개선의 배경에는 1) 고객 다변화가 이루어진 드랍액의 개선 추세 지속 2) 복합리조트인 영종도 파라다이스시티의 잠재력 3) 회복만이 남은 중국 VIP 가 있다.

주가의 바로미터인 드랍액이 개선추세를 나타내고 있다. 중국 VIP 의 부진이 여전한 가운데 나온 숫자라 더욱 의미가 있다. 1 분기 드랍액은 전년대비 13.5% 증가한 1,36 조 원을 기록했다. 3 월 증가율은 28.3%에 달했다. 일본 VIP 와 기타 VIP 의 성장과 mass 고객의 방문객이 증가했기 때문이다.

분기별 드랍액 추이

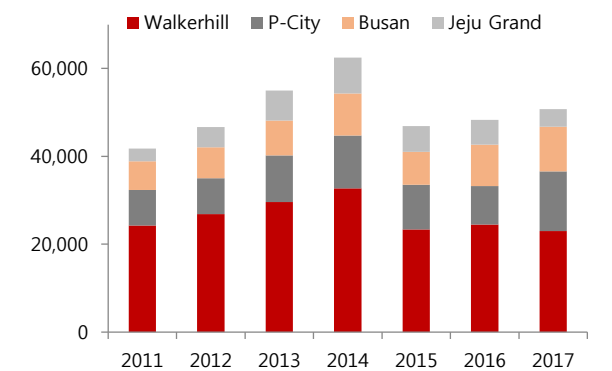
(단위 : 억원)



자료 : 파라다이스

연도별 드랍액 추이

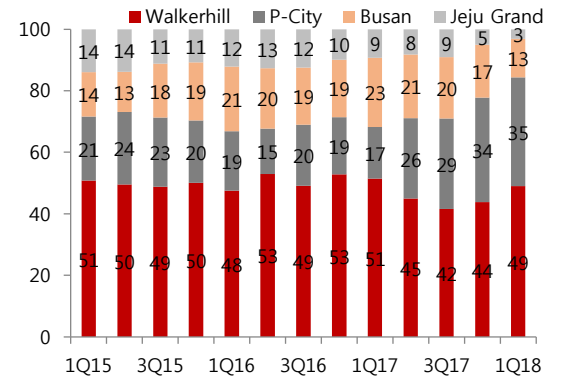
(단위 : 억원)



자료 : 파라다이스

분기별 사업장 드랍액 비중 추이

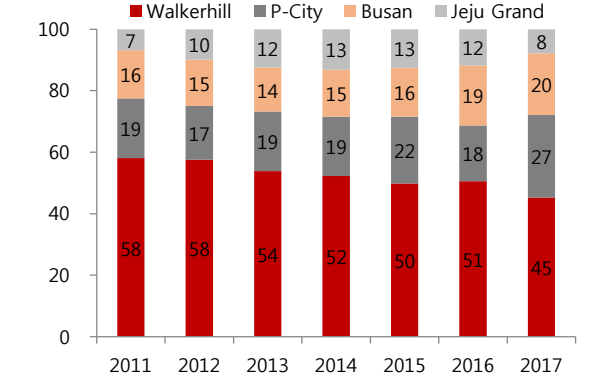
(단위 : %)



자료 : 파라다이스

연도별 사업장 드랍액 비중 추이

(단위 : %)



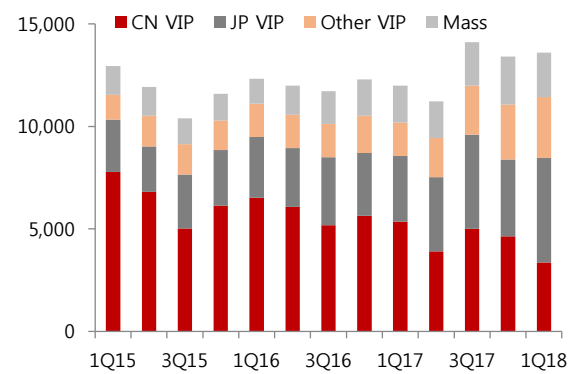
자료 : 파라다이스

### 고객다변화의 정착, 1분기 일본 VIP 38%, 기타 VIP 22%, 중국 VIP 25%

고객 다변화 노력이 완전히 정착된 것으로 판단된다. 1분기 일본 VIP 비중은 37.6%, 기타 VIP 비중은 21.8%까지 높아졌다. 반면에 중국 VIP 비중은 24.7%까지 낮아졌다. 비중 증가뿐만 아니라 일본과 기타 VIP 드랍액은 지난해에 사상최고치를 경신한 후 금년에도 기록갱신 가능성이 높을 것으로 예상된다. 일본 지역 영업인력의 확충과 기타 지역의 고객확보 노력이 결실을 맺고 있는 것으로 보인다.

고객별 드랍액 추이(분기)

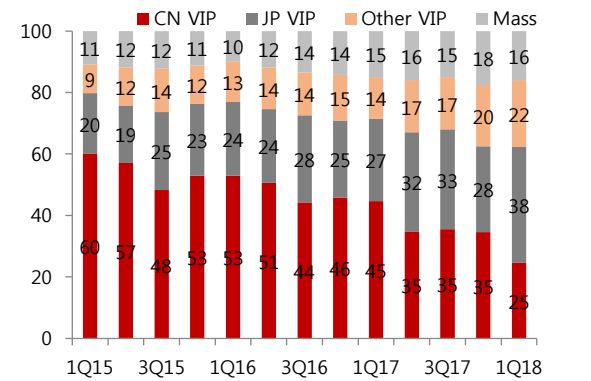
(단위 : 억원)



자료 : 파라다이스

고객별 드랍액 비중추이(분기)

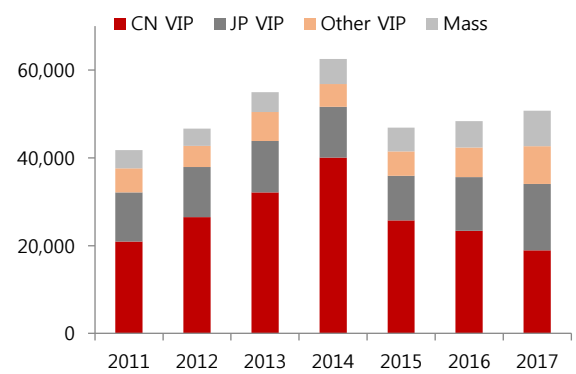
(단위 : %)



자료 : 파라다이스

고객별 드랍액 추이(연간)

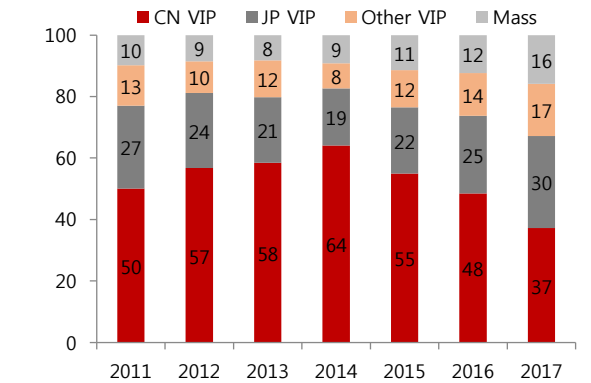
(단위 : 억원)



자료 : 파라다이스

고객별 드랍액 비중추이(연간)

(단위 : %)



자료 : 파라다이스

## 기간별 드랍액 추이

(단위: 억원)

