

# 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 필기인식, 영상인식, 음성인식 등 다양한 패턴 인식 기술을 보유한 AI S/W 전문 업체다. 필기인식 S/W 사업을 시작으로 음성인식/합성 등으로 사업 영역을 꾸준히 확장해 왔다. 동사의 음성인식 솔루션 'Selvy STT'는 20 년 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 '8 대 핵심 선도사업'과 '13 대 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 2년차를 맞이했다는 점에서 그 파급력은 더욱 크게 나타날 것으로 예상된다. 이미 지난해 정부 출범과 함께 '8대 핵심 선도사업' 및 '13대 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 2년차를 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 '8대 핵심 선도사업'과 '13대 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 '13대 핵심성장동력'에 포함된 '헬스케어', '인공지능', '빅데이터' 산업군을 모두 아우르는 기업이라 할 수 있다.

문재인 대통령 집권 2년차 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 / 빅데이터 / 스마트시티 / 헬스케어 / 로봇 / 무인기 / 신재생에너지<br>- 원천기술확보 : 차세대 통신 / 지능형반도체 / 첨단소재 / 인공지능 / 혁신신약 |
|    | 사회/문화 혁신   | - 문화 : 콘텐츠 산업 진흥 기본계획 및 분야별 진흥정책(영화)<br>- 관광 : 신(신)관광 서비스 창출 및 고급화 등   |

자료 : 2018년 경제정책방향 발췌, SK증권

## 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.

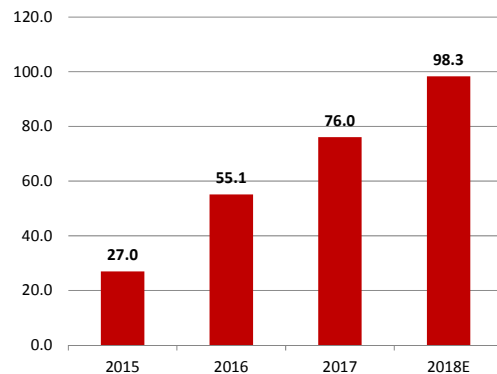
자회사 ‘셀바스헬스케어’의 실적 성장도 기대된다. 2015년 ‘자원메디칼’을 인수하면서 시작된 ‘체성분분석기’ 사업은 올해 고무적인 매출 성장세를 기록할 전망이다. 미국 대형 피트니스 체인 업체 내 경쟁사 체성분분석기 제품이 동사의 ‘아큐닉’ 제품으로 교체되기 시작했고, 올 하반기부터는 본격적인 스포츠 마케팅 효과가 나타날 것으로 예상되기 때문이다.

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

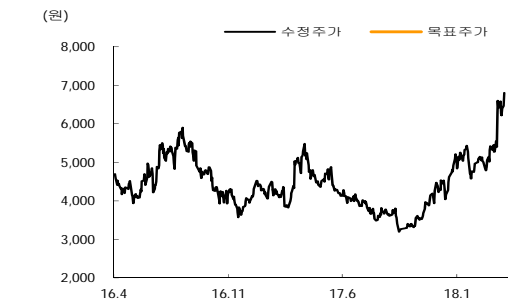
(단위: 억원)

|        | 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 |        | 과리율        |  |
|------------|-----------|------|------|--------|------------|--|
|            |           |      | 대상시점 | 평균주가대비 | 최고(최저)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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 4 월 12 일 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 : 셀바스시, 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   |
| <b>비영업손익</b>          | 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>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    |