

Overweight

쥐띠 전망 2020

-BSC 중흥(中興)

B

밀레니엄 세대

S

Z세대

C



CONTENTS

취미 전망 2020: BSC 중흥(中興)

[산업분석]	Summary	3
	I. 흰쥐의 해 컨셉: BSC 중흥(中興)	4
	II. 제 4 차 산업혁명이라고 쓰고 비즈니스 모델 혁신이라고 읽는다(B)	9
	III. 사회책임투자는 선택이 아닌 필수(S)	30
	IV. 한한령(限韓令) 녹아 내리면서 봄이 온다(C)	58
[기업분석]	V. 庚子年 BSC 관련 유망주	61

비즈니스 모델(B)	#61	레이(228670) 아톤(158430) 고영(098460) 대원(007680) 텍스터(206560) 인텔리안테크(189300) 오스탐플란트(048260) 코텍(052330) 에스티아이(039440) 알서포트(131370)
사회책임투자(S)	#120	SK(034730)
중국(C)	#126	팬엔터테인먼트(068050) 서부 T&D(006730)

Summary

취미 전망 2020: BSC 중흥(中興)

제 4 차 산업혁명의 핵심은 비즈니스 모델 혁신이다.

제 4 차 산업혁명의 비즈니스 모델 핵심은 가상세계와 현실세계의 융합으로 아날로그 정보로 가득한 현실세계를 온라인의 가상세계와 접목시키기 위해서는 필연적으로 디지털 트랜스포메이션이 요구된다.

이러한 디지털 트랜스포메이션으로 인하여 비즈니스의 패러다임이 제조업 중심에서 서비스업 중심으로 바뀌고 있을 뿐만 아니라 개개인의 니즈에 맞는 맞춤화(customization)시장으로 점점 더 세분화 되고 있다. 이는 곧 제품의 생산보다는 그렇게 생산된 제품을 잘 이용하는 것이 중요하다는 것으로서 시장의 주도권이 생산자나 공급자에서 소비자나 이용자에게로 넘어간다는 것을 의미한다. 이에 따라 베이비부머 세대, X세대, 밀레니얼 세대, Z세대 등 각각 세대에 맞는 소비자 파악이 무엇보다 중요시 되고 있다.

무엇보다 이동통신 진화에 따라서 비즈니스의 패러다임이 바뀌었다. 3G 는 음원 콘텐츠를, 4G 는 영화 등을 다운로드에서 스트리밍으로 전환시켰다. 이에 따라 미디어의 핵심 비즈니스 모델을 광고에서 디지털 구독으로 바꿔 놓았다. 향후 5G 는 게임을 다운로드에서 스트리밍으로 전환시켜 게임 구독 서비스가 가능한 환경이 도래할 것으로 예상된다. 이는 곧 게임의 비즈니스 모델이 음원 및 영화 등과 같이 구독서비스로 변화하는 패러다임 전환으로 게임 콘텐츠의 중요성 등이 한층더 강화 될 것이다.

기업을 둘러싼 이해관계자가 다양해지면서 기업의 경영전략 패러다임은 환경, 사회, 지배구조 등 비재무 영역을 포괄하며 확대되고 있다. 이에 따라 사회적 가치 이론은 주주의 이익을 우선하는 주주 중심주의에서 이해관계자들의 니즈를 충족하는 이해관계자 접근법으로, 더 나아가서 기업의 경제적/법적/윤리적 책임 뿐만 아니라 사회적 가치를 실현하는 통합적 접근법으로 발전하고 있다.

사회책임투자는 자본주의적 시스템으로 양극화 등을 해결하는 동시에 공정경제 및 사회정의를 실천할 수 있는 유일한 수단이 될 수 있을 것이다. 각종 사회적 이슈와 지속가능성에 대한 문제의식이 커지고 사회적 가치 기반 투자에 대한 관심이 전 세대적으로 높아지고 있어서 사회책임투자가 향후 보다 더 성장할 수 있을 것으로 예상된다.

한편, 여러가지 한한령 완화 조짐은 보이고 있지만 한한령 완전 해소를 우리가 확실하게 인지할 수 것은 중국의 한국 단체 관광객 허용이다. 따라서 시진핑 주석의 방향이 공식화 되면서 중국의 한국 단체 관광객 허용이 이루어 진다면 그 동안 한한령으로 피해를 보았던 게임, 드라마 제작사 등 콘텐츠 업체, 숙박업체, 화장품 및 면세점 업체 등에 수혜가 예상된다.

庚子年 BSC 관련 유망주:

비즈니스 모델(B): 레이, 아톤, 고영, 대원, 텍스터, 인텔리안테크, 오스텀플란트, 코텍, 에스티아이, 알서포트

사회책임투자(S): SK

중국(C): 팬엔터테인먼트, 서부 T&D

I. 흰쥐의 해 컨셉: BSC 중흥(中興)

1. 흰쥐의 해: 중흥(中興)의 시기

2020 년 경자년(庚子年)은 흰쥐의 해이다. 왜냐하면 경자년(庚子年)의 경(庚)은 오행상 금(金)으로 색은 흰색에 속하며, 자(子)는 쥐를 상징하기 때문이다. 흰쥐는 쥐 중에서도 가장 강력한 지도자 쥐이자 지혜로워 사물의 본질을 꿰뚫는데다가 생존 적응력까지 뛰어나다. 이에 따라 경자년에는 강한 지도자가 냉철한 이성으로 재물을 증식하는 해가 될 것으로 기대한다.

1990 년대 개인용 PC 대중화로 인터넷에 연결된 컴퓨터 수가 증가하면서 인터넷이 매개가 된 새로운 비즈니스 모델들이 나타나기 시작하였다. 이에 대하여 미국의 경우에는 아마존(1994 년), 이베이(1995 년) 구글(1998 년) 등이, 우리나라의 경우에도 다음(1995 년), 엔씨소프트(1997 년), NHN(1999 년) 등의 기업이 등장하면서 성장하였다.

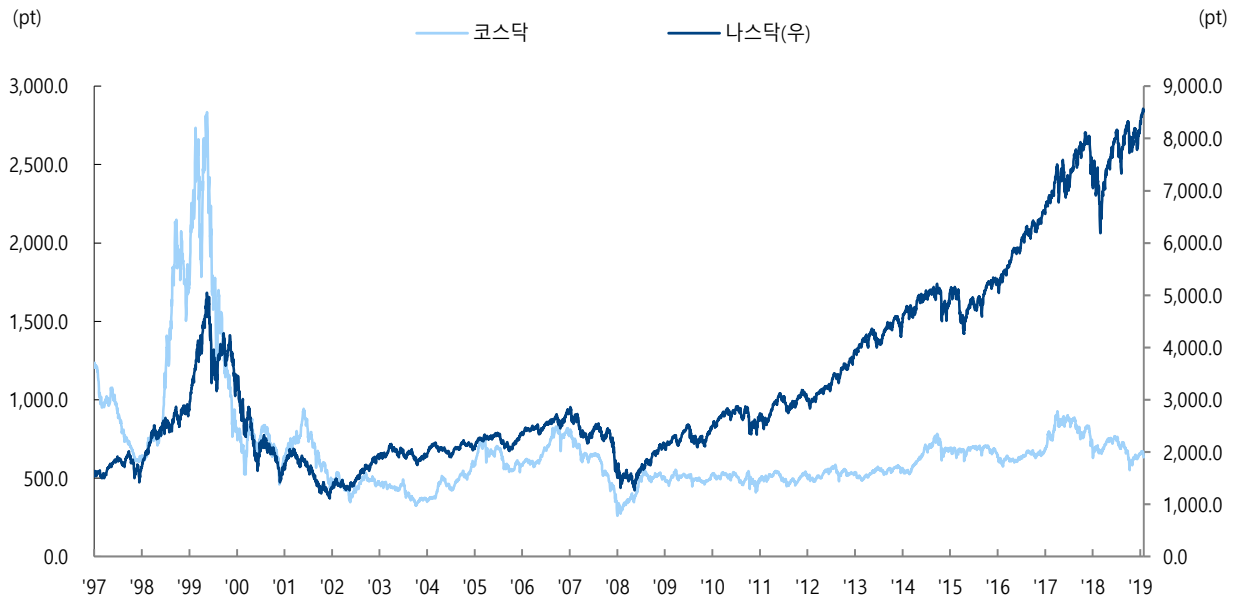
초고속망 보급 및 각종 인터넷 서비스 등 인터넷 대중화에 대한 파급효과의 기대치 상승으로 나스닥, 코스닥, 유럽 기술주 등이 1999 년 이후 2000 년 초반까지 급등하는 현상이 있었다. 이 시기에 PC 운영체제(OS) 보급으로 마이크로소프트(MS)가 시가총액 1 위를 차지하며 주도주로서 활약을 하였다.

한편, 제 4 차 산업혁명 도래로 인하여 새로운 비즈니스 영역이 속속 등장하고 있다. 즉, 5G 가 인프라가 되어서 빅데이터, 인공지능, 클라우드, 사물인터넷 등을 활용한 디지털 트랜스포메이션으로 제품부터 서비스까지 새로운 비즈니스 모델들이 등장하고 있다.

또한 ICT 를 이용하여 개발한 플랫폼 기반 서비스 등 혁신적인 비즈니스 모델은 새로운 산업분야를 만들어내며 더 큰 부가 가치를 창출하고 있다.

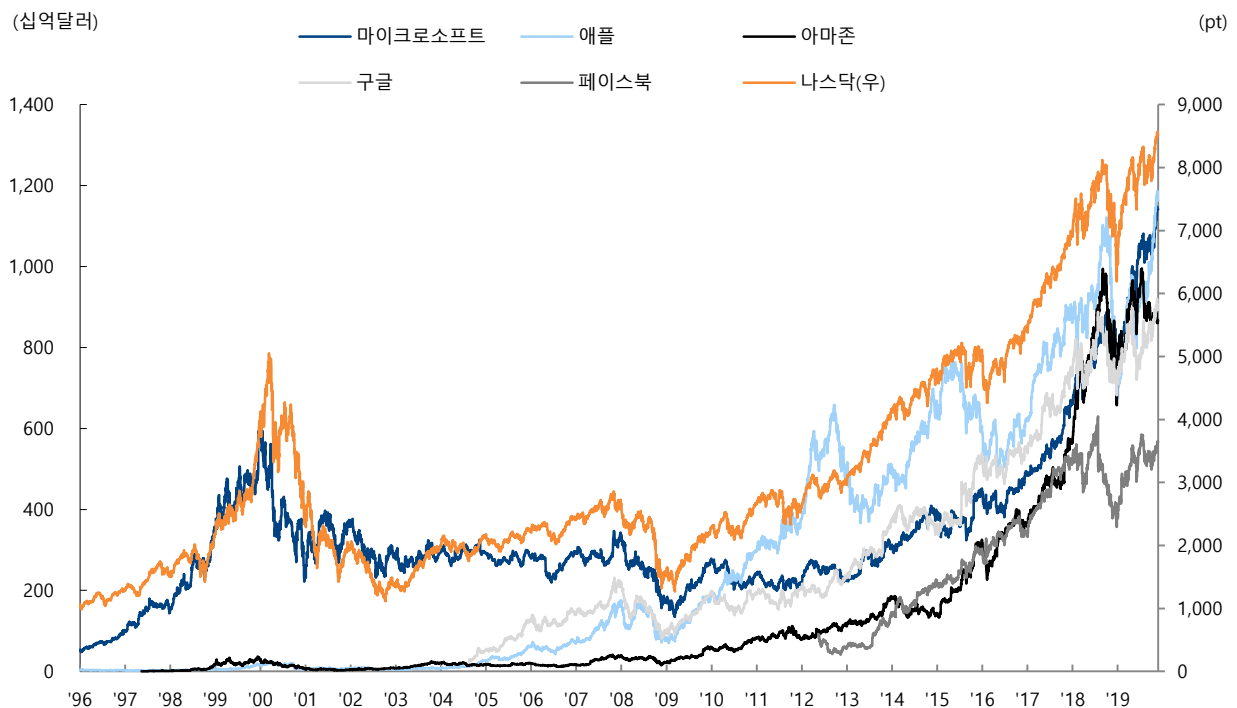
무엇보다 이러한 비즈니스 모델들은 없었던 것들이 새로 생기는 경우가 있을 수 있을 뿐만 아니라, 다른 영역으로 확장 되거나 시장을 확대시킬 수 있으므로 관련 주식들이 흰쥐의 해에 중흥(中興)의 시기를 이끌어 갈 수 있을 것이다.

그림1. 제 1 벤처붐 당시의 코스닥 및 나스닥 지수 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림2. 나스닥 지수 및 주요 IT 기업 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

표1. 글로벌 시가총액 순위

순위	2007년 5월 말 기준		2019년11월 24일 기준	
	기업명	시가총액(억달러)	기업명	시가총액(억달러)
1	액손모빌(미국)	4,685	애플(미국)	11,600
2	GE(미국)	3,866	마이크로소프트(미국)	11,400
3	마이크로소프트(미국)	2,936	구글(미국)	8,928
4	씨티그룹(미국)	2,695	아마존(미국)	8,655
5	페트로차이나(중국)	2,618	페이스북(미국)	5,670
6	AT&T(미국)	2,548	버크셔 해서웨이(미국)	5,329
7	로열더치셀(미국)	2,408	알리바바(중국)	4,877
8	BoA(미국)	2,250	JP모건 체이스(미국)	4,102
9	중국공상은행(중국)	2,233	텐센트(중국)	4,071
10	도요타(일본)	2,163	존슨앤존슨(미국)	3,634

자료: Bloomberg, 하이투자증권

2. 庚子年 컨셉 : BSC 중흥(中興)

제 4 차 산업혁명의 핵심은 비즈니스 모델 혁신이다.

제 4 차 산업혁명의 비즈니스 모델 핵심은 가상세계와 현실세계의 융합으로 아날로그 정보로 가득한 현실세계를 온라인의 가상세계와 접목시키기 위해서는 필연적으로 디지털 트랜스포메이션이 요구된다. 이러한 디지털 트랜스포메이션으로 인하여 비즈니스의 패러다임이 제조업 중심에서 서비스업 중심으로 바뀌고 있을 뿐만 아니라 개인의 니즈에 맞는 맞춤화(customization)시장으로 점점 더 세분화 되고 있다. 이는 곧 제품의 생산보다는 그렇게 생산된 제품을 잘 이용하는 것이 중요하다는 것으로서 시장의 주도권이 생산자나 공급자에서 소비자나 이용자에게로 넘어간다는 것을 의미한다. 이에 따라 베이비부머 세대, X 세대, 밀레니얼 세대, Z 세대 등 각각 세대에 맞는 소비자 파악이 무엇보다 중요시 되고 있다.

무엇보다 이동통신 진화에 따라서 비즈니스의 패러다임이 바뀌었다. 3G 는 음원 콘텐츠를, 4G 는 영화 등을 다운로드에서 스트리밍으로 전환시켰다. 이에 따라 미디어의 핵심 비즈니스 모델을 광고에서 디지털 구독으로 바꿔 놓았다. 향후 5G 는 게임을 다운로드에서 스트리밍으로 전환시켜 게임 구독 서비스가 가능한 환경이 도래할 것으로 예상된다. 이는 곧 게임의 비즈니스 모델이 음원 및 영화 등과 같이 구독서비스로 변화하는 패러다임 전환으로 게임 콘텐츠의 중요성 등이 한층더 강화 될 것이다.

기업을 둘러싼 이해관계자가 다양해지면서 기업의 경영전략 패러다임은 환경, 사회, 지배구조 등 비재무 영역을 포괄하며 확대되고 있다. 이에 따라 사회적 가치 이론은 주주의 이익을 우선하는 주주 중심주의에서 이해관계자들의 니즈를 충족하는 이해관계자 접근법으로, 더 나아가서 기업의 경제적/법적/윤리적 책임 뿐만 아니라 사회적 가치를 실현하는 통합적 접근법으로 발전하고 있다.

사회책임투자는 자본주의적 시스템으로 양극화 등을 해결하는 동시에 공정경제 및 사회정의 실현할 수 있는 유일한 수단이 될 수 있을 것이다. 각종 사회적 이슈와 지속가능성에 대한 문제의식이 커지고 사회적 가치 기반 투자에 대한 관심이 전 세대적으로 높아지고 있어서 사회책임투자가 향후 보다 더 성장할 수 있을 것으로 예상된다.

한편, 여러가지 한한령 완화 조짐은 보이고 있지만 한한령 완전 해소를 우리가 확실하게 인지할 수 것은 중국의 한국 단체 관광객 허용이다. 따라서 시진핑 주석의 방한이 공식화 되면서 중국의 한국 단체 관광객 허용이 이루어 진다면 그 동안 한한령으로 피해를 보았던 게임, 드라마 제작사 등 콘텐츠 업체, 숙박업체, 화장품 및 면세점 업체 등에 손해가 예상된다.

표2. 庚子年 BSC 관련 유망주

구분	종목	종목코드	시가총액(억 원) (2019/11/29 기준)
비즈니스모델(B)	레이	228670	2,528
	아톤	158430	1,739
	고영	098460	13,726
	대원	007680	1,254
	덱스터	206560	2,052
	인텔리안테크	189300	2,428
	오스텍임플란트	048260	5,707
	코텍	052330	1,970
	에스티아이	039440	2,604
	알서포트	131370	1,372
사회책임투자(S)	SK	034730	181,178
중국(C)	팬엔터테인먼트	068050	654
	서부 T&D	006730	4,718

자료: 하이투자증권

II. 제 4 차 산업혁명이라고 쓰고 비즈니스 모델 혁신이라고 읽는다

1. 산업혁명으로 인한 비즈니스 모델 변화

비즈니스모델은 제품 및 서비스 등 고객에게 창출하는 가치를 새로운 기술 등을 활용 전달하여 수익을 획득하는 구조를 메커니즘으로 구축하는 것이다.

이러한 비즈니스 모델은 산업혁명으로 인한 기술 발달로 혁신을 이뤄왔다.

제 1 차 산업혁명은 기계 혁명이라고도 불리며 18 세기 중반 증기기관의 등장으로 가내수공업 중심의 생산체제가 공장생산체제로 변화된 시기로서 철도 시대가 열리면서 영국에서 생산된 제품이 전 세계로 팔려나갔다.

제 2 차 산업혁명에서는 전기동력의 등장으로 에너지 혁명이라고도 불리며 전기를 동력으로 사용하고 자동화가 가능해지면서 기업들은 제품을 대량으로 생산할 수 있게 되었다. 이렇게 대량생산이 가능하게 되고 대중 시장에 대한 접근성이 높아지면서 규모의 경제가 사업의 성공을 좌우하게 되었다. 비즈니스 모델 측면에서는 가치사슬 모델을 기반으로 한 기업이 내부 프로세스를 통제하고 효율성을 끌어올리며 시장 지배력을 확보하게 되었다.

제 3 차 산업혁명에서는 컴퓨터 및 정보통신기술(ICT)의 발전으로 디지털 혁명이라고도 불리며 현실 세계의 한계인 시간, 공간의 제약을 극복하기 위하여 인터넷으로 온라인 가상 세계를 연결한다. 지식정보화를 중심으로 한 제 3 차 산업혁명에서는 인터넷뿐만 아니라 ICT, 기술, 융합, 개방, 연결, 참여, 세계화, 지속 가능성 등의 기술적/사회적 동인으로 인해 기업의 규모가 커지고 경영의 구조가 복잡해지면서 수많은 새로운 형태의 비즈니스가 등장하였다. 특히 플랫폼 비즈니스는 생산자와 소비자로 엮인 네트워크로서 네트워크 규모가 클수록 공급과 수요의 연결이 더 잘 이루어지고 이로 인해 보다 많은 가치가 발생함에 따라 네트워크의 크기를 키워 시장 지배력을 확보하게 되었다.

이들 산업혁명은 역사적 관점에서 보자면 아주 짧은 기간동안 발생하였으나, 그 영향력은 개인 일상생활에서부터 전 세계의 기술, 산업, 경제 및 사회 구조를 뒤바꾸어 놓을 만큼 거대하였다. 그리고 새로운 기술의 등장과 기술적 혁신은 계속 진행 중에 있으며 또 다른 산업혁명을 야기하고 있다.

표3. 산업혁명의 단계별 변화

		제1차 산업혁명	제2차 산업혁명	제3차 산업혁명	제4차 산업혁명
시기		18세기 후반	19~20세기 초	20세기 후반	2000년대 이후
연결성		국가 내부의 연결성 강화	기업-국가 간의 연결성 강화	사람·환경·기계의 연결성 강화	자동화, 연결성의 극대화
최초 사례		방직기 (1784)	신시내티 도축장 (1870)	PLC: Modicon 084(1969)	
혁신 동인		증기기관 (Steam Power)	전기에너지 (Electric Power)	컴퓨터·인터넷 (Electronics & IT)	IoT·빅데이터·AI 기반 초연결 (Hyper-Connec tion, CPS)
		동력원의 변화(유형자산 기반)		정보처리방식의 변화(무형자산기반)	
특징	원인	기계화	전기화	정보화	지능화
	결과	산업화 (Industrialisation)	대량생산 (Mass Production)	자동화 (Automation)	자율화 (Autonomisation)
				기계·SW가 데이터를 생산	데이터가 기계·SW를 제어
현상		영국 섬유공업의 거대 산업화	컨베이어 벨트 활용 기반으로 대량 생산을 달성한 미국으로 패권 이동	인터넷 기반의 디지털 혁명, 미국의 글로벌 IT기업 부상	사람·사물·공간의 초연결· 초지능화를 통한 산업구조 개편

자료: 산업통상자원부, 하이투자증권

그림3. 마이클 포터의 가치사슬 모델(Value Chain)



자료: Competitive Advantage(1985), 하이투자증권

2. 제 4 차 산업혁명 시대 : 초지능화, 초연결화

제 4 차 산업혁명으로 향후 미래가 어느 때 보다도 많이 변화될 것으로 예상되므로 변화가 크면 미래의 가치도 그 만큼 커지게 된다. 이는 곧 제 4 차 산업혁명으로 변화가 일어나서 리스크가 존재하는데도 불구하고 그런 변화들이 미래가치를 증가시켜서 주식을 크게 상승시키는 원동력이 될 것이다.

따라서 제 4 차 산업혁명이 무엇이며, 제 4 차 산업혁명으로 인한 변화들이 과연 어떻게 미래의 가치를 끌어올릴 수 있는지에 대한 근본적인 원리를 알아야 한다.

전세계 인구가 줄어들고 있기 때문에 자연스럽게 잠재성장률도 하락하고 있어서 앞으로 고성장을 하고 싶어도 할 수가 없게 되었다. 이는 곧 수요자는 줄어들 수 밖에 없기 때문에 양(Q)이 중점이 되는 하드웨어 시대가 지나가고 있다는 것을 의미하는 것이다. 이러한 환경하에서는 공급자, 수요자, 정부 등도 효율화로 인한 부가가치 창출을 위해서는 맞춤정보가 필요하기 때문에 전 세계의 소프트웨어화가 절실히 요구된다. 이것이 제 4 차 산업혁명이 등장하게 된 배경이다.

이에 따라 제 4 차 산업혁명의 본질은 모든 사물에 센서, 통신칩을 집어 넣어서 정보를 받아들이고 내보내는 역할을 할 수 있게 하는 모든 사물의 지능화로, 현재 보다는 정보를 더 많이 얻을 수 있을 뿐만 아니라 인공지능으로 인하여 단지 정보만 쌓이는 쓰레기 같은 정보가 아닌 내게 딱 들어맞는 맞춤형 정보 획득을 가능케 하여 사전적 이든 사후적 이든 인류 삶의 질을 향상 시키는 데 있다.

또한 제 4 차 산업혁명은 초연결화 시대라고 하는데 이것은 자동차에 통신을 연결하면 스마트카가 되는 것이고, 공장에 통신을 연결하면 스마트팩토리가 되는 것이고, 집에 통신을 연결하면 스마트홈이 되는 것이고, 도시에 통신을 연결하면 스마트시티가 되기 때문이지만 이것에 대한 본질은 전 세계의 소프트웨어화를 의미한다. 이는 곧 전 세계를 저비용 고효율화 구조로 만들겠다는 것이다. 따라서 제 4 차 산업혁명이 현재부터 일어나고 있는 것은 향후 20~30 년 이후를 대비하는 것이다.

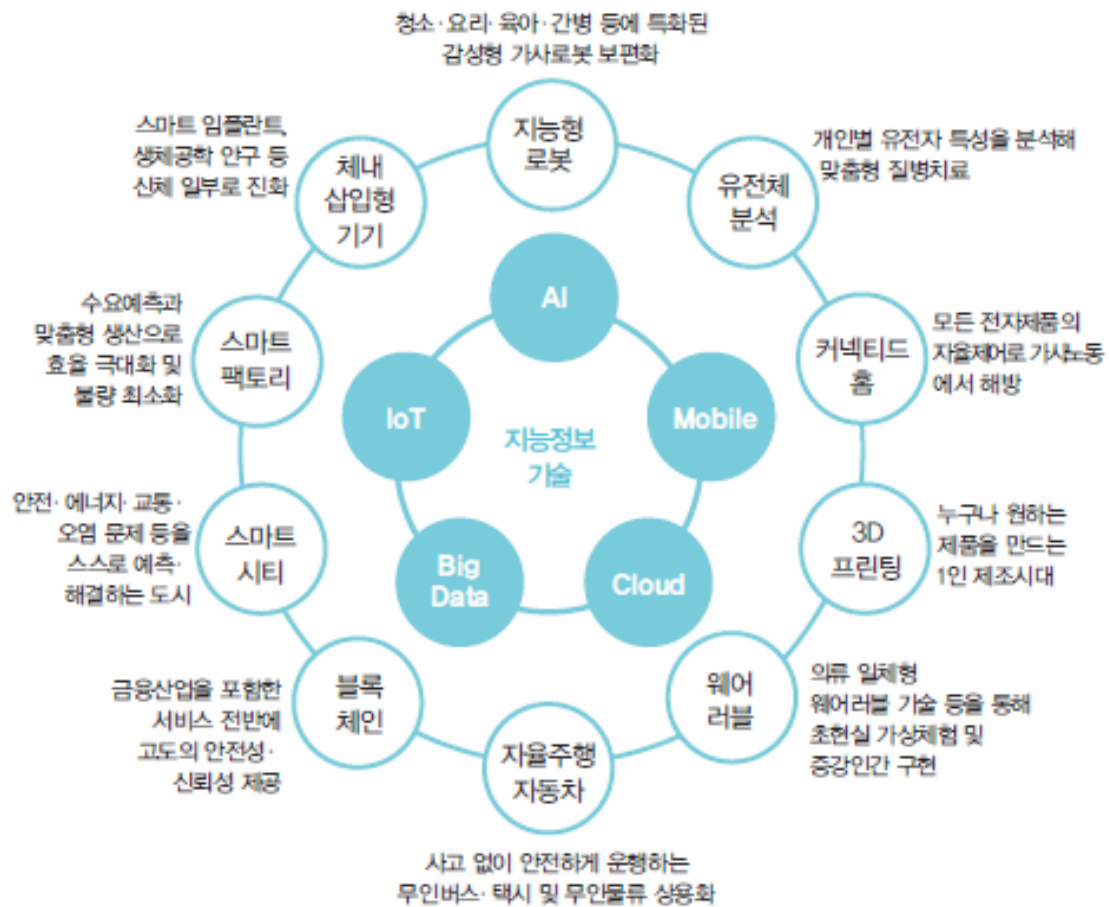
한편, 제 4 차 산업혁명이 기업가치를 상승시킬 수 있는 요소는 무엇인가? 그 요소는 공급자 측면에서는 기술적 혁신 제품 및 서비스들에 관여하거나 그 동안의 지역적인 한계가 파괴되어 제품판매 및 서비스가 가능해 지면서 시장크기가 극대화 될 수 있느냐이다. 또한 수요자 측면에서는 편리성을 향상 시키거나 비용을 절감시킬 수 있는 것이어야 한다. 이러한 요소들이 향후 생활 및 소비에서 혁명이 일어날 수 있게 하는 촉매제 역할을 할 것이다.

그림4. 제 4차 산업혁명 및 지능정보기술

개념	IoT	Mobile	Cloud & Big Data	AI	새로운 가치
	모든 기계·인간으로부터 데이터 수집		정보처리능력 고도화로 데이터 축적·분석강화		기계가 데이터를 빠르게 학습해 새로운 지능정보가치 창출
	 OCTV		 정보저장	 인공 지능	 스마트팩토리 → 생산비용 절감
	 자동차				 자율자동차·스마트교통 → 교통사고 감소
	 가전				 스마트홈 → 생활 편의성 향상
	 의료건강				 스마트 헬스케어 → 의료비 감소
	 기반시설				 스마트 인프라 → 안정적 에너지 공급
			 정보처리		
		 정보관리			
특징	만물의 데이터화		실시간 반응	자율 진화	무인 의사결정

자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

그림5. 지능정보기술과 타 산업·기술의 융합 예시



자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

3. 제 4 차 산업혁명의 핵심은 비즈니스 모델 혁신: 가상세계와 현실세계의 융합

제 4 차 산업혁명의 핵심은 비즈니스 모델 혁신이다.

새로운 기술의 발전으로 인하여 탈규모의 경제(economies of unscale)로 성장의 축이 이동하고 있다. 즉, IT 발전으로 자산을 빌려 쓸 수 있게 되고 AI, 빅데이터 기술 발달로 개개인의 니즈에 맞는 맞춤화(customization)시장이 더 세분화 되면서 탈규모의 경제로 무게 중심이 옮겨지고 있다.

이에 따라 규모 경쟁 보다는 속도 경쟁에 더욱 더 박차를 가하는 동시에 고객 니즈의 민첩한 반응을 강조하는 Agile 방법론이 떠 오르고 있다.

또한 제품 및 서비스가 디지털화 됨에 따라 즉, 소유의 의미가 약해짐에 따라 핵심가치가 시간, 공간, 경험 등으로 확장되고 있다.

다시말해서 2008 년 스마트폰을 중심으로 한 O2O 플랫폼의 활성화는 시공간의 제약이 없는 연결 비즈니스를 가능하게 하였으며, 2010 년 인공지능의 실용화는 개개인의 니즈에 맞는 맞춤화 추천 비즈니스를 가능하게 하였다.

결국에는 개개인의 니즈에 맞는 맞춤화로 제품 및 서비스에 대한 밸류체인이 원스탑서비스가 가능해졌다.

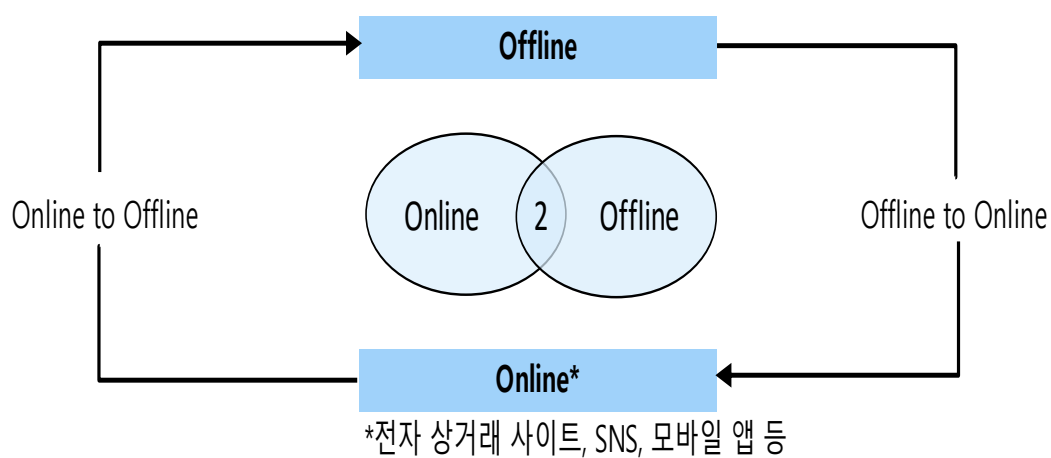
이렇듯 제 4 차 산업혁명의 비즈니스 모델 혁신은 가상세계와 현실세계의 융합으로 아날로그 정보로 가득한 현실세계를 온라인의 가상세계와 접목시키기 위해서는 필연적으로 디지털 트랜스포메이션이 요구된다. 디지털 트랜스포메이션이 구현되기 위해서는 비정형화된 아날로그 정보를 디지털 데이터로 변환시키고 산업 및 서비스에 ICT 기술을 활용하는 디지털화가 수반되어야 한다.

디지털 트랜스포메이션의 의미는 산업의 중심이 하드웨어에서 소프트웨어로 이동한다는 것이다.

이러한 환경하에서 제 1 차 및 2 차 산업혁명에서의 증기기관 및 전기와 마찬가지로 제 4 차 산업혁명에서는 AI 가 비즈니스 모델 혁신을 촉진시킬 수 있을 것이다. AI 는 데이터들을 분석하고 의미를 도출하는 지능화의 역할을 수행하게 된다. 즉, 사물인터넷의 확산으로 수집된 빅데이터들은 AI 알고리즘을 통해 분석되고 가치가 창출된다.

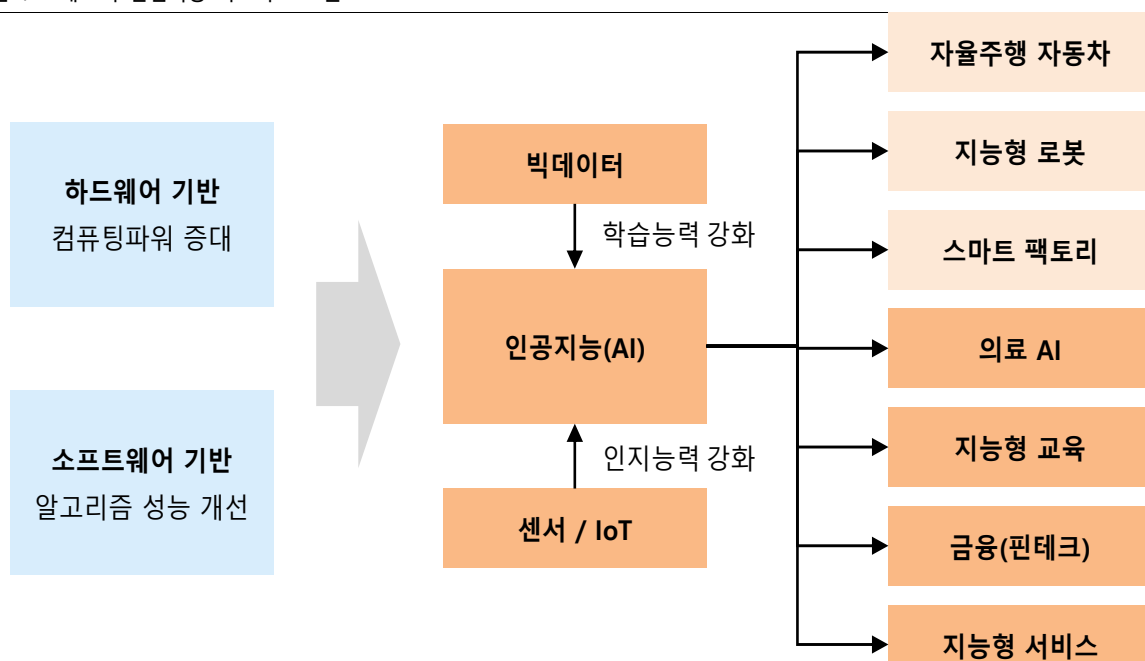
이에 따라 AI 가 전통산업을 새로운 형태로 재창조할 수 있다. 즉, 모빌리티에 AI 기술을 결합하면 자율주행 기술로 변화하며, 제조 분야의 경우 지능형 팩토리, 에너지 분야의 경우 지능형 전력망 또는 스마트 시티 등으로 변화한다.

그림6. O2O의 개념과 구성



자료: 정보통신기술진흥센터, 하이투자증권

그림7. 제 4차 산업혁명 비즈니스 모델



자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

4. 제 4 차 산업혁명 시대 다양한 세대 공존으로 시장 세분화

제 4 차 산업혁명에서는 비즈니스의 패러다임이 제조업 중심에서 서비스업 중심으로 바뀌고 있다. 이는 곧 제품의 생산보다는 그렇게 생산된 제품을 잘 이용하는 것이 중요하다는 것으로서 시장의 주도권이 생산자나 공급자에서 소비자나 이용자에게로 넘어간다는 것을 의미한다. 그동안은 생산자가 제품이나 서비스의 기능과 품질 뿐만 아니라 가격이나 유행까지 결정하였지만 향후에는 비즈니스와 관련된 모든 결정이 생산자가 아닌 소비자에 의해 이루어질 것이다. 이에 따라 각각 세대에 맞는 소비자 파악이 무엇보다 중요시 되고 있다.

기대 수명 연장 등으로 인류 역사상 처음으로 다양한 세대가 공존하며 살아가고 있는 중이다. 즉, 현재 일터에서 함께 일하게 된 전후 경제성장 황금기를 경험했던 베이비부머 세대(1950년대 초반~1960년대 후반 출생)와 더불어 X 세대(1970년대 초반~1980년 출생) 및 급격한 기술 발전의 시대에 태어난 밀레니얼 세대(1980년대 초반~1990년대 중반 출생) 그리고 Z 세대(1990년대 중반~2000년대 중반 출생) 등이다.

먼저 베이비부머 세대는 제 2 차 세계대전 종전 후 출생률이 급격히 상승했던 시기에 태어난 이들로, 전 세계적으로는 이전 세대와 달리 성 해방과 반전(反戰)운동, 히피 문화, 록 음악 등 다양한 사회 및 문화운동을 주도하였다. 우리나라의 경우 베이비부머는 제조업 중심의 경제가 성장한 1980년대부터 노동시장에 들어와 현재까지 한국 사회 주연으로 활동하고 있다. 또한 1980년대에는 학생운동, 민주화 투쟁에 앞장섰던 세대로 조직적 학생 운동을 했던 경험으로 집단주의 문화에 익숙하다.

X 세대는 1970~1980년에 태어난 이들이다. 당시 X는 정의할 수 없음을 의미한다. X 세대는 주위의 눈치를 보지 않는 개성파였으며 경제적 풍요 속에 성장했던 사람들로, 경제적으로 원하는 것은 무엇이든 얻을 수 있었다. 즉, 삐삐와 워크맨을 사용하며 대중문화의 주역으로 떠오른, 물질적 풍요 속에서 개인주의를 탄생시킨 신세대였다.

반면에 윗세대들이 대학 졸업과 동시에 탄탄대로의 성공 가도를 누린 것과 달리 X 세대는 졸업과 동시에 IMF 경제위기와 국제금융위기로 취업이 힘들어진 첫 세대다.

밀레니얼 세대는 1981년부터 1996년 사이에 태어났으며, 베이비부머 세대의 자녀 세대이다. X 세대 다음 세대란 이유에서 Y 세대로 불리기도 한다. 대학 진학률이 높고 소셜네트워크서비스(SNS)를 능숙하게 사용하며 자기표현 욕구가 강하다. 또한 아날로그 감성에 젖어 있는 상황에서 디지털을 경험해 오프라인과 온라인을 함께 공유하였다. 즉, MP3 플레이어와 라디오도 경험하고 멜론과 팟캐스트도 누려본 세대이다.

밀레니얼 세대는 집단보다 개인, 소유보다 공유, 상품보다 경험, SNS를 통한 비대면 수평적 인간관계 등을 추구한다. 또한 노동시장에서 이전 세대의 큰 인구 규모에 따른 인구 압박으로 치열한 경쟁을 치른 세대이기에 공정성을 중시한다. 무엇보다 소비와 문화의 중심인 밀레니얼 세대가 새로운 트렌드를 만들어 가고 있을 뿐만 아니라 산업의 판도를 바꿔 놓고 있다.

이러한 밀레니얼 세대에 이어 다가온 세대는 Z 세대(1990년대 중반~2000년대 중반 출생)로 X 세대의 자녀 세대이다. Z라는 글자에 특별한 의미가 있는 것은 아니라 단순히 X 세대와 Y 세대(밀레니얼 세대)의 다음 세대라는 뜻에서 그런 이름이 붙여졌다.

밀레니얼 세대는 아날로그에 대한 향수나 경험을 간직하고 있는 세대지만 Z 세대는 아날로그에 대한 경험이 없는 유일한 세대로서 태어나서부터 스마트폰 등 디지털을 접했고 함께 성장하였다. 즉, Z 세대는 누가 알려주지 않아도 디지털을 체득하였을 뿐만 아니라 원하는 플랫폼에 들어가 원하는 정보를 선택하여 본다.

Z 세대는 뉴스를 비롯한 각종 정보도 기존의 TV, 신문, 잡지 같은 플랫폼에서 얻기보다는 SNS를 통해 접할 뿐만 아니라 정보 검색 등의 목적을 위해서는 유튜브를 더 선호하는 경향이 있다. 각자의 의견을 개진하는 것을 중요시하기 때문에 뉴스를 보더라도 댓글을 통해 다른 사람들과 소통하는 것에 더 관심이 높다.