드랍액					홀드율		매출		
기간	중국 VIP	일본 VIP	기타 VIP	Mass	합계	Table	Table	Slot	합계
Jan-17	1,980	1,107	530	652	4,268	9.5%	405	30	435
Feb-17	1,807	944	498	554	3,802	10.4%	395	26	421
Mar-17	1,564	1,155	605	596	3,919	9.2%	361	29	390
Apr-17	1,135	1,219	613	558	3,526	10.1%	357	30	387
May-17	1,535	1,192	608	641	3,976	9.8%	390	25	415
Jun-17	1,240	1,212	678	600	3,729	9.0%	337	29	366
Jul-17	1,735	1,566	764	706	4,771	9.7%	464	34	498
Aug-17	1,678	1,554	798	694	4,725	10.3%	489	40	529
Sep-17	1,593	1,470	832	723	4,617	11.3%	521	26	547
Oct-17	2,027	1,193	900	770	4,890	9.7%	472	34	507
Nov-17	1,522	1,300	767	732	4,322	11.8%	508	35	543
Dec-17	1,091	1,255	1,008	848	4,202	11.7%	492	26	518
Jan-18	1,155	1,437	974	819	4,384	11.4%	499	38	537
Feb-18	1,054	1,546	936	656	4,192	9.5%	399	35	435
Mar-18	1,146	2,136	1,051	696	5,028	9.7%	488	34	522
Quarterly									
1Q16	6,523	2,964	1,632	1,206	12,325	10.5%	1,297	83	1,380
2Q16	6,069	2,874	1,623	1,424	11,991	13.1%	1,572	96	1,667
3Q16	5,179	3,318	1,635	1,584	11,716	11.9%	1,390	89	1,479
4Q16	5,636	3,073	1,821	1,757	12,288	11.6%	1,420	92	1,512
1Q17	5,351	3,205	1,632	1,801	11,989	9.7%	1,161	85	1,246
2Q17	3,910	3,623	1,900	1,799	11,231	9.6%	1,084	84	1,168
3Q17	5,006	4,590	2,394	2,122	14,113	10.4%	1,473	100	1,574
4Q17	4,640	3,748	2,675	2,350	13,414	11.0%	1,472	95	1,567
1Q18	3,355	5,119	2,961	2,170	13,604	10.2%	1,386	108	1,494
Annual									
2011	20,900	11,247	5,488	4,105	41,740	11.9%	4,975	246	5,221
2012	26,509	11,397	4,783	3,993	46,681	11.5%	5,381	315	5,695
2013	32,114	11,722	6,627	4,500	54,964	11.1%	6,104	348	6,452
2014	40,075	11,573	5,151	5,704	62,504	10.1%	6,312	371	6,684
2015	25,743	10,121	5,627	5,366	46,857	11.3%	5,291	388	5,679
2016	23,408	12,229	6,712	5,973	48,321	11.8%	5,678	359	6,038
2017	18,907	15,166	8,601	8,073	50,747	10.2%	5,190	365	5,555

자료: 파라다이스

**복합리조트인 영종도  
파라다이스시티 잠재력에 주목,  
하반기에 2차 시설물 개장 예정**

복합리조트(IR, Intergrated Resort, 호텔, 외국인전용 카지노, 쇼핑시설, 레저시설 등을 포함)인 영종도 파라다이스시티 잠재력에 주목할 필요가 있다. 지난해 4월 1단계 1차 시설(호텔 + 카지노)을 개장한 이래로 워커히 드랩액의 70%이상을 꾸준히 유지하고 있다. 금년 하반기 2차 시설물(K-플라자, 클럽, 스파, 부티끄호텔 등)이 순차적으로 완공되면 실적 개선속도는 한층 더 빨라질 것이다. 인천국제공항(국제업무단지-1)이라는 지리적인 장점을 지니고 있다. 동북아 주요 도시로부터 비행거리 4 시간 이내이다. 올 초 개장한 인천국제공항 제2 터미널의 환승객 유입도 기대할 수 있다.

**규모의 경제로 정켓방식의 영업  
가능할 것 중국 VIP 재유치 기대감**

규모의 경제가 가능해지면서 직접 영업방식이 아닌 정켓(백화점의 임대방식과 유사, 손님 유치 관리)으로의 전환이 가능해진다. 마카오 카지노에서 대부분 시행되는 방식으로 서 꼭 막힌 중국 VIP 고객의 재유치가 가능할 것으로 예상된다.

**1단계 총 사업비는 1.3조원, 1-1차에 8,180억원, 1-2차 3,050억원, 인천 라이선스 인수비용 1,730억원**

참고로 1단계 사업비는 총 1.3조원이다. 1-1차에 8,180억원, 1-2차 3,050억원, 인천 라이선스 인수비용이 1,730억원이다. 국내 최대 규모(영업장 면적 15,632m<sup>2</sup>)의 외국인 전용 카지노와 특 1급 호텔(711실), 실내형 테마파크, 고급형 스파, K-플라자 등을 포함하고 있다. 공동 출자자인 Sega Sammy Holdings의 지분율은 45%, 파라다이스는 55%이다.

**파라다이스시티 전경도**

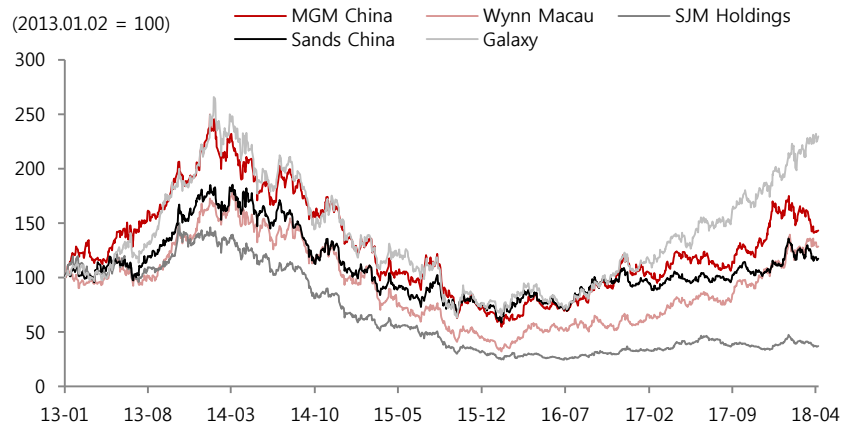


자료 : 파라다이스

### 중국 VIP 고객 감소는 마무리 국면 회복만이 남았다.

과거 실적을 좌우하였던 중국 VIP 고객 감소는 이제 회복만이 남은 시점이다. 2014 년 중국의 반부패정책 시행 이후 중국 영업인력 문제, 메르스 사태, 사드배치라는 정치적 이유, 최근의 크레딧 이슈까지 잇달은 부정적 이슈로 중국 VIP 고객은 감소 일로였다. 특히 가장 큰 영향을 끼친 직접 마케팅 이슈는 구조적으로 해소되기 힘들다. 그러나 파라다이스시티의 추가 개장이 시작되면서 정켓영업이 가능해지고, 마카오 업체들의 실적에서 보듯 중국의 반부패정책 영향력 탈피가 뚜렷하다. 정치적 이슈로 촉발된 한한령도 해제 분위기가 역력한 점도 긍정적인 요인이다.

### 마카오업체 주가 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

## 실적 및 밸류에이션

2018 년은 수익성 회복의 원년, 9 월  
파라다이스시티 2 차 시설 개장으로  
2019 년 실적개선은 한층 더 탄력을  
받을 것으로 전망

2018 년은 수익성 회복의 원년이 될 것이다. 매출액은 전년대비 25% 증가한 8,370 억  
원, 영업이익은 513 억원으로 흑자전환이 예상된다. 예정매출원가율도 전년대비  
6.6%pt 하락한 75.7%이다. 드랍액은 25.6% 증가한 6.4 조원으로 사상최대치를 경신할  
것이다. 9 월말 파라다이스시티 1-2 차가 개장하면서 2019 년의 실적개선은 한층 더 탄  
력을 받을 것으로 전망된다.

## 실적추이

(단위: 억원)

		2014	2015	2016	2017	2018E
드랍액	위커힐	32,700	23,354	24,455	22,955	26,909
	파라다이스시티	12,016	10,201	8,761	13,639	22,349
	부산	9,563	7,438	9,412	10,171	9,870
	제주 그랜드	8,225	5,863	5,693	3,982	4,620
	합계	62,504	46,857	48,321	50,747	63,749
홀드올		10.1%	11.3%	11.8%	10.2%	10.1%
매출액	테이블	6,312	5,291	5,678	5,190	6,439
	슬롯	371	388	359	365	452
	카지노 매출액	5,879	5,282	6,034	5,513	6,805
	(YoY)	-8.9%	-10.2%	14.2%	-8.6%	23.4%
	호텔	754	737	761	987	1,370
	기타	129	134	153	180	195
	매출합계	6,762	6,153	6,948	6,680	8,370
매출원가	카지노	4,563	4,146	4,769	4,534	5,150
	호텔	634	654	656	1,291	1,420
	기타	125	127	139	152	167
	합계	5,322	4,927	5,564	5,977	6,737
매출원가율	카지노	77.6%	78.5%	79.0%	82.2%	75.7%
	호텔	84.1%	88.7%	86.2%	130.8%	103.6%
	기타	96.9%	94.8%	90.8%	84.4%	85.6%
	합계	78.7%	80.1%	80.1%	89.5%	80.5%
판관비		650	643	727	1,002	1,120
영업이익		790	583	657	(299)	513
영업이익률		11.7%	9.5%	9.5%	-4.5%	6.1%
세전이익		1,191	791	755	(335)	391
순이익		1,058	718	576	(399)	296
지배주주		964	652	551	(190)	287

자료: SK 증권 추정



**투자의견 매수, 목표주가  
28,000 원을 제시하고 신규편입**

투자의견 매수, 목표주가 28,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 글로벌 카지노업체들의 2019 년 평균 EV/EBITDA 에서 35% 할증 적용하였다. 주가에 프리미엄을 적용한 것은 대규모 투자 효과에 따른 성장성을 반영했기 때문이다. 고객다변화의 성공적인 안착 속에 파라다이스시티의 성장성이 부각될 시점이다. 중국 VIP 의 감소 추세도 바닥을 확인한 것으로 판단된다.