집단보다 개인, 소유보다 공유, 상품보다 경험, SNS를 통한 비대면 수평적 인간관계 등 밀레니얼 세대와 지향점은 비슷하지만, Z 세대가 훨씬 더 두드러지는 경향이 있다.

오늘날 소비 시장에서는 베이비부머 세대, X 세대, 밀레니얼 세대, Z 세대 등 다양한 세대가 공존하며 살아감에 따라 소비자 시장이 점점 더 세분화 되고 있다. 따라서

소비시장을 세분화하여 특정 세그먼트(Segment)를 타게팅해야 할 뿐만 아니라 초개인화(Hyper-personalization)에 초점을 맞추어야 한다.

표4. 국내 세대별 특징

	1950년	1960년	1970년	1980년	1990년	2000년
세대 구분		베이비부머 세대	X세대	밀레니얼 세대 (Y세대)	Z세대	
출생연도		1950~1964년	1965~1979년	1980~1994년	1995년 이후	
인구 비중		28.9%	24.5%	21.0%	15.9%	
미디어 이용		아날로그 중심	디지털 이주민	디지털 유목민	디지털 네이티브	
성향		전후 세대, 이념적	물질주의, 경쟁사회	세계화, 경험주의	현실주의, 윤리 중심	

자료: 언론보도 종합, 하이투자증권

5. 이동통신의 진화로 본 비즈니스 패러다임 변화

1996 년 1 월 1 일 우리나라가 세계 최초로 CDMA 기술 상용화를 성공시키면서 2G 시대를 열었다. 2G 을 통해 휴대폰에서 문자 메시지 전송이 가능해졌고, 엄지손가락으로 쉼 새 없이 키패드를 두드리는 사람을 일컫는 엄지족이라는 신조어를 만들어 냈다.

WCDMA(광대역 코드분할 다중접속)는 단말기 하나로 세계 어디서나 무선통신을 가능하게 하는 기술로 멀티미디어 통신이 가능해졌다. 즉, 3G 에서는 인터넷을 사용해 동영상도 주고받는 것도 가능해졌으며, 휴대전화로 동영상을 시청하거나 온라인 게임에도 접속할 수 있었다. 애플 아이폰과 삼성 갤럭시는 WCDMA 통신망을 사용한 스마트폰을 출시하였다.

3G 가 음악을 듣는 방법을 바꿔게 하였다. 과거 테이프가 레코드판을 대신하고, CD 가 테이프를 몰아내고, MP3 가 CD 를 대체하였는데, 이것은 저장장치가 변화한 것일 뿐 어딘가에 음악을 저장했다가 꺼내 전용 플레이어로 통해 듣는다는 점에서는 같은 개념이었다. 하지만 스마트폰에서는 기기에 저장하는 소유의 개념이 아니라 스트리밍 방식으로 음악을 듣기 시작하였다. 이는 곧 음원 콘텐츠 비즈니스의 패러다임이 변화가 된 것이다.

2011 년에는 4G LTE 서비스가 시작됨에 따라 동영상 등 멀티미디어를 자유롭게 다운로드 받고 스트리밍을 통해 이용할 수 있게 되었다. 이에 따라 4G 는 언제 어디서든 인터넷 접속이 가능하고, 실시간으로 동영상도 시청할 수 있으면서 스마트폰 핵심 서비스가 동영상으로 자리 잡았다. 그리고 이동통신 기술을 활용해 SNS 나 다양한 O2O 서비스(차량공유, 숙박공유 등), 금융, 건강, 교통 등 생활 곳곳에 새롭고 편리한 서비스가 생겨났다.

무엇보다 4G 가 미디어 지형을 바꿔 놓았다. 과거 신문에 실린 TV 편성표에서 보고 싶은 프로그램에 동그라미를 치고, 학원에 갔다 와도 TV 를 보기 위해 시간에 맞춰 뛰어 들어오던 시절이 있었다. 제약이 많고 형식이 정해져 있는 공중파 프로그램 대신, 언제 어디서나 콘텐츠를 검색하고 꺼내보며 시청자가 좋아할 수 있을 것 같은 영화, 드라마 추천 기술이 있는 OTT 서비스가 각광을 받고 있는 중이다.

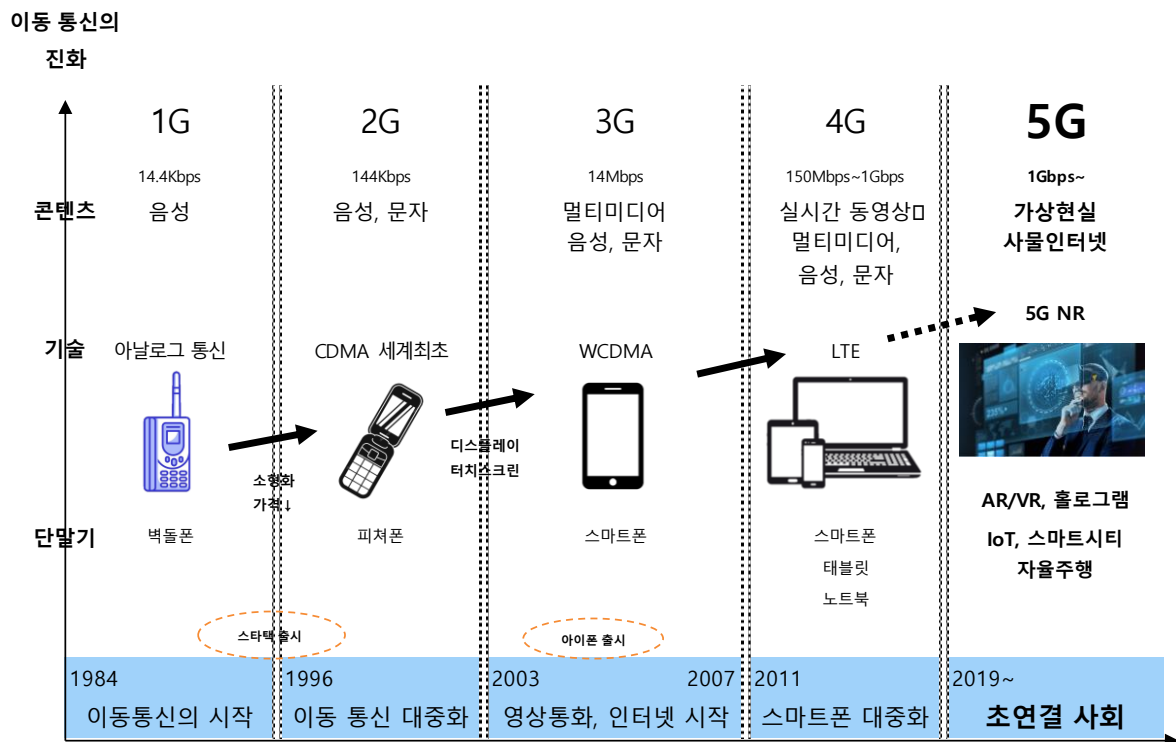
이는 곧 미디어의 핵심 비즈니스 모델이 광고에서 디지털 구독으로 이동한 것을 의미한다. 미디어는 전통적으로 네트워크(케이블 TV, IPTV, 위성방송 등)와 셋톱박스가 결합한 상품의 패키지 판매에 의존하고 광고료를 수익의 원천으로 삼았으나 광고와 시청 데이터가 구글과 페이스북에 의해 독점되면서 살아남기 힘들어졌다. 따라서 미디어도 소비자에게 직접 구독료를 받는 비즈니스 모델로 변신하고 있는 중이며, 디즈니 플러스도 이와 같은 비즈니스 모델로 변화하고 있다.

LTE를 상용화한 지 8년 만에 우리나라는 세계 최초로 5G 서비스를 상용화하였다. 5G는 넓은 주파수 폭을 활용해, LTE보다 수십~수백 배 빠른 속도를 구현할 뿐만 아니라 초저지연이라는 특성이 있다.

초고속, 초저지연, 초연결의 특징을 갖춘 5G는 콘텐츠 측면에서는 실시간 동영상도 지금보다 강화될 것이고, 초고화질 영상 전송이 가능하기에 가상현실(VR), 증강현실(AR), 홀로그램 등의 영상 방식이 대세로 자리잡을 수 있을 것이다. 자율주행이나 공장자동화 등 4G 때는 상대적으로 활용도가 낮았던 산업군에서도 지금보다 훨씬 더 활발하게 통신기술을 활용할 것이다. 무엇보다 폭발적으로 증가하는 센서와 센서로부터 수집되는 데이터를 이용해서 AI와 결합된 다양한 서비스들을 접할 수도 있다.

특히 게임의 경우 과거에도 일부 구독서비스가 존재하긴 했지만 통신 기술의 한계 등으로 크게 주목받지는 못했다. 그러나 5G 출현 등으로 클라우드 게임이 가능해짐에 따라 게임 구독 서비스가 가능한 환경이 도래하고 있다. 클라우드 게임은 PC 및 스마트폰에 게임을 설치할 필요 없이 스트리밍 방식으로 게임을 즐기는 것으로 저사양 PC 및 모바일에서도 고사양 게임을 즐길 수 있을 뿐만 아니라, 게임 이용자가 최신 게임을 하기 위해 PC, 스마트폰, 콘솔게임기를 교체할 필요가 없다. 음원 및 영화 등이 다운로드에서 스트리밍으로 전환하였듯이 게임에서도 그대로 적용되는 셈이다. 이는 곧 게임의 비즈니스 모델이 음원 및 영화 등과 같이 구독 서비스로 변화되는 패러다임의 전환으로 게임 콘텐츠의 중요성 등이 한층 더 강화될 것이다.

그림8. 이동통신의 진화



자료: 언론보도 종합, 하이투자증권

표5. 5G 및 4G 비교

구분	4G	5G	비고
최대 전송속도	1Gbps(2분 25초)	20Gbps(7.2초)	FHD 영화(18GB) 다운
이용자 체감 전송속도	10Mbps	100Mbps	4G 대비 10~100배
최대 주파수 효율	15bps/Hz	30bps/Hz	-
고속 이동성	350Km/h(최대)	500Km/h(최대)	고속철도에서 끊김 없이 제공
전송지연	10ms (Radio Interface)	1ms (Radio Interface)	사람 감각인지 허용 시간 (시각 10ms, 청각 100 ms)
최대 기기 연결 수	10만 개/Km ²	100만 개/Km ²	4G 대비 10배 기기수용
면적당 데이터 처리용량	0.1Mbps/m ²	10Mbps/m ²	4G 대비 100배 처리용량
에너지 효율	-	4G 대비 100배	-

자료: ITU, 하이투자증권

6. 구독기반 비즈니스 모델

1) 공유경제, 빅데이터, 온디맨드로 구독기반 비즈니스 모델 가속화

디지털 기술의 발달로 인하여 컴퓨터, 스마트폰, IPTV 등의 매개체를 통하여 언제 어디서나 콘텐츠를 즐기는 사람이 늘어나고 있다. 이러한 변화로 인하여 콘텐츠 제품과 서비스를 소유하던 시대는 지나가고 매달 또는 매년 일정요금을 낸 후 인터넷 등을 통하여 서비스에 접속해 영화, 드라마, 애니메이션, 음악, 게임, 소셜 등 다양한 디지털 콘텐츠를 추가 요금없이 즐길 수 있는 구독의 시대가 활성화 되고 있다. 이러한 구독기반 비즈니스 모델은 기업이 정기적으로 재화나 서비스를 제공하고 소비자는 정해진 금액을 정기적으로 결제하는 구조이다.

무엇보다 음악을 제외한 디지털 콘텐츠의 경우 반복적으로 사용하게 되면 효용이 급격히 하락하기 때문에 구독의 형태로 다양한 디지털 콘텐츠를 한 번씩 즐기는 것이 효용이나 비용측면에서 훨씬 더 효율적이다.

또한 맞춤형 콘텐츠를 제공받게 됨으로써 콘텐츠 검색 시간 및 비용이 감소됨은 물론 미디어 이용의 최적화와 콘텐츠 소비에 따른 효용의 극대화를 이룰 수 있을 것이다. 이에 따라 구독회원이 늘어나면서 구독의 시대가 가속화 되고 있다.

구독의 시대 대표적인 회사가 영화, 드라마, 애니메이션 등을 제공하는 넷플릭스와 음악을 제공하는 스포티파이 등이다.

지난 1999 년 넷플릭스는 월 5 달러만 지불하면 보유 중인 영상 콘텐츠를 무제한으로 감상할 수 있는 서비스를 개시하였다. 초기에는 콘텐츠가 담긴 매개체가 비디오 테이프, DVD 이었으나 시대가 아날로그에서 디지털로 급격히 변화하면서 콘텐츠 전달의 매개체가 인터넷으로 바뀐에 따라 한 번에 수 많은 콘텐츠를 즉시 유통할 수 있게 되었을 뿐만 아니라 구독회원이 원하는 콘텐츠를 선택한 즉시 감상할 수 있었다.

또한 구독회원이 설정한 프로필 등을 시네매치라는 자체 개발 알고리즘에 넣어 분석해 맞춤형 콘텐츠를 추천해 줌으로써 콘텐츠 검색시간을 줄일 수 있을 뿐만 아니라 전 세계의 흥미로운 콘텐츠를 쉽게 발굴할 수 있게 되었다. 더 많이 이용할수록 구독회원에 대한 정보가 더 많이 쌓여 추천 정확도가 높아짐에 따라 네트워크 효과도 발생되고 있다. 이와 더불어 넷플릭스는 전 세계 콘텐츠를 단일 플랫폼에서 제공할 뿐만 아니라 오리지널 시리즈의 경우 전 세계 동시 릴리즈 함으로써 콘텐츠를 통한 플랫폼의 차별성을 강화하고 있다.

한편, 지난 2008 년 본격적으로 서비스를 시작한 스포티파이의 세계 1 위 음악 스트리밍 구독 서비스 업체이다. 음원을 소유하는 것이 아니라 인터넷에서 공유하고 무료로 이용할 수 있게 해 구독회원의 욕구를 충족시키면서도 광고 수익으로 창작자에게 저작권료를 지급하겠다는 취지로 광고를 들으면 무료 이용이 가능하고, 유료 회원은 광고 없이 음악을 들을 수 있도록 했다. 또한 추천 알고리즘을 통해 구독회원이 좋아할 만한 가수와 음악을 추천할 뿐만 아니라 운동, 수면 등 상황과 기분에 따라 다양한 재생목록을 제공한다.

이렇듯 넷플릭스, 스포티파이 등 동영상·음악 스트리밍 및 아마존 프라임 등 온라인 쇼핑 회원제 등이 합리적인 가격에 서비스 편의를 지속적으로 향상시키는 방식이 소비자에게 통하기 시작하였다.

2) 구독의 시대가 콘텐츠 가치를 상승시킬 듯

구독 서비스를 제공하는 업체들은 콘텐츠를 생산하는 업체가 아니라 유통자들이다. 콘텐츠 생산자들은 하나의 콘텐츠로 최대한 이익을 거두기 위해 여러 구독 서비스에 자신의 콘텐츠를 제공하고 있기 때문에 구독 서비스의 공통된 약점은 차별화가 힘들다는 것이다. 이에 따라 다른 구독 서비스에서 찾을 수 없는 독점 콘텐츠를 제공함으로써 콘텐츠 측면에서 구독 서비스의 차별화를 이룰 수 있을 것이다.

이와 같이 구독 서비스의 차별화 관점에서 독점 콘텐츠를 확보하기 위해 구독 서비스 업체들은 투자 금액을 해를 거듭할수록 증가시키고 있다. 넷플릭스의 경우 독점 콘텐츠를 확보하기 위해 투자를 확대 하고 있다. 아마존 프라임 비디오, 애플 뮤직 등도 독점 콘텐츠 확보를 위하여 투자를 늘릴 계획이다. 무엇보다 구독 서비스 사업 지역이 넓어지면서 특정 지역에 특화된 콘텐츠를 많이 확보 하려는 시도들이 늘고 있다.

이에 따라 영화 제작사, IT 기업들, 통신사, 케이블 방송사, 기존 온라인 동영상 스트리밍 회사들이 전세계 콘텐츠 확보를 위하여 제작투자에 혈투를 벌이고 있어서 그만큼 콘텐츠의 가치는 상승하고 있는 중이다.

한편, 정기구독 서비스를 선호하는 이용자는 소유 대신 체험을 중시하는 소비 행태를 보이는 경우가 많기 때문에 기기 교체 횟수가 줄어들 수 있다.

표6. 전통적 비즈니스와 구독기반 비즈니스의 차이

구분	전통적 비즈니스	구독기반 비즈니스
상품의 소비	1회 구입(소유)	지속적인 구입
비용 소모	초기단계에 고액의 비용 소모	소액의 비용이 지속적으로 소모
소비자 지원	통상 제품 판매 시점으로부터 1년간	가치 확대를 위한 지속적인 지원
소비자와의 관계	판매 이후 관계 종료	강한 소비자 연계가 판매 이후에도 존속
제품의 개량	몇 년에 한번씩	지속적인 개량 및 신제품 출시

자료: HashedIn(2018), 하이투자증권

표7. 요금 징수에 따른 구독기반 비즈니스 유형 구분

유형 구분	주요 특징
정액-무제한 사용	요금은 정액으로 부과되며 사용 총량에 제한이 없음
정액-제한 사용	요금은 정액으로 부과되나 사용 총량에 제한이 존재
가격 패키징	타겟 고객에 맞춰 요금/서비스를 3~4개로 구분하여 운영
종량제형	고객은 회비(기본요금)에 더불어 사용 총량에 따른 추가비용도 부담
Freemium	기본 제품/서비스는 무료 또는 기본요금으로 제공되나 고급품목은 추가 요금 징수
하이브리드	제품/서비스 제공 총량 및 요금 징수 체계를 다양하게 결합

자료: MEC+ analysis, 하이투자증권

7. 제조업의 서비스화

1) 제조업의 서비스화 통한 비즈니스 모델 변혁

제 4 차 산업혁명으로 인하여 새로운 생산 및 유통혁명 등이 일어나고 있는 가운데 제조 산업의 새로운 트렌드로 서비스화가 떠오르고 있다.

과거 제조기업들의 경우 제품 생산 및 공급 중심 위주의 사업 모델로 인하여 인적 역량과 가격경쟁력 등이 시장 경쟁우위로서 차별화 되는 요인 이었다. 그러나 제 4 차 산업혁명이 도래하면서 단순히 제품을 생산하고 공급하는 과거 대량생산, 대량소비 체제에서 소량생산, 맞춤소비 체제로 변화되고 있을 뿐만 아니라 ICT 기술을 기반으로 한 제조업의 영역이 확장되고 타 산업과의 융합 및 새로운 영역 창출 등으로 인하여 제조업의 서비스화가 촉진되고 있다.

제조업의 서비스화는 사물인터넷, 빅데이터, 인공지능, 클라우드 등 기술들을 기반으로 제조와 서비스, 소비자를 연결하는 플랫폼을 구축하고 이를 기반으로 새로운 생태계를 생성하는 것이다. 또한 글로벌 기업들은 기존 제품과 서비스가 결합된 형태 외에도 그동안 존재하지 않았던 새로운 서비스를 창출하며 제 4 차 산업혁명 시대에 경쟁력을 강화하는 중이다.

특히 이전과는 다른 수요와 새로운 부가가치 서비스를 제공함으로써 새로운 시장을 창출하고 경쟁우위를 확보하여 제품 제조자의 위치에서 서비스 제공자의 위치로 전환되면서 새로운 비즈니스 모델 개발을 통해 신규 시장에서 수익을 창출하는 형태로 변화되고 있는 것이다.

따라서 기업들의 경우 제 4 차 산업혁명 시대 환경이 급속하게 변화되는 환경하에서 제조업의 서비스화를 통한 비즈니스 모델 변혁으로 위기를 기회로 바꿀 수 있는 토대를 마련해야 한다.

2) 자동차: 제품에서 모빌리티 서비스 개념 확장으로 생활의 연결인 스마트 모빌리티 실현

우버, 리프트, 디디추싱, 그랩 등 차량 공유 서비스가 전 세계적으로 확산되고 있다. 이와 같은 공유경제 시스템의 확산은 구매력 저하로 연결되기 때문에 자동차 제조업체에게는 마냥 좋을 수는 없을 것이다. 특히 대중교통이 발달해 있는 국가의 경우 자동차 구매율은 갈수록 떨어지는 추세다.

일본의 경우에는 1980년대 중반부터 1990년대 중반 사이에 태어난 이들의 운전 면허 취득률이 70%를 밑돌고 있다. 또한 미국의 경우도 일본만큼은 아니지만 역시 20~30대들의 운전 면허 취득률이 꾸준히 떨어지고 있다.

이러한 환경하에서 제조업의 서비스화 추세에 맞춰 자동차가 팔아야 할 제품에 그치지 않고 모빌리티(Mobility) 서비스를 제공할 수 있는 수단으로 개념이 확장되어 가고 있다. 즉, 자동차 자체만이 아니라, 대중교통과의 연결 및 주차장 운영 등 여러 형태로 사업의 외연을 확장하고 있다. 여기에 더해 모든 교통수단을 하나의 통합된 서비스로 제공하는 서비스로서의 모빌리티(Mobility as a Service)가 등장하고 있다.

모빌리티(Mobility)의 본질은 생활의 연결인데, 이런 모빌리티(Mobility)가 소유에서 공유로, 고정된 장소에서 내 집 문 앞으로, 정해진 시간에서 필요한 시간으로 변하고 있으며, 여기에 자동결제 시스템, 지도 데이터, 모바일, 인공지능 등의 결합으로 연결, 공유, 다양성 등이 실현되며 다양한 영역에서 스마트 모빌리티 세상이 펼쳐질 수 있을 것이다.

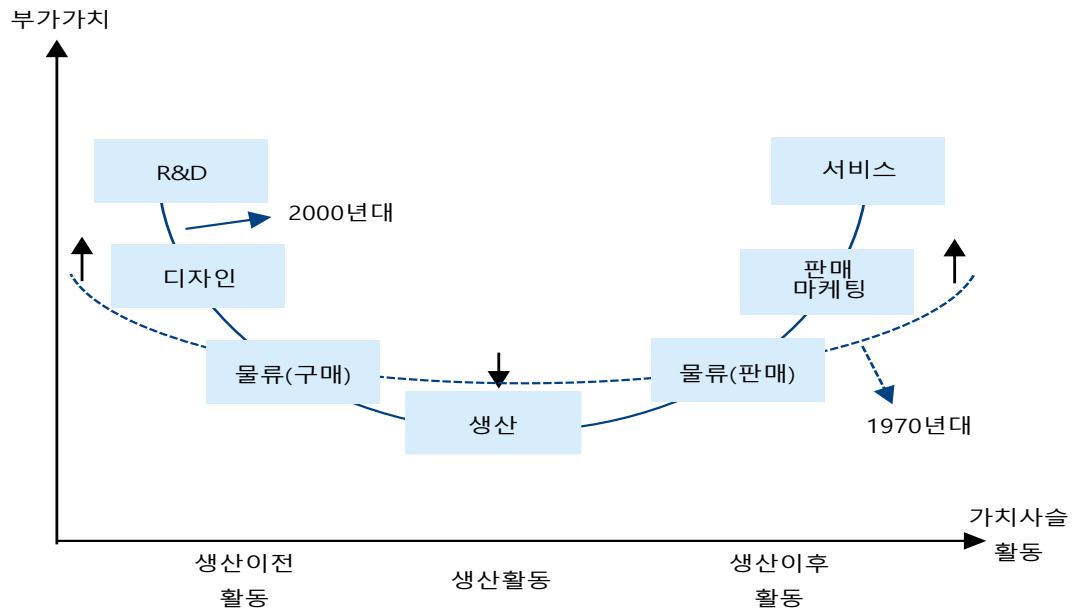
한편, 올해 1월 일본 자동차 제조업체 도요타자동차와 IT 기업 소프트뱅크가 자율주행차를 활용한 배차 서비스 등 차세대 교통 서비스를 개발하기 위해 공동 출자 회사인 모네 테크놀로지를 설립하였다. 자율주행차 분야에서 사업개발 및 투자를 선두적으로 이끌어온 두 회사가 전략적으로 손을 잡음에 따라 이 분야의 신기술, 서비스 분야의 합종연횡이 더욱 더 가속화 될 것으로 예상된다.

모네 테크놀로지는 도요타가 개발해온 자율주행차량 이-팔레트(e-pallet)를 활용한 자율주행 배차 및 이동형 점포 서비스 등 새로운 도어 투 도어 비즈니스 서비스를 개발할 계획이다. 모네의 모빌리티 사업 지원을 위해 설립된 기업연합인 모네 컨소시엄에는 2019년 6월 기준 유통(이온몰 빅카메라) 의료(필립스재팬) 요식업(요시노야, 코카콜라재팬) 금융(미즈호은행) 여행(JR 동일본, 일본항공) 등 다양한 분야 기업들 276개사가 참가하고 있다.

도요타는 2020년까지 일본과 미국, 중국에서 판매하는 거의 대부분의 자동차를 통신기능을 가진 커넥티카(Connected Car)로 전환한다는 계획을 가지고 있는데, 이는 차에서 얻은 막대한 양의 데이터를 활용해 다양한 서비스를 개발하여 수익을 창출하겠다는 뜻이다.

결국에는 모네테크놀로지는 도요타가 만든 자율주행차량 이-팔레트(e-pallet)를 투입하여 수요 대응형 운송 서비스를 비롯하여, 다 방면에서 모빌리티 본질인 생활의 연결을 제공하게 될 것이다.

그림9. 제조 가치사슬활동의 부가가치 변화



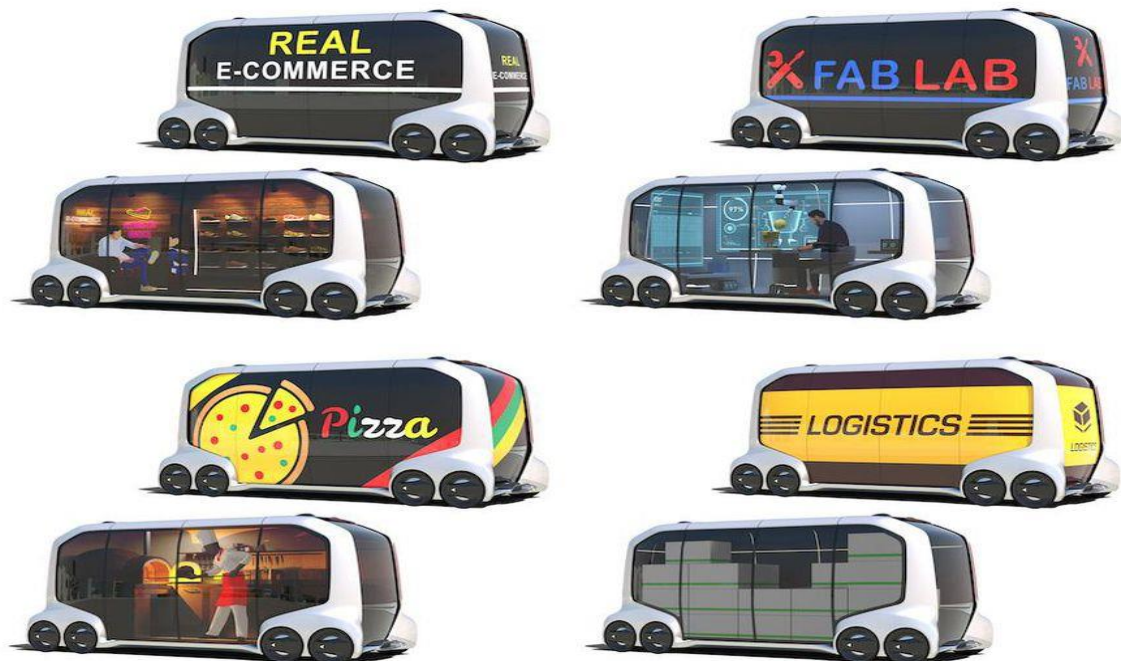
자료: OECD, Interconnected Economies : Benefiting from Global Value Chains, 28 May 2013, 하이투자증권

표8. 미국 제조업의 가치사슬활동별 일자리 및 임금 변화(2002 년 vs 2010 년)

부가가치 활동		증감율('02 vs '10)	
		일자리	임금
생산이전 활동	시장분석	+26%	+14.2%
	R&D	+13%	+10.5%
	디자인, 기술서비스	+23%	+13.6%
생산활동	생산	-25%	+7.5%
생산이후 활동	도매	-7%	+3.4%
	소매	-4%	-6.6%
	A/S	-5%	+6.4%

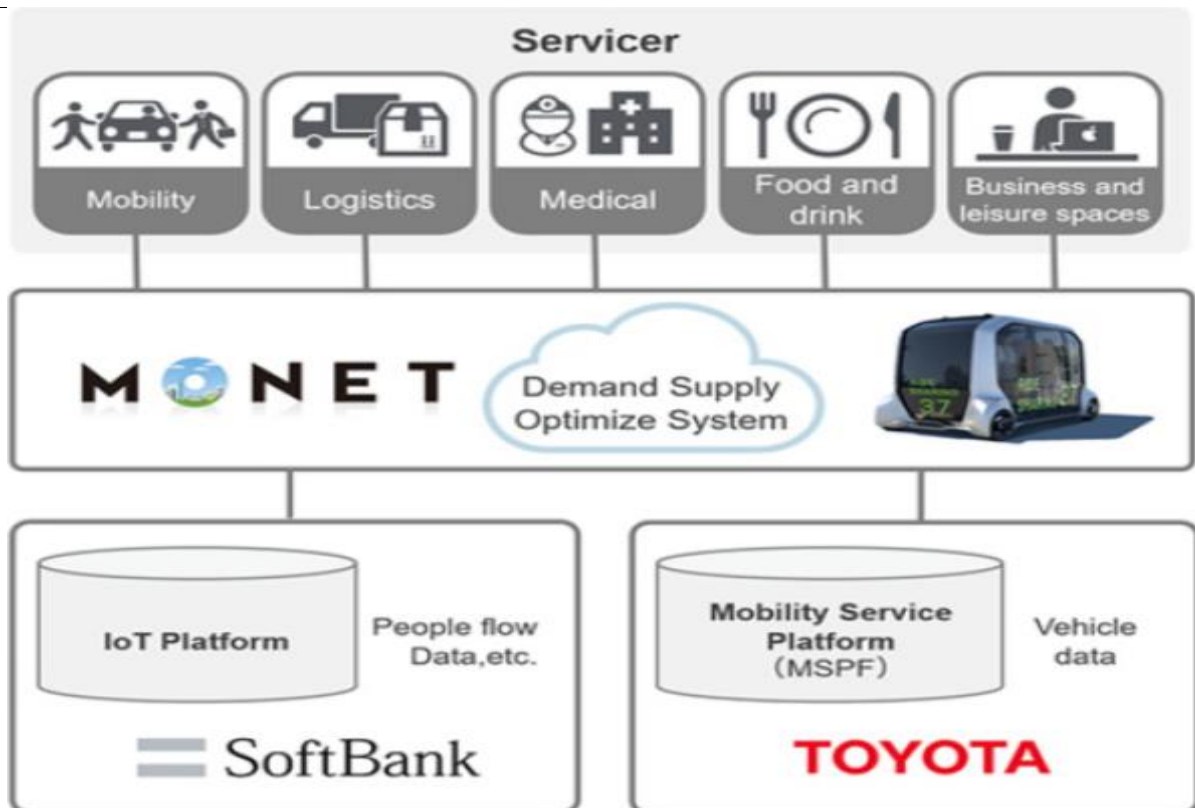
자료: Katie S. Whitefoot and Walter D. Valdivia, "Innovation and manufacturing labor: a value-chain perspective" Executive Summary, Brookings Institution, March 2015, 하이투자증권

그림10. 도요타 이-팔레트(e-pallet) 각종 활용 상황



자료: 도요타, 하이투자증권

그림11. 소프트뱅크, 도요타 합작사 모넷 개념도



자료: 소프트뱅크, 하이투자증권

III. 사회책임투자는 선택이 아닌 필수

1. 사회책임투자의 배경 및 개념

1) 사회책임투자의 배경

자본주의 발달로 인하여 사회에서 기업이 차지하는 비중이 증가함에 따라 기업의 존재 근거와 목적도 변화되고 있다. 즉, 과거에는 기업 자체만을 두고 별도로 판단하였다면, 최근에는 기업 역시 사회 시스템 속에서 다른 구성원과의 상호작용을 통해서만 존속, 유지될 수 있기 때문에 지속적인 공존을 위한 책임의식이 강조되고 있다.

이에 따라 재화와 용역의 생산 및 공급을 통하여 얻은 이익으로 직원에게는 보수를 제공하고 주주에게는 이익을 배당하는 이윤추구조직을 넘어서, 이제는 직원, 고객, 사회 전체 등 모든 이해관계자에 대한 일정한 책임도 기업의 목표 속에 포함되어야 한다.

이렇듯 기업을 둘러싼 이해관계자가 다양해지면서 기업의 경영전략 패러다임은 환경, 사회, 지배구조 등 비재무 영역을 포괄하며 확대되고 있다. 이에 따라 사회적 가치 이론은 주주의 이익을 우선하는 주주 중심주의에서 이해관계자들의 니즈를 충족하는 이해관계자 접근법으로, 더 나아가서 기업의 경제적/법적/윤리적 책임 뿐만 아니라 사회적 가치를 실현하는 통합적 접근법으로 발전하고 있다.

무엇보다 밀레니얼 세대와 Z 세대는 사회적 가치에 대한 인식 수준이 매우 높아지고 있다.

이에 대하여 글로벌 기업들은 환경 및 사회 이슈를 고려한 제품 개발을 통해 자사의 지속가능경영 목표와 수익 창출 효과를 동시에 높이는 비즈니스 혁신을 실현하고 있을 뿐만 아니라 사회적 가치 기반의 지속적인 비즈니스 성장을 위하여 구체적인 방향성을 제시하고 있다. 이에 대한 관점에서 지난 8 월에 미국 기업 CEO 들을 대변하는 비즈니스라운드테이블(BRT)에서 기업 목적을 기존 주주(shareholder) 이익 극대화에서 고객, 직원, 커뮤니티 등 모든 이해관계자(stakeholder)의 번영 극대화로 바꾸는 포용적 번영(inclusive prosperity)을 강조하는 성명을 발표하였다. 즉, 기업 목적을 전통적인 밀턴 프리드먼의 주주 우선 자본주의 모델에 입각한 주주 이익 극대화에서 기업의 의사결정시 직원, 고객, 사회 전체 등 모든 이해관계자를 고려함으로써 모든 이해관계자에 대한 사회적 책임을 강화하겠다는 의도이다.

각종 사회적 이슈와 지속가능성에 대한 문제의식이 커지고 사회적 가치 기반 투자에 대한 관심이 전 세대로서 높아지고 있어서 사회책임투자가 향후 보다 더 성장할 수 있을 것으로 예상된다.

2) 사회책임투자의 개념

사회책임투자(Social Responsible Investment)는 투자 자산의 의사결정 즉 선택 및 운용에 있어서 기업의 재무적 지표에 국한하지 않고 ESG(Environmental, Social, Governance) 요소들을 포괄적으로 고려하여 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility)과 지속가능성(Sustainability)의 향상을 추구하는 투자방식을 의미한다.

또한 유럽 사회투자포럼(Eurosif)에서는 지속가능한 책임투자(Sustainable and Responsible Investment, SRI)를 투자 포트폴리오 구성을 위한 연구, 분석 및 선정 과정에서 ESG 요소들을 고려하는 장기 지향적 투자방식이라고 정의하고 있다. 즉 투자자들이 장기의 수익을 더 얻을 수 있도록 기본분석(fundamental analysis)과 경영관여(engagement)를 ESG 요소들의 평가와 결합하여 기업행위에 영향을 주어 사회의 유익을 증진시키는 것이다.

이에 따라 사회책임투자는 투자 의사 결정 시 ESG 요소들을 고려할 뿐 아니라 경영관여(Engagement)를 통해 투자 대상 기업과 경영자에게 적극적으로 영향을 주어 사회의 유익을 증진시키는 것이다. 여기에서 경영관여(Engagement)는 공개적이고 공식적 절차를 통한 주주행동으로 의사를 관철시키는 것과 더불어 경영진과의 비공개 대화 등과 같이 경영자와 기업에 영향을 주는 모든 활동을 포괄한 개념으로 볼 수 있다.

3) 사회책임투자의 발전과정

사회책임투자의 출발점은 종교와 관련된 윤리적 규범을 투자에 적용시켰다. 즉, 영국의 감리교회가 술, 담배, 도박 등에 관련되는 산업군을 투자에서 배제하는 윤리투자의 접근방식은 네거티브 스크리닝(Negative Screening) 전략의 출발점이 되었다.

1960 년대와 1970 년대 여러 사회적, 문화적 변화를 거치는 과정에서 반전 및 인권 사회운동가, 환경운동가 등이 합류하면서 본격적인 사회책임투자가 거론되기 시작하였다. 즉, 베트남 전쟁에 생화학 무기 등을 납품한 기업, 인종차별이 심한 남아프리카공화국에 협력하는 기업, 환경사고 등 다양한 사회적 문제에 연루된 기업 등을 투자에서 배제하거나 주주권을 활용하여 관련 기업에 압력을 행사하려는 캠페인이 벌어졌다. 이로 인하여 미국과 영국을 중심으로 사회책임투자 펀드의 주주행동주의가 등장하였다.

공적 연기금의 책임투자 관련 법제화가 나타나기 시작한 이후 사회책임투자가 본격화 되었다. 즉, 2000 년 영국이 최초로 연기금의 책임투자 정보공시를 법제화하였으며, 그 이후 연기금 정보공시법, 공적 연기금 책임투자 의무화법, 기업 ESG 정보 공시제도 등 제도적인 장치가 속속 도입되며 책임투자 시장이 활성화되기 시작하였다.

2006 년 4 월 제정된 유엔 책임투자원칙(United Nation's Principles of Responsible Investment, UN PRI)은 종래 NGO 중심의 사회운동 형태로 진행되어 오던 사회책임투자가 주류적 투자기법으로 성장할 수 있는 계기가 되었다. 즉, 최적의 장기투자 수익률 구현을 목적으로 다양한 ESG 요소를 재무지표와 혼합하여 투자분석에 반영하는 것을 권고함에 따라 세계 유수의 기업들과 유관 기관들이 이러한 PRI 에 가입하여 원칙을 적극적으로 활용하고 있다.

표9. ESG 요인 사례

구분	ESG이슈	정의	평가지표
환경(E)	기후변화	탄소배출 관리 수준	-온실가스관리시스템, 탄소배출량, 에너지 소비량
	청정생산	환경유해물질 배출관리 수준	-청정생산관리시스템, 용수사용량, 화학물질 사용량, 대기오염물질 배출량, 폐기물 배출량
	친환경제품 개발	환경친화적 제품개발 노력 수준	-친환경제품 개발 활동, 친환경 특허, 친환경제품 인증, 제품환경성 개선
사회(S)	인적자원관리	근로환경과 인권 및 다양성 관리 수준	-급여, 복리후생비, 고용, 조직문화, 근속연수, 인권, 노동관행
	산업안전	작업장 내 안전성 관리수준	-보건안전시스템, 안전보건경영시스템 외부인증, 산재다발사업장 지정
	하도급 거래	공정하고 합리적인 협력업체 관리수준	-거래대상선정 프로세스, 공정거래자율준수 프로그램, 협력업체 지원활동, 하도급법 위반사례
	제품안전	제품안전성 관리수준	-제품안전시스템, 제품안전경영시스템 인증, 제품안전사고 발생
	공정경쟁	공정경쟁 및 사회발전 노력수준	-내부거래위원회 설치, 공정경쟁 저해행위, 정보보호시스템, 기부금
지배구조(G)	주주의 권리	주주권리 보호 및 소통노력 수준	-경영권 보호장치, 주주의견 수렴장치, 주주총회 공시시기
	이사회 구성과 활동	이사회의 독립성 및 충실성 수준	-대표이사와 이사회 의장의 분리, 이사회 구조의 독립성, 이사회의 사외이사 구성 현황, 이사회 활동, 보상위원회 설치 및 구성, 이사보수 정책 적정성
	감사제도	감사의 독립성 수준	-감사위원회 사외이사 비율, 장기 재직 감사 또는 감사위원 비중, 감사용역 비용 대비 비감사용역 비용
	관계사 위험	관계사 부실로 인한 위험성 수준	-순자산 대비 관계사 우발채무 비중, 관계사 매출거래 비중, 관계사 매입거래 비중
	배당	배당 등 주주가치 환원 노력 수준	-중간, 분기배당 근거 마련, 총주주이익률, 최근 3년 내 배당지급, 과소배당

자료: 한국사회책임투자포럼, 하이투자증권

표10. PRI 6대 원칙

PRI 6대 원칙	
1	ESG 사안을 투자 분석 및 의사결정 절차에 통합한다.
2	적극적 주주로서 활동하고 ESG 사안을 투자 보유 정책과 관행에 통합한다.
3	투자 대상 기업에 ESG 사안에 대한 공시를 요구하는 길을 모색할 것이다.
4	투자산업 내에서 책임투자원칙의 수용과 실천을 촉진한다.
5	책임투자원칙 실천의 효율성을 개선하기 위해 협력한다.
6	책임투자원칙 실천에 관한 활동과 진척 상황을 보고한다.

자료: UN PRI, 하이투자증권

2. 사회책임투자의 형태

사회책임투자과 관련된 투자접근 방법의 개념은 초기에는 단순한 것에서 근래에는 전통적인 주류 투자 접근법에 포함되는 방식으로 역사적으로 변화해 왔다. 글로벌지속가능성투자협회(Global Sustainable Investment Association, GSIA)은 기관투자가 또는 펀드매니저가 사용하는 책임투자 형태를 네거티브 스크리닝(Negative/Exclusionary Screening), 포지티브 스크리닝(Positive Screening/Best-in-Class), 규범 기반 스크리닝(Norms-Based Screening), ESG 통합(Integration of ESG), 임팩트/지역사회 투자(Impact/Community Investing), 지속가능성 테마 투자(Sustainability Themed Investing), 기업 관여활동 및 주주행동(Corporate Engagement and Shareholder Action) 등 7 개로 분류 하였다.

종합해보면 사회책임투자 형태는 크게 ESG 요소 포함(ESG incorporation) 전략과 관여(Engagement) 전략 등 두가지로 구분할 수 있다. 앞의 여섯 가지 형태는 자산투자 시 ESG 항목들을 고려 요소로 포함시키는 ESG 요소 포함(ESG incorporation)전략으로 자산의 재무적 위험과 수익을 계량적으로 분석하는 기존의 전통적인 투자분석에 ESG 정책과 성과 등에 대한 질적, 계량적 분석을 보완적으로 반영하는 것을 의미한다.

일곱번째 형태인 기업 관여활동 및 주주행동은 주주로서의 권한을 활용하여 기업에 ESG 관련 이슈들을 제기하고 관철시켜 기업을 변화시키는 관여(Engagement) 전략이라고 할 수 있으며, 투자자들의 스튜어드십 코드와 긴밀히 연관된다. 즉, 관여(Engagement) 전략은 공식적으로 ESG 이슈에 관련한 주주제안을 하고 이의 관철을 위해 적극적으로 주주 투표에 임하는 것을 들 수 있으며, 기업의 경영자에게 비공식 대화등 여러 수단을 동원하여 ESG 관련 정책을 채택하도록 압박하는 활동이 이에 포함된다.

표11. 사회책임투자의 형태

책임투자 유형	정의
네거티브 스크리닝 (Negative/ Exclusionary Screening)	특정의 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 기준을 토대로 부정적으로 평가되는 산업/기업을 포트폴리오나 펀드 구성에서 배제하는 방식
포지티브 스크리닝 (Positive/Best-in-Class Screening)	동종업종 비교집단에 비해 상대적으로 우수한 ESG 성과를 보이는 기업 혹은 프로젝트를 선별하여 투자하는 방식
규범 기반 스크리닝 (Norms-Based Screening)	국제적으로 통용되는 규범에 입각하여 비즈니스 관행에 대한 최소한의 기준을 설정하고 그 충족 여부를 투자심사에 반영하는 방식
ESG 통합투자 (Integraion of ESG Factors)	투자의사 결정을 위한 재무분석 프로세스에 환경적(E), 사회적(S), 지배구조적(G) 요소들을 체계적/명시적으로 융합시키는 방식
지속가능성 테마 투자 (SusTainability ThemedInvesting)	지속가능성에 특화된 테마(청정에너지, 녹색기술, 지속가능 농업 등)의 자산/기업들에 투자하는 방식
임팩트/지역사회 투자 (Impact/Community Investing)	사회, 환경 문제를 해결하여 긍정적인 영향을 이끌어내기 위한 자본투자(임팩트 투자), 혹은 소외된 계층이나 지역사회를 대상으로 특화된 책임투자(지역사회 투자) 방식
기업 관여활동 및 주주행동 (Corporate Engagement and Shareholder Action)	책임투자 기준에 맞는 기업경영을 위해 주주 권한을 활용하여 적극적인 영향력을 행사(기업 관여활동, 의결권 행사, 주주 제안 등)하는 방식

자료: Global Sustainable Investment Review, 하이투자증권

표12. 한국형 스튜어드십 코드 7대 원칙

구분	내용
원칙1	기관투자자는 고객 등 타인 자산을 관리/운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야한다
원칙2	책임을 이행하는 과정에서 이해 상충 문제를 해결하기 위한 정책을 마련해 공개해야 한다
원칙3	투자 자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자 대상 회사를 지속적으로 점검/감시해야 한다
원칙4	투자 대상 회사와 공감대 형성을 지향하되, 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부 지침을 마련해야 한다
원칙5	충실한 의결권 행사를 위한 지침/절차/세부 기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다
원칙6	의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다
원칙7	수탁자 책임의 효과적 이행을 위해 역량과 전문성을 확보해야 한다

자료: 한국기업지배구조원, 하이투자증권

3. 글로벌 사회책임투자 현황

1) 글로벌 사회책임투자 규모

글로벌 사회책임투자 규모(2018 년 말 기준)는 2016 년 대비 34% 증가한 30.7 조 달러를 기록하면서 사회책임투자 관련 투자는 지속적으로 확대되고 있는 추세이다.

이와 같이 글로벌 사회책임투자의 성장 요인은 무엇보다 시장과 민간주도로 책임투자에 대한 관심과 필요성이 확산되고 이것이 투자로 연계되고 있기 때문이다. 또한 기후변화, 지속가능발전 등 사회환경적 이슈에 관한 정책 도입, 사회책임투자 활성화를 위한 규제도입(연기금 투자 정책 수립시 ESG 요소 반영 유도, 스튜어드십 코드 도입, 기업들의 ESG 정보공시 의무화), 연기금들의 명확한 책임투자정책 및 지침 보유 등을 들 수 있다.

글로벌 사회책임투자 규모(2018 년 말 기준)의 지역적 분포를 살펴보면 유럽이 14 조 달러로(46%) 가장 높았으며, 미국은 12 조 달러로 39% 수준을 차지하였다. 아시아 국가 중에서는 일본의 사회책임투자 규모는 2016 년 4740 억 달러에서 2018 년 기준 2 조 달러 수준으로 급격하게 증가하고 있는 추세이다.

이와 같이 일본 사회책임투자의 폭발적 성장에는 2013 년 아베 정권이 일본재흥전략을 발표하고 2014 년 아베 내각의 3 차 경제정책에 포함된 자본 생산성 향상을 목표로 스튜어드십 코드를 채택함에 따라 일본의 공적연기금인 GPIF 의 스튜어드십 코드 채택 및 전면적인 사회책임투자 표방 등이 주요한 요인이다.

한편, 2014~2018 년 기간 동안의 연평균 사회책임투자 증가율은 유럽은 6%, 미국은 16% 수준을 기록하였다.

2) 글로벌 사회책임투자 형태별 규모

글로벌 사회책임투자 형태별 규모(2018 년 말 기준)는 네거티브 스크리닝의 투자금액이 가장 크며, 임팩트/지역사회 투자가 가장 적었다. 2016~2018 년 기간 동안의 증감을 측면에서 살펴보면 지속가능성 테마 투자 증가율이 가장 높게 나타나며, 규범 기반 스크리닝의 경우에는 감소 추세에 있다.

또한 글로벌 사회책임투자 형태별 규모(2018 년 말 기준)에서 유럽의 경우 규범 기반 스크리닝, 기업 관여활동 및 주주행동, 네거티브 스크리닝 형태에서 각각 77%, 56%, 55% 등의 높은 투자비중을 차지하였으며, 미국의 경우는 임팩트/지역사회 투자, 지속가능성 테마 투자, 포지티브 스크리닝, ESG 통합 형태에서 66%, 77%, 60%, 54% 등의 높은 투자비중을 차지하였다.

3) 글로벌 사회책임투자 자산 배분

글로벌 사회책임투자 규모(2018 년 말 기준)와 관련된 자산배분의 경우 주식 51%로 가장 높은 비중을 차지하였으며, 채권은 36% 수준을 차지하였다.

표13. 글로벌 SRI 투자규모(단위: 십억 달러)

지역	2016		2018	
	금액	비중	금액	비중
유럽	12,040	53%	14,075	46%
미국	8,723	38%	11,995	39%
일본	474	2%	2,180	7%
캐나다	1,086	5%	1,699	6%
호주/뉴질랜드	516	2%	734	2%
합계	22,890	100%	30,683	100%

자료: Global Sustainable Investment Review, 하이투자증권

표14. 글로벌 SRI 투자 증감 현황(단위: 십억)

지역	2014	2016	2018	'14-16 증가율	'16-18 증가율	'14-18 CAGR
유럽(유로)	9,885	11,045	12,306	12%	11%	6%
미국(달러)	6,572	8,723	11,995	33%	38%	16%
캐나다(CAD)	1,011	1,505	2,132	49%	42%	21%
호주/뉴질랜드(AUD)	203	707	1,033	248%	46%	50%
일본(YEN)	840	57,056	231,952	6692%	307%	308%

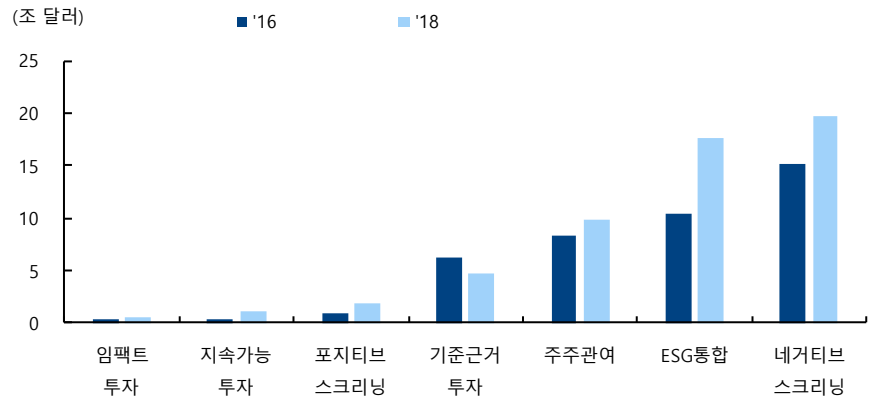
자료: Global Sustainable Investment Review, 하이투자증권

표15. 사회책임투자 형태별 투자금액

(십억 달러)	임팩트 투자	지속가능 투자	포지티브 스크리닝	기준군거 투자	주주관여	ESG통합	네거티브 스크리닝
'16	248	276	818	6,195	8,385	10,353	15,064
'18	444	1,018	1,841	4,679	9,835	17,544	19,771
성장률	79%	269%	135%	-24%	17%	69%	31%
CAGR	34%	92%	50%	-13%	8%	30%	15%

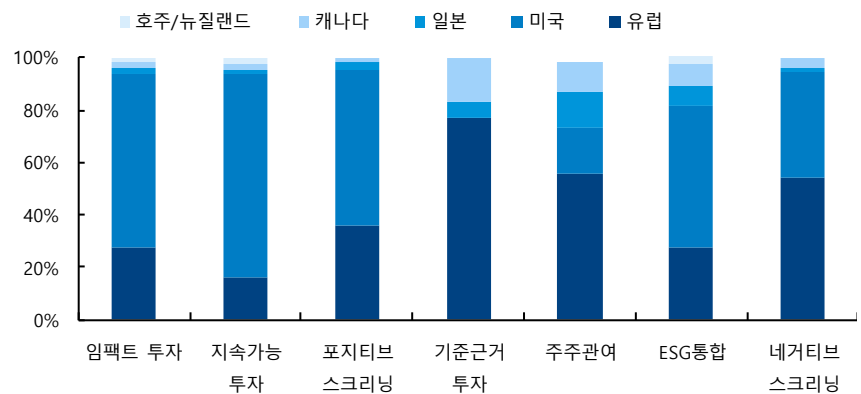
자료: Global Sustainable Investment Review, 하이투자증권

그림12. 글로벌 사회책임투자 형태별 투자금액



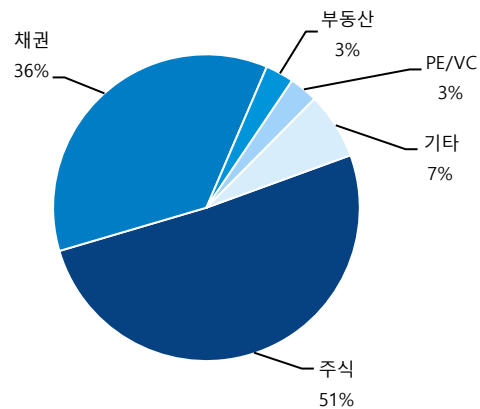
자료: Global Sustainable Investment Review, 하이투자증권

그림13. 글로벌 국가 및 사회책임투자 유형별 투자 비중



자료: Global Sustainable Investment Review, 하이투자증권

그림14. 글로벌 사회책임투자 자산 배분 비중



자료: Global Sustainable Investment Review, 하이투자증권

4. 유럽 사회책임투자 현황

1) 유럽 사회책임투자 규모

EUROSIF 조사결과에 의하면, 유럽 12 개국의 사회책임투자 규모(2018 년 말 기준)는 약 23 조 유로 수준으로 2016 년 대비 2 배 이상 증가하여 최근 급격하게 확대되고 있는 추세이다. 최근 10 년 동안(2009~2018) 유럽국가의 사회책임투자 연평균 증가율은 17.1% 수준이다.

유럽 12 개국의 사회책임투자 규모(2018 년 말 기준)를 국가별로 살펴보면 영국의 사회책임투자 규모는 7.1 조 유로로 가장 높으며, 그 다음으로 프랑스가 3.9 조 유로 수준을 차지한다. 영국과 프랑스를 제외하고 스위스, 네덜란드, 스웨덴, 이탈리아, 독일 순서로 투자 비중이 높다. 이와같이 영국과 프랑스의 사회책임투자 비중이 높은 이유는 여타 유럽국가와 비교할 때 해당 국가에서 사회책임투자 활성화를 위한 법/규제 마련에 가장 적극적이었기 때문이다.

2) 유럽 사회책임투자 형태별 규모

유럽 사회책임투자 형태별 규모(2018 년 말 기준)는 네거티브 스크리닝의 투자금액이 가장 크며, 기업 관여활동 및 주주행동, 규범 기반 스크리닝의 순으로 투자금액이 크다. 영국의 경우에 기업 관여활동 및 주주행동 형태가 투자금액이 가장 높았으며, 프랑스의 경우는 규범 기반 스크리닝 형태의 투자금액이 가장 높았다.

또한 유럽 사회책임투자 형태별 규모(2018 년 말 기준)에서 임팩트/지역사회 투자나 지속가능성 테마 투자 규모는 가장 낮은 상황이다.

3) 유럽 사회책임투자 자산 배분

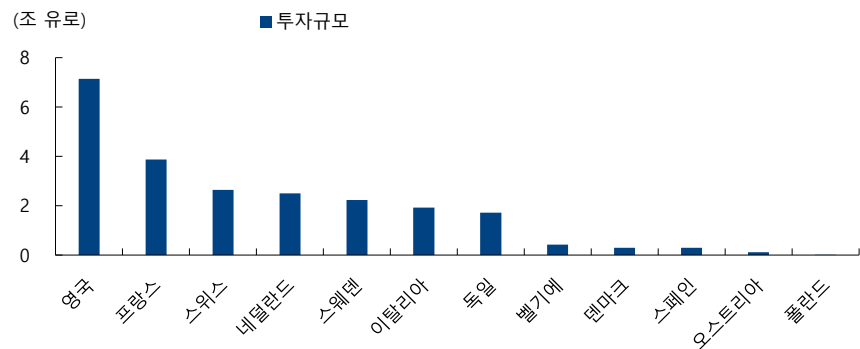
유럽 사회책임투자 규모(2018 년 말 기준)와 관련된 자산배분의 경우 주식은 46%로 가장 높은 비중을 차지하였으며, 채권은 40% 수준을 차지하였다.

표16. 유럽 국가별 사회책임투자 규모

(단위: 억 유로)	'09	'16	'18	CAGR('09-'18)
오스트리아	20	522	1,185	50.4%
벨기에	1,940	3,159	4,214	8.1%
덴마크	2,422	1,184	3,016	2.2%
핀란드	890	680	-	-
프랑스	18,500	31,211	38,755	7.7%
독일	120	17,864	17,161	64.3%
이탈리아	3,120	6,162	19,245	20.0%
네덜란드	3,960	9,914	25,007	20.2%
노르웨이	4,100	-	-	-
폴란드	10	60	220	36.2%
스페인	330	953	3,000	24.7%
스웨덴	3,000	17	22,318	22.2%
스위스	230	5,276	26,429	60.7%
영국	9,390	15,553	71,383	22.5%
합계	48,032	110,455	231,933	17.1%

자료: EUROSIF, 하이투자증권

그림15. 유럽국가 사회책임투자 규모



자료: EUROSIF, 하이투자증권

표17. 유럽 국가별/사회책임투자 유형별 투자금액

(억 유로)	임팩트 투자	지속가능 투자	포지티브 스크리닝	기준군거 투자	주주관여	ESG통합	네거티브 스크리닝
오스트리아	0	10	140	99	124	7	765
벨기에	12	81	156	317	185	4	2,490
덴마크	-	1	1	501	238	5	2,110
프랑스	19	206	2,952	18,457	239	9,201	7,681
독일	52	92	221	508	921	496	14,872
이탈리아	520	529	581	1,058	1,357	704	14,496
네덜란드	14	71	834	6,317	7,248	5	7,247
폴란드	-	-	-	68	54	25	72
스페인	92	127	104	113	118	680	1,767
스웨덴	64	20	254	3,058	8,747	2,972	7,203
스위스	150	188	409	644	779	771	23,488
영국	153	165	205	284	28,544	20,078	21,954
합계	1,086	1,488	5,857	31,425	48,554	39,378	104,146

자료: EUROSIF, 하이투자증권

5. 우리나라 사회책임투자 현황

1) 우리나라 사회책임투자 규모

국내 3 대 공적 연기금의 사회책임투자 규모(2018 년 말 기준)는 약 30 조원 수준이다. 국민연금의 책임투자 규모는 전년대비 288.7% 증가한 26.7 조원 수준이며, 사학연금과 공무원연금도 전년대비 각각 30.3%, 38.3% 증가하였다.

국내 3 대 공적연기금의 책임투자 자산군은 국내 주식형에만 한정되어 있으며 국내 3 대 공적 연기금의 사회책임투자 규모(2018 년 말 기준)에서 국민연금의 사회책임투자 비중은 99.1%에 이르고 있다.

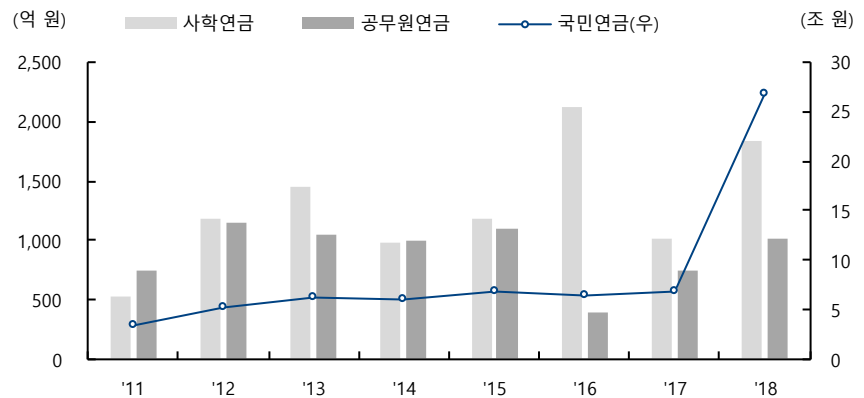
사회책임투자는 해당 기관이 직접 운용하거나(국민연금), 자산운용사 또는 투자 자문사를 통해 위탁운용(국민연금 사회책임투자 금액 중 일부, 사학연금, 공무원연금) 되고 있다.

한편, 국내 3 대 공적 연기금의 사회책임투자 확대에도 불구하고 총 자산운용 대비 여전히 낮은 수준이다. 즉, 2018 년 말 기준 3 대 공적 연기금의 총 운용자산 대비 사회책임투자 비중은 2017 년까지는 1% 수준이었으나, 2018 년 들어 비교적 큰 폭으로 증가하였는데도 불구하고 4.1% 수준에 불과하다.

2) 국내 ESG 관련 펀드 현황

ESG 관련 투자 규모(2017 년 말 기준)는 총 37 조 원(포트폴리오 내역 기준)으로 전체 공모 펀드 중에서 15.3% 수준을 기록하고 있다.

그림16. 국내 연기금 사회책임투자 규모 추이



자료: 각 기관 및 공시자료, 언론보도, 하이투자증권

표18. 한국 공적금융의 사회책임투자 규모 현황

(조 원)	2015		2016		2017		2018	
	운용규모	책임투자	운용규모	책임투자	운용규모	책임투자	운용규모	책임투자
국민연금	512.3	1.3%	558.3	1.1%	621.6	1.1%	638.2	4.2%
사학연금	12.8	0.9%	13.9	0.5%	15.8	0.6%	16.0	0.8%
공무원연금	5.3	2.1%	6.5	0.6%	7.3	1.0%	8.8	1.2%
합계	530.3	1.3%	578.7	1.1%	644.7	1.1%	663.1	4.1%

자료: 국회예산정책처(2018) 및 각 기관 공시자료, 하이투자증권

표19. 연기금 등의 자산운용 현황(2018년 기준)

(조 원)	국내외 주식		국내외 채권		대체투자 등		합계
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	
국민연금	221.9	34.8%	337.6	52.9%	78.8	12.3%	638.2
사학연금	5.7	35.6%	7.0	43.4%	3.4	21.0%	16.0
공무원연금	2.6	29.6%	3.7	41.4%	2.6	29.0%	8.8

자료: 각 기관 홈페이지, 하이투자증권

표20. 국내 사회책임투자 공모펀드 현황

(십억 원)	2015		2016		2017	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중
ESG(투자설명서)	415.0	0.2%	261.0	0.1%	397.0	0.2%
ESG(포트폴리오)	33,677.0	16.4%	29,467.0	14.4%	37,091.0	15.3%
전체공모펀드	205,510.0	-	205,088.0	-	241,732.0	-

자료: 국회예산정책처(2018), 하이투자증권

5. 사회책임투자 관련 제도

PRI 에서는 각국의 책임투자 관련 제도와 법 규정을 관련 주체들에 따라 크게 세 가지로 나누었다. 즉, 자산소유자에 대한 부분으로 주로 연기금에 대한 규제들, 투자를 운용하는 기관투자자들에 관한 것으로 스튜어드십 코드, 피투자 기업들 대상으로 사회적 책임에 대한 기업 공시에 관한 제도와 규제들이다.

1) 연기금 규제

GDP 기준 세계 50 대 국가 중 23 개 국가에서 연기금의 책임투자에 관련한 규제를 시행하고 있다. 대표적인 예로 유럽연합의 IORP II(Institutions for Occupational Retirement Provision II)를 들 수 있으며, 이에 의해 유럽 연기금들이 투자 정책에 있어 어떻게 ESG 관련 이슈들을 고려하고 있는지를 의무적으로 공시하게 될 것이다.

PRI 연구보고서에서는 이러한 연기금 규제가 기업의 ESG 관련 위험관리에 미치는 효과를 실증분석 하였다. 조사 결과 연기금 규제가 기업의 ESG 위험관리를 유의하게 증가시키고 있음을 확인시켜 주었다. 이러한 효과는 선진국과 개발도상국 모두에서 나타났지만, 선진국에서 상대적으로 더 뚜렷한 효과가 발견되었다.

2) 스튜어드십 코드

GDP 기준 세계 50 대 국가 중 약 1/4 에 해당하는 국가에서 다양한 스튜어드십 코드를 통해 장기적이고 지속 가능한 성장을 위한 주주권 행사를 유도하고 있다. 영국이 2012 년에 처음으로 도입한 이래 ESG 관련 스튜어드십 코드를 도입하는 국가가 점차 늘어나고 있으며, ESG 관련 이슈에 관한 우선 순위 책정 정도에는 국가 간 광범위한 차이가 존재하지만 대부분 기업과 투자자간 장기적 관계 형성에 초점을 두고 있다.

PRI 연구 보고서의 분석에 따르면 ESG 이슈 관련 스튜어드십 코드 도입은 기업의 ESG 위험 관리 정도를 증가시켰다. 즉 관련 스튜어드십 코드를 도입한 국가의 기업들이 그렇지 않은 국가의 기업들에 비해 ESG 관련 위험관리를 더 활발히 하고 있음을 확인시켜 주었다. 또한 선진국과 개발도상국으로 나누어 추가 분석한 결과 이러한 차이는 개발도상국의 기업들에서 더 크게 나타났다.

3) 기업공시

GDP 기준 세계 50 대 국가 중 38 개 국가들이 환경과 사회, 지배구조 이슈들에 대한 다양한 형태의 공시제도를 보유하고 있다. 이들 대부분의 경우는 자발적 공시제도이거나 준수 또는 설명(Comply-or-Explain) 공시제도라는 한계가 있으나 그럼에도 불구하고 해당 이슈에 대한 인식 확대 효과 측면에서 최소한의 역할과 기능을 담당하고 있다.

PRI 연구보고서 분석에 의하면 정부 주도의 기업 공시 규제는 기업의 ESG 관련 위험 관리에 유의한 영향을 미쳤다. 특히 정부주도의 ESG 관련 공시 의무화가 기업의 ESG 위험을 크게 줄이는 것으로 나타났다. 자발적인 공시 제도 또한 기업의 ESG 위험관리에 긍정적인 영향을 미치지만 의무적 공시 제도에 비해서 그 효과가 미미하였다. 또한 이러한 공시제도의 영향력은 개발도상국들에 비해 선진국에서 더 강하게 나타났다.

4) 국가의 법체계적인 특성 ⇒ 사회책임투자 도입 및 성장 방식에 영향

국가의 법체계적인 특성이 경제체제의 특성과 기업의 사회적 책임 도입 뿐만 아니라 사회책임투자 도입 및 성장 방식에 큰 영향을 미치는 것으로 보인다. 즉, 영미법 체계의 미국, 캐나다, 호주, 영국 등은 시장과 민간 주도로 사회책임투자가 도입되고 투자와 연계될 뿐만 아니라 제도와 법적 판단에 반영된다. 반면에 대륙법 체계의 일본은 정부 주도로 정책과 제도 도입을 통한 책임투자 성장이 이루어지고 있다.

표21. 책임투자 관련 제도의 분류

규제 대상	주요 항목	주요 내용
자산 소유자 (Asset Owners)	연기금 규제	투자 의사 결정 시 ESG 요소들의 고려를 유도함. 자산운용사들의 투자전략과 내부투자정책 수립 시 ESG 요소 반영 유도 및 의무화
투자자산 운용사 (Investment Managers)	스튜어드십 코드	투자자산 운용사와 피투자 기업들과의 상호작용을 통제하여 장기적 관점에서의 가치 창출을 촉진함
피투자회사 (Investee Companies)	기업 공시	투자자들의 ESG 관련 위험과 기회들에 관한 정보 접근성 확보. 공시과정에서 ESG 이슈들에 관한 기업 차원의 관심 확대 효과도 있음

자료: Global Guide to Responsible Investment Regulation, PRI, 하이투자증권

표22. 국가별 사회책임투자 관련제도 현황

		한국	미국	캐나다	호주/뉴질랜드	일본	영국
법 체계		대륙법	영미법	영미법	영미법	대륙법	영미법
관련제도	연기금 규제	국민연금에만 제한적으로 적용	관련규제 없음	연기금투자정책에 ESG 고려 여부화 방법 명시 의무화 (온타리오주)	ESG 요소 반영에 대한 의무적 규제 존재	관련 규제 없음	연기금 수탁자 투자 의 사회 환경 윤리적 고려 정도 공개 의무화
	스튜어드십 코드	도입(자율)	도입(자율)	미도입	도입(자율)	도입(자율)	도입(자율)
	기업 공시	일부 환경 관련 공시 의무	기후변화와 분쟁광물 공시 의무화	의무화된 ESG 관련 공시제도 존재	사회적책임보고서/지속가능성 위험 노출 공시 의무화	환경 관련 공시 제도 도입	의무화된 ESG 관련 공시제도 존재

자료: 국민연금 책임투자 및 스튜어드십 코드에 관한 연구, 하이투자증권

6. PRI 원칙 사례

1) PRI 제 1 원칙: 투자분석과 의사결정과정에 ESG 고려

노르웨이 연기금(GPFG)의 투자 배제와 감시를 위한 가이드라인

재무부에서 연기금 운영 지침 및 투자 배제와 감시를 위한 가이드라인을 설정하고, 윤리위원회 위원을 선정한다.

윤리위원회에서는 국부펀드에 투자되어 있는 기업 중 환경적/사회적으로 문제가 되고 있는 기업들에 대해 투자를 배제하도록 권고 가능하다.

이 기준에 따르면 투자배제는 제품기반, 행위기반, 감시로 분류한다. 담배, 특수한 형태의 무기생산, 석탄화력발전 등은 제품기반에 의해 투자를 하지 않는다. 또한 행위기반으로는 심각한 인권침해와 환경피해, 중대한 부패, 기후변화, 근본적인 윤리적 규범, 전쟁 상황에서의 개인의 권리에 대한 심각한 침해 등이 해당된다. 마지막으로 심각한 환경피해, 중대한 부패, 석탄화력발전 생산 등이 감시 대상에 포함되는 이슈이다.

2) PRI 제 2 원칙: 주주권 행사의 적극성 및 ESG 고려

캐나다 온타리오 교원 연금(OTPP)의 식음료회사 주주제안

OTPP 는 기업들이 재활용 가능한 상품과 포장을 만들고 생산, 공급 과정에서 쓰레기를 줄이기 위한 적극적인 노력을 장려한다.

A 식음료회사는 이전부터 포장에 대한 몇 가지 약속을 했지만, 언제나 약속한 목표에 미달하였다. 이에 따라 OTPP 는 A 식음료회사가 더욱 노력해야하고 주주에게 책임을 다해야 한다고 평가하여 주주제안을 결정하였다.

주주제안 이후 A 식음료회사는 어느 곳에서도 재활용이나 분해가 가능한 지속 가능한 포장을 만들기 위한 기초적인 절차를 시작하였다. 이와 관련하여 OTPP 는 A 식음료회사가 하기로 한 약속들을 이행하는지 여부를 지속적으로 모니터링 하고 있다.

3) PRI 제 3 원칙: 투자 대상자들에게 적절한 ESG 공시 요구

캐나다 연기금 운용회사(CPPIB)의 공급망내 환경, 인권문제 정보 공개 요구

CPPIB는 도미노 피자 2017 년, 2018 년 주주총회에서 공급망 내 삼림 벌채 관련 정보 공개 요구를 주주제안 하였다. 또한 CPPIB 는 몬스터 음료 2017 년 주주총회에서 수자원 관련 문제 정보 공개 요구를, 2018 년 주주총회에서는 공급망 내 인신매매 및 강제노동문제 관련 정보 공개 요구를 주주제안 하였다.

7. 사회책임투자 효과 실증적 연구

1) 기업의 사회적 책임이 기업 가치에 미치는 영향

기업의 목표에 대하여 궁극적인 의사 결정자인 주주의 이익을 극대화해야 하는지, 아니면 주주뿐만 아니라 채권자와 종업원, 공급자, 고객, 지역사회 등 기업과 관련 있는 모든 다양한 이해관계자들의 이익을 포괄적으로 극대화해야 하는지에 관해 논란이 있다. 이러한 두 견해는 기업이 주주 뿐만 아니라 이해관계자의 이익을 포괄적으로 고려해야 한다는 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility: CSR)에 대해 상이한 태도를 보인다.

기업의 사회적 책임 이행이 재무적 성과와 주주 가치에 미치는 영향에 관해서 최근 활발한 연구가 진행되고 있으며 의미 있는 연구 성과들이 축적되었다. 초기 연구들이 사회책임투자가 주주의 부에 부정적인 영향을 미칠 것을 예측했던 반면, 최근 다수의 실증연구들은 대체로 기업의 사회적 책임 추구가 주주 가치 향상으로 귀결됨을 보인다. 즉, 기업들이 사회적 책임을 충실히 수행함으로써 사회적 평판과 브랜드 이미지, 고객 신뢰 등을 얻고 그로 인한 매출 신장, 수익 확대, 위험 감소, 경쟁력 강화를 이룸으로써 궁극적인 주주이익 극대화를 달성할 수 있다는 것이다.

Dowell, Hart, and Yeung(2000), Deng, Kang, and Low(2013), Kruger(2015), Ferrell, Liang, and Renneboog(2016) 등의 논문에서는 실증연구 등을 통하여 기업의 사회적 책임 추구가 기업 재무성과와 주주 가치 극대화로 이어질 수 있음을 시사하였다.

2) 사회책임투자가 투자수익률에 미치는 영향

선관주의 의무(Fiduciary Duty)는 대리인이 당사자의 투자를 관리할 때 자기 자신의 이익을 추구해서는 안되며 당사자의 신뢰를 저버리지 않고 당사자의 이익 극대화를 위해 최선의 주의를 기울여야 함을 의미한다. 연기금관리자는 당사자인 연금가입자를 대신하여 기금을 관리하는 대리인이므로 선량한 관리자로서 당사자인 연금가입자의 이익 극대화를 위해 기금을 운용할 의무를 가진다.

선관주의 의무에는 ESG 를 고려하는 책임투자 이행을 포함해야 된다는 주장이 제기된다. 공적연기금의 책임투자는 기금수혜자의 장기적 이익 확대를 목적으로 하므로 선관주의 의무 이행을 위해 필수적이며 나아가 사회 전체 구성원에게도 긍정적으로 기여하므로 적극적인 도입이 필요하다는 주장이다.

반면에 연기금관리자의 선관주의 의무는 연금수혜자의 재무적 수익 극대화에 국한되어야 한다는 반대 의견도 존재한다. 즉, 사회책임투자자 인한 주주와 이해관계자 사이의 이해 상충 가능성이 존재하므로 연기금의 사회책임투자자 주주인 연금수혜자들의 이익을 해칠 가능성이 있다는 것이다. 또한 기업의 현재 주가와 재무적 변수들에는 기업의 장기적 성과와 위험에 대한 예측이 이미 반영되어 있으므로 연기금자산의 재무적 이익 극대화와 별도로 책임투자를 통한 장기성과 극대화 추구는 불필요하다는 견해도 있다.

책임투자자 선관주의 의무에 위배되는가 아니면 오히려 선관주의 의무 수행에 필요한 전략인지의 질문에 대한 핵심적인 이슈 중 하나는 책임투자자가 투자의 재무적 수익에 어떠한 영향을 미치는가의 문제이다. 사회책임투자자가 투자수익률 저하를 초래한다는 견해에 따르면 스크리닝 등에 의한 투자전략은 투자대상 자산들의 범위를 좁혀 포트폴리오 다각화를 감소시킴으로써 수익률을 저하시킨다.(Renneboog, Horst, and Zhang, (2008a)).

반면에 책임투자자가 수익률 향상에 기여한다는 주장에 의하면 환경/사회 요인에 의한 사고발생의 위험과 비용을 줄여 수익률에 도움이 될 수 있고 사회적 평판과 브랜드 이미지, 고객 신뢰 등의 무형자산 가치를 향상시킬 수 있다. 이러한 긍정적 요소들이 가격에 충분히 반영되지 않는다면 초과수익의 가능성이 있다.

Edmans(2005), Renneboog, Horst, and Zhang(2008b), Hong and Kacperczyk(2009), Statman and Glushkov(2009), Dimson, Karakas, and Li(2015), Flammer(2016) 등의 논문에서는 사회책임투자자가 기업의 주가/재무성과에 미치는 영향에 관한 실증연구 결과들은 긍정적/부정적 영향 혹은 유의한 영향 부재 등으로 엇갈리며 혼재되어 있다. 따라서 현 시점에서 책임투자자의 재무적 성과에 대한 영향을 예단하기 어려우며 책임투자자가 재무 수익성을 악화시켜 선관주의 의무에 위배 된다는 주장 또한 실증적 근거가 희박한 것으로 보인다.

한편, 관련 연구들은 사회책임투자의 형태에 따라 다소 상이한 결과를 보이므로 사회책임투자 전략 채택 시 참고할 필요가 있다. 즉, ESG 요소들을 투자 시 고려하는 ESG 포함 전략, 특히 네거티브 스크리닝 전략의 경우, 신중한 접근이 필요할 것으로 보이는 반면 기업관여 및 주주행동 전략은 비교적 일관되게 기업 가치를 향상시키는 역할을 하는 것으로 나타났다.

표23. 기업의 사회적 책임이 기업 가치에 미치는 영향

저자	국가	주요결과	관련 유형	사회적 책임의 기업가치 영향
Dowell, Hart, Yeung (2000)	여러국가	일관되고 엄격한 환경기준 적용하는 다국적 기업의 기업가치 더 높음	스크리닝, ESG통합, 기업관계	긍정적
Deng, Kang, Low (2013)	미국	인수기업의 사회적 책임 지수 높을수록 인수/피인수 기업의 주가와 장기성과 향상	책임투자 전반	긍정적
Di Giuli, Kostovetsky (2014)	미국	경영자 등이 민주당 지지하거나 민주당 지지 성향 지역에 위치할 때 기업의 사회적 책임성과와 CSR 관련 지출이 증가함. CSR 지출이 매출 증가로 이어지지 않으며 CSR 순위 상승이 주가/영업성과 저하로 귀결됨	책임투자 전반	부정적
Kruger (2015)	미국	사회적 책임 관련 부정적(긍정적) 뉴스에 기업주가 대 폭(소폭) 하락함. 대리인문제가 적거나 사회적 책임 관련 이슈기업은 긍정적 뉴스에 주가 크게 상승함	책임투자 전반	혼재: 평균적으로 부정적, 특정기업에 긍정적
Ferrel, Liang, Renneboog (2016)	여러국가	기업지배구조가 좋을수록 사회적 책임 이행을 잘 함. 사회적 책임이 높을수록 기업가치가 증가하고 대리인 문제의 부정적 영향 감소함	책임투자 전반	긍정적

자료: 국민연금 책임투자와 스튜어드십 코드에 관한 연구, 하이투자증권

표24. 사회적 책임투자가 투자수익률에 미치는 영향

저자	국가	주요결과	관련 유형	책임투자의 투자수익률 영향
Edmans (2005)	미국	포춘지 선정 일하기 좋은 기업들로 포트폴리오 구성시 초과수익률 발생(3.5%)	포지티브 스크리닝	긍정적
Statman, Glushkov (2009)	미국	사회적 책임 지수가 높은 기업들에 투자시 수익률 증가함. 담배, 주류, 도박, 군수 산업 배제시 수익률 감소함	스크리닝	긍정적: 포지티브 스크리닝, 부정적: 네거티브 스크리닝
Renneboog, Horst, Zhang (2008b)	여러국가	책임투자 펀드들과 전통적 펀드들의 성과를 비교 분석함. 책임투자 펀드들의 위험 조정 수익률은 음(-)의 값을 갖지만 전통적 방식의 동일 국가내 펀드들과 비교시 대부분 국가에서 유의한 차이 없음	ESG 요소 포함 전략	유의한 영향 없음
Hong, Kacperczyk (2009)	미국	주류, 담배, 게임 산업 관련 죄악주 회사들의 기관투자자 소유지분이 적고 애널리스트 커버리지가 낮으며 주가성과가 높음	네거티브 스크리닝	부정적
Dimson, Karakas, Li (2015)	미국	사회적 책임(특히 기업지배구조와 기후변화 이슈) 위한 관여활동 성공시 주가 상승 영업이익 증가, 주가변동성 저하, 기관 소유지분 증가, 기업지배구조 개선 등의 변화 동반됨	기업관계	긍정적
Flammer (2016)	미국	사회적 책임 증진 위한 주주제안 통과시 주가 상승함. 주주제안 통과 후 영업이익, 노동생산성, 매출 증가함	주주행동	긍정적

자료: 국민연금 책임투자와 스튜어드십 코드에 관한 연구, 하이투자증권

8. 국내 사회책임투자 관련 지수

한국거래소는 2015 년 기존 SRI 지수를 대체하기 위해 산출기준, 지수명칭 등을 전면 개편해 신 사회책임지수 3 종을 개발하였다. 즉, KRX ESG Leaders 150 지수는 환경(E), 사회책임(S), 지배구조(G) 등을 모두 반영한 ESG 통합점수가 높은 상위 149 종목으로 구성되었으며, KRX Governance Leaders 100 지수는 지배구조(G)점수가 높거나 지배구조점수가 과거보다 많이 상승한 100 종목으로 구성되었다. 또한 KRX Eco Leaders 100 지수는 환경(E)점수가 높거나 환경점수가 과거보다 많이 상승한 100 종목으로 구성되었다.