Valuation Table

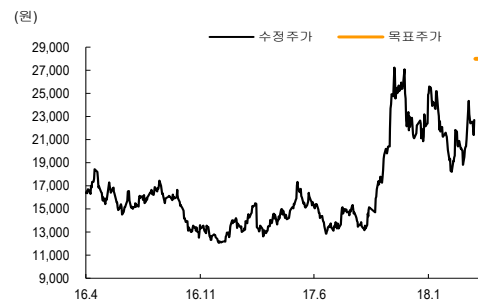
항목 (억원, %, 배)	년도	강원랜드	GKL	Sands China	Galaxy	Wynn Macau	MGM China	SJM Holdings	Las Vegas Sands	Wynn Resorts	MGM Resorts	Genting Singapore	Crown Resorts
국가		한국	한국	중국	중국	중국	중국	중국	미국	미국	미국	싱가포르	호주
Ticker		035250 KS	114090 KS	1928 HK	27 HK	1128 HK	2282 HK	880 HK	LVS US	WYNN US	MGM US	GENS SP	CWN AU
시가총액 (조원)		5.9	1.5	47.4	42.4	19.7	10.6	5.2	58.8	20.9	20.8	11.1	7.2
매출액	16	16,965	5,482	77,225	78,991	33,045	22,291	62,501	132,441	51,842	109,750	18,731	30,643
	17	16,045	5,013	87,231	90,615	52,294	22,281	60,760	145,652	71,304	121,817	19,595	28,228
	18E	16,258	5,313	93,088	97,594	58,456	32,046	59,305	145,365	74,960	127,321	20,343	28,751
	19E	16,874	5,569	100,659	105,418	62,988	38,848	71,168	151,996	82,573	138,562	20,908	29,163
영업이익	16	6,186	1,512	17,295	9,255	4,924	4,879	3,308	32,280	8,487	11,818	3,996	5,316
	17	5,309	1,082	20,386	14,415	7,985	4,780	2,626	39,472	12,571	20,442	7,925	4,484
	18E	5,379	1,243	24,109	17,611	11,236	4,785	2,650	41,773	15,246	20,184	7,412	4,747
	19E	5,617	1,328	27,432	19,279	12,474	7,047	2,732	44,960	17,659	24,842	7,648	5,244
영업이익률	16	36.5	27.6	22.4	11.7	14.9	21.9	5.3	24.4	16.4	10.8	20.1	17.3
	17	33.1	21.6	23.4	15.9	15.3	21.5	4.3	27.1	17.6	16.8	43.4	15.9
	18E	33.1	23.4	25.9	18.0	19.2	14.9	4.5	28.7	20.3	15.9	36.4	16.5
	19E	33.3	23.8	27.3	18.3	19.8	18.1	3.8	29.6	21.4	17.9	36.6	18.0
순이익	16	4,546	1,143	14,208	9,396	2,147	4,541	3,479	19,384	2,809	12,785	3,233	8,105
	17	4,376	805	18,125	15,242	5,369	3,367	2,849	31,726	8,448	22,164	5,615	16,047
	18E	4,160	947	21,718	16,920	8,668	3,869	2,487	27,691	9,182	7,785	6,011	3,447
	19E	4,472	1,014	24,559	18,724	10,124	6,004	2,306	29,249	10,822	11,314	6,223	3,485
PER	16	15.9	11.1	28.6	22.9	44.1	20.1	14.8	22.9	19.7	23.6	40.8	9.7
	17	16.1	22.5	26.0	25.6	34.9	38.7	20.2	23.8	20.4	31.0	26.2	4.8
	18E	13.7	16.3	22.2	25.3	22.9	27.6	20.5	21.0	23.5	24.2	18.2	23.7
	19E	12.7	15.1	19.4	22.7	19.7	17.9	22.1	19.3	19.6	17.9	17.7	20.0
PBR	16	2.2	2.4	7.0	3.1	26.1	8.5	1.4	6.9	55.8	2.7	1.5	1.8
	17	2.0	3.4	9.2	4.9	42.9	10.6	1.6	8.4	18.3	2.5	2.1	1.7
	18E	1.5	2.6	9.7	5.0	33.5	7.5	1.5	5.6	7.9	2.0	1.7	1.7
	19E	1.5	2.4	9.5	4.3	27.2	6.1	1.4	5.3	4.8	1.7	1.7	1.7
ROE	16	14.5	23.5	22.6	14.4	43.8	50.1	9.7	25.7	-	19.4	3.7	19.9
	17	13.0	15.3	33.6	20.6	135.7	29.5	7.8	44.3	135.1	28.3	8.2	36.8
	18E	11.8	16.8	43.5	20.8	174.1	29.2	7.3	43.9	37.2	9.1	9.7	7.4
	19E	11.8	16.6	48.9	19.5	153.9	35.4	6.8	39.6	55.9	13.0	9.7	8.3
EV/EBITDA	16	7.9	4.4	19.5	13.5	24.3	18.7	6.7	14.2	17.7	13.3	12.6	7.5
	17	8.0	10.2	18.2	20.1	18.6	29.9	10.6	13.6	15.0	12.7	10.0	3.8
	18E	6.1	7.1	16.4	18.8	15.4	15.6	9.1	13.2	13.3	11.2	9.2	10.3
	19E	5.7	6.7	14.8	17.1	14.0	12.2	7.2	12.4	11.6	10.0	9.0	9.9

자료 : 블룸버그, SK 증권



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비

2018.04.16 매수 28,000원 6개월



### Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	4,920	3,447	2,669	3,476	6,750
현금및현금성자산	1,823	1,720	853	1,543	4,717
매출채권및기타채권	204	181	217	265	306
재고자산	24	54	64	79	91
<b>비유동자산</b>	18,160	20,907	23,791	26,394	24,247
장기금융자산	435	333	333	333	333
유형자산	13,370	16,242	19,178	21,809	19,566
무형자산	2,851	2,896	2,810	2,736	2,676
<b>자산총계</b>	23,080	24,353	26,460	29,870	30,997
<b>유동부채</b>	2,899	2,526	2,928	3,658	4,109
단기금융부채	714	520	520	720	720
매입채무 및 기타채무	456	503	604	737	850
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	7,084	8,894	10,351	12,617	12,670
장기금융부채	6,387	8,220	9,720	12,020	12,020
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	39	47	57	72
<b>부채총계</b>	9,984	11,420	13,279	16,274	16,780
<b>지배주주지분</b>	10,441	9,942	10,176	10,513	11,009
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	2,950	2,950	2,950	2,950	2,950
기타자본구성요소	-261	-261	-261	-261	-261
자기주식	-261	-261	-261	-261	-261
이익잉여금	7,269	6,801	7,088	7,479	8,028
비지배주주지분	2,656	2,991	3,006	3,083	3,209
<b>자본총계</b>	13,097	12,933	13,182	13,596	14,217
<b>부채외자본총계</b>	23,080	24,353	26,460	29,870	30,997