2017 년 12 월에는 KRX ESG 사회책임경영지수(S)가 추가되었는데 ESG 평가항목 중 사회책임(S)분야의 상위 기업을 대상으로 시가총액 가중방식으로 산출하여, 총 130 개 종목을 선정하였다.

또한 2018 년 12 월에는 코스피 200 ESG 지수가 개발 되었다. 코스피 200 ESG 지수는 코스피 200 종목에서 ESG 평가가 높은 종목을 선정하고 코스피 200 과 동일하게 유동시가총액방식(유동주식의 시가총액을 종목별로 가중한 산출방식)을 적용하여 산출하며, 코스피 200 구성종목에서 총 102 개 종목이 선정(선정종목수는 매년 변경 가능)되었고, 시가총액 기준으로 코스피 200 의 82.3%를 차지한다.

이와같은 국내 사회책임투자 관련 지수의 활용도가 현재는 높지 않다. 왜냐하면 사회책임투자에 대한 시장의 수요가 낮은 상황에서 활용할 만한 지수도 부족하기 때문이다.

표25. 2015 년 이후 국내 SRI 지수

	기준 시점	기준 지수	발표 시점	종목수	선정근거
KRX ESG Leaders 150	'10.01.04	1,000p	'15.12.21	149	유가증권 및 코스닥시장 상장종목 중에서 CGS 평가한 ESG 평가가 우수한 종목. 지수산출은 ESG 통합점수가 높은 순서로 편입비중이 결정되는 ESG통합점수 가중방식을 채택
KRX Eco Leaders 100	'10.01.04	1,000p	'15.12.21	100	유가증권 및 코스닥시장 상장종목 중에서 CGS가 평가한 ESG평가 3요소(환경, 사회, 지배구조)의 환경점수가 개선되거나 우수한 종목. 지수산출은 환경점수가 높은 순서로 편입 비중이 결정되는 환경점수 가중방식을 채택
KRX Governance Leaders 100	'10.01.04	1,000p	'15.12.21	100	유가증권 및 코스닥시장 상장종목 중에서 CGS가 평가한 ESG평가 3요소(환경, 사회, 지배구조)의 지배구조점수가 우수한 종목
KRX ESG 사회책임경영지수(S)	'12.01.02	1,000p	'17.12.18	137	ESG 평가항목중 사회책임(S)분야 상위 기업으로 최소 130종목으로 구성
코스피 200 ESG 지수	'12.01.02	238.7p	'18.12.14	101	코스피 200지수에 포함된 종목 중에서 우량 ESG종목을 선정하여 코스피 200지수와 추적오차를 줄여 상품성을 강화한 지수

자료: 한국거래소, 하이투자증권

표26. 국내 SRI 지수 편입종목

지수	편입종목
KRX ESG Leaders 150	BNK금융지주, CJ, DB손해보험, DB하이텍, DGB금융지주, GS건설, HDC, JB금융지주, JW생명과학, JW중외제약, KB금융지주, LG, LG디스플레이, LG상사, LG생활건강, LG유플러스, LG이노텍, LG전자, LG화학, LS산전, NAVER, OCI, S&T모티브, SK, SKC, SK가스, SK네트웍스, SK이노베이션, SK텔레콤, S-Oil, SPC삼립, 경동나비엔, 고려제강, 금호산업, 금호석유화학, 금호타이어, 기아자동차, 녹십자, 대덕전자, 대림산업, 대우건설, 대우조선해양, 동성코퍼레이션, 두산, 두산인프라코어, 두산중공업, 롯데손해보험, 롯데쇼핑, 롯데정밀화학, 롯데케미칼, 롯데푸드, 롯데하이마트, 만도, 메리츠종합금융증권, 미래에셋대우, 빙그레, 삼성SDI, 삼성물산, 삼성바이오로직스, 삼성생명보험, 삼성에스디에스, 삼성엔지니어링, 삼성전기, 삼성전자, 삼성중공업, 삼성증권, 삼성화재해상보험, 삼양사, 삼천리, 삼화페인트공업, 서연이화, 서울반도체, 신도리코, 신세계, 신세계인터내셔널, 신한금융지주회사, 쌍용양회공업, 쌍용자동차, 씨제이대한통운, 씨제이씨지브이, 씨제이제일제당, 씨제이프레시웨이, 아모레G, 아모레퍼시픽, 아세아시멘트, 아시아나항공, 안랩, 에스케이하이닉스, 엘지하우시스, 오투기, 웅진코웨이, 이마트, 이수페타시스, 이수화학, 일동제약, 주성엔지니어링, 주식회사케이씨씨, 중소기업은행, 지에스홀쇼핑, 지역난방공사, 케이씨, 케이티, 코스모신소재, 코오롱인더스트리, 코오롱플라스틱, 포스코, 포스코아이씨티, 포스코인터내셔널, 포스코케미칼, 풀무원, 하나금융지주, 한국가스공사, 한국전력공사, 한국전력기술, 한국조선해양, 한국철강, 한국타이어엔테크놀로지, 한국테크놀로지그룹, 한독, 한라홀딩스, 한미약품, 한솔제지, 한솔케미칼, 한솔테크닉스, 한솔홀딩스, 한온시스템, 한전KPS, 한화, 한화갤러리아타임월드, 한화생명보험, 한화케미칼, 해성디에스, 현대건설, 현대그린푸드, 현대글로벌비스, 현대리바트, 현대모비스, 현대미포조선, 현대백화점, 현대상선, 현대엘리베이터, 현대위아, 현대자동차, 현대제철, 현대해상화재, 호텔신라, 휴비스, 휴켄스
KRX Eco Leaders 100	BNK금융지주, DB하이텍, GS건설, JB금융지주, JW중외제약, KB금융지주, LG, LG디스플레이, LG상사, LG생활건강, LG이노텍, LG전자, LG화학, LS산전, NAVER, OCI, SKC, SK네트웍스, S-Oil, 고려아연, 남해화학, 녹십자, 농심, 대림산업, 대우건설, 대웅, 동국제강, 동원F&B, 동원시스템즈, 동화기업, 두산, 두산인프라코어, 두산중공업, 롯데쇼핑, 롯데정밀화학, 롯데케미칼, 미래에셋대우, 뷰릭스, 빙그레, 삼성SDI, 삼성생명보험, 삼성엔지니어링, 삼성전기, 삼성전자, 삼성제약, 삼성증권, 삼양식품, 서울반도체, 셀트리온, 신성이연지, 신세계, 신세계인터내셔널, 신세계푸드, 신한금융지주회사, 씨제이씨지브이, 씨제이제일제당, 아모레퍼시픽, 아세아제지, 안랩, 애경유화, 에스에프에이, 에스케이하이닉스, 에이제이엔터카, 엘지하우시스, 영진약품, 영풍, 오투기, 원익홀딩스, 이마트, 이수화학, 인터플렉스, 쟈백스&카엘, 종근당홀딩스, 코미팜, 파미셀, 포스코인더내셔널, 하나금융지주, 한국가스공사, 한국조선해양, 한국카본, 한국콜마, 한국콜마홀딩스, 한국타이어엔테크놀로지, 한독, 한미약품, 한샘, 한화갤러리아타임월드, 한화생명보험, 한화케미칼, 현대그린푸드, 현대글로벌비스, 현대모비스, 현대미포조선, 현대백화점, 현대제철, 현대해상화재보험, 호텔신라, 효성, 후성
KRX Governance Leaders 100	AK홀딩스, DB손해, GS건설, JW중외제약, KB금융지주, LG, LG디스플레이, LG생활건강, LG이노텍, LG전자, LS, OCI, SK, SKC, SK가스, SK텔레콤, S-Oil, 광동제약, 금호석유화학, 금호타이어, 나스미디어, 남해화학, 넥센타이어, 녹십자, 다우기술, 다우데이터, 대덕전자, 대우조선해양, 대원제약, 대한항공, 동양네트웍스, 두산, 두산인프라코어, 두산중공업, 롯데쇼핑, 롯데케미칼, 롯데푸드, 롯데하이마트, 메디포스트, 메리츠종합금융증권, 모두투어네트워크, 미래에셋대우, 보령제약, 삼성SDI, 삼성물산, 삼성엔지니어링, 삼성전기, 삼성전자, 삼성화재해상보험, 성우하이텍, 신세계인터내셔널, 신한금융지주회사, 쌍용양회공업, 씨제이프레시웨이, 아모레G, 아모레퍼시픽, 안랩, 에스케이하이닉스, 에이블씨엔씨, 엘지하우시스, 와이즈엔터테인먼트, 웅진코웨이, 웰젠, 위메이드, 유진투자증권, 유한양행, 제일기획, 종근당홀딩스, 중소기업은행, 지니뮤직, 카카오, 카프로, 케이티, 코미팜, 코스모신소재, 코오롱, 코오롱생명과학, 파미셀, 팜스코, 포스코, 한국가스공사, 한국유나이티드제약, 한국전력기술, 한국조선해양, 한독, 한라홀딩스, 한미약품, 한세실업, 한솔테크닉스, 한온시스템, 한화투자증권, 현대글로벌비스, 현대모비스, 현대미포조선, 현대상선, 현대엘리베이터, 현대종합상사, 현대홈쇼핑, 화승인더스트리, 휴온스글로벌
KRX ESG 사회책임경영지수(S)	CJ, JW생명과학, JW중외제약, JW홀딩스, KB금융지주, KTC, LG, LG생활건강, LG화학, LG넥스원, OCI, SK, SK네트웍스, SK이노베이션, S-Oil, SPC삼립, 강원랜드, 경동나비엔, 계룡건설산업, 고려제강, 골프존, 광동제약, 금양, 금호타이어, 녹십자, 농심, 대덕전자, 대웅제약, 대원강업, 동성제약, 동성코퍼레이션, 동성화학, 동아쏘시오홀딩스, 동아에스티, 동화기업, 동화약품, 두산, 두산인프라코어, 두산중공업, 롯데쇼핑, 롯데정밀화학, 롯데케미칼, 롯데푸드, 롯데하이마트, 리노공업, 매일홀딩스, 메디파트너생명공학, 메디포스트, 모두투어네트워크, 바디텍메드, 바이넥스, 범양건설, 뷰릭스, 빙그레, 삼성물산, 삼성엔지니어링, 삼성전기, 삼성전자, 삼양사, 삼양홀딩스, 삼화페인트공업, 샘표식품, 서연이화, 서울식품공업, 선도전기, 성보화학, 쌍용양회공업, 씨엔전자, 씨제이대한통운, 씨제이제일제당, 씨제이프레시웨이, 씨젠, 아모레G, 아모레퍼시픽, 아미코젠, 아세아시멘트, 엔케이맥스, 연우, 오투기, 우리들제약, 웅진코웨이, 원익아이피에스, 유비쿼스홀딩스, 유수홀딩스, 유양디앤유, 유진테크, 유한양행, 이수페타시스, 이수화학, 일동제약, 자화전자, 제넥신, 쟈백스&카엘, 종근당, 주성엔지니어링, 주연테크, 지에스홀쇼핑, 지역난방공사, 케이씨, 케이에스에스해운, 케이티앤지, 코스맥스엔비티, 크라운해태홀딩스, 키다리스튜디오, 태평양물산, 파마리서치프로덕트, 포스코, 포스코아이씨티, 포스코엔텍, 포스코인터내셔널, 포스코케미칼, 풀무원, 풍산, 필룩스, 하림, 한국가스공사, 한국유나이티드제약, 한국전력공사, 한국전력기술, 한국제지, 한국항공우주산업, 한글과컴퓨터, 한독, 한미사이언스, 한미약품, 한신공영, 한전KPS, 해성디에스, 해태제과식품주식회사, 현대모비스, 현대상선, 현대약품, 현대엘리베이터, 화승알앤에이, 휴니테크놀로지스, 휴맥스, 휴비스
코스피 200 ESG 지수	BNK금융지주, CJ, DB손해보험, GS건설, HDC, JW중외제약, KB금융지주, LG, LG디스플레이, LG상사, LG생활건강, LG유플러스, LG이노텍, LG전자, LG화학, LS산전, NAVER, OCI, SK, SKC, SK네트웍스, SK이노베이션, SK텔레콤, S-Oil, SPC삼립, 금호타이어, 기아자동차, 대교, 대림산업, 대우건설, 대우조선해양, 두산, 두산발켓, 두산인프라코어, 두산중공업, 롯데쇼핑, 롯데정밀화학, 롯데케미칼, 롯데푸드, 롯데하이마트, 만도, 메리츠종합금융증권, 미래에셋대우, 빙그레, 삼성SDI, 삼성물산, 삼성생명보험, 삼성에스디에스, 삼성엔지니어링, 삼성전기, 삼성전자, 삼성중공업, 삼성증권, 삼성화재해상보험, 신세계, 신한금융지주회사, 쌍용양회공업, 씨제이대한통운, 씨제이씨지브이, 씨제이제일제당, 아모레G, 아모레퍼시픽, 에스케이하이닉스, 엔에이치투자증권, 엘지하우시스, 오투기, 웅진코웨이, 유한양행, 이노션, 이마트, 주식회사케이씨씨, 중소기업은행, 지에스리테일, 케이티, 포스코, 포스코인터내셔널, 하나금융지주, 한국가스공사, 한국전력공사, 한국전력기술, 한국제지, 한국항공우주산업, 한국타이어엔테크놀로지, 한국테크놀로지그룹, 한국투자금융지주, 한라홀딩스, 한온시스템, 한전KPS, 한화생명보험, 한화케미칼, 현대건설, 현대그린푸드, 현대글로벌비스, 현대모비스, 현대미포조선, 현대엘리베이터, 현대위아, 현대자동차, 현대제철, 현대해상화재보험, 현대홈쇼핑, 호텔신라

자료: 한국거래소, 하이투자증권

9. 우리나라 사회책임투자 활성화를 위한 과제

1) 국민연금 책임투자 활성화 방안

국민연금 기금운용위원회(기금위)는 지난달 29 일 제 8 차 회의를 열어 국민연금기금 책임투자 활성화 방안(안) 과 위탁운용사 의결권행사 위임 가이드라인(안), 위탁운용사 선정·평가지 가점부여 방안(안) 등을 심의·의결하였다.

국민연금은 현재 국내주식 일부에만 적용하던 사회책임투자를 기금 전체자산군(국내외 주식·채권)으로 확대할 예정이다. 즉, 국민연금은 기존 투자방식에 ESG 요소를 융합시키는 ESG 통합전략을 수립하고 국내·외 주식 및 채권에 확대 적용('20 년~)한다.

특히 해외주식의 경우 책임투자 요소를 고려한 적극적 주주활동(Engagement)을 도입하고, 국내주식도 환경(E), 사회(S)영역으로 점진적 확대('20 년 가이드라인 마련, 21 년 시행)하되, 네거티브 스크리닝 전략은 투자제한/배제의 도입 필요성 및 적용대상과 방식 등을 추가 검토한다.

또한 국민연금은 국내주식 책임투자 펀드(위탁운용)에 대해 신규 벤치마크 지수를 개발하여 적용('20 년)하고, 위탁운용사 선정·평가지 책임투자 요소를 포함한 경우 가점을 부여('22 년~)하는 등 위탁운용 중 책임투자도 내실화할 계획이다.

이와 더불어 책임투자 원칙 등 기금운용 관련 지침을 제·개정하고, 기업 ESG 정보 공시제도 개선 및 기금본부 내 책임투자 인력 확충, 기금본부 ESG 평가체계의 개선 등 책임투자를 활성화할 기반 조성에도 힘을 계획이다.

이러한 국민연금 사회책임투자 활성화 방안은 우리나라 사회책임투자 저변 확대에 일조를 할 것으로 기대된다.

2) 사회책임투자 활성화를 위한 과제

사회책임투자는 기본적으로 장기투자를 전제로 하기 때문에 투자자들의 장기적 이익이 담보될 수 있는 제도적 지원이 필요하다. 이에 따라 장기투자에 적합한 연기금의 역할과 비중이 높아져야 한다.

무엇보다 장기투자를 하기 위한 정보의 제공이 필수적이며 공시를 강화하는 것이 매우 중요한 과제이다. 현재 공시의 양과 질을 전반적으로 높이기 위한 강제 규정은 없지만 기업들이 지속가능보고서 등을 자발적으로 발간하고 있고, 발간 기업의 수가 계속 증가하고 있기 때문에 제도의 도입이 상대적으로 용이할 것이다.

지금까지는 비재무적 정보의 원천이 기업이 자발적으로 발간하는 지속가능보고서 등 밖에 없어서 투자자들이 비재무 정보를 얻을 수 있는 다양한 방식의 개발이 필요하다.

이미 해외 주요국에서는 기업의 비재무적 정보 공개 범위를 확대하는 제도 도입이 증가하고 있다. 즉, 초기에는 비재무 정보 공개 범위 확대 움직임이 강제성이 약한 국제적 정보공개운동 중심으로 추진되었으나 점차 각 나라의 법적 규제로 발전하는 사례가 늘어나고 있다.

이와 같은 비재무적 정보의 공개 확대는 우리나라 사회책임투자 활성화를 위한 최소한의 전제 조건이 될 것이다. 이러한 비재무적 정보의 공개 바탕위에서 장기투자자인 연기금의 사회책임투자가 활발하게 진행될 수 있을 것이다.

한편, 혁신적인 아이디어나 기술 등을 시장에 적용하여 만든 비즈니스 모델은 이해관계자 등 사회적 생태계를 거치며 복제, 확장되고, 일시 유행을 넘어 지속 가능해 진다. 즉, 더 큰 규모의 통합가치를 창출해 내면 비즈니스 혁신이 사회 혁신으로 발전하는 것이다.

이러한 사회혁신이 사회책임투자가 성장할 수 있는 근본적인 요인이 될 것이다.

각종 사회적 이슈와 지속가능성에 대한 문제의식이 커지고 사회적 가치 기반 투자에 대한 관심이 전 세대적으로 높아지고 있어서 사회책임투자가 향후 보다 더 성장할 수 있을 것으로 예상된다.

표27. 국민연금 책임투자 활성화 방안

비전	국민연금 기금의 안정적이고 장기적인 수익 제고
주요 추진 과제	↑ 1. 책임투자 대상 자산군 확대 및 전략 수립 <1> 책임투자 대상 자산군 확대 <2> 책임투자 추진 전략의 수립 ① ESG 통합 전략의 확대적용 및 강화 ② 기업과의 대화(Engagement)의 확대 적용 ③ 네거티브 스크리닝 전략의 도입 검토 2. 위탁운용의 책임투자 내실화 <1> 국내주식 위탁 '책임투자 유형 펀드'의 내실화 <2> 위탁운용사 선정·평가체계의 개선 3. 책임투자 활성화 기반조성 <1> 책임투자 원칙 등 지침 제·개정 <2> 기업 ESG 정보 공시 제도 개선 <3> 책임투자 담당 조직의 역량 강화 <4> ESG 평가체계 개선 및 평가활용 제고

자료: 국민연금, 하이투자증권

표28. 국민연금 책임투자 활성화 로드맵[안]

구분	AS-IS		TO-BE		
			'19.下	'20	'21~'23
1. 대상 자산군 확대 및 책임투자 전략 수립	ESG 통합	·국내주식 ESG 정기 평가(연 2회) ·컨트러버셜 이슈 모니터링 ·ESG평가모형 개선(연 1회)		·국내주식 직접 -(액티브)강화된 ESG고려방식 검토 및 적용(20.하) -(패시브) ESG고려 적용	·해외주식 및 국내외 채권의 ESG고려를 위한 기반 마련 및 적용(22)
	기업과의 대화	·국내주식의 중점관리사안 및 예상하지 못한 우려 사안 수탁자 책임활동 추진		·국내주식 환경(E), 사회(S) 관련 중점관리사안 마련(가이드라인 개정)	·국내주식 E, S 중점관리사안의 비공개대화기업 선정 및 주주활동 추진(21) ·해외주식 수탁자책임 활동 가이드라인 마련(21), 시행(22~)
2. 위탁운용 책임투자 내실화	책임 투자 위탁 펀드	·국내주식 책임투자 위탁펀드 운영 중		·BM 개발 및 적용 등(20~)	
	위탁 운용사 선정 평가	·운용사 조직인력 역량 등을 기준으로 운용사 선정 ·반기평가 또는 상시평가 추진		·국내주식 책임투자 위탁펀드 'ESG평가보고서 제출 의무화(20~)	·국내/외 주식, 및 채권 위탁 운용사 선정시, 책임투자요소 고려방안 마련(21), 시행(22) ·모니터링 결과 등 반영한 평가방안 마련(22), 시행(23)

자료: 국민연금, 하이투자증권

표29. 국민연금 책임투자 활성화 로드맵[안]

구분	AS-IS		TO-BE		
			'19.下	'20	'21~'23
3. 책임투자 활성화 기반 조성	책임 투자 원칙 등 제정	·국민연금법 ·기금운용지침(제17조) ·수탁자책임활동에 관한 지침 가이드라인	·책임투자원칙 제정 및 기금운용지침에 반영 ·수탁자책임활동 지침에 책임투자 관련 사항 반영	·국내주식 E,S 관련 중점관리사안 신설에 관련 수탁자책임 활동 가이드라인 개정	
	책임 투자 담당 조직의 역량 강화	·PRI 가입('09.6월) 및 컨퍼런스 참석 ·ACGA, ICGN 가입, 컨퍼런스 참석	·주주간 협의회 참여	·책임투자 관련 해외 이니셔티브 추가 참여 검토 ·해외 증권사 주관 컨퍼런스 등 참석	·해외 사무소 책임투자 인력 파견 및 확대 (21)
	ESG 공시 등	·국민연금기금 연차 보고서에 관련사항 공개	·해외 연기금 책임투자 보고서 발간 사례 조사	·국민연금기금 연차보고서에 책임투자 및 주주권 행사 관련 확대 개편	·자본시장 참여자(운용사, 증권사) ESG 고려 활성화 유도 적용 (22) ·국민연금기금 책임투자 연차 보고서 별도 발간 검토 추진
	ESG 평가 체계 개선	·국내 주식 ESG 정기 평가(연2회) ·ESG 평가모형 개선(연1회) ·컨트로버셜 이슈 모니터링		·ESG평가체계 개선(E,S중점 관리사안 추가 선정 검토와 연계) ·해외주식 관련 ESG 리서치 기관선정 검토	

자료: 국민연금, 하이투자증권

표30. 주요국 ESG 정보공개제도 도입 현황

국가	정부도입 공개제도	비정부기구도입 공개제도	연기금 ESG공시의무	스튜어드십코드 도입
미국	E	ESG	X	O
중국	G	ESG	X	X
일본	E	ESG	X	O
독일	ESG	ESG	O	O
영국	ESG	ESG	O	O
프랑스	ESG	ESG	O	X
캐나다	ESG	ESG	O	O
호주	ESG	ESG	O	O
네덜란드	ESG	ESG	O	O
노르웨이	ESG	ESG	O	X

자료: 한국사회책임투자포럼, 하이투자증권

IV. 한한령(限韓令) 녹아 내리면서 봄이 온다

1. 한한령 해소 국면으로 전환되는 계기는 왕이 국무위원 방한에 이어 시진핑 주석 방한 공식화

지난 2016 년 7 월 사드 배치가 확정되자 한한령(限韓令)이란 이름의 비공식적 한류 제재 조치가 가시화되었다. 중국은 정부 차원에서 공식적으로 인정하지는 않지만 자국 내 단체관광객의 한국 방문을 막거나 자국 내에서 한국산 콘텐츠나 한국 연예인이 출연하는 광고 송출을 금지하는 등 보복 조치를 취해왔다.

그러나 최근 한국과 중국의 관계가 조금씩 개선되는 조짐이 곳곳에서 나타나고 있다.

지난 10 월 리커창 중국 총리가 삼성전자 시안공장을 방문하였는데, 이는 중국 공산당 지도부가 나서 양국의 협력을 모색했다는 점에서 의미가 있을 뿐만 아니라 한중관계의 전환점이 될 수도 있을 것이다. 또한 지난 10 월 사드사태 이후 끊겼던 한국과 중국의 국방전략대화가 5 년 만에 재개되었으며, 한류스타의 중국에서 열린 행사 참석 및 한중 합작 드라마영화 7 개 작품도 내년 방영이 확정되었다.

지난 11 월에는 중국 상하이의 홈쇼핑 채널 동팡쇼핑은 삼성전자 TV, 냉장고 등 가전과 더불어 김, 유자차 등 식품, 화장품과 샴푸 등 이례적으로 한국 상품 특별전을 방송하였다.

무엇보다 왕이 중국 외교담당 국무위원 겸 외교부장이 이번달 4~5 일 한국을 공식 방문할 예정이다. 양자 차원에서 이뤄지는 이번 방문은 2014 년 5 월 이후 5 년 6 개월여만으로, 양국관계가 사드 갈등을 딛고 정상화로 향하고 있음을 상징적으로 보여주고 있다.

왕 위원의 방한으로 이번달 하순 중국에서 개최되는 한·중·일 정상회의 일정을 조율하고 무엇보다 시진핑 중국 국가주석의 방한 문제를 집중적으로 논의할 것으로 보인다.

이에 따라 한한령 해소 국면으로 전환되는 계기는 왕이 국무위원 방한에 이어 시진핑 주석 방한 공식화가 될 것이다.

2. 한국 단체 관광 허용 된다면 한한령 완전 해소를 의미

지난 2016 년 중국 화장품 유통기업인 아오란그룹의 임직원 6,000 여명이 포상관광차 한국을 찾았는데, 이는 단일 단체 관광객으로는 역대 최대 규모였다. 그러나 이듬해 사드사태로 중국 정부가 한한령(限韓令)을 내리면서 중국 포상관광객은 급감하였다.

한국관광공사에서 지원하는 기업회의/인센티브 등을 통하여 방한한 중국 포상 단체 관광객 수는 12 만 4,310 명이 방문한 2016 년 최대치를 기록하였으나 한한령 이후 1 만 7,293 명으로 확 줄었다. 중국 정부가 한국 단체관광을 금지하면서 한국 방문이 까다로워졌기 때문이다.

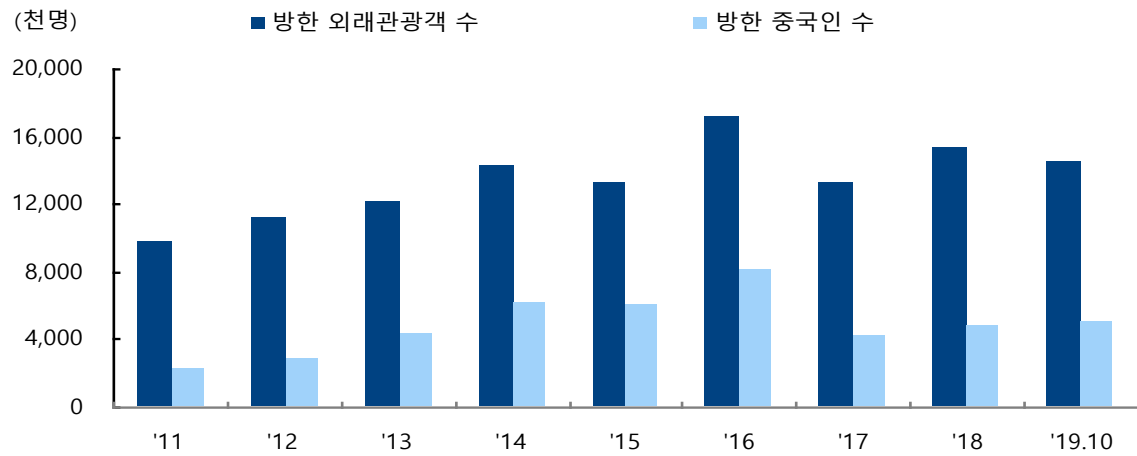
한동안 자취를 감췄던 이들이 변화의 조짐이 나타나기 시작한 건 올해부터다. 올해 2 월 신생활기업 소속 1,200 명이, 지난 3 월엔 예자이차이나 2,500 명이 한국을 방문하였다. 이어 지난 6 월엔 익성한참화장품회사 임직원 2,500 명이, 지난 9 월엔 엔루위의약과기회사 3,000 명이 한달 입국하였다. 이러한 결과 올해 10 월 누적으로 9 만 122 명으로 전년 대비 125% 증가하였으며, 이들의 방한 건수는 439 건으로 29% 늘었다.

최근 포상 단체 관광객이 증가하는 것은 중국 정부가 한국 단체관광을 어느 정도 용인해주고 있다고 판단된다. 중국 포상 단체 관광객은 내년에도 대거 입국할 예정이다. 즉, 내년 2 월엔 일용당 임직원 8,000 여명이 한국을 찾을 예정인데, 한한령 이전 최대였던 아오란그룹 6,000 명을 뛰어넘는 역대 최대 규모다.

여러가지 한한령 완화 조짐은 보이고 있지만 한한령 완전 해소를 우리가 확실하게 인지할 수 것은 중국의 한국 단체 관광객 허용이다.

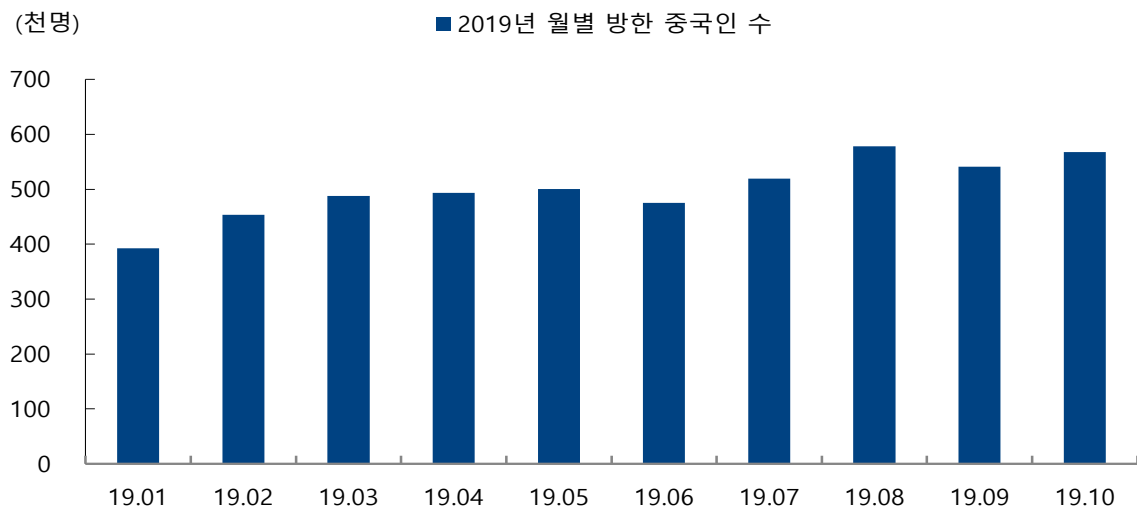
따라서 시진핑 주석의 방한이 공식화 되면서 중국의 한국 단체 관광객 허용이 이루어 진다면 그 동안 한한령으로 피해를 보았던 게임, 드라마 제작사 등 콘텐츠 업체, 숙박업체, 화장품 및 면세점 업체 등에 손해가 예상된다.

그림17. 전체 방한 외래관광객 수 추이와 방한 중국인 수 추이 비교



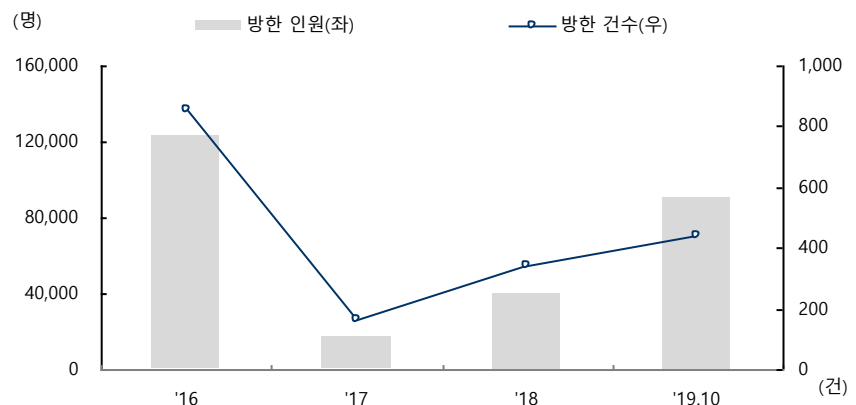
자료: 한국관광공사, 하이투자증권

그림18. 2019년 월별 방한 중국인 수 추이



자료: 한국관광공사, 하이투자증권

그림19. 한국관광공사에서 지원하는 기업회의/인센티브 등을 통하여 방한한 중국 포상 단체 관광객 추이



자료: 한국관광공사, 하이투자증권

기업 분석

V. 庚子年 BSC 관련 유망주

61

비즈니스 모델(B)	#61	레이(228670) 아톤(158430) 고영(098460) 대원(007680) 덱스터(206560) 인텔리안테크(189300) 오스템임플란트(048260) 코텍(052330) 에스티아이(039440) 알서포트(131370)
사회책임투자(S)	#120	SK(034730)
중국(C)	#126	팬엔터테인먼트(068050) 서부 T&D(006730)

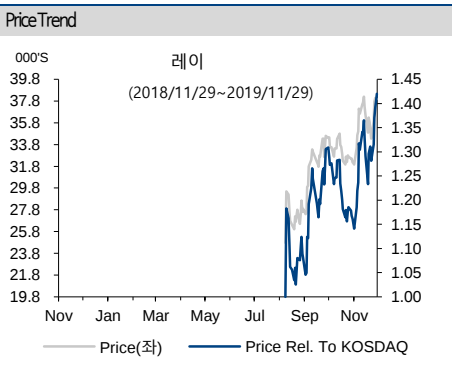
레이 (228670)

NR

액면가	500 원
증가(2019/11/29)	38,000 원

Stock Indicator	
자본금	28십억원
발행주식수	665만주
시가총액	253십억원
외국인지분율	6.9%
52 주 증가	24,750~38,200 원
60 일평균거래량	133,761 주
60 일평균거래대금	4.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.8	37.5	53.3	53.3
상대수익률	19.5	30.7	60.8	61.3



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	33	52	72	91
영업이익(십억원)	2	6	14	21
순이익(십억원)	1	5	12	18
EPS(원)	216	960	1,819	2,706
BPS(원)				
PER(배)	-	-	20.9	14.0
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]
이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com
김관효 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

치과의 디지털 트랜스포메이션

치과용 디지털 진단시스템 및 치료솔루션 전문기업

디지털 트랜스포메이션 환경하에서 치과용 디지털 치료솔루션이 매출 성장 동력

치과용 디지털 치료솔루션은 치과에서 환자의 치아 영상을 통하여 진단 및 치료계획 등을 수립한 이후 쉽고 간편하게 직접 인공지능 기반 CAD 작업을 진행하면서 임시치아, 임플란트 수술가이드, 교정 모델 등을 3D 프린터로 출력하는 등 디지털화된 워크플로우(Work-flow)를 통합적으로 수행할 수 있다. 이러한 디지털 치료솔루션 등을 통하여 환자 및 의사의 시간과 비용을 절약해 줄 뿐만 아니라, 복잡하고 어려운 치료 및 수술을 성공할 수 있도록 치과 의사에게 도움을 제공한다.

동사는 X-ray 진단부터 CAD, 3D 프린터까지 디지털 치료솔루션을 지원하는 제품 라인업을 구축하고 있으며 이러한 디지털 치료솔루션이 동사의 매출성장을 이끌고 있다. 즉, 디지털 치료솔루션 매출이 2017 년 20 억원, 2018 년 181 억원으로 성장하였으며, 올해 상반기에만 170 억원의 매출을 달성하였다.

동사의 가장 큰 매출처인 중국에서 뿐만 아니라 인도 등 신흥국시장에서의 성장 등으로 향후에도 매출성장이 가속화 될 것으로 예상된다.

3D 프린터를 활용한 신규사업 등으로 퀀텀점프 할 수 있는 성장동력 가시화 될 듯

현재의 디지털 치과술은 3 차원 영상을 이용해 CAD/CAM을 하는 수준까지 발전하였다. 그러나 모델 오차, 스캔 오차 등으로 인하여 임시치아까지는 가능하나 영구치 제작에는 한계가 있다. 이러한 한계를 극복하기 위하여 동사는 50 μ m 이하 수준의 데이터 확보를 통하여 3D 프린터로 영구치와 같은 보철물을 향후에 제작할 예정이다. 또한 3D 프린터로 직접 출력하는 투명교정장치 제작도 계획하고 있다.

궁극적으로는 3D 프린터를 통하여 치과 내에서 만들기 힘든 영구치를 제작하고, 투명교정장치까지 몇 십분 만에 제작할 수 있는 치과의 디지털 트랜스포메이션 환경을 만드는 것이다. 이로 인하여 동사는 퀀텀점프 할 수 있는 성장동력이 가시화 될 수 있을 것이다.

디지털 관련 성장동력 가속화 될 듯

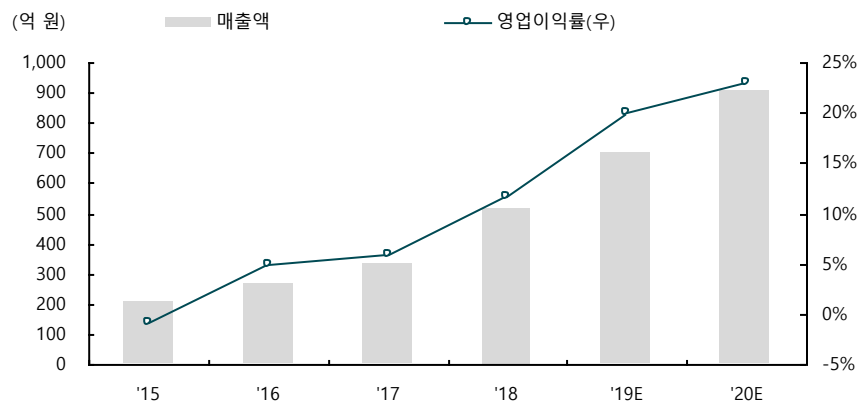
동사의 주가는 올해 및 내년 예상 실적기준으로 각각 PER 20.9 배, PER 14.0 배에 거래되고 있다. 디지털 트랜스포메이션 환경하에서 치과용 디지털 치료솔루션이 동사 매출 성장을 이끌 것으로 예상될 뿐만 아니라 영구치 및 투명교정장치 제작 등이 성장동력을 가속화 시킬 수 있을 것이다.