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,044	208	2,219	3,025	3,712
당기순이익(손실)	576	-399	296	547	840
비현금성항목등	620	1,126	1,766	2,298	2,768
유형자산감가상각비	257	515	1,464	1,869	2,243
무형자산감가상각비	67	87	85	72	58
기타	182	276	-114	-119	-168
운전자본감소(증가)	-6	-366	266	369	372
매출채권및기타채권의 감소(증가)	32	9	-36	-48	-41
재고자산감소(증가)	3	-30	-11	-14	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	43	91	101	133	113
기타	-84	-436	213	298	311
법인세납부	-146	-155	-109	-189	-268
<b>투자활동현금흐름</b>	-4,628	-1,844	-4,306	-4,411	54
금융자산감소(증가)	623	1,472	0	0	0
유형자산감소(증가)	-4,897	-3,395	-4,400	-4,500	0
무형자산감소(증가)	-18	2	2	2	2
기타	-336	77	93	88	52
<b>재무활동현금흐름</b>	2,018	1,537	1,220	2,076	-592
단기금융부채증가(감소)	121	-238	0	200	0
장기금융부채증가(감소)	2,500	1,892	1,500	2,300	0
자본의증가(감소)	0	537	0	0	0
배당금의 지급	-319	-256	0	-85	-170
기타	-284	-399	-280	-339	-422
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,565	-103	-867	690	3,174
기초현금	3,388	1,823	1,720	853	1,543
기말현금	1,823	1,720	853	1,543	4,717
FCF	-3,876	-3,148	-2,137	-1,446	3,665

자료 : 파라다이스, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	6,949	6,680	8,370	10,210	11,780
<b>매출원가</b>	5,564	5,977	6,737	7,964	8,953
<b>매출총이익</b>	1,384	703	1,633	2,246	2,827
매출총이익률 (%)	19.9	10.5	19.5	22.0	24.0
<b>판매비와관리비</b>	727	1,003	1,120	1,342	1,520
영업이익	658	-300	513	904	1,307
영업이익률 (%)	9.5	-4.5	6.1	8.9	11.1
비영업손익	97	-36	-122	-182	-199
<b>순금융비용</b>	-60	190	235	299	369
외환관련손익	16	-12	-1	-2	2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	754	-335	391	722	1,108
세전계속사업이익률 (%)	10.9	-5.0	4.7	7.1	9.4
계속사업법인세	178	63	95	175	268
<b>계속사업이익</b>	576	-399	296	547	840
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	576	-399	296	547	840
<b>순이익률 (%)</b>	8.3	-6.0	3.5	5.4	7.1
<b>지배주주</b>	551	-190	287	476	720
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	7.93	-2.84	3.43	4.66	6.11
<b>비지배주주</b>	25	-209	9	71	120
<b>총포괄이익</b>	551	-446	248	499	792
<b>지배주주</b>	534	-243	233	422	666
<b>비지배주주</b>	17	-203	15	77	126
<b>EBITDA</b>	982	302	2,062	2,845	3,608

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	12.9	-3.9	25.3	22.0	15.4
영업이익	12.8	적전	흑전	76.3	44.6
세전계속사업이익	-4.7	적전	흑전	84.8	53.5
EBITDA	14.3	-69.3	582.8	38.0	26.8
EPS(계속사업)	13.0	적전	흑전	65.9	51.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.3	-1.9	2.9	4.6	6.7
ROA	2.7	-1.7	1.2	1.9	2.8
EBITDA마진	14.1	4.5	24.6	27.9	30.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	169.7	136.4	91.1	95.0	164.3
부채비율	76.2	88.3	100.7	119.7	118.0
순차입금/자기자본	19.9	44.4	61.5	72.9	47.4
EBITDA/이자비용(배)	27.9	1.2	7.4	8.4	8.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	606	-208	316	524	791
BPS	11,481	10,932	11,189	11,560	12,105
CFPS	963	453	2,019	2,658	3,322
주당 현금배당금	300	100	100	200	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	30.4	N/A	81.1	48.9	32.4
PER(최저)	19.9	N/A	57.7	34.8	23.0
PBR(최고)	1.6	2.5	2.3	2.2	2.1
PBR(최저)	1.1	1.1	1.6	1.6	1.5
PCR	12.6	49.2	11.2	8.5	6.8
EV/EBITDA(최고)	22.6	111.3	16.7	12.7	9.2
EV/EBITDA(최저)	16.7	29.2	13.4	10.4	7.3

# SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

## Company Data

자본금	54 억원
발행주식수	1,076 만주
자사주	42 만주
액면가	500 원
시가총액	1,286 억원
주요주주	
노히열(외4)	46.51%
신영자산운용(외2)	7.31%
외국인지분률	2.10%
배당수익률	0.90%

## Stock Data

주가(18/04/13)	13,000 원
KOSDAQ	891.87 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	12,750 원
52주 최저가	7,790 원
60일 평균 거래대금	6 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.7%	6.6%
6개월	37.5%	3.4%
12개월	24.4%	-9.7%

오로라 (039830/KQ | 매수(신규편입) | T.P 17,000 원(신규편입))

## 미국/유럽이 인정한 콘텐츠 파워

- '유후와 친구들'이라는 자체개발 캐릭터를 보유한 캐릭터 완구 전문 업체
- 브랜드 인지도 미국 2 위, 영국/러시아 1 위 등 국내보다 해외에서 높은 인지도 보유
- 지난해부터 'Netflix' 통해 '유후와 친구들' 애니메이션 스트리밍 서비스 시작
- 콘텐츠 산업 육성 정책 펼치는 문재인 정부 정책에 가장 부합하는 기업
- 탄탄한 자산가치는 주가의 하방경직성 더해주는 요소, 올해 'Netflix'효과 나타날 것

## 해외에서 더 유명한 '유후와 친구들'

'오로라'는 우리나라보다 해외에서 더 많이 알려진 '유후와 친구들'이라는 자체개발 캐릭터를 보유한 캐릭터 완구 전문 기업이다. 전세계 캐릭터 완구 시장의 약 40%를 점유하고 있는 미국 내 브랜드 인지도 2 위, 영국/러시아 1 위를 기록할 정도로 해외에서의 인지도가 국내에서보다 압도적으로 높다. 전체 매출의 약 8~90%가 미국/유럽/홍콩 등지에서 발생하는 중이며, 지난해부터는 미국 'Netflix'를 통하여 190 개 국가에 '유후와 친구들' 애니메이션 스트리밍 서비스가 시작되면서 글로벌 브랜드 파워를 증명했다.

## '콘텐츠'가 곧 자산

집권 2 년차를 맞은 문재인 정부의 콘텐츠 산업 육성 정책에 따른 수혜가 예상된다. 독창적인 콘텐츠 파워를 바탕으로 'K-문화'의 확산을 노리는 정부 기조에 가장 부합하는 기업이라 판단되기 때문이다. '유후와 친구들'이라는 글로벌 캐릭터 독자 개발에 성공하였고, 하나의 소재를 이용하여 다양한 활용가치를 창출해내는(One Source Multi Use) 강점을 갖춘 곳이 바로 오로라다.

## 목표주가 17,000 원, 신규편입

캐릭터 완구 전문업체 오로라에 대해 목표주가 17,000 원을 제시하고 신규 편입한다. 지난해부터 '유후와 친구들' 애니메이션이 상영되기 시작한 'Netflix' 효과가 올해부터 본격적으로 나타날 것으로 판단된다. 국내 본사 건물을 비롯하여 시가 약 1,000 억원을 상회할 것으로 추정되는 오로라의 자산가치는 주가의 하방경직성을 더해줄 것으로 예상된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	억원	1,223	1,434	1,436	1,718	1,943
yoy	%	-0.6	17.3	0.2	19.6	13.1
영업이익	억원	135	148	160	182	204
yoy	%	-7.3	9.3	8.0	14.0	12.1
EBITDA	억원	168	183	194	213	232
세전이익	억원	81	103	174	171	197
순이익(지배주주)	억원	62	67	129	128	148
영업이익률%	%	11.1	10.3	11.1	10.6	10.5
EBITDA%	%	13.7	12.7	13.5	12.4	11.9
순이익률	%	5.0	4.4	9.1	7.5	7.7
EPS	원	577	626	1,195	1,186	1,372
PER	배	24.4	16.8	9.0	10.1	8.7
PBR	배	1.8	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	12.9	9.9	9.9	9.5	8.5
ROE	%	7.5	7.7	13.7	12.5	13.2
순차입금	억원	639	687	775	742	673
부채비율	%	133.6	132.5	130.5	126.9	120.2

## ‘Netflix’가 인정한 ‘유후와 친구들’

우리나라 ‘K-문화’의 확산은  
독창적이고 강력한 ‘Contents  
Power’가 있어야만 가능하다.