표31. 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2015	205	-2	-2	2	2	47	-
2016	265	13	16	17	17	341	-
2017	329	19	10	12	12	216	-
2018	515	60	62	53	53	960	-
2019E	720	140	145	121	121	1,819	20.9
2020E	910	210	215	180	180	2,706	14.0

자료: 레이, 하이투자증권

그림20. 레이 실적 추이 및 전망



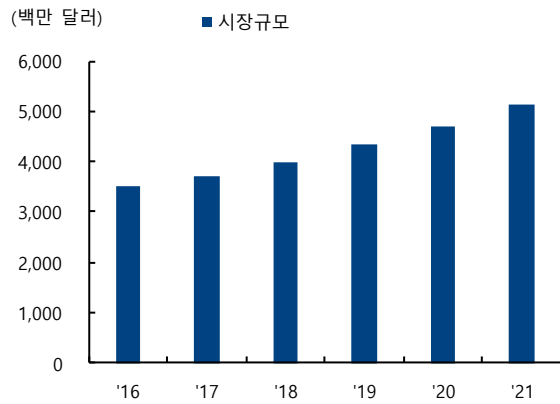
자료: 레이, 하이투자증권

그림21. 단순 치료 환경에서 디지털 중심 치료 활성화, 인공지능 기반 솔루션으로 이동



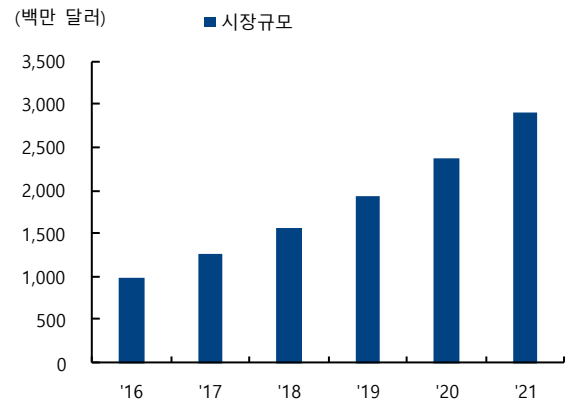
자료: 레이, 하이투자증권

그림22. 디지털 진단시스템 시장규모 추이



자료: Global Dental Radiography Consumption 2016 Market Research Report, QY Research, Zion Market Research 2017, 하이투자증권

그림23. 디지털 치료솔루션 시장규모 추이



자료: SmartTech Markets Publishing 3D Printing in Dentistry 2015, Dental CAD/CAM TechNavio Analysis, 하이투자증권

표32. 레이 사업부문별 제품 라인업

분류			제품 라인업
디지털 치료솔루션 사업	디지털 토탈 솔루션	X-ray 진단부터 캐드, 3D 프린팅까지 한번에 지원하는 디지털 치료솔루션 스마일 디자인, 수술 가이드, 교정기, 임치치아 등을 치과 병원에서 직접 손쉽게 제작하여 사용 가능	- RAYSCAN Studio (Digital impression scan, Face scan, CT scan 가능) - RAYDENT Solution (치과용 3D 프린터, 캐드 등) - RAYSCAN (Object scan 기능 탑재) - RAYDENT Microscan
	3D프린팅 솔루션	3D프린터, 후경화기, 캐드, 레진 등 단독 판매	- RAYDENT Studio
	기타 용역 (SW 솔루션)	헬스 IT 솔루션	- My Health Diary - Mylab
디지털 진단시스템 사업	2D	Pano, Ceph Kit	- RAYSCAN α - RAYSCAN α+ - RAYSCAN m+
	3D	CT	
	구강내 촬영	구강용 센서(IOS)	- RIOScan
		구강용 디지털 필름 스캐너 (IPS:이미지 플레이트 스캐너)	- RIOSensor
	기타		- CS 부품 등 - Phantom 등
상품	(치과용) 의료기기 및 재료		- 포터블 X-ray 등 단독 판매

자료: 레이, 하이투자증권

그림24. 진단에서 치료로 이어지는 토탈 솔루션 구축



자료: 레이, 하이투자증권

그림25. 진단부터 캐드, 3D Printing 그리고 치료까지 한 번에 이어지는 디지털 치료솔루션



자료: 레이, 하이투자증권

그림26. 영구치 제작을 통해 Fully Digital Dentistry 실현

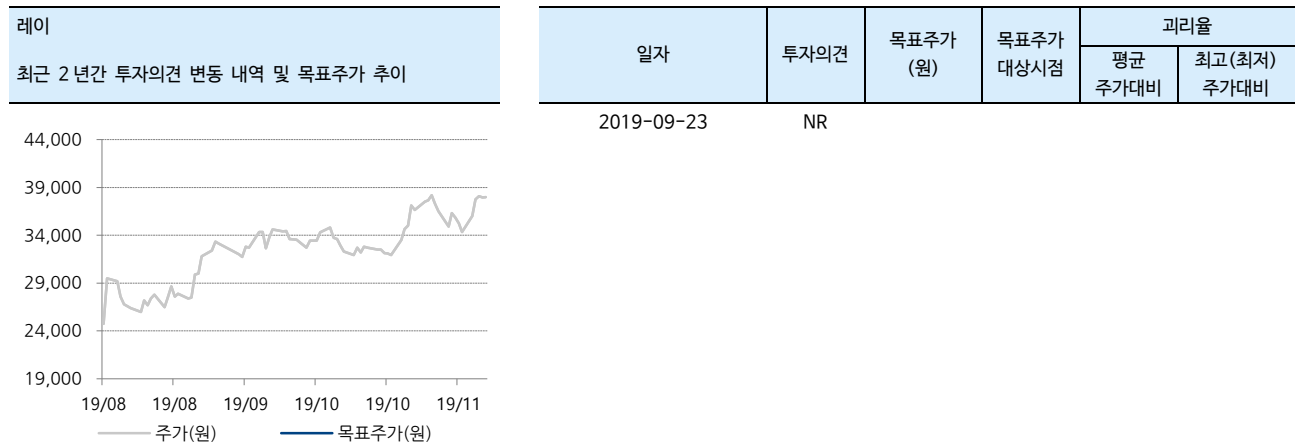
3D Printing을 통한 영구치 제작 기술



임플란트 구조와 레이의 영구치 제작 영역



자료: 레이, 하이투자증권



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.2%	8.8%	-

아톤 (158430)

NR

액면가	500 원
종가(2019/11/29)	42,550 원

Stock Indicator	
자본금	2 십억원
발행주식수	409만주
시가총액	174 십억원
외국인지분율	0.9%
52 주 주가	37,900~48,600 원
60 일평균거래량	214,448 주
60 일평균거래대금	9.3 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.7	-0.7	-0.7	-0.7
상대수익률	5.5	-6.3	7.8	8.3



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	24	28	37	51
영업이익(십억원)	1	4	7	11
순이익(십억원)	1	4	6	10
EPS(원)	230	1,305	1,394	2,301
BPS(원)				
PER(배)	-	-	30.5	18.5
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]
이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com
김관호 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

보안솔루션이 안전과 편리함을 증대시킴

핀테크 보안 솔루션 및 플랫폼 전문업체

동사는 지난 1999년 설립되어 핀테크 보안 및 플랫폼 서비스와 더불어 스마트금융 등 용역 제공 및 티머니 솔루션 관련 제품을 공급하는 사업을 영위하고 있다. 핀테크 보안 솔루션 측면에서는 보안매체(Secure Element)를 기반으로 모바일 OTP, 사설인증서 등을 통해 고객이 숫자 6 자리의 PIN 또는 지문 인증만으로도 간편하게 금융 서비스를 이용할 수 있도록 하는 소프트웨어를 공급한다.

또한 핀테크 플랫폼 측면에서는 SK 텔레콤/KT/LG 유플러스의 휴대폰 인증 플랫폼 PASS를 중심으로 이루어지고 있다.

올해 상반기 기준으로 매출 비중을 살펴보면, 핀테크 보안 솔루션 43.3%, 티머니 솔루션 18.9%, 스마트금융 16.3%, 핀테크 플랫폼 11.2%, 기타 10.3% 등이다.

모바일 핀테크 증가되는 환경하에서 고객사 확대로 매출 성장하면서 수익성 개선될 듯

시중은행 영업점 수의 감소, 국내 모바일뱅킹 이용자 수의 증가 등 모바일 채널 중심으로 금융환경이 변화되고 있어서 모바일 시장을 기반으로 한 핀테크 보안 솔루션 시장의 성장성은 향후 가속화 될 것으로 예상된다.

동사의 핵심기술은 스마트폰 내 특수 보안 공간을 통해 높은 보안 환경을 구축하여 별도 기기 없이도 강력한 보안 수준을 달성하는 것이다. 이에 따라 핀테크 서비스의 중요 인증 절차를 보안매체(Secure Element)에서 독립적으로 관리 및 실행할 수 있게 되었다. 즉, OTP를 스마트폰에 소프트웨어로 담았지만, 인증된 거래만 특수한 공간에서 이뤄지도록 한다는 개념이다. 무엇보다 동사 보안솔루션을 제공한 앱에 고객이 신규 가입하거나, 기존 고객이 기기를 교체하거나, 일정 기간이 경과할 경우 라이선스비를 받기 때문에 매출상승이 이익증가로 이어지는 구조이다.

모바일 핀테크가 증가되는 환경하에서 대형 은행 고객사 판매 레퍼런스를 기반으로 중소형 은행, 증권사 등 금융 부문 고객사 뿐만 아니라 다양한 IT 기업 등으로 고객 기반을 넓혀 나가면서 매출 성장이 예상된다.

PASS를 기반으로 핀테크 플랫폼 사업 확대될 듯

PASS는 국내 이동통신 3사가 공동의 브랜드를 통해 제공하고 있는 사설 전자인증 서비스로, 현재 동사는 3개 통신사가 제공하는 PASS 인증서 서비스 사업자이다. PASS 인증서는 4월 25일 출시 5개월 만에 500만 가입자를 돌파하였다.

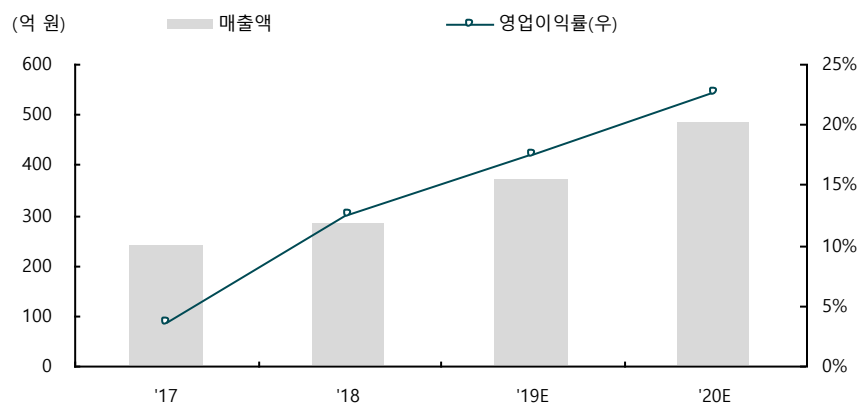
또한 동사는 LG 유플러스 PASS 운영사로서 PASS 서비스를 설계하기 때문에 향후 다양한 부가서비스 등을 선보이면서 핀테크 플랫폼 사업을 확대할 예정이다.

표33. 아톤 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2017	238	9	6	6	6	230	-
2018	280	35	33	41	40	1,305	-
2019E	370	65	67	58	57	1,394	30.5
2020E	485	110	112	98	97	2,301	18.5

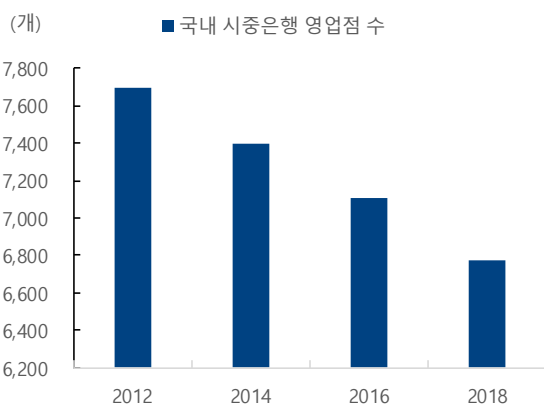
자료: 아톤, 하이투자증권

그림27. 아톤 실적 추이 및 전망



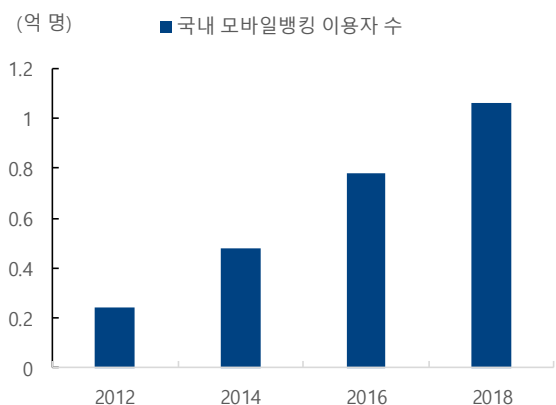
자료: 아톤, 하이투자증권

그림28. 국내 시중은행 영업점 수 추이



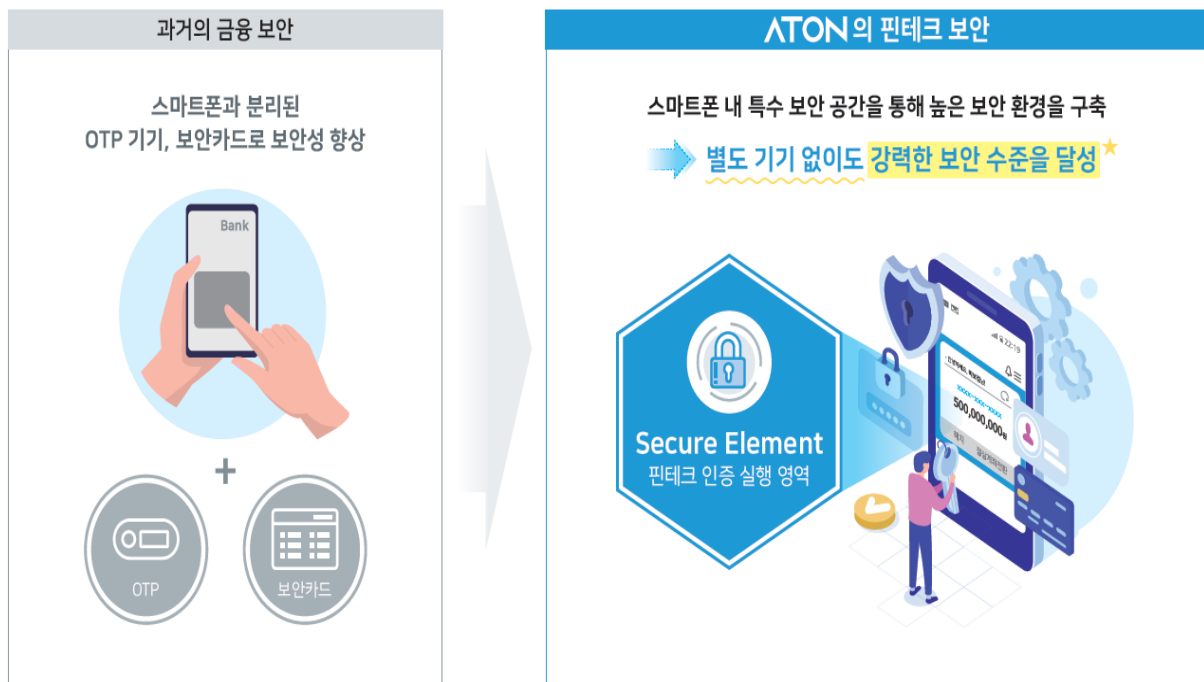
자료: 금융감독원, 한국은행, 하이투자증권

그림29. 국내 모바일뱅킹 이용자 수 추이



자료: 금융감독원, 한국은행, 하이투자증권

그림30. 아톤의 핀테크 보안



자료: 아톤, 하이투자증권

표34. 일반적인 보안 서비스와의 비교

일반적인 보안 서비스		ATON의 핀테크 보안
일반 실행 영역에서 핀테크 서비스를 실행	보안방식	핀테크 서비스의 중요 인증 절차를 Secure Element 에서 독립적으로 관리 및 실행
-핀테크 서비스를 일반 어플리케이션과 동일 영역에서 실행	특징	-핀테크 서비스를 일반 어플리케이션과 하드웨어 혹은 소프트웨어적으로 분리하여 실행
-허가되지 않은 권한 획득으로 악의적인 접근, 정보 탈취 가능		-악의적 접근 및 중요 정보 탈취를 원천적 차단
공인인증서, OTP·보안카드, ARS·SMS 휴대폰 인증	인증방식	PIN번호 또는 지문 인증 (정책적으로 홍채, 안면 인식 지원 가능)
일 1천만 원~5억원	월 이체 한도	일 5천만 원~5억 원

자료: 아톤, 하이투자증권

그림31. 핀테크 보안 솔루션 Revenue Stream



자료: 아톤, 하이투자증권

표35. 아톤 제품 적용 주요 사례

고객	서비스명	당사제품명	사업 구분	비고
신한은행	모바일OTP	ATON mOTP	핀테크보안솔루션	이체 시 추가인증 수단으로 활용 (최대 이체한도 일 5억원 지원)
NH농협은행	모바일OTP	ATON mOTP	핀테크보안솔루션	이체 시 추가인증 수단으로 활용 (최대 이체한도 일 5억원 지원)
KB국민은행	KB든든간편인증	ATON mPKI	핀테크보안솔루션	PIN번호만으로 입출금 통장 개설, 상품 가입, 이체 등 전 금융서비스 지원
IBK기업은행	모바일인증서	ATON mPKI	핀테크보안솔루션	전 금융서비스의 전자서명(공인인증서)을 PIN번호 또는 지문만으로 대체 추가인증 수단 없이 최대 이체한도 일 5천만원 지원
통신3사(SK텔레콤, KT, LG유플러스)	PASS인증서	ATON mPKI	핀테크플랫폼	복수의 금융기관의 전자서명을 PASS 서비스를 통해 PIN번호 또는 지문만으로 대체

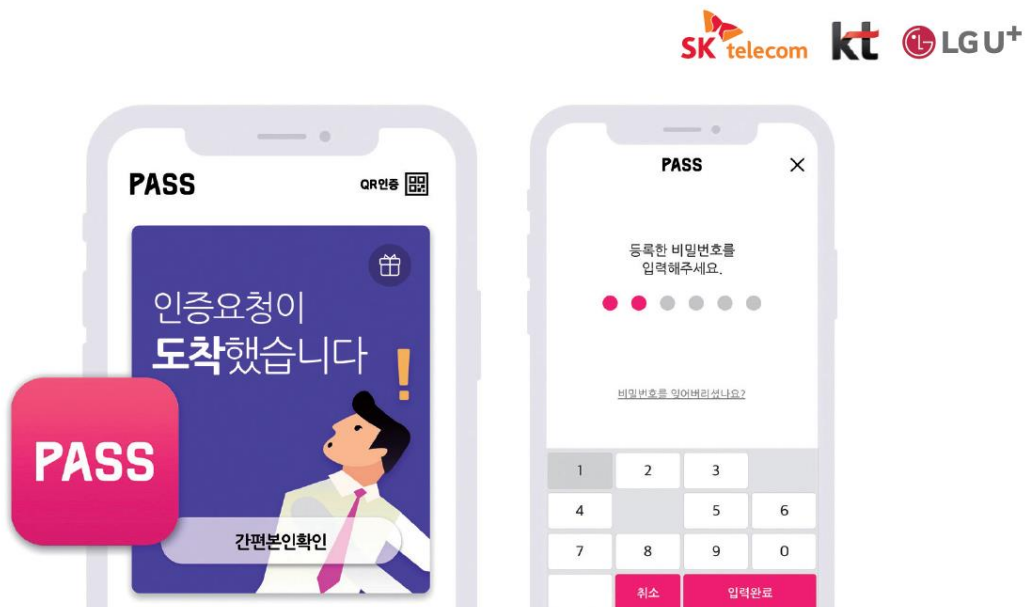
자료: 아톤, 하이투자증권

그림32. 아톤의 핀테크 보안 솔루션 고객



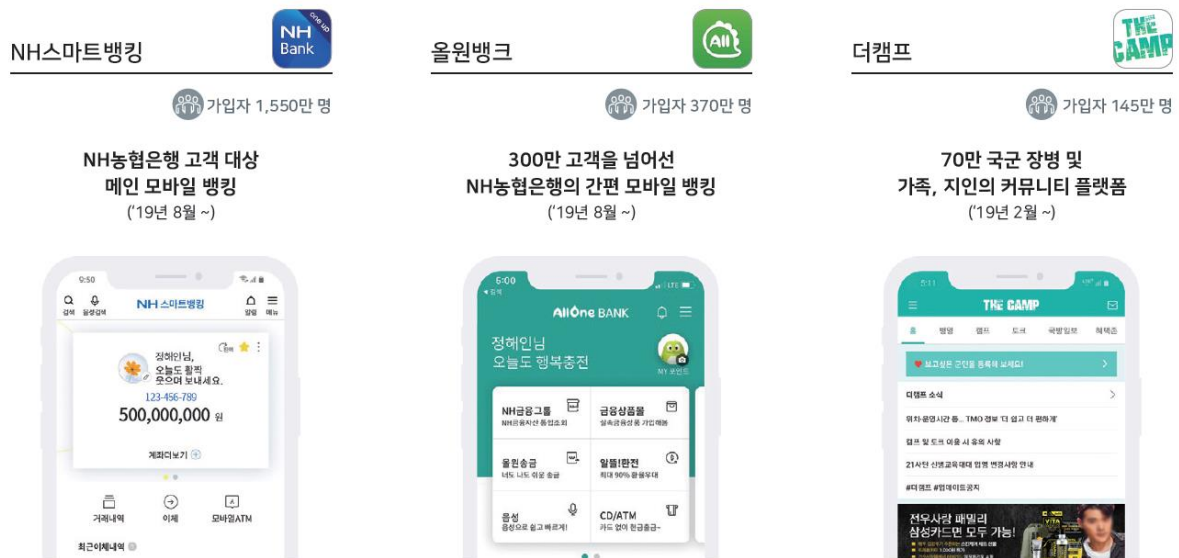
자료: 아톤, 하이투자증권

그림33. PASS 인증서



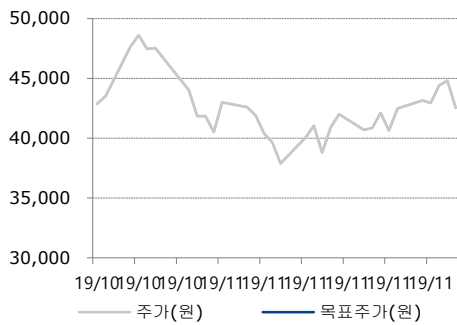
자료: 아톤, 하이투자증권

그림34. 신규 플랫폼으로의 사업 확대



자료: 아톤, 하이투자증권

아톤
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-11-18

NR

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.2%	8.8%	-

고영 (098460)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	125,000 원(유지)
증가(2019/11/29)	100,200 원
상승여력	24.8 %

Stock Indicator	
자본금	7 십억원
발행주식수	1,370 만주
시가총액	1,373 십억원
외국인지분율	61.6%
52 주 주가	74,100~102,100 원
60 일평균거래량	52,071 주

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.6	28.3	10.6	22.1
상대수익률	11.5	22.7	19.1	31.1



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	238	237	266	300
영업이익(십억원)	46	41	52	60
순이익(십억원)	42	40	46	54
EPS(원)	3,091	2,957	3,387	3,971
BPS(원)	16,501	18,804	21,551	24,882
PER(배)	26.7	33.9	29.6	25.2
PBR(배)	5.0	5.3	4.6	4.0
ROE(%)	21.9	16.8	16.8	17.1
배당수익률(%)	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	20.3	27.4	21.7	18.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]
이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com
김관효 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

실적 바닥 통과 시그널 ⇒ 주가 상승

올해 3 분기 실적 중국향 매출 증가 및 영업이익의 바닥수준 통과 확인 긍정적

올해 3 분기 동안 실적은 K-IFRS 연결기준 매출액 629 억원(YoY -1.8%, QoQ +3.4%), 영업이익 108 억원(YoY -22.8%, QoQ -2.0%)으로 매출액은 견조 하였으나 영업이익은 시장 컨센서스를 하회하였다.

매출액의 경우 지난해 4 분기부터 매출 부진의 주요 요인으로 작용한 중국 모바일향 매출액이 빠르게 회복되면서 3 분기 중국향 매출액은 약 210 억원 수준으로 분기 최대치를 기록하였다. 이는 계절적 성수기 및 스마트폰 수요 회복 등으로 고객사 주문들이 본격화 되었기 때문이다.

다만 지난해 매출액에서 30%로 가장 큰 비중을 차지한 자동차의 경우 수요 약화 등으로 부진한 흐름이 지속되고 있다.

한편, 영업이익의 경우는 신사업 및 신제품 관련 비용 등이 증가되는 환경하에서 매출액 증가가 미미하기 때문에 저조한 실적을 기록하였는데, 무엇보다 영업이익의 바닥수준이 통과되고 있다는 것이 확인 되었다는 측면에서는 긍정적이다.

올해 4 분기 매출 상승으로 영업이익 증가하면서 실적 반등할 듯

올해 4 분기 동안 K-IFRS 연결기준 매출액 655 억원(YoY +9.5%, QoQ +4.1%), 영업이익 121 억원(YoY +21.0%, QoQ +12.0%)으로 실적의 반등이 예상된다. 이는 기저효과와 환경하에서 성수기로 인한 매출 상승이 예상되기 때문이다.

무역분쟁 등 불확실성 완화로 내년 실적 턴어라운드 가시화 될 듯

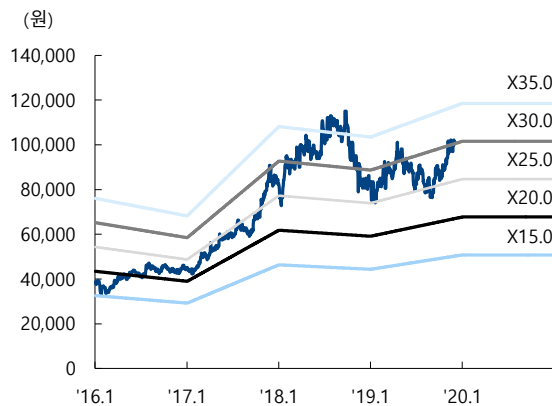
내년 실적의 경우 K-IFRS 연결기준 매출액 2,660 억원(YoY +12.2%), 영업이익 518 억원(YoY +27.6%)으로 실적 턴어라운드가 가시화 될 것으로 예상된다.

무엇보다 무역분쟁 등 불확실성이 완화되는 환경하에서 이연되었던 검사장비 관련 설비투자 재개가 매출 상승을 이끌 것으로 전망된다.

또한 기계가공제품의 외관을 검사하는 MOI 는 고객사를 확대하고 있어서 기타부문의 매출 성장이 기대된다.

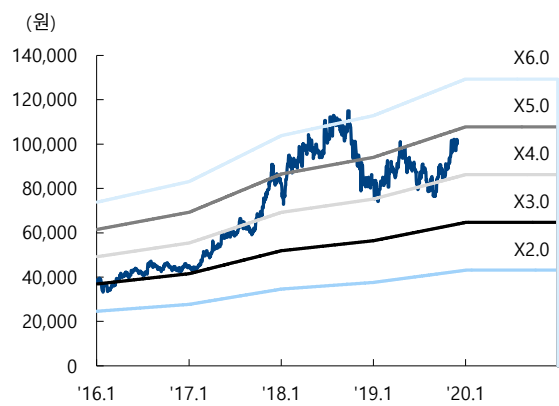
한편, 뇌수술용 의료로봇 관련 매출 가시화 등을 비롯하여 글로벌 의료시장에 진출하기 위하여 향후 중국 CFDA 및 미국 FDA 승인 등을 추진할 것으로 예상됨에 따라 성장성 등이 가시화 될 수 있을 것이다.

그림35. 고영 PER 밴드



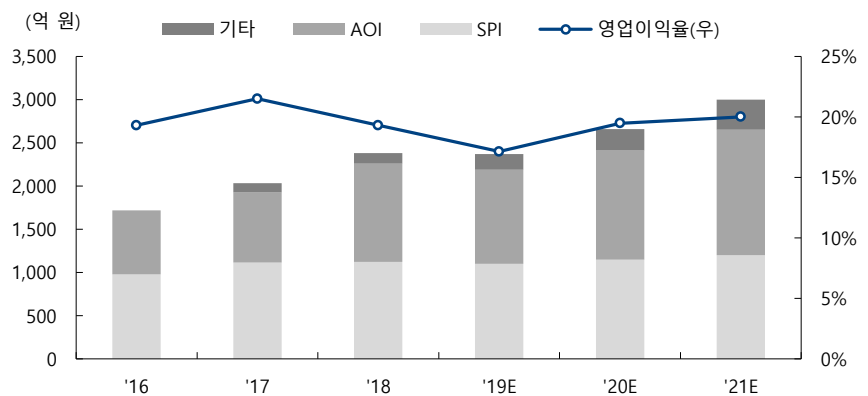
자료: 고영, 하이투자증권

그림36. 고영 PBR 밴드



자료: 고영, 하이투자증권

그림37. 고영 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



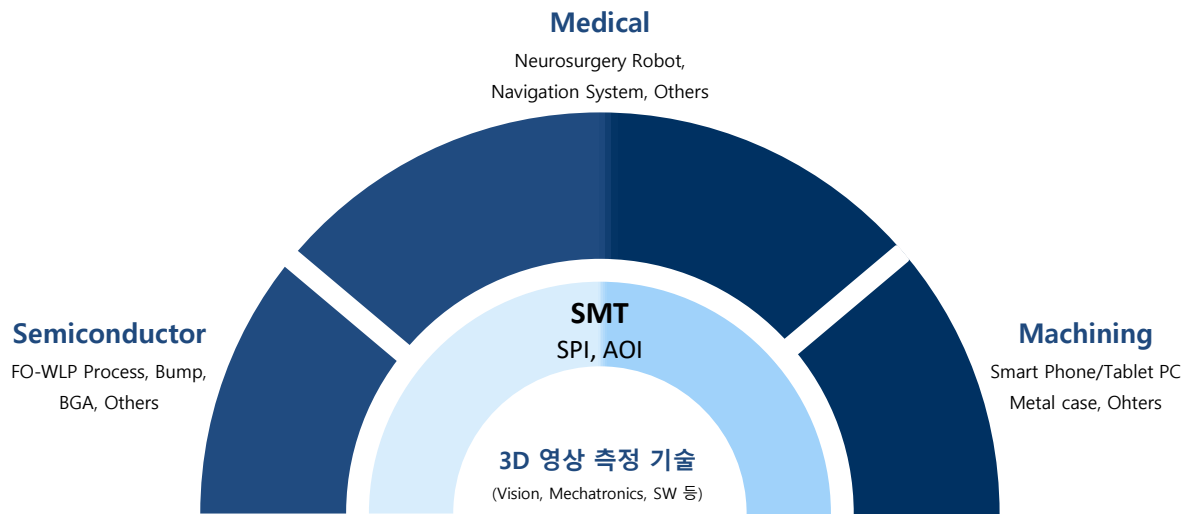
자료: 고영, 하이투자증권

그림38. 전자제품 조립 공정에 투입되는 고영의 주요 장비



자료: 고영, 하이투자증권

그림39. 고영 성장동력



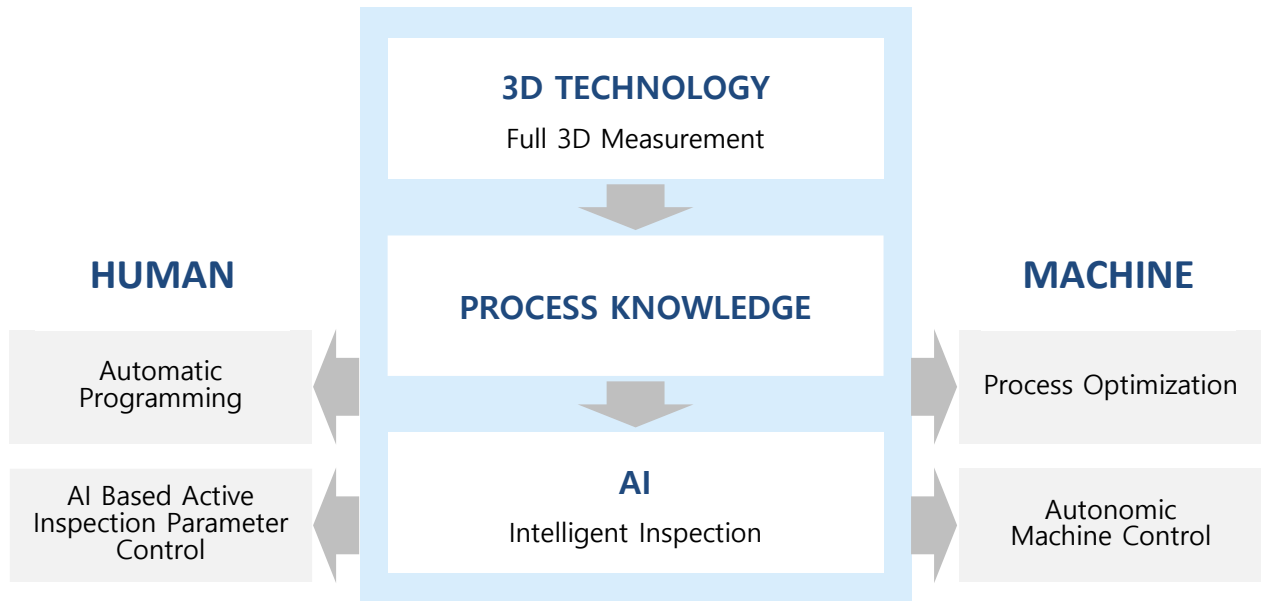
자료: 고영, 하이투자증권

그림40. 고영 뇌수술용 의료로봇



자료: 고영, 하이투자증권

그림41. 4차 산업혁명 및 스마트 팩토리를 실현하기 위해 필요한 3D 측정 데이터 기반의 AI 솔루션 개발



자료: 고영, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	228	266	309	359
현금 및 현금성자산	23	67	100	136
단기금융자산	85	88	86	83
매출채권	86	83	88	99
재고자산	31	26	33	40
비유동자산	51	45	42	40
유형자산	33	31	29	27
무형자산	5	3	2	1
자산총계	279	311	351	399
유동부채	40	41	43	46
매입채무	16	16	18	20
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	13	13	13	13
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	53	54	56	58
자배주주지분	226	258	295	341
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	40	40	40	40
이익잉여금	190	221	259	305
기타자본항목	-10	-10	-10	-10
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	226	258	295	341

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	238	237	266	300
증가율(%)	17.1	-0.5	12.2	12.8
매출원가	89	93	101	108
매출총이익	149	144	165	192
판매비와관리비	103	104	113	132
연구개발비	30	30	33	38
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	46	41	52	60
증가율(%)	5.1	-11.6	27.5	15.9
영업이익률(%)	19.3	17.1	19.5	20.0
이자수익	1	2	2	2
이자비용	0	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	6	8	4	6
세전계속사업이익	53	51	58	68
법인세비용	10	10	12	14
세전계속이익률(%)	22.2	21.4	21.8	22.7
당기순이익	42	40	46	54
순이익률(%)	17.8	17.1	17.4	18.1
지배주주귀속 순이익	42	40	46	54
기타포괄이익	0	-	-	-
총포괄이익	42	40	46	54
지배주주귀속총포괄이익	42	40	46	54

현금흐름표

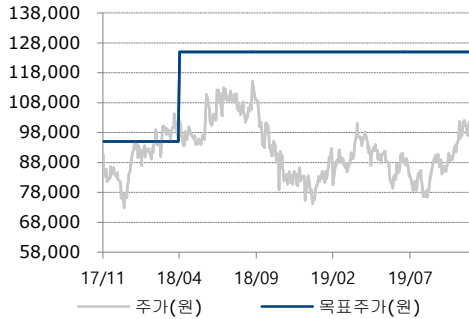
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	22	52	38	41
당기순이익	42	40	46	54
유형자산감가상각비	3	2	2	2
무형자산감가상각비	2	2	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-72	-1	3	3
유형자산의 처분(취득)	8	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	41	47	31	33
재무활동 현금흐름	27	-9	-9	-9
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-9	-9	-9	-9
현금및현금성자산의증감	-23	44	33	36
기초현금및현금성자산	46	23	67	100
기말현금및현금성자산	23	67	100	136

주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	3,091	2,957	3,387	3,971
BPS	16,501	18,804	21,551	24,882
CFPS	3,410	3,235	3,604	4,143
DPS	650	650	650	650
Valuation(배)				
PER	26.7	33.9	29.6	25.2
PBR	5.0	5.3	4.6	4.0
PCR	24.2	31.0	27.8	24.2
EV/EBITDA	20.3	27.4	21.7	18.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	21.9	16.8	16.8	17.1
EBITDA 이익률	21.1	18.8	20.6	20.8
부채비율	23.6	20.8	18.9	17.1
순부채비율	-47.9	-60.2	-62.9	-64.2
매출채권회전율(x)	3.0	2.8	3.1	3.2
재고자산회전율(x)	8.9	8.3	9.1	8.3

자료 : 고영, 하이투자증권 리서치본부

고영
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-30	Buy	125,000	1년	-26.3%	-8.0%
2019-09-17	Buy	125,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.2%	8.8%	-

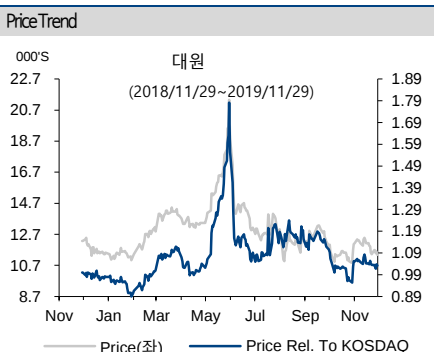
대원 (007680)

NR

액면가	500 원
종가(2019/11/29)	11,350 원

Stock Indicator	
자본금	5.5십억원
발행주식수	1,105만주
시가총액	125십억원
외국인지분율	1.2%
52 주 주가	10,850~21,350 원
60 일평균거래량	22,900주
60 일평균거래대금	0.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.1	-8.8	-42.1	-6.1
상대수익률	4.4	-16.8	-45.3	-4.9



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	270	333	263	288
영업이익(십억원)	23	29	10	22
순이익(십억원)	23	30	8	17
EPS(원)	2,249	2,723	561	1,187
BPS(원)				
PER(배)	4.8	4.2	20.2	9.6
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]
이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com
김관호 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

공유오피스 베트남으로 가자

자체분양 및 베트남 개발사업 등을 영위

동사는 주택분양 및 공공/민간 도급공사 등의 건설사업과 건축자재로 사용되는 창호/판넬(제조)사업 등을 영위하고 있다. 아파트 브랜드 칸타빌(Cantavil)을 앞세워 자체 주택건설시공을 지속적으로 확보하고 있다. 또한 2001 년 베트남 진출 이후 풍부한 프로젝트 실적과 경험을 바탕으로 신규 개발사업 등을 진행하고 있다.

올해 3 분기 누적 기준으로 매출 비중을 살펴보면, 분양 36.4%, 도급(건축) 34.5%, 도급(토목) 11.8%, 창호/판넬 7.3%, 기타 10.0% 등이다.

한편, 주주는 대원지주 42.2%를 비롯하여, 전영우 외 특수관계인 40.9%, 기타 16.9% 등으로 분포되어 있다.

베트남의 스타트업 붐과 창업 열풍 환경하에서 공유오피스 2 호점 내년 상반기에 오픈할 예정

공유오피스(Co-working space)는 다양한 분야에서 독립적인 작업을 하는 사람들이 한 공간에 모여 서로의 아이디어를 공유하며 의견을 나누는 협업 공간 또는 커뮤니티로 합리적이고 저렴한 가격으로 사무공간과 프린터, 팩스기 등의 사무기기를 공동으로 사용 가능하기 때문에 초기 비용 절약을 꾀하는 스타트업 종사자를 중심으로 수요가 발생하고 있다.

베트남은 매년 6%대를 상회하는 안정적인 경제성장률을 보이고 있으며, 이로 인한 외국인직접투자(FDI) 규모 및 신규기업 증가로 인하여 베트남 대도시의 오피스 공급률이 확대되고 있다. 무엇보다 2018 년 베트남 스타트업은 전년대비 3 배인 9 억 달러의 투자금을 유치하는 등 스타트업 붐과 창업 열풍 등으로 인하여 공유오피스 수요는 점차 커질 것으로 전망된다.

이러한 환경하에서 지난해 동사는 호찌민시에 퍼블릭 오피스(Publik Office)라는 공유오피스를 열었다. 이어서 1 호점 보다 큰 규모로 호찌민시에 퍼블릭 오피스 2 호점을 내년 상반기에 오픈하면서 공유오피스 사업이 본격화 될 것으로 예상된다.

한편, 동사는 베트남에서의 사업 인허가 등 노하우를 공유하면서 베트남에 진출하고자 하는 한국의 스타트업 등과 손을 잡고 동반자로서 성장할 계획이다. 현재 뷰티클리닉, 애플서비스사업, F&B 사업 등 소비재 부문에 진출하였다. 향후에는 베트남의 높은 교육열과 한국의 교육 프로그램을 접목한 국제학교 사업 관련 프로젝트에도 참여할 계획이다.

내년 실적 턴어라운드 가시화 될 듯

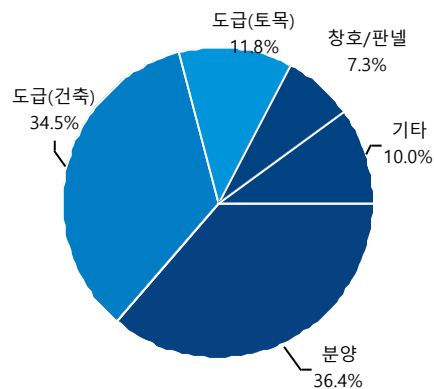
올해 하반기 수주를 바탕으로 내년 실적 턴어라운드가 가시화 될 것으로 예상된다. 특히 내년부터 자체사업 분양으로 관련 매출이 해를 거듭할수록 증가되면서 실적 턴어라운드의 기반이 마련 될 것이다. 무엇보다 다수의 베트남 개발 사업이 대기중에 있기 때문에 사업 전개시 매출이 점프업 할 수 있는 가능성이 높아질 수 있을 것이다.