집권 2 년차를 맞은 문재인 정부의 문화/관광/콘텐츠 산업 육성 정책을 들여다보면 융복합/한류 등 유망 문화 콘텐츠의 혁신을 위한 정책이 주를 이루고 있다. ‘콘텐츠 산업 진흥 기본 계획/정책’에는 게임/출판 등 부문별 펀드 조성을 통한 문화 혁신 선도 콘텐츠 기업 맞춤형 금융지원, VR 종합지원 센터 조성을 통한 융합 콘텐츠 기업 지원 등의 내용이 담겨 있다. 즉, K-POP/K-뷰티/K-콘텐츠 등 세계적으로 확산되고 있는 우리나라의 ‘K-문화’를 IT 산업과의 융복합을 통해 글로벌 문화의 한 축으로 자리잡을 수 있도록 만들고자 하는 것으로 해석할 수 있다. 여기서 우리가 주목해야 할 점은 독창적인 ‘Contents Power’가 있어야만 ‘K-문화’의 확산이 가능하다는 점이다.

오로라의 ‘유후와 친구들’은  
우리나라보다 미국/유럽 등지에서  
더 인지도가 높은 캐릭터이다.

오로라는 글로벌 캐릭터 완구 사업 분야 내 ‘K-문화’를 선도하는 기업으로서, 우리나라보다 해외에서 인기가 많은 캐릭터를 보유한 캐릭터 완구 전문 기업이다. 오로라의 브랜드 인지도는 전세계 캐릭터 완구 시장의 약 40%를 점유하고 있는 미국 내 2 위, 영국/러시아 내 1 위를 기록 중이며, 전체 매출의 약 8~90%가 미국/유럽/홍콩 등지에서 발생하고 있다. 자체 개발한 대표 캐릭터 ‘유후와 친구들’ 완구는 전세계적으로 약 8 천만개가 판매되었으며, 유럽 지역에서는 맥도날드 해피밀 세트에 선풍적인 인기를 끌기도 했다. ‘유후와 친구들’ 애니메이션은 전세계 60 여개국에 방송 되었으며, 지난해 9 월부터는 미국 ‘Netflix’를 통해 일부 유럽 국가를 제외한 190 개 국가에 20 개 언어로 방영되는 중이다. 올해 하반기에는 3D 로 제작된 ‘유후와 친구들’이 공개될 예정이다.

해외에서 더 잘 알려진 오로라 자체개발 캐릭터 ‘유후와 친구들’



자료 : 오로라, Netflix 발췌 SK 증권

## One Source Multi Use

자체 개발 캐릭터뿐만 아니라  
타사 캐릭터를 활용한  
콜라보레이션 작업도 수행 중이다.

오로라는 하나의 캐릭터를 활용하여 다양한 라이선싱 사업이 가능한 종합 캐릭터 완구 업체다. 자체 개발 캐릭터인 '유후와 친구들'은 멸종위기에 처한 희귀동물 캐릭터 완구 제작사업으로 처음 시작되었지만, 애니메이션 제작/유후 캐릭터 Zone 테마파크 조성 등으로 사업 영역이 점점 확대되었다. 타사가 만들어 낸 캐릭터들도 오로라와의 콜라보레이션 작업을 통해 다양한 완구 상품으로 재탄생하고 있다. 대표적인 캐릭터 콜라보레이션 사례로는 카카오프렌즈/라인프렌즈 인형 ODM, 아기상어 동요로 잘 알려진 스마트스터디의 '핑크퐁' 캐릭터 완구 등이 있다.

하나의 소재를 이용하여 다양한  
활용가치를 창출해내는 능력은  
오로라만의 강점이다.

지난 4일 한국콘텐츠진흥원이 밝힌 애니메이션/캐릭터/만화/스토리 분야 지원 내용을 살펴보면, 우수 캐릭터 상품 개발 지원 및 연계 콘텐츠 제작지원과 관련된 내용이 담겨 있다. '유후와 친구들'이라는 글로벌 캐릭터 독자 개발에 성공하였고, 하나의 소재를 이용하여 다양한 활용가치를 창출해내는(One Source Multi Use) 오로라만의 강점은 콘텐츠 산업 지원 확대를 계획 중인 이번 정부 정책 기조의 가장 큰 수혜로 작용할 전망이다.

### 콘텐츠 산업 지원안 - 애니/캐릭터/만화/스토리 등

- ① 애니메이션 분야
  - 성장 기반에 따라 총 7개 부문에 120억여 원의 예산 투입 예정
  - 애니메이션 시나리오 기획 개발 / 파일럿 영상 제작 지원 / 단편 애니메이션 제작 및 활성화 지원
  - 국산 애니메이션 본편 제작지원 / 우수 애니메이션 레벨업 제작지원
  - 뉴미디어 애니메이션 제작지원 / 국산 애니메이션 미디어 프로모션 지원 등
- ② 캐릭터 분야
  - 신규 국산 캐릭터 개발 지원 / 우수 국산 캐릭터 상품 개발지원
  - 캐릭터 연계 콘텐츠 제작지원 등 총 3개 부문에 약 61억원 지급
- ③ 만화 분야
  - 총 23억여 원, 만화 연계 콘텐츠 제작지원
  - 만화 해외마켓 참가지원 등을 통해 만화 원작 비즈니스 활성화와 해외 시장 진출 초점 맞춘 지원
- ④ 스토리 분야
  - 61억여 원 투입, 창작부터 사업화, 해외진출까지 전방위적으로 지원

자료 : 한국콘텐츠진흥원(2018년 4월 4일), SK 증권

## 목표주가 17,000 원, 커버리지 신규편입

올해는 'Netflix'에서 상영되기  
시작한 '유후와 친구들' 간접 마케팅  
효과가 나타날 것이다.

가장 많은 매출 비중을 차지하고 있는 미국은 지난해부터 '유후와 친구들' 애니메이션이 상영되기 시작한 'Netflix' 효과가 올해부터 본격적으로 나타날 것으로 판단된다. 유럽 지역은 지난해 영국 DFNI Global Awards 최고의 신제품으로 선정된 '스파클 테일즈' 효과가 기대된다. 국내는 올해 2월 10호점을 오픈한 토이플러스 효과와, 캐릭터 콜라보레이션 완구 판매 증가 등으로 인한 이익률 개선이 기대된다.

캐릭터 완구 전문업체 오로라에 대해 목표주가 17,000 원을 제시하고 신규 편입한다. 목표주가 17,000 원은 내년도 예상 순이익 기준 P/E 12x 수준으로, 기업의 과거 3년 평균 P/E 15x 대비 약 20% 할인된 수준이다. 국내 본사 건물을 비롯하여 시가 약 1,000억원을 상회할 것으로 추정되는 오로라의 자산가치는 주가의 하방경직성을 더해 줄 것으로 예상된다.

### 오로라 실적 추이

(단위: 억원)

구분	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,222.9	1,433.9	1,436.1	1,717.6	1,943.3
본사 부문	172.8	335.0	309.9	443.7	497.3
미국 부문	786.1	860.7	817.1	912.5	966.3
영국 부문	131.0	128.9	150.4	158.7	177.2
홍콩 부문	117.7	96.9	145.1	159.5	214.4
기타 부문	15.4	12.4	13.8	43.2	88.1
영업이익	135.3	147.9	159.7	183.8	205.2
본사 부문	80.3	85.7	110.6	121.7	132.3
미국 부문	30.2	37.3	25.9	42.0	46.4
영국 부문	7.2	6.7	6.5	7.9	8.4
홍콩 부문	2.6	0.1	6.2	3.7	7.1
기타 부문	10.6	0.4	10.4	8.6	11.1
(OPM)	(11.1%)	(10.3%)	(11.1%)	(10.7%)	(10.6%)

자료 : 오로라, SK 증권 추정 / 주 : 부문간 내부 수익 반영된 실적 추정

### 오로라 자산가치

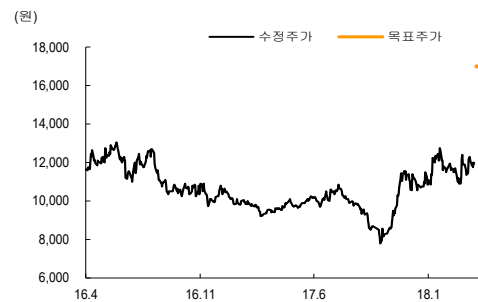
(단위: 억원)