표36. 대원 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2016	2,675	175	472	381	378	3,783	-
2017	2,700	231	333	236	228	2,249	4.8
2018	3,330	286	435	307	301	2,723	4.2
2019E	2,478	103	106	76	78	561	20.2
20120E	2,880	215	225	162	165	1,187	9.6

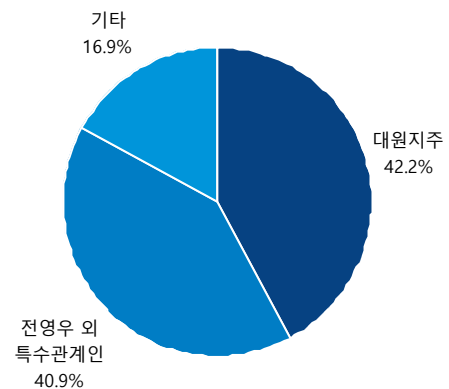
자료: 대원, 하이투자증권

그림42. 대원 매출 구성(2019년 3분기 누적 기준)



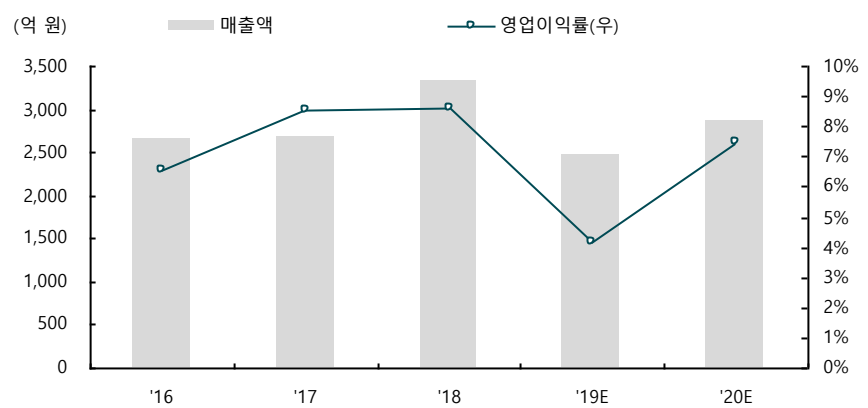
자료: 대원, 하이투자증권

그림43. 대원 주주 분포(2019년 9월 30일 기준)



자료: 대원, 하이투자증권

그림44. 대원 실적 추이 및 전망



자료: 대원, 하이투자증권

그림45. 완료된 베트남 개발 사업



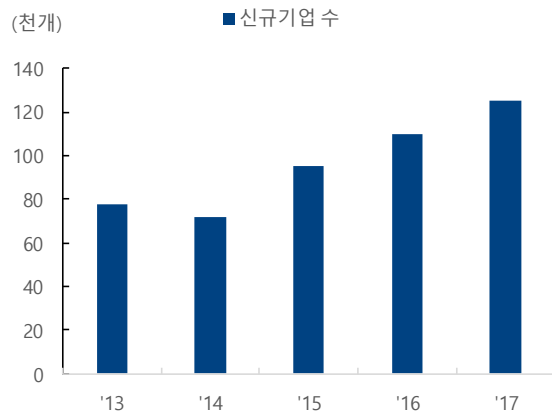
자료: 대원, 하이투자증권

그림46. 진행중인 베트남 개발 사업



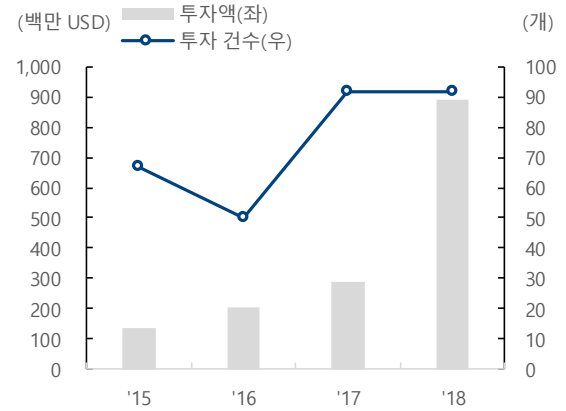
자료: 대원, 하이투자증권

그림47. 베트남 내 신규기업 등록 수 추이



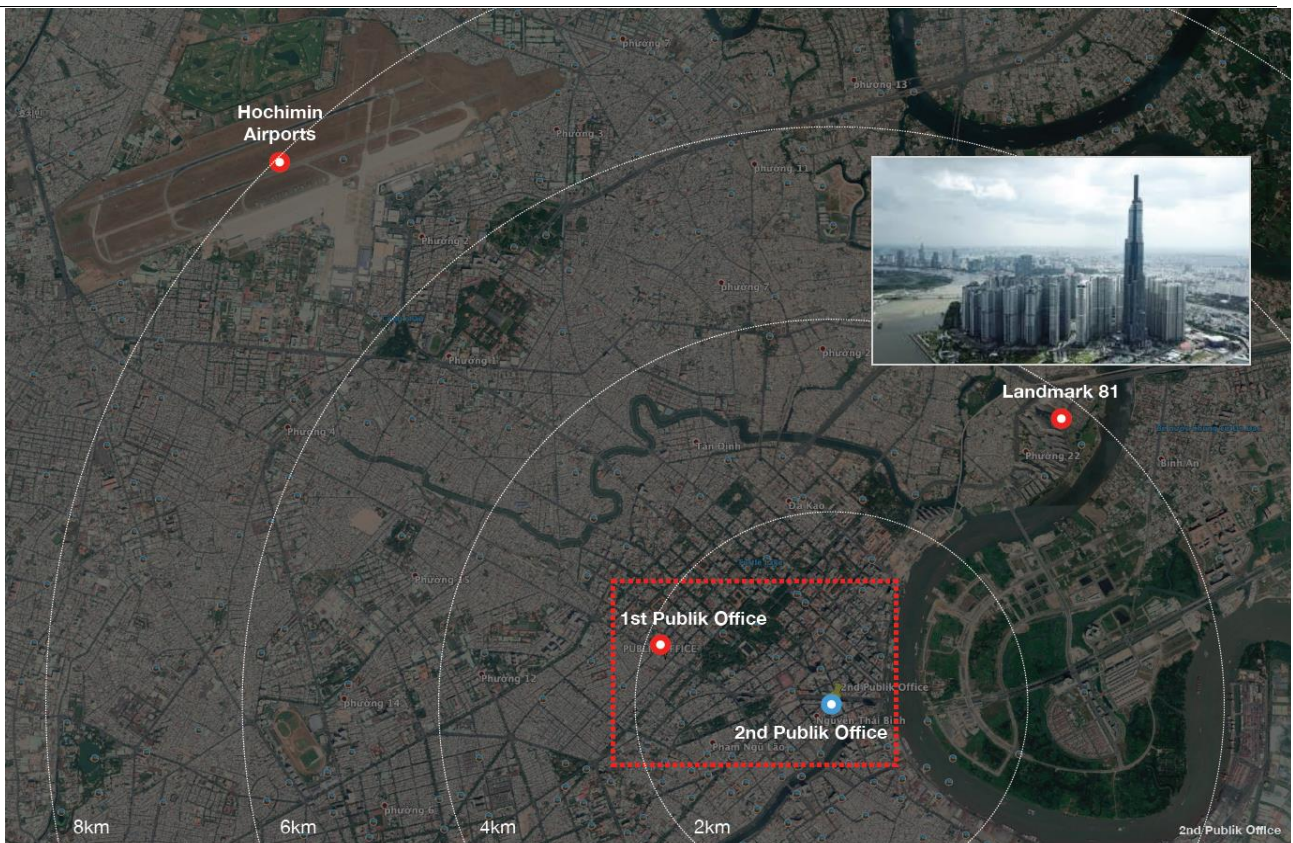
자료: 베트남 통계청, 하이투자증권

그림48. 베트남 스타트업 투자액 및 투자 건수 추이



자료: Topica Founder Institute, 하이투자증권

그림49. 호찌민시 Publik Office 1 호점 및 2 호점 위치



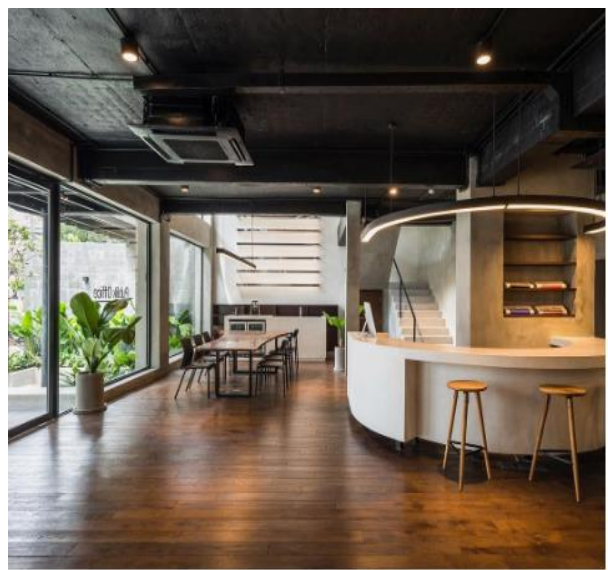
자료: 대원, 하이투자증권

그림50. Publik Office 1 호점 전경



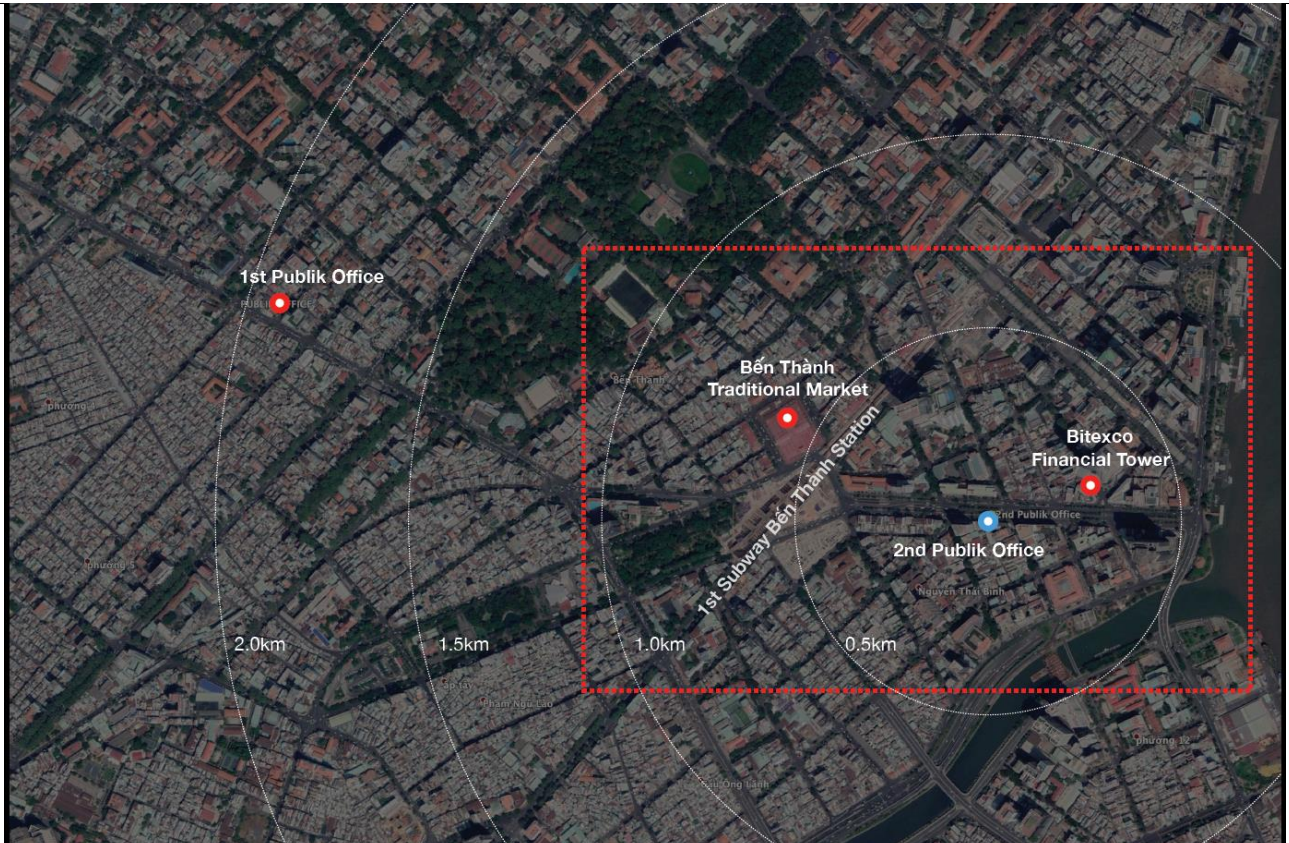
자료: 대원, 하이투자증권

그림51. Publik Office 1 호점 내부



자료: 대원, 하이투자증권

그림52. 호찌민시 Publik Office 2 호점 위치



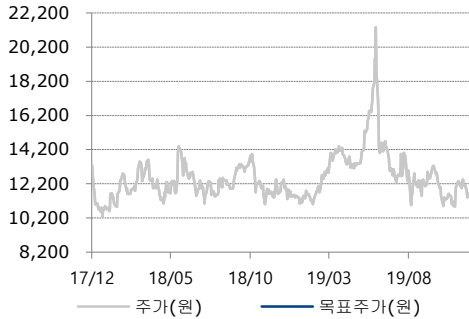
자료: 대원, 하이투자증권

표37. 호찌민시 Publik Office 2 호점 개요

주소		87 Ham Nghi, Nguyen Thai Binh ward, District 1, Ho Chi Minh City
전체면적		7,392m ²
층 수		B3~14F
토지 이용		CBD
층별 계획		B3~B1(주차장)
	렌탈 층수 (약 5,000m ²)	GF~MF(F&B, 상가)
		3F~12F(공유오피스)
		13F~14FF, 옥상(스카이라이프)
관리		대원
오픈일		2020.04

자료: 대원, 하이투자증권

대원
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-12-03 NR

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율 (%)	91.2%	8.8%	-

덱스터스튜디오 (206560)

NR

액면가	500 원
종가(2019/11/29)	8,320 원

Stock Indicator	
자본금	12.3십억원
발행주식수	2,466만주
시가총액	205십억원
외국인지분율	5.1%
52 주 주가	4,415~9,320 원
60 일평균거래량	387,449 주
60 일평균거래대금	3.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.2	36.2	5.6	42.3
상대수익률	9.0	30.6	14.0	51.3



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	25	39	61	87
영업이익(십억원)	-22	2	1	10
순이익(십억원)	-34	3	1	9
EPS(원)	-	114	32	382
BPS(원)	-	41.6	260.0	21.8
PER(배)	-			
PBR(배)	-			
ROE(%)	-			
배당수익률(%)	-			
EV/EBITDA(배)	-			

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]
이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com
김관효 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

영화 IP 콘텐츠 제작사로 화려한 변신

VFX 기술을 접목시킨 백두산 등 연간 2~3 편 영화제작으로 콘텐츠 IP 가치 상승 ⇒ 투자제작사로서 기업가치 레벨업 될 듯

미국 월트디즈니사의 경우 파워 IP 확보를 통하여 스타워즈, 아이언맨, 캡틴 아메리카, 어벤저스 등의 영화를 시리즈물로 지속적으로 제작하고 있다. 그러나 우리나라에서는 IP를 대부분 제작사와 투자배급사가 공동으로 소유하는 형태이며 중소기업의 경우 영화 몇 편 만들고 문을 닫아 IP가 누구에게 있는지 찾을 수 없는 경우도 많다.

무엇보다 글로벌 OTT의 경쟁으로 말미암아 콘텐츠 소비의 주체를 로컬에서 글로벌로 빠르게 확장시키는 동시에 콘텐츠의 차별성과 지속성 등으로 콘텐츠 IP의 가치가 빠르게 상승하고 있다.

이러한 환경하에서 동사는 쌍천만 영화인 신과 함께 1,2편으로 제작역량을 입증함에 따라 신과 함께 3,4 편 시리즈 등 연간 2~3 편 가량 자체제작과 협업 등을 통하여 영화 IP 콘텐츠를 지속적으로 선보일 예정이다.

먼저 동사가 150 억원 투자조달을 공시한 영화 백두산은 260 억원이 투입된 대작으로 이번달 개봉을 앞두고 있다. 남과 북 모두를 집어삼킬 초유의 재난인 백두산의 마지막 폭발을 막으려는 사람들의 이야기를 그린 영화로 이병헌과 하정우, 마동석, 수지 등이 호흡을 맞췄다. 신과 함께 처럼 우리나라 뿐만 아니라 아시아 각국에서 개봉하는 걸 목표로 하고 있다.

또한 류승완 감독의 신작 탈출은 1990년대 소말리아 내전에 고립된 남북대사관 공관원들이 생사를 건 탈출 사건을 모티브로 김윤석, 조인성 등이 참여하고 있으며, 내년 여름 개봉을 목표로 하고 있다. 탈출에 이어 만들어질 영화는 사일런스로 안개 자욱한 대교에서 연쇄 충돌 사고가 일어나고 그 여파로 정체불명의 괴수가 풀려나면서 벌어지는 일을 그린 크리쳐 재난 영화이다.

한편, 김용화 감독이 신과 함께 이후 차기작으로 준비하고 있는 영화는 더 문이다. 우연한 사고로 우주에 홀로 남겨진 남자와 그를 무사히 귀환시키려는 지구의 또 다른 남자의 이야기를 그린 SF 휴먼 스토리다. 더 문 이후에는 신과 함께 3,4 편 등을 제작할 계획이다.

차별화 요소: VFX 기술 내재화를 통한 콘텐츠 제작 공정의 원스톱화

VFX는 괴물이나 외계인을 만드는 판타지뿐만 아니라 수천 명의 엑스트라를 동원해야 하는 배경 화면에도 사용되는데, 관객들로 하여금 강한 몰입을 하게 만든다.

영화를 볼 수 있는 디바이스가 다양화 되었기 때문에 영화관을 찾는 관객들의 경우 기존 영화가 주는 감동적인 메시지에 더하여 화면을 압도하는 VFX로 화려한 볼거리가 충족되어야 한다. 이러한 추세로 인하여 영화 신과 함께의 80% 가량이 VFX로 이루어져 있으며, 향후에도 블록버스터급 영화를 흥행의 필요충분조건이 VFX가 될 것이다.

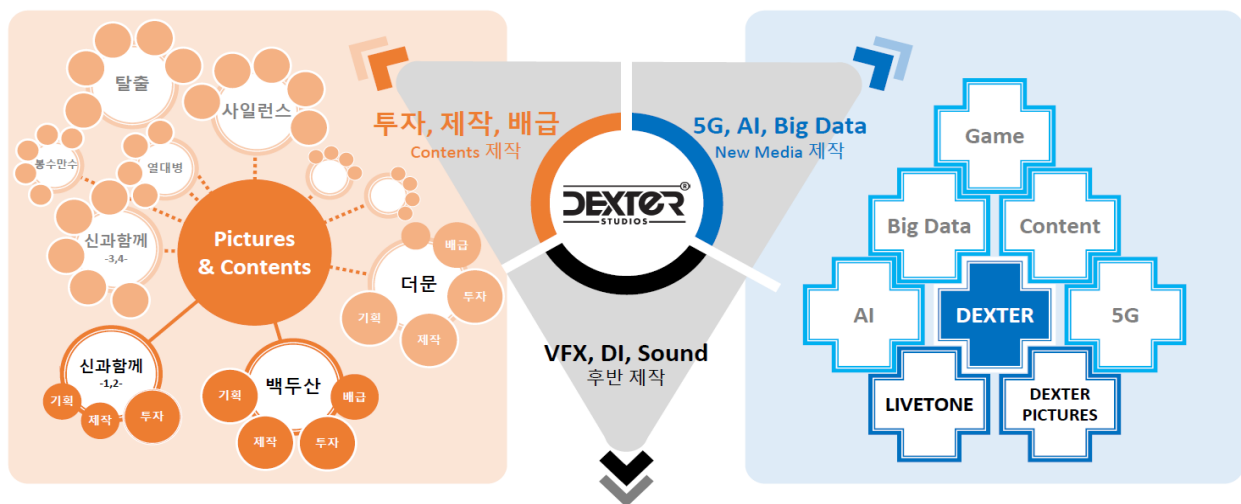
동사 영화제작의 차별화 요소이면서 최대 강점은 VFX 기술 내재화를 통한 콘텐츠 제작 공정의 원스톱화로 그 만큼 흥행 성공 가능성 등이 높아질 수 있을 것이다.

표38. 덱스터 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2015	261	45	49	41	41	307	46.9
2016	318	24	58	51	52	243	39.0
2017	253	-219	-411	-342	-342	-	-
2018	392	21	37	28	28	114	41.6
2019E	610	5	10	8	8	32	260.0
2020E	865	100	120	94	94	382	21.8

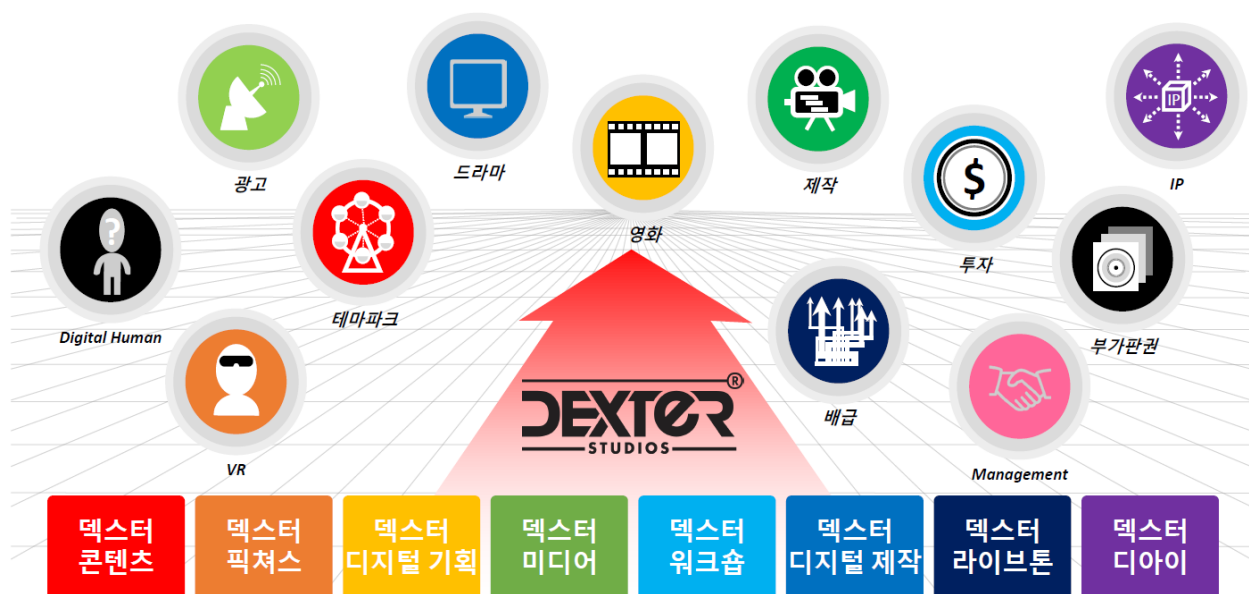
자료: 덱스터, 하이투자증권

그림53. 영화 IP 콘텐츠 제작사



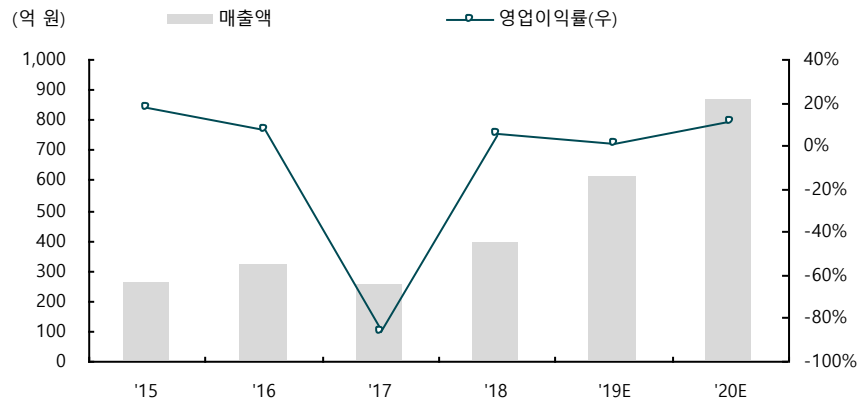
자료: 덱스터, 하이투자증권

그림54. 글로벌 콘텐츠 Provider



자료: 덱스터, 하이투자증권

그림55. 텍스터 실적 추이



자료: 텍스터, 하이투자증권

그림56. 영화 백두산

□ 로그라인

한반도를 뒤덮은 백두산 연쇄 폭발...
역사상 최대의 폭발로 예견된 마지막 폭발을 막아야 한다.
이를 위해 결성된 전무후무한 남북 연합 특공대!

시시각각 다가오는 추가 폭발의 위험 속에서
결코 하나가 될 수 없을 것 같았던 그들의 사투가 시작된다!

□ 기획포인트

- 역대급 캐스팅 조합
- 대한민국 영화 역사에 기록될 최고의 스케일
- 백두산 폭발이라는 소재의 신선함
- 남북 평화 무드에 어울리는 시의성
- 가족을 지키기 위한 두 남자의 감동 드라마

자료: 텍스터, 하이투자증권

- 원안: 오리지널
- 감독: 이해준, 김병서
- 대표작: 김씨표류기, 나의 독재자, 감시자들
- 태그: 한국영화, VFX
- 메인배우: 이병헌, 하정우, 수지, 마동석 등

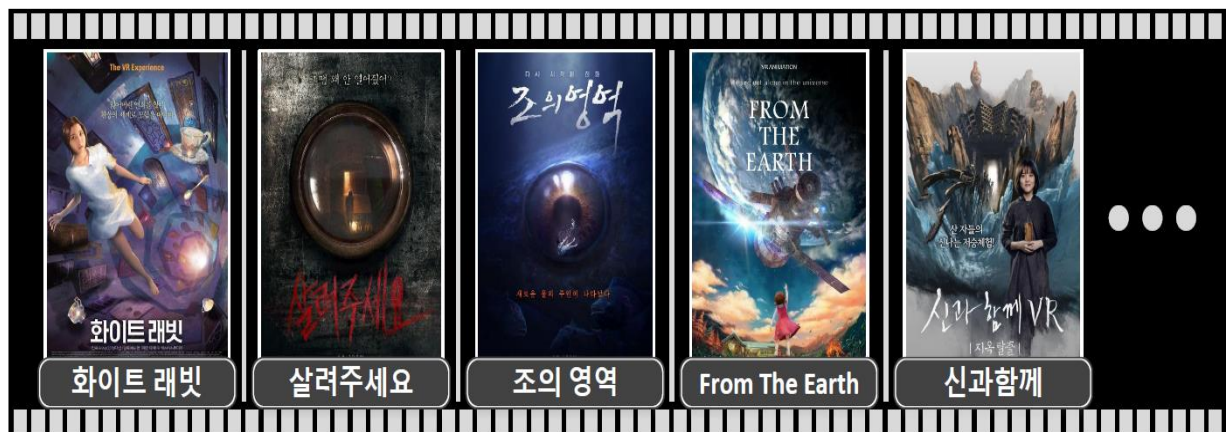


표39. 텍스터 수주 현황(2019년 9월 30일 기준)

구분 (단위:억 원)	수주일자	수주총액	기납품액	수주잔고
귀취등 2_지운남충곡_추가	17.06.30	8	7	1
귀취등 2_지용령마굴_추가	17.06.30	39	31	8
완다테마파크	17.08.25	59	37	22
완다우시파크	17.12.31	73	73	0
미스터몬스터	18.03.26	28	27	1
에버축산파크	18.04.10	70	10	59
기생충	18.04.23	8	8	0
완다쿤밍파크	18.05.31	63	53	11
선사인러버	18.07.06	8	8	0
봉오동전투	18.07.17	14	14	0
사자(본편)	18.08.14	14	14	0
아스달연대기	18.09.17	84	84	0
유랑지구	18.10.18	8	8	0
승리호(프리)	18.12.27	3	3	0
프로젝트 A(가제)	19.01.15	27	9	17
백두산	19.03.25	70	36	34
뱅크드	19.05.31	8	4	4
승리호(본편)	19.07.09	27	2	24
합 계		611	430	182

자료: 텍스터, 하이투자증권

그림57. VR 사업



- 국내 최고의 VFX 기술력에 스토리텔링 접목
- VR 콘텐츠 기획·개발·제작 및 IP 인큐베이팅을 통한 라이브러리 구축
- <신과함께> VR 제작 공급 중

자료: 텍스터, 하이투자증권

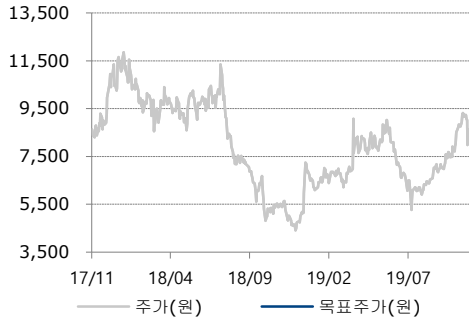
유통 협력사

CJ CGV
"V-BUSTERS"

kt GS리타일
"VRIGHT"

STEAM®

덱스터튜디오
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2017-11-27 NR

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	91.2%	8.8%	-

인텔리안테크 (189300)

NR

액면가	500 원
증가(2019/11/29)	32,200 원

Stock Indicator	
자본금	3.6십억원
발행주식수	754만주
시가총액	243십억원
외국인지분율	1.7%
52 주 증가	12,950~40,250 원
60 일평균거래량	204,003 주
60 일평균거래대금	7.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.0	17.3	-0.8	123.5
상대수익률	-5.2	11.7	7.7	132.5



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	84	110	115	133
영업이익(십억원)	7	10	10	12
순이익(십억원)	3	9	9	10
EPS(원)	474	1,279	1,065	1,253
BPS(원)				
PER(배)	30.6	10.3	30.2	25.6
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]
이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com
김관효 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

우주 인터넷 수혜주

해상용 위성통신 안테나 및 위성방송 수신 안테나 전문 제조업체

동사는 지난 2004 년에 설립된 해상용 위성통신 안테나 및 위성방송 수신 안테나 전문 제조업체로서 위성 통신용 VSAT(Very Small Aperture Terminal)안테나(C, Ku, Ka-Band 주파수 사용), FBB(Fleet Broadband) 안테나(L-Band 주파수 사용), 위성방송 수신안테나(TVRO), 지상용 송수신안테나(Flyaway) 등의 다양한 제품군을 확보하고 있다. 동사의 주요 고객사로는 Inmarsat, Marlink 등 위성통신사이며, End User 는 대형 해운사, 크루저 선사 등이 있다.

올해 3 분기 누적 기준으로 제품별 매출비중을 살펴보면 위성통신 안테나 73.4%, 위성방송 안테나 9.7%, 기타 16.9% 등이다.

저궤도 위성용 안테나 성장성 가시화 될 듯

원웹(OneWeb)은 저궤도(Low Earth Orbit, LEO) 위성 통신망을 통하여 전 세계를 인터넷으로 연결할 계획이다. 이는 곧 극지에 새로운 인터넷 통신망을 구축할 뿐만 아니라, 기존의 통신 네트워크를 더 확장하여 전 세계 모든 사람들에게 빠르고 효율적인 서비스를 제공할 것이라는 의도이다. 이에 대하여 지난 2 월 원웹(OneWeb)은 6 개의 저궤도 위성을 목표 궤도에 올려 놓는데 성공하며 전 세계 인터넷망 구축이라는 거대한 프로젝트의 첫 발을 내디뎠다. 원웹(OneWeb)은 이번에 발사한 6 개의 위성을 시작으로, 2021 년까지 총 648 개의 저궤도 위성을 쏘아올릴 예정이다.

향후 원웹의 글로벌 위성 네트워크 및 브로드밴드 통신망이 구축되면, 도심 외곽, 극지 등에 안테나 등 통신 관련 제품의 수요가 급증할 것으로 기대된다.

이러한 환경하에서 동사는 지난 5 월 원웹(OneWeb)과 안테나 개발 파트너십을 체결하였다. 이에 따라 동사는 듀얼 파라볼릭(Dual Parabolic) 안테나를 비롯하여 평판형 안테나에 이르기까지 다양한 저궤도 위성용 안테나를 개발하여 시장 및 고객의 다양한 수요에 대응할 예정으로 2020 년부터 상용화 될 것으로 예상된다.

이에 따라 향후 수주 등으로 저궤도 위성용 안테나 성장성 등이 가시화 될 수 있을 것이다.

내년 전방산업 성장 및 신규제품으로 매출 성장할 듯

해상용 위성통신 안테나의 경우 육상과 동일한 속도의 빠른 인터넷 서비스에 대한 수요 증가로 크루즈, 시추선용 관련 매출 증가가 지속되고 있다.

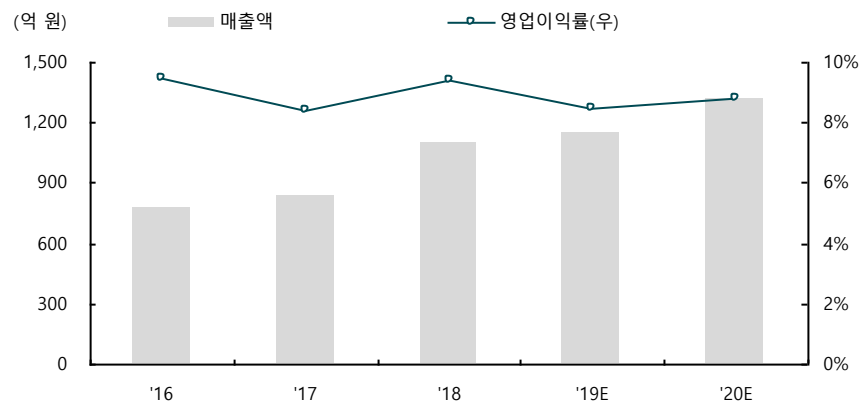
무엇보다 초고속 대용량 데이터 사용에 대한 수요가 증가하는 환경하에서 Ku-Ka 듀얼 밴드이면서 GEO/MEO/LEO 컨버전스 가능한 NX 시리즈가 올해 하반기에 출시됨에 따라 내년 매출증가에 일조를 할 것으로 기대된다.

표40. 인텔리안테크 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2016	778	74	67	62	62	1,032	15.8
2017	837	70	32	34	34	474	30.6
2018	1,098	103	97	93	93	1,279	10.3
2019E	1,148	98	94	85	85	1,065	30.2
2020E	1,325	116	114	100	100	1,253	25.6

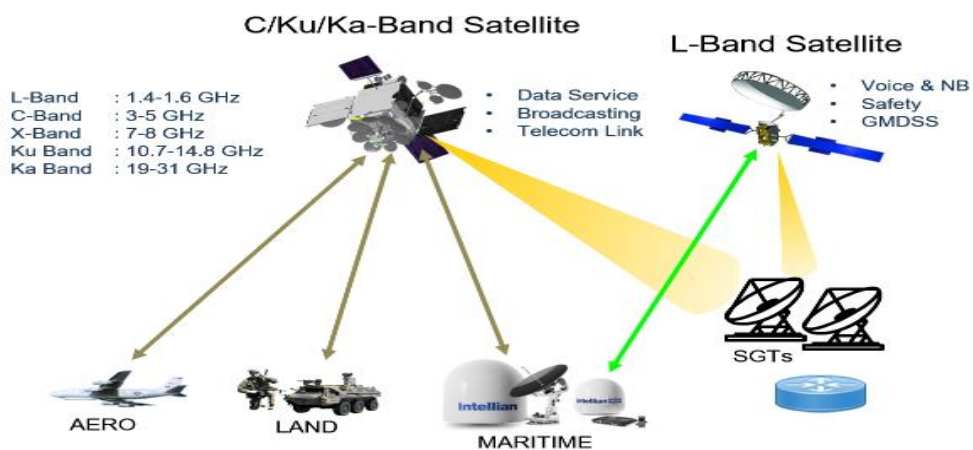
자료: 인텔리안테크, 하이투자증권

그림58. 인텔리안테크 실적 추이 및 전망



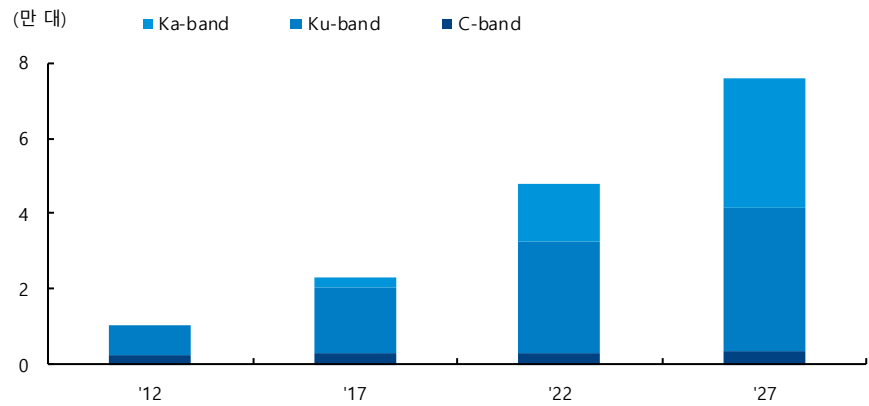
자료: 인텔리안테크, 하이투자증권

그림59. 해상용 위성 안테나 시장



자료: 인텔리안테크, 하이투자증권

그림60. VSAT Terminals 예상 장착대수 추이 및 전망



자료: Euroconsult, 하이투자증권

그림61. 인텔리안테크 주요 제품

Maritime					Land	
Entertainment	FBB	VSAT			New Business	
Satellite TV	FleetBroadband	Standard VSAT	Customized VSAT	Global Xpress	Flyaway	LEO
 i-Series s-Series t-Series t240C	 Fleet One FB150 FB250 FB500	 v65 v60G v80G / v85NX v100 / v100NX v130G / v130NX	 v100(25W) v130G v150NX v240C v240M v240MT	 GX60 / GX60NX GX100 / GX100NX GX100PM GX150NX GX Mediator(ADS) FX Rack	 LP85 LP100	 Mobile Fixed BB
C/Ku/Ka Band	Inmarsat L-Band	C/Ku/Ka Band	C/Ku/Ka Band	Ka Band Ku-Ka Dual Band	X/Ku/Ka Band	Ku/Ka Band

자료: 인텔리안테크, 하이투자증권

그림62. LEO / MEO / GEO 위성 궤도



자료: 인텔리안테크, 하이투자증권

인텔리안테크
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-09-09 NR

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	91.2%	8.8%	-

오스템임플란트 (048260)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	58,000 원(유지)
증가(2019/11/29)	39,950 원
상승여력	45.2 %

Stock Indicator	
자본금	7십억원
발행주식수	1,429만주
시가총액	571십억원
외국인지분율	36.1%
52 주 주가	34,000~78,200 원
60 일평균거래량	285,554 주
60 일평균거래대금	11.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.7	-13.9	-42.9	-23.9
상대수익률	8.6	-19.5	-34.5	-14.9



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	460	567	648	728
영업이익(십억원)	31	43	50	65
순이익(십억원)	13	-11	38	49
EPS(원)	888	-804	2,694	3,416
BPS(원)	7,604	6,800	9,494	12,910
PER(배)	60.2		14.8	11.7
PBR(배)	7.0	5.9	4.2	3.1
ROE(%)	11.5	-11.2	33.1	30.5
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	19.9	12.3	11.2	8.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

김관효 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

신뢰회복의 계기 마련

올해 3 분기 실적 컨센서스 상회 ⇒ 실적에 대한 예측 가시성이 높아지면서 신뢰회복의 계기 마련됨

올해 3 분기 K-IFRS 연결기준 실적은 매출액 1,478억원(YoY +29.6%, QoQ +4.9%), 영업이익 109억원(YoY -10.9%, QoQ +41.7%)으로 컨센서스를 상회하였다.

매출액의 경우 국내는 견조한 상승세를 유지하였으며, 해외는 중국 338억원(YoY +50.6%), 북미 212억원(YoY +17.4%), 유럽 105억원(YoY +34.7%) 등 고른 성장을 보이면서 역대 최대 분기 매출액을 기록하였다.

또한 영업이익의 경우는 대손 및 재고충당금 등 일회성 요인이 40억원이 발생하였는데도 불구하고 매출상승 효과로 양호한 실적을 기록하였다.

다만, 순손실 352억원을 기록하였는데, 이는 정기 세무조사 후 부과된 추징금 415억원을 잡손실 및 법인세비용으로 나누어서 반영하였기 때문이다.

무엇보다 그 동안 재고자산평가손실, 대손상각비, 반품충당금 등 일회성 비용에 대한 예측 가시성이 상당히 떨어졌는데, 향후 회계상 비용들을 특정 분기가 아닌 매 분기 안분하면서 영업이익률의 변동성을 최대한 줄여나갈 계획이므로 실적에 대한 예측 가시성이 높아지면서 신뢰회복의 계기가 마련될 것이다.

한편, 올해 실적의 경우 K-IFRS 연결기준 매출액 5,671억원(YoY +23.3%), 영업이익 430억원(YoY +38.7%)으로 예상된다.

내년부터 실적 성장의 안정성 강화 될 듯

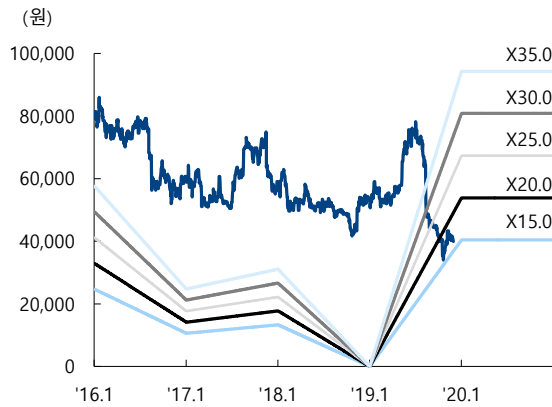
내년 실적의 경우 K-IFRS 연결기준 매출액 6,480억원(YoY +14.3%), 영업이익 500억원(YoY +16.3%)으로 호실적이 예상된다.

올해 일회성 비용 등에 대한 반영으로 내년에는 실적 성장의 안정성이 강화 될 것이다. 또한 고정비 투자로 인한 영업 레버리지 효과가 내수 및 해외법인 매출상승으로 이어지면서 수익성 개선이 본격화 될 수 있을 것이다.

무엇보다 향후 중국, 미국 등 해외시장에서의 견조한 성장 등이 동사의 세계시장 지배력 확대에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

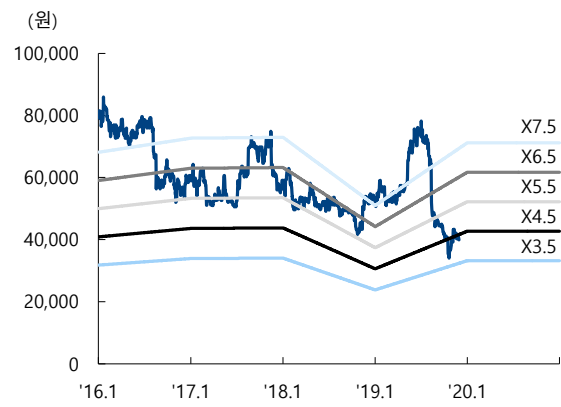
한편, 동사는 지속적인 치과관련 신제품 출시 등을 통하여 시장 지배력 확대 뿐만 아니라 종합 치과의료기기 업체로 거듭나는 계기를 마련할 것으로 예상된다.

그림63. 오스템임플란트 PER 밴드



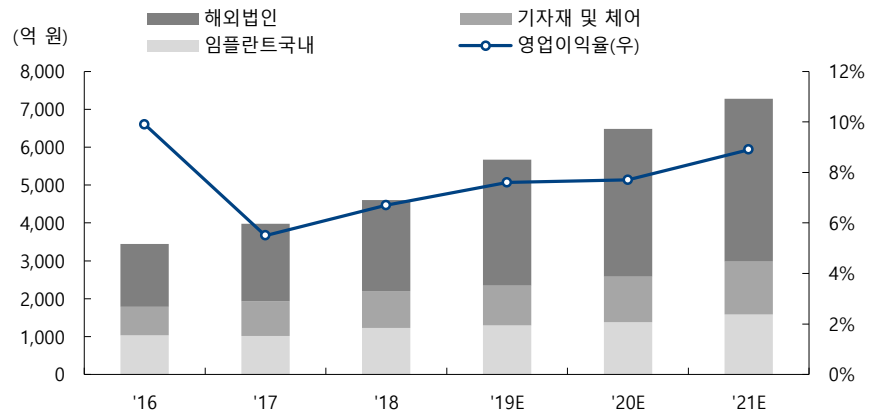
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림64. 오스템임플란트 PBR 밴드



자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림65. 오스템임플란트 실적 추이 및 전망



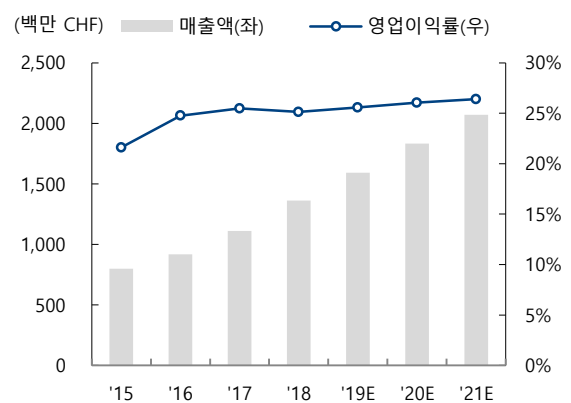
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림66. Straumann 시가총액 추이



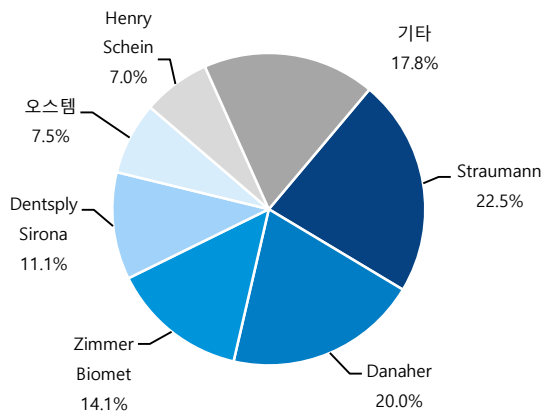
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림67. Straumann 실적 추이 및 전망



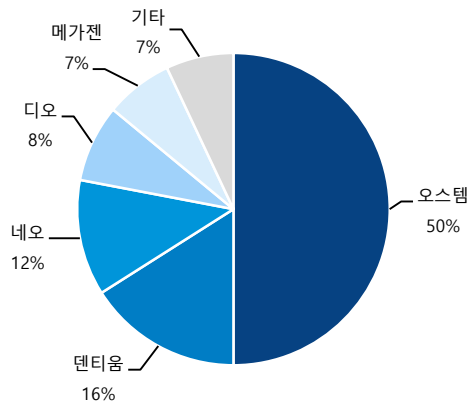
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림68. 글로벌 시장 점유율



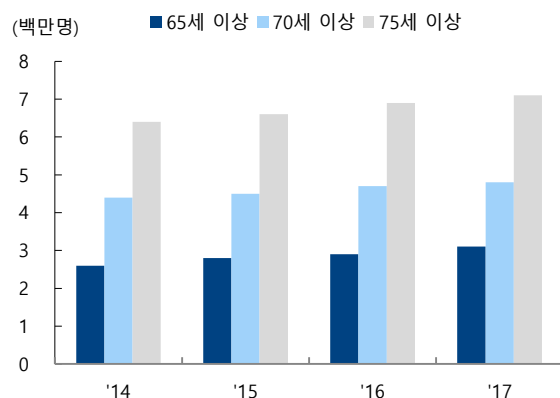
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림69. 국내 시장 점유율



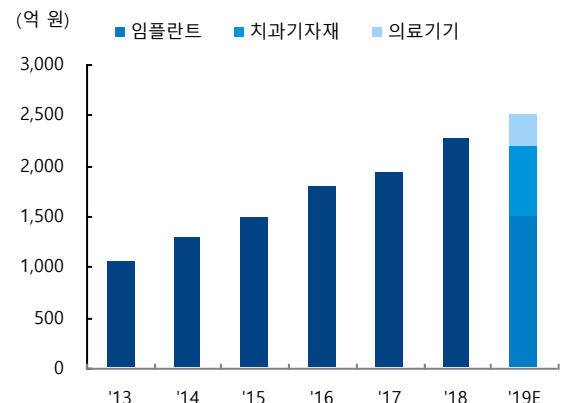
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림70. 연령별 인구수 추이(누적)



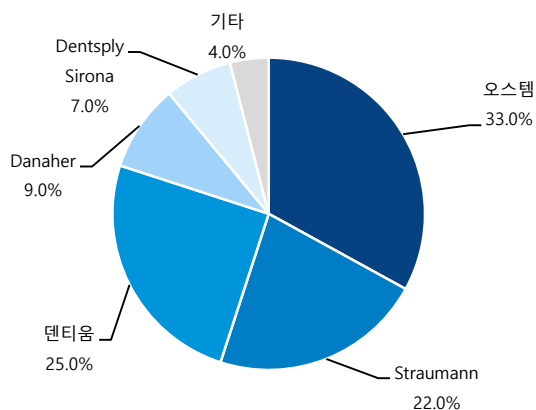
자료: 통계청, 하이투자증권

그림71. 오스템임플란트 국내 매출 추이



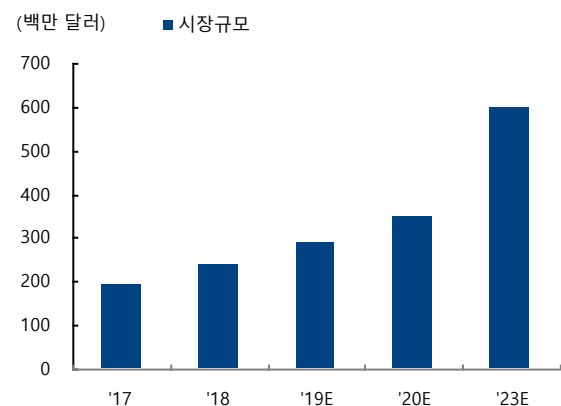
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림72. 중국 시장 점유율



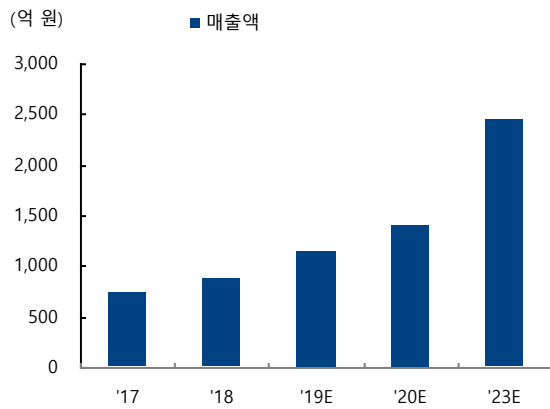
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림73. 중국 시장규모 추이 및 전망



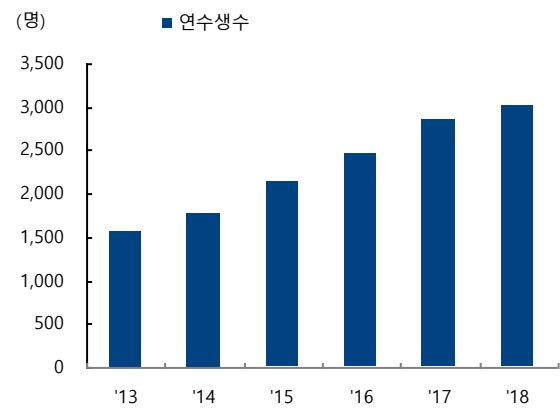
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림74. 오스템임플란트 중국 매출액 추이 및 전망



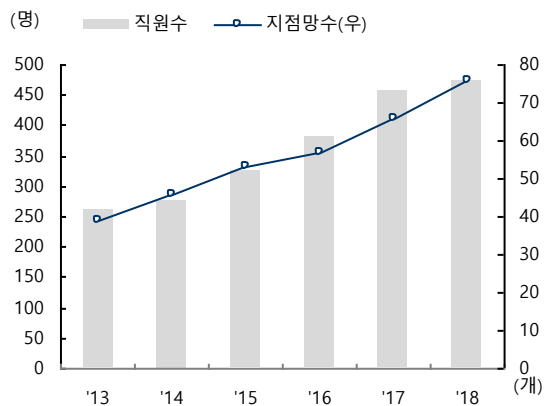
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림75. 중국 AIC 연수생수 추이



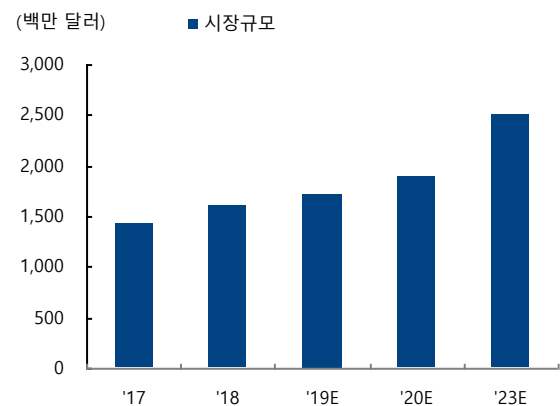
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림76. 중국 영업망 및 직원수 추이



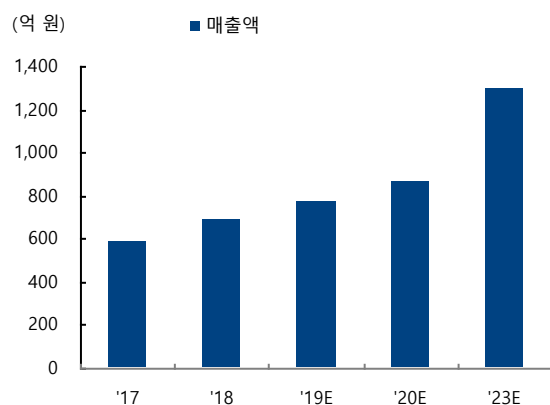
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림77. 북미 시장규모 추이 및 전망



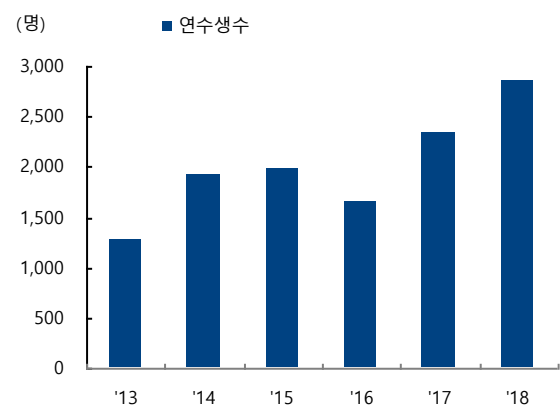
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림78. 오스템임플란트 북미 매출액 추이 및 전망



자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림79. 북미 AIC 연수생수 추이



자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	363	369	424	492
현금 및 현금성자산	111	69	67	105
단기금융자산	11	12	12	12
매출채권	91	113	145	154
재고자산	95	120	145	162
비유동자산	275	263	253	245
유형자산	223	213	205	197
무형자산	12	10	8	7
자산총계	638	632	678	737
유동부채	480	491	503	517
매입채무	14	17	20	22
단기차입금	87	87	87	87
유동성장기부채	60	60	60	60
비유동부채	44	44	44	44
사채	-	-	-	-
장기차입금	35	35	35	35
부채총계	524	535	547	561
자배주주지분	109	97	136	184
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	84	73	111	160
기타자본항목	-42	-42	-42	-42
비자배주주지분	5	0	-5	-9
자본총계	114	97	131	175

현금흐름표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	41	3	44	84
당기순이익	6	-17	33	45
유형자산감가상각비	9	9	8	7
무형자산감가상각비	2	2	2	1
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-57	-39	-39	-39
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	2	-	-	-
금융상품의 증감	-16	-42	-2	38
재무활동 현금흐름	17	9	9	9
단기금융부채의증감	57	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	0	-42	-2	38
기초현금및현금성자산	111	111	69	67
기말현금및현금성자산	111	69	67	105

포괄손익계산서

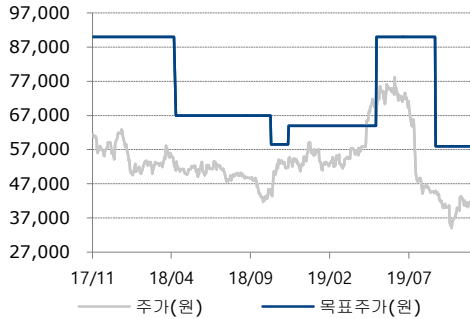
(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	460	567	648	728
증가율(%)	15.7	23.2	14.3	12.3
매출원가	202	236	262	290
매출총이익	259	332	386	438
판매비와관리비	228	289	336	373
연구개발비	16	22	26	25
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	31	43	50	65
증가율(%)	42.7	38.8	16.3	30.0
영업이익률(%)	6.7	7.6	7.7	8.9
이자수익	1	0	0	1
이자비용	5	5	5	5
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-3	0	-1
세전계속사업이익	18	30	47	62
법인세비용	12	47	14	17
세전계속이익률(%)	3.9	5.3	7.3	8.5
당기순이익	6	-17	33	45
순이익률(%)	1.4	-2.9	5.2	6.1
지배주주귀속 순이익	13	-11	38	49
기타포괄이익	-2	0	0	0
총포괄이익	4	-17	33	45
지배주주귀속총포괄이익	9	-11	38	49

주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	888	-804	2,694	3,416
BPS	7,604	6,800	9,494	12,910
CFPS	1,624	2,854	3,392	4,025
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	60.2		14.8	11.7
PBR	7.0	5.9	4.2	3.1
PCR	15.6	12.8	11.8	9.9
EV/EBITDA	19.9	12.3	11.2	8.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.5	-11.2	33.1	30.5
EBITDA 이익률	9.0	9.6	9.3	10.1
부채비율	459.6	548.8	417.9	319.8
순부채비율	52.3	104.3	79.0	37.0
매출채권회전율(x)	5.3	5.5	5.0	4.9
재고자산회전율(x)	5.0	5.3	4.9	4.8

자료 : 오스템임플란트, 하이투자증권 리서치본부

오스템임플란트
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-05-08	Buy	67,000	1년		-20.0%
2018-11-07	Buy	58,500	1년	-12.3%	-7.7%
2018-12-11	Buy	64,000	1년	-12.1%	12.2%
2019-05-29	Buy	90,000	1년	-29.5%	-13.1%
2019-09-20	Buy	58,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.2%	8.8%	-

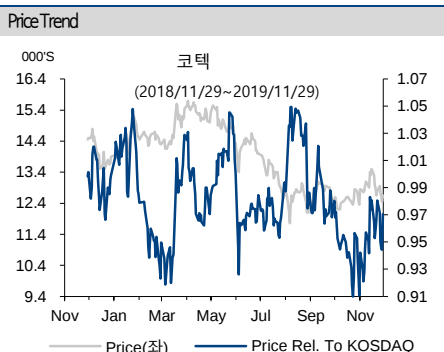
코텍 (052330)

NR

액면가	500 원
종가(2019/11/29)	12,650 원

Stock Indicator	
자본금	7.8십억원
발행주식수	1,557만주
시가총액	197십억원
외국인지분율	28.1%
52주 주가	11,750~15,700원
60일평균거래량	27,830주
60일평균거래대금	0.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.4	4.5	-13.7	-11.5
상대수익률	3.5	-1.0	-5.2	-2.5



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	327	347	295	368
영업이익(십억원)	33	42	36	46
순이익(십억원)	22	35	34	41
EPS(원)	1394	2,250	2,157	2,645
BPS(원)				
PER(배)	11.7	6.2	5.9	4.8
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]
이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com
김관효 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

내년 사상 최대 실적 및 성장성 부각 될 듯

내년 카지노용 모니터 매출 증가로 실적 레벨업 될 듯

동사는 카지노용 모니터를 IGT, Aristocrat 등에 공급하고 있다. 지난해 Curved 모니터 교체수요 증가 및 거래처 확대로 인하여 매출이 전년대비 38.7% 증가한 2,198억원을 기록하면서 수익성도 개선되었다.

올해의 경우는 2 분기에 신규 모델 승인 지연 등으로 매출이 전년 동기대비 다소 감소하였으나 3 분기부터는 정상화 되면서 올해 매출은 2,100 억원 수준이 될 것으로 예상된다.

그러나 내년에는 Curved 모니터 모델 수 증가를 비롯하여 Lottery machine 등에 신규 매출이 발생하면서 내년 매출은 2,500 억원 수준이 될 것으로 기대된다. 이와 같은 매출 증가가 수익성 개선으로 이어지면서 실적을 레벨업 시킬 수 있을 것이다.

비즈니스 모델 확대로 성장성 부각 될 듯

전자칠판 거래처인 Smart 가 내년부터 중국시장을 겨냥한 제품 판매를 증가시킬 것으로 예상됨에 따라 원가 경쟁력을 확보하기 위해서 동사는 전자칠판 생산법인을 국내에서 베트남으로 이전시켰다. 이에 따라 올해 전자칠판용 매출은 전년대비 대폭적으로 감소할 것으로 예상된다.

그러나 내년 1 분기부터 신규모델의 생산이 본격화 되면서 전자칠판용 매출이 예년수준으로 회복될 수 있을 것으로 전망된다.

무엇보다 디스플레이 패널업체와의 전략적 제휴를 통하여 BLU Module, Direct Bonding 등의 공정을 동사가 도맡아 수행함으로써 자체물량 내재화 뿐만 아니라 글로벌 대규모 물량 거래선 추가 확보 등으로 매출 성장을 도모할 수 있을 것이다.

내년 사상 최대 실적 등을 고려할 때 밸류에이션 매력적

내년에는 카지노용 모니터 매출증가로 인한 수익성 개선 및 전자칠판용 매출 회복 등으로 사상 최대 실적을 기록할 것으로 예상된다. 무엇보다 베트남 생산법인에서의 비즈니스 모델 확대로 매출 상승을 도모할 수 있기 때문에 성장성 등이 부각될 수 있을 것이다.

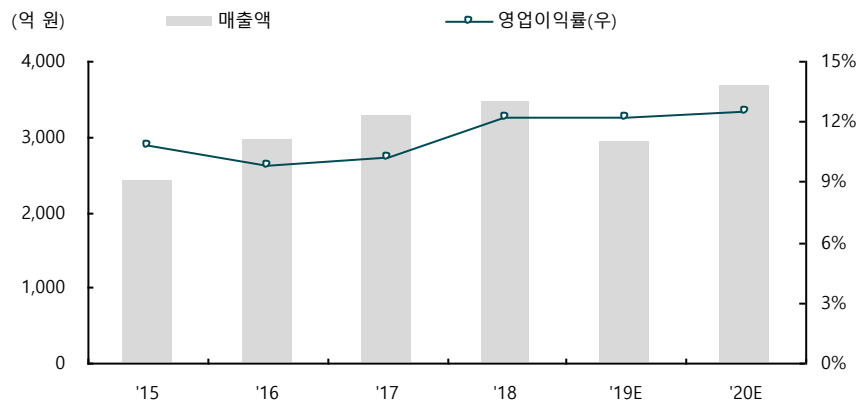
동사의 주가는 올해 실적 저조 등이 반영되면서 부진한 흐름이 지속되고 있는데, 내년 예상실적 기준으로 PER 4.8 배에 거래되고 있어서 성장성 등을 고려할 때 밸류에이션이 매력적이다.

표41. 코텍 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2015	2,420	263	308	232	232	1,694	6.9
2016	2,980	293	341	377	377	2,424	5.8
2017	3,275	334	271	217	217	1,394	11.7
2018	3,466	424	462	350	350	2,250	6.2
2019E	2,950	360	443	336	336	2,157	5.9
2020E	3,680	460	543	412	412	2,645	4.8

자료: 코텍, 하이투자증권

그림80. 코텍 실적 추이 및 전망



자료: 코텍, 하이투자증권

그림81. 카지노용 모니터의 변화



자료: 코텍, 하이투자증권

그림82. 베트남 생산법인



Kortek Vina New Factory

-Site Area : 70,579m²(21천평)

-Total of floor Area : 53,555m²(16천평)

※ (참조) 송도본사

-Site Area : 19,249m²(5.8천평)

-Total of floor Area : 20,100m²(6.1천평)

자료: 코텍, 하이투자증권

코텍
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-11-04 NR

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.2%	8.8%	-

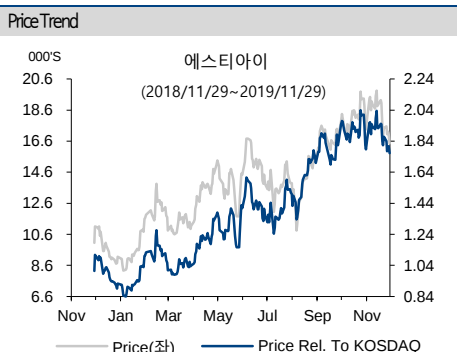
에스티아이 (039440)

NR

액면가	500 원
증가(2019/11/29)	16,450 원

Stock Indicator	
자본금	7.9 십억원
발행주식수	1,583만주
시가총액	260 십억원
외국인지분율	1.9%
52주 주가	8,250~19,850원
60일평균거래량	297,644주
60일평균거래대금	5.4 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.0	7.2	18.8	60.1
상대수익률	-9.1	1.6	27.2	69.1



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	287	287	306	338
영업이익(십억원)	33	22	29	32
순이익(십억원)	25	20	24	26
EPS(원)	1,973	1,293	1,503	1,661
BPS(원)				
PER(배)	14.6	7.1	10.9	9.9
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]
이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com
김관호 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

실적 턴어라운드 및 성장성 가시화

올해 신규수주 증가로 실적 턴어라운드 가속화

올해 동사의 수주잔고 추이를 살펴보면 1 분기말 1,108 억원, 2 분기말 1,675 억원, 3 분기말 1,194 억원으로 증가추세에 있다. 이는 지난 4 월과 8 월에 삼성전자로부터 반도체 관련 신규수주를 받았기 때문이다.

이와 같은 신규수주 등은 올해 안으로 매출이 인식될 것으로 예상됨에 따라 실적 턴어라운드가 가속화 되고 있다. 즉, 올해 3 분기 실적의 경우 K-IFRS 연결기준 매출액 918 억원(YoY +38.9%, QoQ +5.6%), 영업이익 94 억원(YoY +46.8%, QoQ +10.6%)으로 호실적을 기록하였다. 3 분기말 수주잔고 등을 고려할 때 4 분기에도 실적 턴어라운드가 가시화 될 것으로 예상된다.

무엇보다 내년에도 삼성전자, 마이크론, 삼성디스플레이 등의 투자가 진행될 것으로 예상됨에 따라 신규수주 증가로 실적호전을 이어갈 수 있을 것으로 기대된다.

잉크젯프린팅 등 신규 장비 성장성 가시화 될 듯

잉크젯프린팅(Inkjet Printing)은 OLED 등 디스플레이, PCB, 인쇄전자 등의 분야에서 미세한 잉크방울을 헤드로부터 분사시켜 Pattern 을 형성하는 장비이다.

우선 OCR(Optically Clear Resin)기술을 적용한 동사의 디스플레이 합착 공정 장비는 미세한 잉크방울을 분사시켜 패턴을 형성하는 장비로 폴더블, 플렉서블 등의 디스플레이 공정에 적용 가능하다. 기존의 OCA(Optically Clear Adhesive)를 이용한 공정 방식의 Film 에 비해 원가를 상당히 절감할 수 있는 획기적인 방식이다.

또한 동사의 잉크젯프린팅 장비를 활용하게 되면 초대형 디스플레이에서 더욱 얇은 두께의 베젤리스(Bezel-Less) 구현이 가능할 뿐만 아니라 공정효율화로 원가절감에 기여를 할 것이다.

이와 같은 두가지 관점에서 동사의 잉크젯프린팅 장비가 활용될 수 있으므로 만약 매출이 가시화 된다면 성장성 등이 극대화 될 수 있을 것이다.

실적 턴어라운드 및 성장성 가시화 될 듯

올해 신규수주 증가로 실적 턴어라운드 가속화 될 것으로 예상될 뿐만 아니라 내년에도 고객사 투자로 인하여 신규수주가 증가 되면서 실적호전이 이어질 것으로 기대된다.

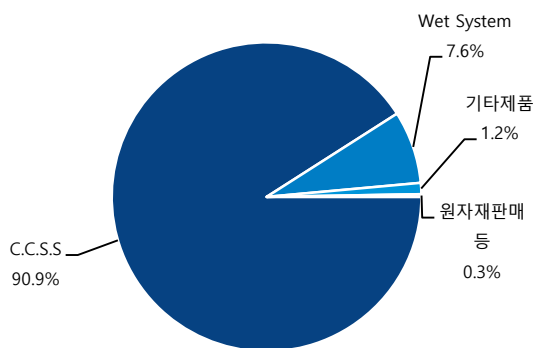
무엇보다 잉크젯프린팅 관련 장비의 매출이 가시화 된다면 성장성 등이 극대화 되면서 동사 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

표42. 에스티아이 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2016	1,804	221	215	171	166	1,311	8.9
2017	2,870	332	331	252	251	1,973	14.6
2018	2,866	221	255	198	195	1,293	7.1
2019E	3,058	288	318	241	238	1,503	10.9
2020E	3,380	321	351	266	263	1,661	9.9

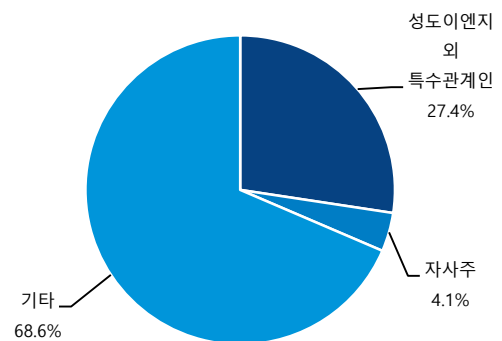
자료: 에스티아이, 하이투자증권

그림83. 에스티아이 매출구성 (2019년 3분기 기준)



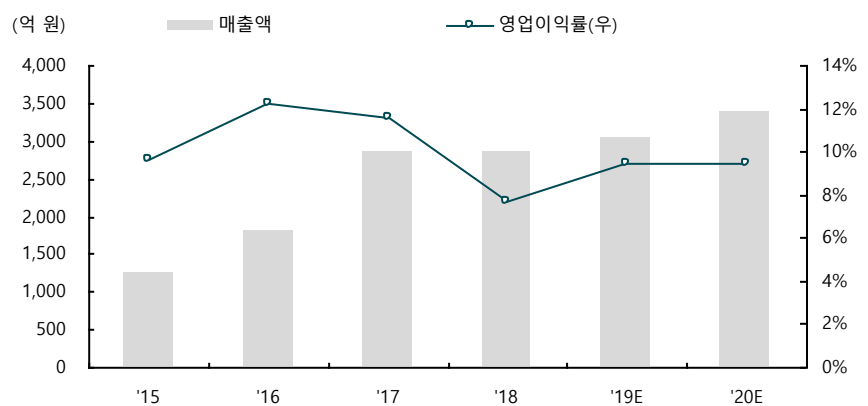
자료: 에스티아이, 하이투자증권

그림84. 에스티아이 주주분포 (2019년 9월 30일 기준)



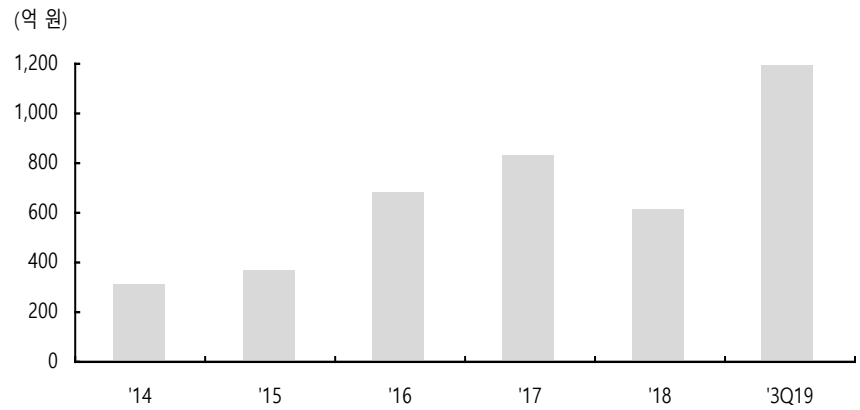
자료: 에스티아이, 하이투자증권

그림85. 에스티아이 실적 추이 및 전망



자료: 에스티아이, 하이투자증권

그림86. 에스티아이 수주잔고 추이



자료: 에스티아이, 하이투자증권

그림87. 에스티아이 비즈니스 영역



자료: 에스티아이, 하이투자증권

그림88. C.C.S.S.(Central Chemical Supply System)



자료: 에스티아이, 하이투자증권

그림89. WET(습식)장비



자료: 에스티아이, 하이투자증권

에스티아이
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-08-05 NR

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	91.2%	8.8%	-

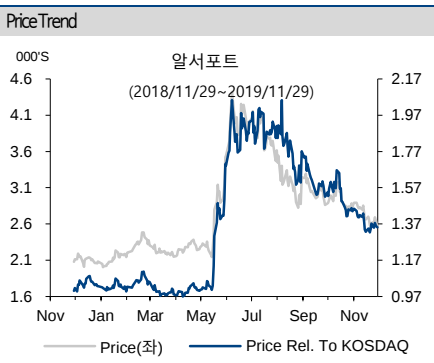
알서포트 (131370)

NR

액면가	100 원
종가(2019/11/29)	2,575 원

Stock Indicator	
자본금	53십억원
발행주식수	5,327만주
시가총액	137십억원
외국인지분율	22.6%
52 주 주가	2,010~4,430 원
60 일평균거래량	783,028 주
60 일평균거래대금	2.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.9	-10.7	-17.9	22.9
상대수익률	-7.1	-16.3	-9.4	31.9



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	23	25	28	31
영업이익(십억원)	3	5	7	10
순이익(십억원)	3	5	9	11
EPS(원)	52	94	169	207
BPS(원)				
PER(배)	54.1	22.2	15.2	12.4
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]
이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com
김관호 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

텔레워크 성장의 최대 수혜

원격지원, 원격제어 소프트웨어 개발 및 공급 업체

동사는 지난 2001 년에 설립되어 원격지원, 원격제어 소프트웨어의 개발 및 공급 사업을 영위하고 있다. 원격지원 서비스는 물리적으로 떨어진 사람이나 장비를 연결하여 문제를 식별하고 처리하거나 부가적인 가치를 창출할 수 있도록 지원하는 것으로 기능적 특성에 따라 원격제어 (Remote Access), 원격지원 (Remote Support), 협업 (Remote Conference) 등으로 구분된다.

올해 3 분기 누적 기준으로 제품별 매출 비중을 살펴보면 RemoteCall 66.9%, RemoteView 26.0%, Mobizen 4.1%, 기타 3.1% 등이다.

일본 및 우리나라 텔레워크 성장의 최대 수혜

5G 상용화로 인하여 빠른 데이터 송·수신, 시간과 장소에 상관없이 실시간 라이브 방송·소통이 가능한 환경이 도래함에 따라 실시간 의사결정을 지원하고 경영자원을 효과적으로 배분 가능한 RTE(Real Time Enterprise) 솔루션 성장이 가속화 될 것으로 예상된다.

이러한 환경들과 더불어 제도적 변화 등으로 향후 텔레워크가 가속화 될 것으로 예상된다. 특히 일본의 경우 국토교통성의 텔레워크 실태 조사에 따르면, 2018 년 재택근무를 하는 직장인은 16.6%로 2016 년 13.3%, 2017 년 14.8%에서 꾸준히 확대되고 있을 뿐만 아니라 텔레워크 제도 도입 기업 또한 19.8%로 전년 대비 3.5%의 큰 폭의 성장을 기록하였다. 무엇보다 내년 도쿄 올림픽 기간 중 발생이 예상되는 도심 교통혼잡을 완화하기 위해 기업에 텔레워크 실시를 권장하고 있다.

동사의 경우 RemoteView(내 업무 방식이 그대로 담긴 사무실 PC 를 원격제어해 어디서든 똑같은 업무 환경을 제공해 줌), RemoteCall(원격근무 중 발생하는 PC, 모바일, 현장 장애를 신속히 원격지원으로 해결해 줌), RemoteMeeting(사무실에서 누구와도 손쉽게 커뮤니케이션 하듯 웹브라우저 화상회의로 커뮤니케이션을 해결해 줌) 등의 제품 라인업으로 일본시장에서 빠르게 성장하고 있다.

한편, 우리나라의 경우도 최저임금 인상, 주 52 시간 근무제도 도입 등 제도적 변화 등으로 텔레워크의 수요 뿐만 아니라 금융기관 비대면 인증, 스마트팩토리 등 RTE(Real Time Enterprise) 솔루션 수요도 증가하면서 동사의 최대 수혜가 예상된다.

내년 일본향 매출 증가하면서 실적 턴어라운드 가속화 될 듯

올해 3 분기 누적 기준으로 일본향 매출이 대부분인 수출의 경우 전년 동기대비 25.8% 증가한 117 억원을 기록하면서 성장 중에 있다. 다만 올해 인력충원 등 고정비 증가로 수익성 개선이 미진하였다.

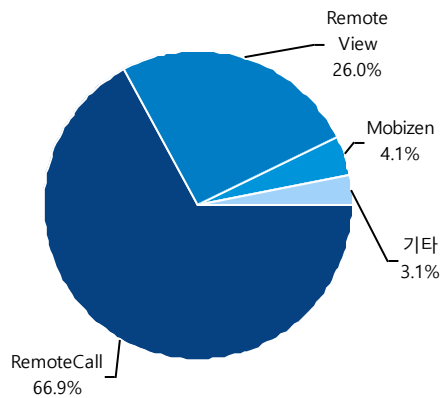
그러나 소프트웨어 업체 특성상 내년 일본향 매출의 증가가 레버리지 효과를 일으키면서 실적 턴어라운드를 가속화 시킬 수 있을 것이다.