구분	금액	비고
국내(토지+건물)	497.5	
서울 강남구	484.1	본사(시가 800억원 이상 추정)
충북 충주시	13.4	충주 소유 지점
해외(토지+건물)	219.2	
미국	136.2	미국 LA 판매법인
홍콩	9.5	홍콩 판매법인
영국	73.6	영국 판매법인

자료 : 오로라, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비

2018.04.16 매수 17,000원 6개월



### Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----



## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	892	917	939	1,119	1,306
현금및현금성자산	173	151	168	201	270
매출채권및기타채권	191	241	264	316	358
재고자산	455	442	435	520	589
<b>비유동자산</b>	1,119	1,160	1,311	1,305	1,293
장기금융자산	1	3	70	70	70
유형자산	516	510	577	549	525
무형자산	60	52	51	50	49
<b>자산총계</b>	2,011	2,077	2,250	2,424	2,599
<b>유동부채</b>	814	822	933	966	993
단기금융부채	645	646	765	765	765
매입채무 및 기타채무	109	110	105	125	141
단기충당부채	0	1	2	2	2
<b>비유동부채</b>	336	362	340	390	426
장기금융부채	211	241	198	198	198
장기매입채무 및 기타채무		0	0	0	0
장기충당부채		0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,150	1,184	1,274	1,356	1,419
<b>지배주주지분</b>	860	897	976	1,066	1,176
자본금	54	54	54	54	54
자본잉여금	144	144	144	144	144
기타자본구성요소	-18	-41	-43	-43	-43
자기주식	-14	-37	-37	-37	-37
이익잉여금	693	750	868	996	1,144
비지배주주지분	1	-3	0	2	4
<b>자본총계</b>	861	893	976	1,068	1,180
<b>부채외자본총계</b>	2,011	2,077	2,250	2,424	2,599

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	108	100	58	59	93
당기순이익(손실)	81	103	174	130	150
비현금성항목등	70	89	28	84	82
유형자산감가상각비	28	31	31	28	24
무형자산감가상각비	4	4	4	3	3
기타	38	35	22	-11	-11
운전자본감소(증가)	8	-60	-104	-113	-91
매출채권및기타채권의 감소(증가)	70	-48	-32	-52	-42
재고자산감소(증가)	-60	11	-37	-85	-68
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-17	-13	46	20	16
기타	155	-9	-81	3	3
법인세납부	-33	-32	-40	-41	-48
<b>투자활동현금흐름</b>	-32	-96	-160	-1	-1
금융자산감소(증가)	9	-6	-2	0	0
유형자산감소(증가)	-18	-31	-116	0	0
무형자산감소(증가)	-3	-3	-2	-2	-2
기타	31	-56	-40	1	2
<b>재무활동현금흐름</b>	9	-31	130	-24	-23
단기금융부채증가(감소)	22	32	66	0	0
장기금융부채증가(감소)	-2	-8	78	0	0
자본의증가(감소)		-23	0	0	0
배당금의 지급	11	-11	-10	0	0
기타		-21	-3	-24	-23
<b>현금의 증가(감소)</b>	88	-22	16	33	69
기초현금	85	173	151	168	201
기말현금	173	151	168	201	270
FCF	74	73	20	53	89

자료 : 오로라, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	1,223	1,434	1,436	1,718	1,943
<b>매출원가</b>	595	760	746	895	1,007
<b>매출총이익</b>	628	674	690	823	937
매출총이익률 (%)	51.3	47.0	48.1	47.9	48.2
<b>판매비와관리비</b>	493	526	531	641	733
영업이익	135	148	160	182	204
영업이익률 (%)	11.1	10.3	11.1	10.6	10.5
비영업손익	-54	-45	14	-11	-7
<b>순금융비용</b>	17	21	24	23	22
외환관련손익	-25	-25	28	1	4
<b>관계기업투자등 관련손익</b>		0	0	0	0
세전계속사업이익	81	103	174	171	197
세전계속사업이익률 (%)	6.6	7.2	12.1	10.0	10.2
계속사업법인세	19	40	43	41	48
<b>계속사업이익</b>	62	63	130	130	150
중단사업이익		0	0	0	0
*법인세효과		0	0	0	0
당기순이익	62	63	130	130	150
<b>순이익률 (%)</b>	5.0	4.4	9.1	7.5	7.7
지배주주	62	67	129	128	148
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.08	4.7	8.95	7.43	7.6
비지배주주	0	-4	2	2	2
<b>총포괄이익</b>	71	66	93	92	112
지배주주	71	70	91	90	110
비지배주주	0	-4	2	2	2
EBITDA	168	183	194	213	232

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-0.6	17.3	0.2	19.6	13.1
영업이익	-7.3	9.3	8.0	14.0	12.1
세전계속사업이익	-27.0	27.9	68.1	-1.7	15.4
EBITDA	-6.3	8.9	6.5	9.7	8.8
EPS(계속사업)	-28.9	8.4	91.0	-0.7	15.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.5	7.7	13.7	12.5	13.2
ROA	3.2	3.1	6.0	5.5	6.0
EBITDA마진	13.7	12.7	13.5	12.4	11.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	109.5	111.6	100.6	115.8	131.6
부채비율	133.6	132.5	130.5	126.9	120.2
순차입금/자기자본	74.2	76.9	79.4	69.4	57.0
EBITDA/이자비용(배)	9.1	8.1	7.9	8.9	10.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	577	626	1,195	1,186	1,372
BPS	8,117	8,331	9,067	9,906	10,930
CFPS	877	947	1,516	1,474	1,629
주당 현금배당금	100	100	110	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	28.3	22.1	9.7	10.8	9.3
PER(최저)	21.0	15.6	6.5	9.1	7.8
PBR(최고)	2.0	1.7	1.3	1.3	1.2
PBR(최저)	1.5	1.2	0.9	1.1	1.0
PCR	16.0	11.1	7.1	8.1	7.3
EV/EBITDA(최고)	14.4	11.9	10.4	9.9	8.8
EV/EBITDA(최저)	11.6	9.5	4.0	8.9	7.9



# SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

## Company Data

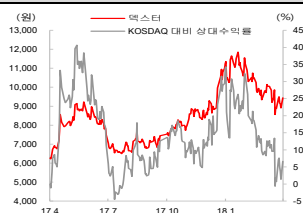
자본금	112 억원
발행주식수	2,245 만주
자사주	40 만주
액면가	500 원
시가총액	2,119 억원
주요주주	
김용화(외4)	32.89%

외국인지분률	110%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/04/13)	9,670 원
KOSDAQ	891.87 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	11,850 원
52주 최저가	6,220 원
60일 평균 거래대금	53 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.7%	-1.7%
6개월	26.9%	-5.3%
12개월	45.5%	5.3%

덱스터 (206560/KQ | Not Rated)

## 영화 '신과 함께'의 흥행은 빙산의 일각일 뿐

- 국내 유일의 대형 VFX(Visual Effects) 전문 기업
- 최근 영화 '신과 함께'의 흥행과 함께 덱스터의 VFX 기술력 화제
- 4차 산업혁명에 발맞춘 영상 콘텐츠 제작 지원 정책에 따라 동사 수혜 예상
- 한중 관계 회복 국면에 접어들면서 직접적인 수혜 예상
- 중국 영화 + VR 콘텐츠 수주 지속, 특히 VR의 성장은 매출처 다변화에 긍정적

## 국내 No.1 VFX 전문 기업

'덱스터'는 촬영 불가능한 장면을 구현해내기 위한 시각적 특수효과 기술인 VFX(Visual Effects) 전문 기업이다. 150 명 이상의 전문 인력을 보유한 국내 유일의 대형 VFX 스튜디오로서, 최근 사후 세계를 다룬 영화 '신과 함께'의 흥행과 함께 덱스터의 VFX 기술력이 다시 화제가 된 바 있다.

## 4차 산업혁명 시대, 콘텐츠 생산에 꼭 필요한 기술

문재인 정부는 출범 이후 관광/문화/콘텐츠 산업 육성 정책을 통해 'K-문화'의 전세계적 확산을 지속적으로 추진하고 있다. 지난 3 월 한국콘텐츠진흥원에서 발표한 세부안을 살펴보면, 4차 산업혁명 시장 선점을 위한 AR/MR 등 차세대 기술 기반 콘텐츠 제작 지원 방안이 담겨 있다. 결국 4차 산업혁명 시대에 적합한 영상 콘텐츠 제작을 위한 VFX 기술의 중요성은 갈수록 커질 가능성이 높고, 국내 No.1 VFX 기술력을 보유한 '덱스터'의 수혜가 예상된다.

## 한중 관계 회복 최대 수혜주

지난해 Thaad 배치 후폭풍으로 인한 한한령(限韓令)은 중국향(向) 매출 비중이 높았던 동사에 직접적인 영향을 미쳤으나, 최근 한중 갈등 완화 국면에 접어들면서 수혜가 기대된다. 중국 시장 내에서 매우 독보적인 VFX 기술력을 보유하고 있을 뿐만 아니라, VR 시장의 성장과 더불어 영화 외 콘텐츠 수주가 가능할 것으로 판단되기 때문이다. 특히 VR 산업은 국내외를 막론하고 게임/엔터테인먼트/쇼핑/부동산/의료 등 다양한 산업으로 확대되고 있어, 덱스터의 매출처 다변화에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판

다된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	억원	136	187	261	318	253
yoy	%		37.5	39.6	22.0	-20.3
영업이익	억원	13	47	45	24	-219
yoy	%		265.0	-10.2	-46.9	적전
EBITDA	억원	24	63	68	58	-185
세전이익	억원	13	47	49	58	-411
순이익(지배주주)	억원	5	41	41	52	-342
영업이익률%	%	9.6	25.4	17.4	7.6	-86.3
EBITDA%	%	17.3	33.6	26.2	18.2	-73.0
순이익률	%	3.9	22.1	15.8	16.2	-134.9
EPS	원	65	500	307	243	-1,552
PER	배			49.6	39.0	N/A
PBR	배			4.4	2.6	5.5
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	35.1	29.4	-12.3
ROE	%		33.8	10.6	6.9	-57.5
순차입금	억원	-48	-5	-526	-350	60
부채비율	%	31.0	28.1	8.7	9.6	119.0

## 'VFX(Visual Effects)'의 활용가치

**VFX 전문 기업 덱스터는 영화 '신과 함께'가 큰 인기를 끌면서 기술력이 다시금 화제가 되었다.**

VFX(Visual Effects) 기술이란 촬영 불가능한 장면을 구현해내기 위한 시각적 특수효과 기술을 말한다. 우리가 흔히 알고 있는 CG(Computer Graphic)보다 더 큰 범위에서의 시각적 특수효과를 지칭한다. 예를 들어 영화/드라마/CF 등을 촬영할 때 실제 배우가 촬영하기에는 너무 위험한 장면이거나, 현실상 존재하지 않는 가상의 무대를 배경으로 하고자 할 때 VFX 기술을 활용한다. 최근 사후 세계를 다룬 영화 '신과 함께'가 큰 인기를 끌면서, 영화 속 사후 세계를 연출한 '덱스터'의 VFX 기술력이 다시 화제가 된 바 있다.

**4차 산업혁명 시대에 적합한 영상 콘텐츠 제작을 위해서는 덱스터의 기술력이 필요하다.**

문재인 정부는 출범 이후 관광/문화/콘텐츠 산업 육성 정책을 통해 'K-문화'의 전세계적 확산을 줄곧 추진하고 있지만, 'K-문화'의 가장 큰 수요처인 중국과의 Thaad 문제로 인해 정책적 지원이 강하게 이뤄지지 못했던 것이 사실이다. 하지만 최근 한중 화해무드가 조성되면서 그 동안 주춤했던 관광/문화/콘텐츠 산업 육성 정책이 다시 활기를 띠 가능성이 높다. 지난해 말 기획재정부에서 발표한 '2018년 경제정책방향'에는 문화 콘텐츠 산업 진흥 기본계획 및 분야별 진흥정책이 담겨 있다. 조금 더 구체적으로 지난 3월 한국콘텐츠진흥원에서 발표한 세부안을 살펴보면, 4차 산업혁명 시장 선점을 위한 AR/MR 등 차세대 기술 기반 콘텐츠 제작 지원 방안이 담겨 있다. 결국 4차 산업혁명 시대에 적합한 영상 콘텐츠 제작을 위한 VFX 기술의 중요성은 갈수록 커질 가능성이 높고, 국내 No.1 VFX 기술력을 보유한 '덱스터'의 수혜가 예상된다.

### 콘텐츠 산업 지원안 - 가상현실 콘텐츠 육성안

#### ① 지원분야 다변화

- 콘텐츠 프론티어 : 대기업과 중소기업 간의 협업을 통한 중대형 콘텐츠 제작 지원  
기획/제작/유통 등 전 단계를 원스톱 지원에 가상현실 콘텐츠 성공 모델 창출
- 콘텐츠 제작지원(중형) : 4차 산업혁명 시장 선점 위해  
AR/MR 등 차세대 기술 기반 콘텐츠 제작 지원
- 콘텐츠 제작지원(소형) : 창의적이고 혁신적인 가상현실 콘텐츠 아이디어 발굴 위해 신설

#### ② 기업 인큐베이팅, 해외진출 지원 프로그램 추진 예정

자료 : 한국콘텐츠진흥원(2018년 3월 22일), SK 증권

## 한중 관계 회복 최대 수혜주

한중관계가 화해모드로 접어들면  
중국 영화 시장에서도 최고의  
기술력을 인정받는 텍스터의 가장  
큰 수혜가 예상된다.

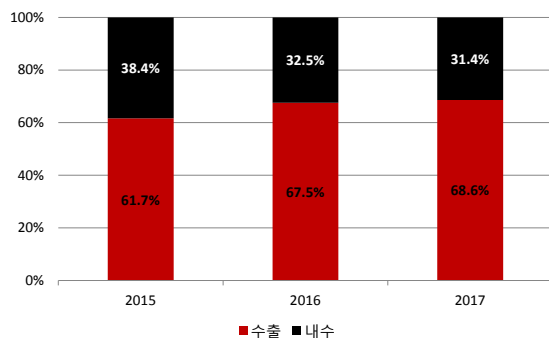
지난해 Thaad 배치 후폭풍으로 인한 한한령(限韓令)은 중국향(向) 매출 비중이 높았던 동사에 직접적인 영향을 미쳤다. 하지만 지난해 12월 문재인 대통령의 중국 국빈 방문과 지난 3월 30일 양제츠 중국 외교담당 정치국 위원 방한을 계기로 한중 갈등 완화 국면에 접어들 것으로 판단되며, 텍스터의 가장 큰 수혜가 예상된다.

첫째, 중국 시장 내에서 매우 독보적인 VFX 기술력을 보유하고 있다. 텍스터의 가장 큰 장점은 자체 개발 S/W를 활용한 다양한 Digital Library를 보유하고 있다는 점이다. VFX를 구현하는 S/W가 내재화되었다는 것은 작업과정에서 발생하는 오류에 신속하게 대응할 수 있고, 제작 비용의 절감이 가능하다는 것을 의미한다. 따라서 같은 기술력이라면 경쟁사 대비 높은 가격 경쟁력을 갖게 된다. 자체 S/W를 이용하여 구현해 낸 다양한 디지털 자산들(ex. 디지털 휴먼, 동물 크리처, 메카닉 모션, 바다 등)은 저비용 고효율의 무형 자산으로 평가 받고 있다. 우리나라보다 판타지적 요소가 더 많이 반영된 영화 비중이 높은 중국의 특성 상 한중 관계 개선으로 인한 텍스터의 영화 VFX 수주는 계속될 것으로 판단된다.

VR 등 영화 외 영상 콘텐츠 수요가  
늘면서 텍스터 수주/매출처가  
다양해 질 것으로 예상된다.

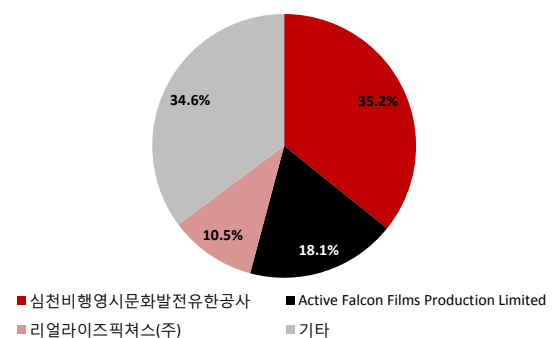
둘째, VR 시장의 성장과 더불어 영화 외 콘텐츠 수주가 가능할 것으로 판단된다. 텍스터는 지난 10일 중국 헝다 그룹의 테마파크에 약 62억원 규모의 'Motion Dark Ride' 특수영화 제작 계약을 맺었음을 공시했다. 이미 지난해에는 완다 그룹과 테마파크 콘텐츠 공급 관련 계약을 맺고 프로젝트를 진행 중이기도 하다. 결국 텍스터의 VFX 기술은 단순히 영화에 국한되는 것이 아니라 다양한 분야에서 활용될 수 있음이 증명되고 있는 것이다. 특히 VR 산업은 국내외를 막론하고 게임/엔터테인먼트/쇼핑/부동산/의료 등 다양한 산업으로 변지고 있어, 텍스터의 매출처 다변화에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

텍스터 수출/내수 매출 비중



자료 : 텍스터 SK 증권

매출 10% 이상 주요 거래처 매출 비중(2017년 기준)



자료 : 텍스터 SK 증권

덱스터 수주 현황

(단위 : 억원)

구분	수주일자	수주총액	기납품액	수주잔고
신과함께	14.11.24	170	170	-
남극절연	15.06.12	22	22	-
서유기 1차	15.05.18	20	20	-
서유기 2차	15.05.18	2	2	-
삼생삼세십리도화	16.04.29	35	35	-
삼생삼세십리도화 추가	16.05.24	3	3	-
귀취등2	16.04.29	100	100	-
귀취등2 추가	17.06.30	46	35	11
몽키킹3	16.09.14	74	74	-
야백합	16.08.31	3	3	-
오공전	16.09.30	11	11	-
1987	17.03.30	7	7	-
광상곡	17.02.16	10	10	-
독전	17.06.30	5	2	3
PMC	17.04.28	8	3	5
완다테마파크	17.08.25	53	4	49
용족전쟁	17.12.08	37	4	34
갓오브이집트	17.11.02	14	1	13
몬스터샵	17.12.19	68	1	67
기타		33	33	-
합계		720	538	181

자료 : 덱스터, SK 증권

주 : 기납품액 - 작업 진행률 기준, 총 수주액 2 억원 이상 프로젝트 기준

덱스터 실적 추이

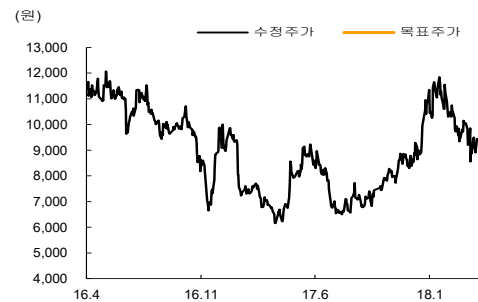
(단위 : 억원)

구분	2015	2016	2017
매출액	260.5	317.8	253.3
VFX 제작	250.9	281.5	216.7
기타 용역	9.6	36.2	36.7
영업이익	45.4	24.1	-218.7
(OPM)	(17.3%)	(7.6%)	(적전)

자료 : 덱스터, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고최저 주가대비

2018.04.16 Not Rated



### Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

### 재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>유동자산</b>	88	139	698	577	443
현금및현금성자산	8	17	455	105	152
매출채권및기타채권	19	108	139	215	150
재고자산				0	0
<b>비유동자산</b>	45	44	104	280	453
장기금융자산	0	1	6	34	77
유형자산	27	24	55	71	76
무형자산	14	13	11	11	14
<b>자산총계</b>	133	182	801	857	895
<b>유동부채</b>	24	38	63	28	366
단기금융부채	15	17	26	0	342
매입채무 및 기타채무	6	10	22	19	12
단기충당부채				0	0
<b>비유동부채</b>	7	2	2	47	121
장기금융부채	5	1		0	0
장기매입채무 및 기타채무	2	2		0	0
장기충당부채			0	1	3
<b>부채총계</b>	31	40	64	75	487
<b>지배주주지분</b>	101	142	737	782	408
자본금	11	11	54	108	112
자본잉여금	99	99	597	546	554
기타자본구성요소			21	9	-34
자기주식				-11	-39
이익잉여금	-9	32	65	118	-224
비지배주주지분			0	0	0
<b>자본총계</b>	101	142	737	782	409
<b>부채외자본총계</b>	133	182	801	857	895

### 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>영업활동현금흐름</b>	-18	-29	35	-18	-143
당기순이익(손실)	5	41	41	51	-342
비현금성항목등	11	18	34	1	215
유형자산감가상각비	8	11	17	28	29
무형자산감가상각비	2	5	6	6	5
기타	0	3	11	3	149
운전자본감소(증가)	-33	-89	-32	-63	-4
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-14	-92	-44	-73	-7
재고자산감소(증가)				0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	4		0	-9
기타	-49	-184	-76	10	12
법인세납부			-8	-8	-11
<b>투자활동현금흐름</b>	-78	40	-128	-353	-95
금융자산감소(증가)	-56	52	-78	-175	-12
유형자산감소(증가)	-11	-9	-41	-50	-21
무형자산감소(증가)	-11	-3	-3	-6	-1
기타			6	-123	-62
<b>재무활동현금흐름</b>	104	-2	531	22	283
단기금융부채증가(감소)	-3		7	-11	0
장기금융부채증가(감소)	5	-2		-1	0
자본의증가(감소)	100		293	-9	-27
배당금의 지급				0	0
기타	10	41	232	43	65
<b>현금의 증가(감소)</b>	8	8	437	-350	47
기초현금	1	10	18	455	105
기말현금	10	18	455	105	152
FCF	-49	-40	N/A(IFRS)	-182	-72

자료 : 덱스터, SK증권 추정

### 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	136	187	261	318	253
<b>매출원가</b>	114	121	171	217	356
<b>매출총이익</b>	22	65	89	100	-103
매출총이익률 (%)	16.0	35.1	34.3	31.6	-40.5
<b>판매비와관리비</b>	9	18	44	76	116
영업이익	13	47	45	24	-219
영업이익률 (%)	9.6	25.4	17.4	7.6	-86.3
비영업손익	0	0	3	33	-192
<b>순금융비용</b>	1	0	5	-5	17
외환관련손익		0	2	-2	-13
<b>관계기업투자등 관련손익</b>				33	0
세전계속사업이익	13	47	49	58	-411
세전계속사업이익률 (%)	9.2	25.1	18.7	18.1	-162.3
계속사업법인세	7	6	8	6	-69
<b>계속사업이익</b>	5	41	41	51	-342
중단사업이익				0	0
*법인세효과				0	0
당기순이익	5	41	41	51	-342
<b>순이익률 (%)</b>	3.9	22.1	15.8	16.2	-134.9
지배주주	5	41	41	52	-342
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	3.89	22.07	15.7	16.47	-134.97
<b>비지배주주</b>			0	-1	0
<b>총포괄이익</b>	5	41	41	52	-342
<b>지배주주</b>	5	41	41	53	-342
<b>비지배주주</b>			0	-1	0
EBITDA	24	63	68	58	-185

### 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>성장성 (%)</b>					
매출액		37.5	N/A(IFRS)	22.0	-20.3
영업이익		265.0	N/A(IFRS)	-46.9	적전
세전계속사업이익		274.0	N/A(IFRS)	17.8	적전
EBITDA		166.8	N/A(IFRS)	-15.2	적전
EPS(계속사업)		675.7	N/A(IFRS)	-20.9	적전
<b>수익성 (%)</b>					
ROE		33.8	N/A(IFRS)	6.9	-57.5
ROA		26.2	N/A(IFRS)	6.2	-39.0
EBITDA마진	17.3	33.6	26.2	18.2	-73.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	360.7	369.0	1,113.5	2,025.4	121.0
부채비율	31.0	28.1	8.7	9.6	119.0
순차입금/자기자본	-47.3	-3.6	-71.3	-44.8	14.6
EBITDA/이자비용(배)	29.0	64.7	12.7	85.4	-7.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	65	500	358	243	-1,552
BPS	1,228	1,729	3,450	3,604	1,826
CFPS	193	687	559	399	-1,400
주당 현금배당금				0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)			42.5	71.1	N/A
PER(최저)			35.6	27.4	N/A
PBR(최고)			4.4	4.8	5.5
PBR(최저)			3.7	1.8	3.4
PCR			27.3	23.7	-7.1
EV/EBITDA(최고)	-1.9	-0.1	35.1	57.6	-12.3
EV/EBITDA(최저)	-1.9	-0.1	28.2	18.9	-0.3

**memo**

---