표43. 알서포트 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2015	185	-26	-21	-24	-23	-44	-
2016	214	-2	-4	-2	0	-1	-
2017	231	34	15	27	28	52	54.1
2018	247	55	69	50	50	94	22.2
2019E	275	68	105	90	90	169	15.2
2020E	310	100	135	110	110	207	12.4

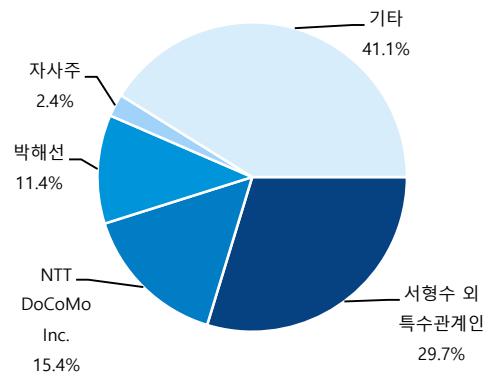
자료: 알서포트, 하이투자증권

그림90. 알서포트 매출 구성(2019년 3분기 누적기준)



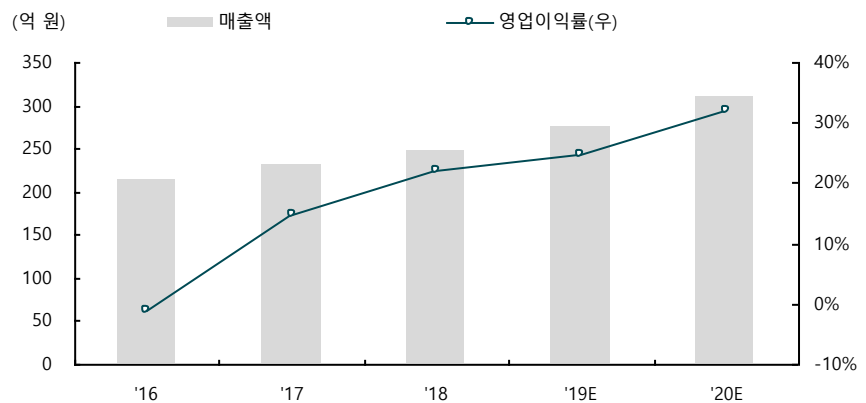
자료: 알서포트, 하이투자증권

그림91. 알서포트 주주 구성(2019년 9월 30일 기준)



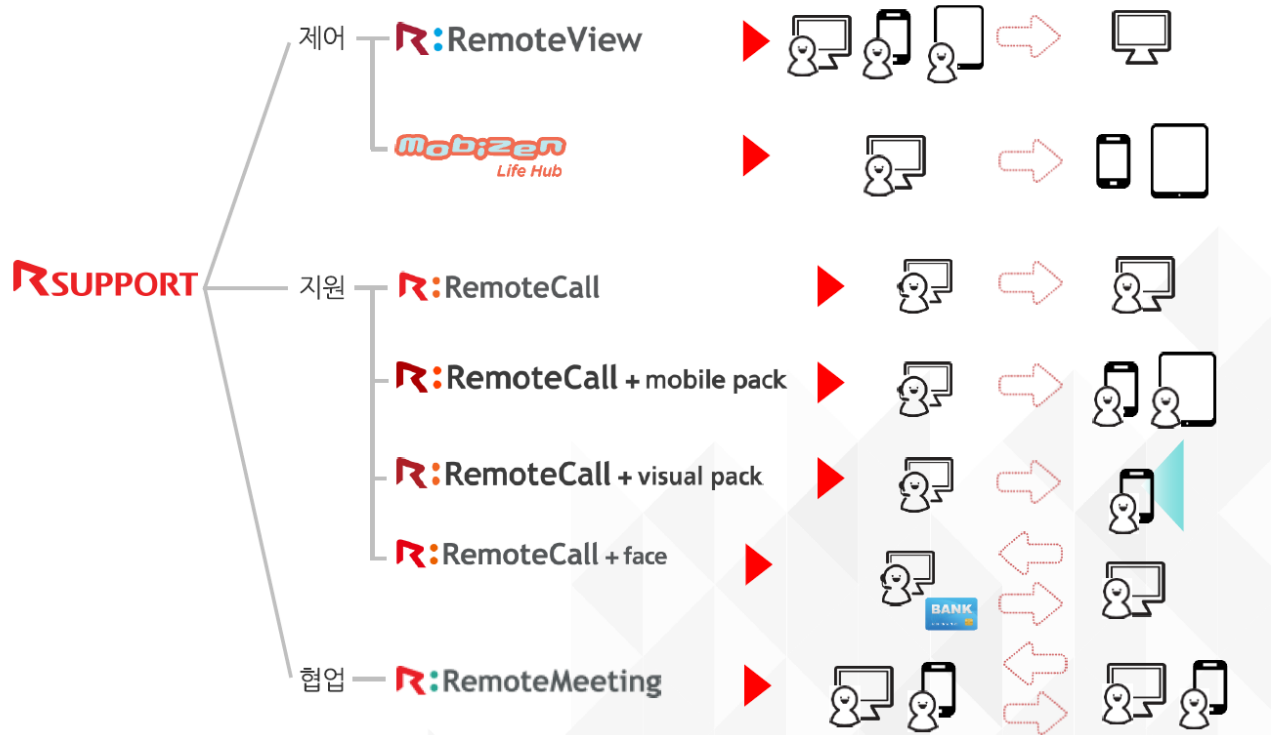
자료: 알서포트, 하이투자증권

그림92. 알서포트 실적 추이 및 전망



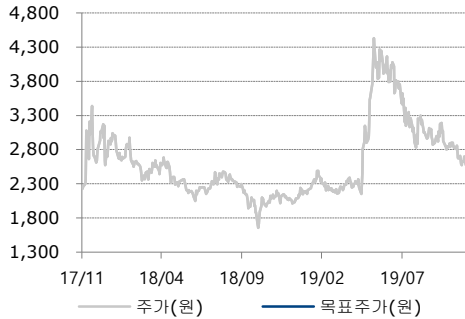
자료: 알서포트, 하이투자증권

그림93. 제품 라인업



자료: 알서포트, 하이투자증권

알서포트
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-06-18 NR

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.2%	8.8%	-

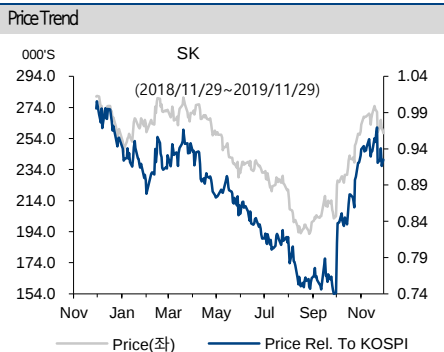
SK
(034730)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	320,000 원(유지)
종가(2019/11/29)	257,500 원
상승여력	24.3 %

Stock Indicator	
자본금	15 십억원
발행주식수	7,036 만주
시가총액	18,118 십억원
외국인지분율	25.5%
52 주 주가	192,500~281,500 원
60 일평균거래량	189,508 주
60 일평균거래대금	46.3 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.2	32.1	12.4	-8.2
상대수익률	0.4	24.1	9.3	-7.0



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	101,502	101,271	104,452	110,247
영업이익(십억원)	4,688	4,827	5,732	6,062
순이익(십억원)	2,253	1,217	1,681	2,048
EPS(원)	31,767	17,161	23,698	28,877
BPS(원)	234,433	247,659	267,422	292,363
PER(배)	8.2	15.0	10.9	8.9
PBR(배)	1.1	1.0	1.0	0.9
ROE(%)	14.9	7.1	9.2	10.3
배당수익률(%)	1.5	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	4.2	3.6	3.4	3.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

김관효 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

ESG 의 계량화 가치 부각 될 듯

체계적인 사회적 가치 평가 환경하에서 ESG 의 계량화 가치 부각 될 듯

국민연금의 경우 그 동안 사회책임투자에 관한 구체적인 지침이 없었는데, 지난달 국민연금 사회책임투자 활성화 방안을 최종 확정함에 따라 우리나라 사회책임투자 저변 확대에 일조를 할 것으로 기대된다.

이러한 환경하에서 당사는 DBL(Double Bottom Line: 경제적 가치와 사회적 가치 창출)을 접목한 경영 방침을 전면으로 내세우고 있다. 이에 따라 당사 뿐만 아니라 자회사 등의 정관을 변경해 사회적 가치를 경영원칙으로 설정하고, 성과 평가의 상당 부분을 사회적 가치로 반영하고 있다.

사회적 가치의 반영 요소는 경제간접 기여 성과, 비즈니스 사회성과, 사회공헌 사회성과 등으로 구성되었다. 경제간접 기여 성과는 기업 활동을 통하여 경제에 간접적으로 기여하는 가치로 고용, 배당, 납세 등으로 측정되며, 비즈니스 사회성과는 제품/서비스 개발 및 생산, 판매 등을 통하여 발생한 사회적 가치로서 ESG(환경, 사회, 지배구조) 평가가 여기에 해당한다. 또한 사회공헌 사회 성과는 지역사회 공동체에 대한 사회공헌 활동으로 창출한 가치를 말하는 것으로 전통적인 사회공헌 사업 실적에 가깝다.

당사가 지난해 창출한 사회적 가치는 총 8,348 억원으로 측정되었다. 즉, 고용과 배당, 납세 등 경제간접 기여 성과가 7,734 억원, 제품의 개발 및 생산, 판매 등을 통하여 발생한 가치인 비즈니스 사회성과가 550 억원, 기부와 봉사 등 사회공헌 사회성과는 64 억원 규모로 측정되었다. 또한 정기주총 분산개최, 전자투표제 도입, 대표이사와 이사회 의장 분리를 통한 이사회 책임경영 강화 등으로 지배구조 가이드라인을 준수하였다.

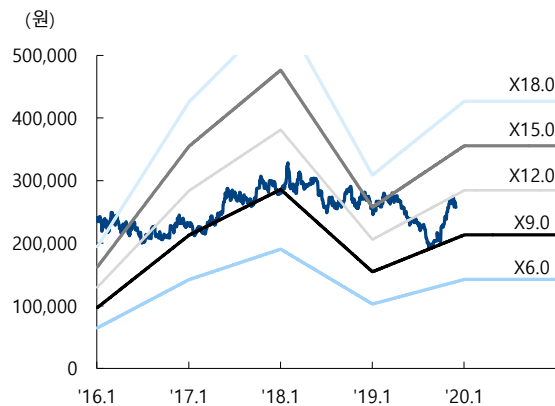
이와 같이 당사의 경우 체계적인 사회적 가치 평가 환경하에서 ESG 의 계량화 가치가 부각될 수 있는 기반이 조성되었다. 향후 당사는 ESG 와 연계하여 기업 가치와 지속가능성 등을 제고하면서 전체적인 레벨업의 가능성을 높일 수 있을 것이다.

SK 바이오팜 상장 등 투자결실이 당사 배당확대로 이어질 듯

당사 100% 자회사인 SK 바이오팜이 지난 10 월 25 일에 상장예비심사 신청서를 한국거래소에 제출하였다. 거래소의 심사 결과가 나오는 대로 공모 절차를 밟아 내년 상반기에는 유가증권시장에 상장이 이루어 질 것으로 예상된다. 무엇보다 SK 바이오팜이 독자적으로 개발한 뇌전증 치료제인 신약 세노바메이트(Cenobamate)가 FDA 판매 승인허가를 획득함에 따라 2020 년에는 미국시장 판매가 가능해지면서 성장성 등이 부각 될 수 있을 것이다.

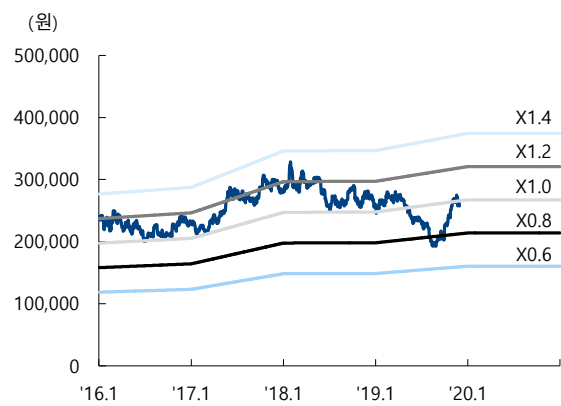
당사는 IPO 나 지분 매각 등 투자대금 회수가 이루어지면 이를 재원으로 특별배당을 지급하는 배당정책을 수립하였다. 이에 따라 향후 SK 바이오팜 IPO 성공 시 특별배당 수취가 가능할 것으로 예상됨에 따라 당사 주당 배당금의 확대 가능성이 어느 때 보다 더 높아질 수 있을 것이다.

그림94. SK PER 밴드



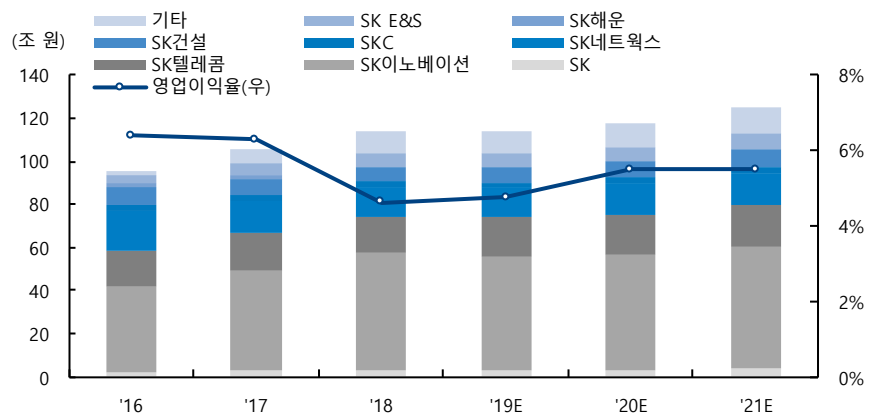
자료: SK, 하이투자증권

그림95. SK PBR 밴드



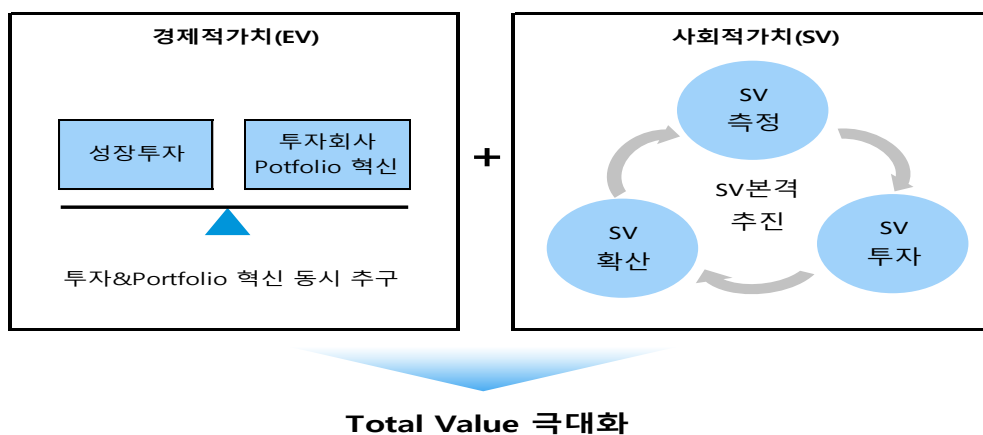
자료: SK, 하이투자증권

그림96. SK 실적 추이



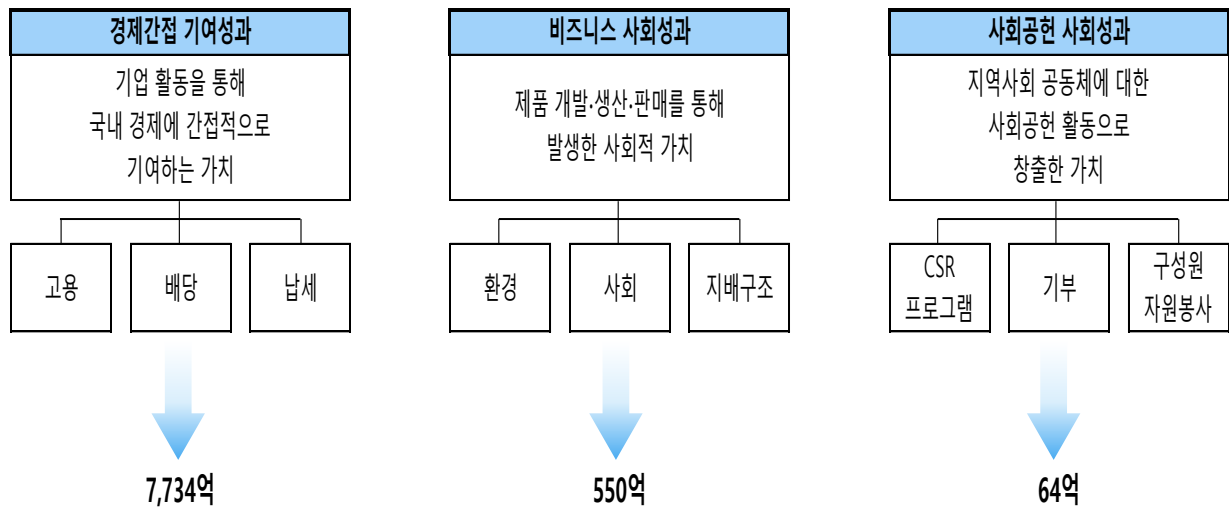
자료: SK, 하이투자증권

그림97. DBL(Double Bottom Line) 관점 가치 극대화



자료: SK, 하이투자증권

그림98. SK 사회적 가치 측정 결과(2018 년 기준)



자료: SK, 하이투자증권

그림99. SK 바이오팜 주요 신약 개발 프로젝트 현황



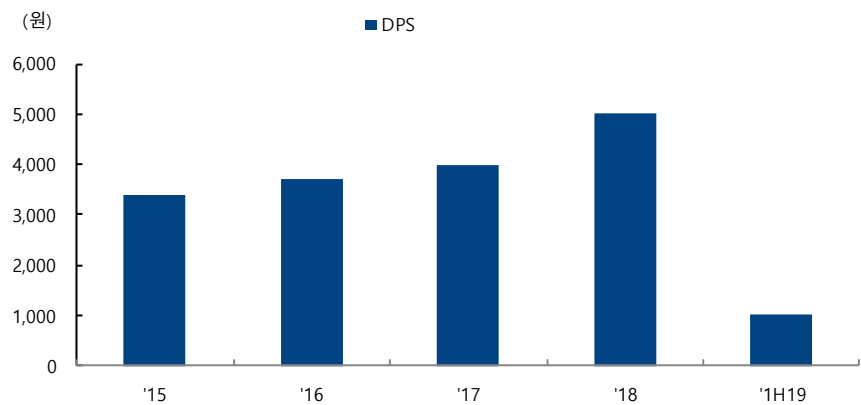
자료: SK, 하이투자증권

표44. 투자회사 지분가치 극대화 추진

그룹 주력 자회사: Biz Model 혁신		신성장 투자회사: Value-chain 및 영역 확장	
에너지•화학	• Green, Tech. Innovation -Battery, LNG, 고부가 화학 사업 확장	제약	• 추가 Pipeline 확보 -CNS/항암 분야 Item L/I
ICT	• 고객 가치 혁신의 ICT Platform -미디어, 보안 등 고객 관계 및 Value 확장	CMO	• CMO Value Chain 확장 -바이오/DP 영역 M&A 추진
반도체	• 최고의 메모리 기반 반도체 Solution Partner -수요 맞춤형 Design 역량 강화	소재	• 반도체 外 고성장 영역 확대 -배터리/OLED 관련 고부가 소재 영역
물류•서비스	• 사회적 요구, 이용 행태 맞는 서비스 Offer -스마트시티, 공유경제 등 Paradigm 변화 선도	新에너지	• 차세대 에너지 사업 확장 -에너지 절감 등 신기술 투자

자료: SK, 하이투자증권

그림100. SK DPS 추이



자료: SK, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	37,128	43,410	47,765	52,366
현금 및 현금성자산	6,783	12,008	12,802	12,345
단기금융자산	4,423	4,868	5,358	5,897
매출채권	12,277	11,140	11,490	12,127
재고자산	8,993	8,972	9,254	9,768
비유동자산	82,329	79,032	78,882	79,484
유형자산	39,716	35,288	31,559	28,417
무형자산	16,191	14,586	13,168	11,915
자산총계	119,457	122,442	126,647	131,851
유동부채	30,008	30,183	30,665	31,385
매입채무	9,028	9,008	9,291	9,806
단기차입금	3,426	3,426	3,426	3,426
유동성장기부채	5,025	5,025	5,025	5,025
비유동부채	38,561	38,561	38,561	38,561
사채	21,931	21,931	21,931	21,931
장기차입금	6,960	6,960	6,960	6,960
부채총계	68,569	68,744	69,226	69,946
자배주지분	16,628	17,566	18,967	20,736
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	5,536	5,536	5,536	5,536
이익잉여금	12,217	13,155	14,557	16,326
기타자본항목	-904	-904	-904	-904
비자배주지분	34,260	36,132	38,454	41,169
자본총계	50,888	53,698	57,421	61,905

현금흐름표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	7,857	5,906	3,778	2,577
당기순이익	6,151	3,089	4,002	4,763
유형자산감가상각비	4,538	4,428	3,729	3,141
무형자산상각비	1,333	1,604	1,418	1,253
지분법관련손실(이익)	3,665	3,665	3,665	3,665
투자활동 현금흐름	-10,182	-1,399	-3,661	-3,711
유형자산의 처분(취득)	520	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	943	-	-	-
금융상품의 증감	42	5,670	1,284	83
재무활동 현금흐름	1,930	-1,617	-1,614	-1,614
단기금융부채의증감	-1,096	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-1,511	-282	-279	-279
현금및현금성자산의증감	-363	5,225	794	-457
기초현금및현금성자산	7,146	6,783	12,008	12,802
기말현금및현금성자산	6,783	12,008	12,802	12,345

포괄손익계산서

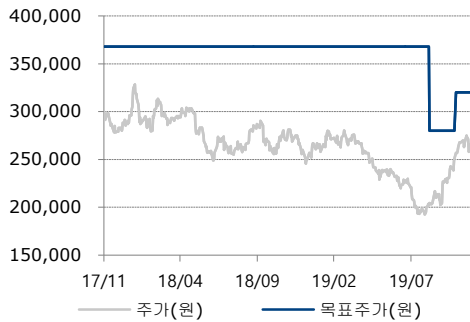
(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	101,502	101,271	104,452	110,247
증가율(%)	12.0	-0.2	3.1	5.5
매출원가	91,851	91,278	93,438	98,682
매출총이익	9,651	9,992	11,014	11,565
판매비와관리비	4,963	5,166	5,283	5,503
연구개발비	380	446	460	485
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	4,688	4,827	5,732	6,062
증가율(%)	-18.4	3.0	18.8	5.8
영업이익률(%)	4.6	4.8	5.5	5.5
이자수익	234	352	379	381
이자비용	1,068	1,068	1,068	1,068
지분법이익(손실)	3,665	3,665	3,665	3,665
기타영업외손익	-195	-1,234	-1,213	-1,193
세전계속사업이익	7,528	4,415	5,520	6,284
법인세비용	1,925	1,325	1,518	1,521
세전계속이익률(%)	7.4	4.4	5.3	5.7
당기순이익	6,151	3,089	4,002	4,763
순이익률(%)	6.1	3.1	3.8	4.3
지배주주귀속 순이익	2,253	1,217	1,681	2,048
기타포괄이익	-121	-	-	-
총포괄이익	6,030	3,089	4,002	4,763
지배주주귀속총포괄이익	2,209	1,217	1,681	2,048

주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	31,767	17,161	23,698	28,877
BPS	234,433	247,659	267,422	292,363
CFPS	114,545	102,209	96,272	90,835
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation(배)				
PER	8.2	15.0	10.9	8.9
PBR	1.1	1.0	1.0	0.9
PCR	2.3	2.5	2.7	2.8
EV/EBITDA	4.2	3.6	3.4	3.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.9	7.1	9.2	10.3
EBITDA 이익률	10.4	10.7	10.4	9.5
부채비율	134.7	128.0	120.6	113.0
순부채비율	51.4	38.1	33.4	30.9
매출채권회전율(x)	8.1	8.6	9.2	9.3
재고자산회전율(x)	11.8	11.3	11.5	11.6

자료 : SK, 하이투자증권 리서치본부

SK
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-09-05	Buy	280,000	1년		-10.4%
2019-10-28	Buy	320,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.2%	8.8%	-

팬엔터테인먼트 (068050)

NR

액면가	500 원
종가(2019/11/29)	4,760 원

Stock Indicator	
자본금	6.9십억원
발행주식수	1,374만주
시가총액	65십억원
외국인지분율	0.8%
52 주 주가	3,150~5,640 원
60 일평균거래량	303,417 주
60 일평균거래대금	1.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.5	51.1	9.4	40.6
상대수익률	15.3	45.5	17.9	49.6



FY	2016	2017	2018	2019E
매출액(십억원)	35	42	13	38
영업이익(십억원)	2	-1	-1	3
순이익(십억원)	1	-2	-1	2
EPS(원)	67	-165	-76	175
BPS(원)				
PER(배)	71.5	-	-	27.2
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]
이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com
김관호 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

3년 만에 돌아오는 실적 턴어라운드 및 성장성

올해 5편의 드라마 제작으로 실적 턴어라운드 가시화 될 듯

지난해 동사는 1 편의 드라마 제작으로 실적이 부진하였는데, 올해의 경우 왜그래풍상씨(3 월), 왼손잡이 아내(5 월), 평일오후 3 시의 연인(8 월), 동백꽃 필 무렵(9 월), 두 번은 없다(11 월) 등 5 편의 드라마를 제작하여 실적 턴어라운드의 기반을 마련하였다. 무엇보다 동백꽃 필 무렵의 경우 KBS 미디어를 통해 넷플릭스에 단일 공급함에 따라 수출 등에 대한 매출을 지분 비율만큼 동사가 인식하게 되므로 올해 수익성 개선에 기여를 할 것으로 예상된다.

또한 동사가 제작한 작품이 KBS 를 통해 우회적으로라도 넷플릭스에 공급되었기 때문에 이러한 넷플릭스 레퍼런스를 바탕으로 향후 국내외 대형 OTT 업체와의 거래선 확대에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것이다.

내년에도 4~5 편의 드라마 제작으로 실적 개선 이어갈 듯

동사는 내년에도 4~5 편의 드라마 제작을 목표로 하고 있다. 먼저 하명희 작가(닥터스, 사랑의 온도)와 tvN 의 안길호 PD(비밀의 숲, 알함브라 궁전의 추억)가 청춘기록이라는 작품을 내년 상반기 중으로 tvN 에서 방영할 예정이다. 내년 동사의 대표 드라마격인 청춘기록이 비정상파로 편성됨에 따라 거래처 다변화 등으로 실적 개선에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것이다.

또한 정유경 작가(결혼계약), 박경수 작가(꽃속말, 추적자), 구선경 작가(옥탑방 고양이) 등 스타 작가들이 신작을 준비 중에 있어서 내년 드라마 제작 라인업의 업그레이드가 기대된다. 한편, 동사는 시청률과 화제성, 작품성으로 핫이슈가 된 슬기로운 감빵생활을 쓴 정보훈 작가를 새로 영입함에 따라 작가 역량이 다시 한번 강화되는 계기를 마련하였다.

한중관계 개선 가시화 되면 겨울연가 2 제작으로 성장성 부각 될 듯

동사는 선풍적인 인기를 끌면서 한류 드라마의 선봉장이었던 겨울연가에 대한 후속작으로 겨울연가 2 제작을 기획 중에 있다. 겨울연가 2 연출자로 김용수 PD 를 발탁하였으며, 각본은 전작 겨울연가에 참여했던 김은희, 윤은경 작가가 맡았다.

무엇보다 겨울연가 2 가 제 2 의 태양의 후예가 되기 위해서는 제작 등에 중국에서의 투자가 선행 되어야 한다. 이는 제작비 충당도 있겠지만 중국에서 원활하게 방송 할 수 있는 환경을 조성하기 위해서이다.

최근 한한령(限韓令)이 해제 조짐으로 한중관계가 개선될 것으로 예상됨에 따라 겨울연가 2 제작에 탄력을 받을 것으로 전망된다.

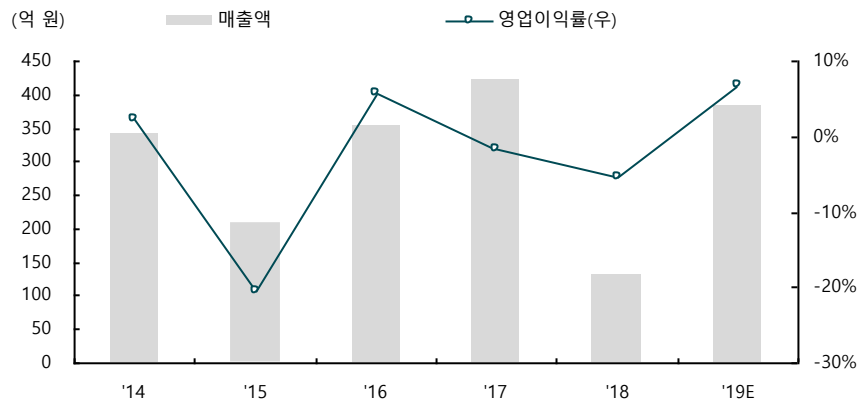
겨울연가 성공을 기반으로 겨울연가 2 도 한국, 중국, 일본에서 인기를 끌 것으로 예상됨에 따라 겨울연가 2 제작이 가시화 되면서 동사의 성장성 등이 부각될 수 있을 것이다.

표45. 팬엔터테인먼트 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2014	343	8	4	3	3	28	209.0
2015	210	-43	-67	-70	-70	-757	-
2016	353	20	7	6	7	67	71.5
2017	423	-7	-15	-17	-17	-165	-
2018	132	-7	-10	-10	-10	-76	-
2019E	383	26	27	24	24	175	27.2

자료: 팬엔터테인먼트, 하이투자증권

그림101. 팬엔터테인먼트 실적 추이 및 전망



자료: 팬엔터테인먼트, 하이투자증권

그림102. 팬엔터테인먼트 주요 작가 및 과거 드라마 라인업

정유경 <결혼계약>	박경수 <꽃속말> <추적자>	하명희 <사랑의온도> <닥터스>	구선경 <옥탑방 고양이> <오 마이 레이디>
윤선주 <병원선> <불멸의 이순신>	진수완 <킬미힐미> <시카고 타자기>	조윤영 <시크릿러브> <신데렐라맨>	

자료: 팬엔터테인먼트, 하이투자증권

표46. 연도별 제작 드라마

연도	방송사	제목	형식	횟수(회)
2002	KBS	겨울연가	미니시리즈	20
	KBS	태양인 이제마	특별기획드라마	30
	KBS	고독	미니시리즈	20
2003	KBS	장미울타리	일일드라마	113
	KBS	여름향기	미니시리즈	20
2004	KBS	구미호 외전	미니시리즈	16
	KBS	두번째 프로포즈	수목드라마	20
	KBS	방방	시추에이션 콩트	92
2005	KBC	장밋빛인생	수목드라마	24
	MBS	비밀남녀	미니시리즈	20
2006	KBS	인생이여 고마워요	주말드라마	24
	KBS	소문난 칠공주	주말드라마	80
2007	KBS	최강! 울엄마	주간드라마	25
	KBS	우리를 행복하게 하는 질문 몇가지	특집드라마	2
	KBS	사랑해도 괜찮아	일일드라마	114
	KBS	아이엠샘	미니시리즈	16
	KBS	못말리는 결혼	시트콤	140
2008	KBS	태양의 여자	미니시리즈	20
	KBS	돌아온 뚝배기	일일드라마	95
	SBS	신의 저울	프리미엄드라마	16
	MBC	사랑해 울지마	일일드라마	132
2009	SBS	찬란한 유산	특별기획드라마	28
2010	SBS	당돌한 여자	일일드라마	105
	SBS	오! 마이 레이디	미니시리즈	16
	MBC	즐거운나의집	미니시리즈	16
	SBS	호박꽃순정	일일드라마	124
2011	MBC	짝패	특별기획드라마	32
	SBS	내게 거짓말을해봐	미니시리즈	16
	MBC	불굴의여느리	일일드라마	113
2012	MBC	해를품은달	미니시리즈	20
	MBN	사랑도 돈이 되나요	특별기획드라마	20
	KBS	적도의남자	미니시리즈	20
	KBS	각시탈	미니시리즈	28
	SBS	내사랑 나비부인	주말드라마	51
2013	MBC	백년의유산	주말드라마	50
	SBS	열애	주말드라마	47
2014	KBS	골든크로스	미니시리즈	20
	tvN	갑동이	금토드라마	20
	MBC	마마	주말특별기획	24
	MBC	전설의마녀	주말특별기획	40
2015	MBC	킬미힐미	미니시리즈	20
	SBS	풍문으로 들었소	미니시리즈	30
	MBC	최고의연인	일일드라마	120
2016	MBC	결혼계약	주말특별기획	16
	SBS	닥터스	미니시리즈	20
	KBS	월계수양복점신사들	주말드라마	37
2017	KBS	월계수양복점신사들	주말드라마	17
	SBS	귓속말	미니시리즈	17
	KBS	이름없는여자	일일드라마	102
	MBC	병원선	미니시리즈	20
	KBS	쌈마이웨이	미니시리즈	16
	SBS	사랑의온도	미니시리즈	20
2018	MBC	데릴남편오작두	주말드라마	24
2019	KBS	왜그래풍상씨(공동제작)	미니시리즈	20
	KBS	원손잡이아내	일일드라마	103
	채널A	평일 오후 세시의 연인	미니시리즈	16
	KBS	동백꽃 필 무렵	미니시리즈	20
	MBC	두번은 없다	주말특별기획	72

자료: 팬엔터테인먼트, 하이투자증권

팬엔터테인먼트
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2018-01-29 NR

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율 (%)	91.2%	8.8%	-

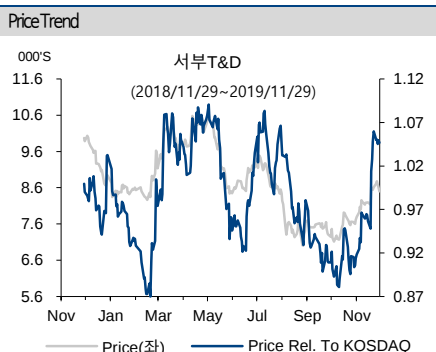
서부 T&D (006730)

NR

액면가	500 원
종가(2019/11/29)	8,510 원

Stock Indicator	
자본금	27.7 십억원
발행주식수	5,544 만주
시가총액	472 십억원
외국인지분율	13.2%
52 주 주가	7,020~10,650 원
60 일평균거래량	109,595 주
60 일평균거래대금	0.9 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.4	14.7	0.2	-4.7
상대수익률	15.2	9.1	8.7	4.3



FY	2016	2017	2018	2019E
매출액(십억원)	47	58	108	131
영업이익(십억원)	11	-9	0	15
순이익(십억원)	3	-8	-10	4
EPS(원)	82	-	-	72
BPS(원)				
PER(배)	224.6	-	-	118.1
PBR(배)	1.3	1.0	0.8	0.7
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

김관호 (2122-9194) kkh0468@hi-ib.com

드래곤이 승천한다

관광호텔업, 쇼핑몰운영, 물류시설운영 등의 사업을 영위

중국인 관광객 증가 및 호캉스로 객실 점유율 상승 중

서울드래곤시티(Seoul Dragon City) 호텔은 그랜드 머큐어 앰배서더 서울 용산, 노보텔 스위트 앰배서더 서울 용산, 노보텔 앰배서더 서울 용산, 이비스 스타일 앰배서더 서울 용산 등 총 4 개의 아코르호텔 그룹 브랜드로 구성되어 있으며, 1,700 개 실로 대한민국 최대 객실을 보유하고 있다. 또한 약 4,900 명까지 수용 가능한 컨벤션 시설을 갖추고 있다.

올해 중국인 관광객이 늘고 있다. 10 월 한국을 방문한 중국인 관광객은 56 만 7695 명으로 전년 동월 대비 19.4% 증가하였으며, 1~10 월 중국인 관광객 누적수는 500 만 8775 명으로 전년 동기 대비 26.2%가 늘어났다.

이와 같은 중국이 관광객 증가와 더불어 호캉스 등으로 인하여 서울드래곤시티의 객실 점유율이 1 분기 40% 중반에서 2 분기에는 50% 중반, 3 분기 60% 이상으로 상승하고 있을 뿐만 아니라, 주말에는 90% 이상의 객실 점유율을 확보하고 있다.

무엇보다 이러한 객실 점유율 상승으로 관광호텔업부문의 실적 개선으로 이어질 수 있을 것이다.

한편, 이번달 왕이 국무위원 방문에 이어 시진핑 주석의 방한이 공식화 되면서 중국의 한국 단체 관광객 허용이 이루어 진다면 동사에게 수혜가 예상된다.

신정동 사이트 자산가치 부각될 듯

신정동 사이트의 경우 투자부동산으로 약 3,500 억원 가치로 반영되어 있다. 향후 도시첨단물류복합단지 개발 예정으로 사이트 규모 및 위치 측면에서 서울 서남권 핵심 상업 및 물류시설의 거점 역할로 부각 될 수 있을 것이다. 이에 따라 동사의 자산가치 상승이 예상된다.

PBR 0.7 배로 매력적인 밸류에이션 수준으로 동사 주가 상승을 도모할 시기

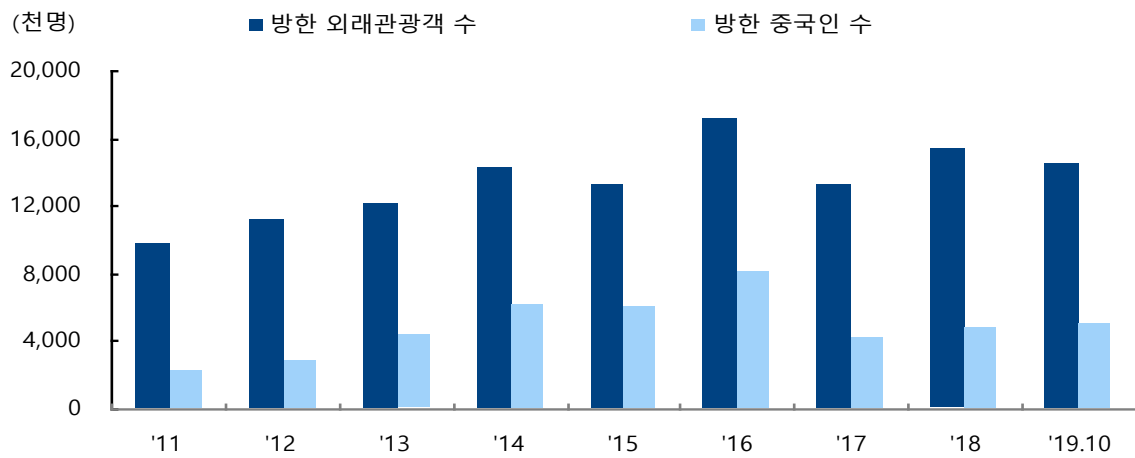
현재 동사는 주가는 올해 예상 실적 기준 PBR 0.7 배로 매력적인 밸류에이션 수준이다. 호텔 객실 점유율 상승 및 신정동 자산가치 상승 등을 고려할 때 동사 주가 상승을 도모할 시기이다.

표47. 서부 T&D 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)	PBR(배)
2015	550	121	-113	-132	-	-	1.9
2016	467	110	18	28	82	224.6	1.3
2017	575	-91	-49	-85	-	-	1.0
2018	1,081	0	-65	-104	-	-	0.8
2019E	1,310	145	40	40	72	118.1	0.7

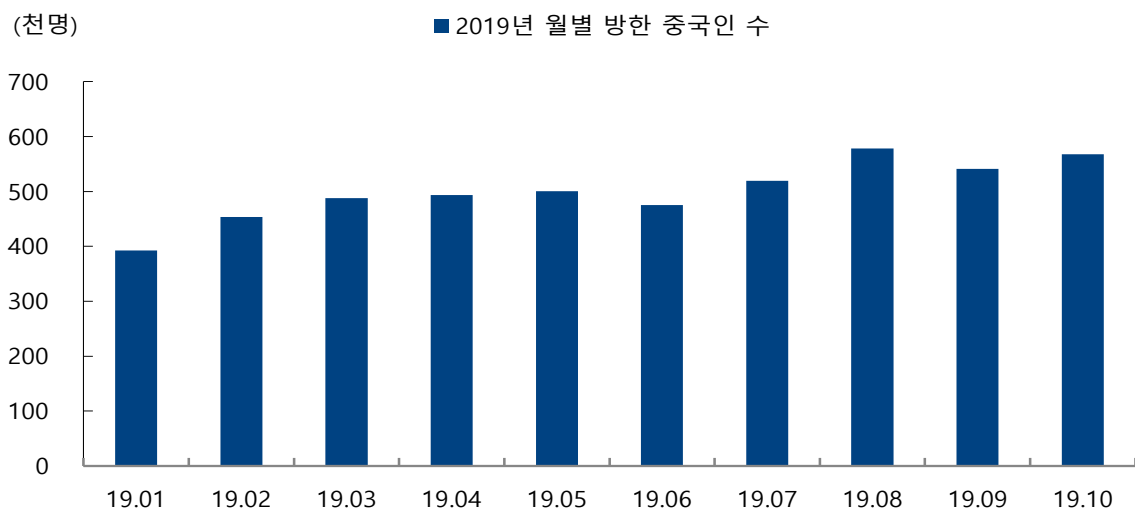
자료: 서부 T&D, 하이투자증권

그림103. 전체 방한 외래관광객 수 추이와 방한 중국인 수 추이 비교



자료: 한국관광공사, 하이투자증권

그림104. 2019년 월별 방한 중국인 수 추이



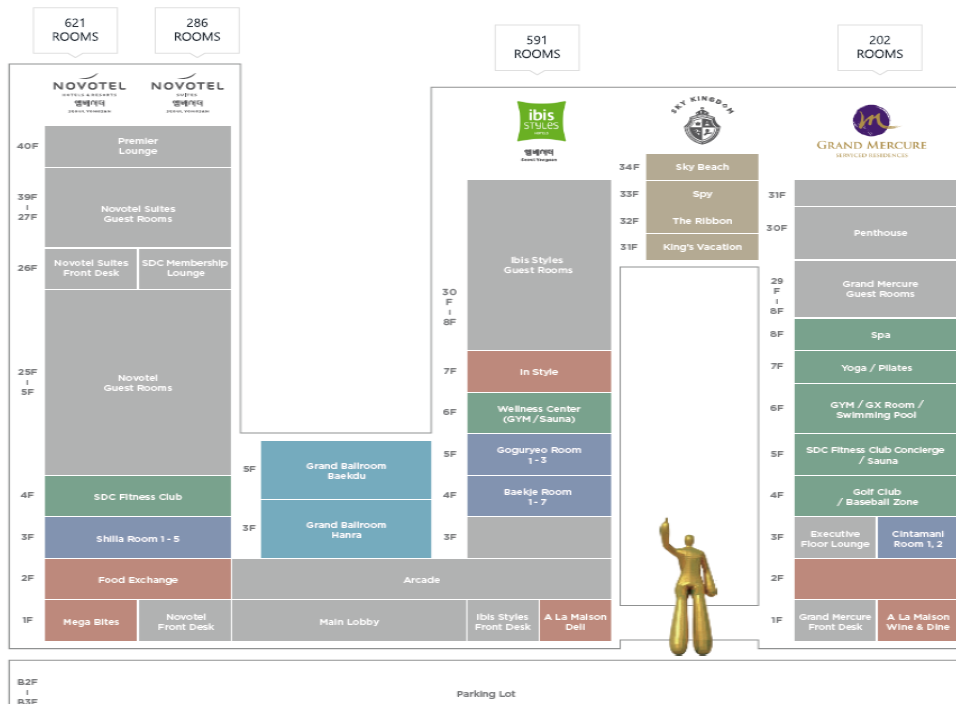
자료: 한국관광공사, 하이투자증권

그림105. 보유 부동산 현황

사업 명	SQUARE 1 MALL Complex	용산 Seoul Dragon City HOTEL Complex	도시첨단물류복합단지
			
소재지	인천시 연수구 동춘동 926	서울시 용산구 한강로3가 40-969	서울시 양천구 신정동 1315
대지면적	48,905㎡ (14,794평)	15,163㎡ (4,587평)	92,395㎡ (27,949평)
연 면적	169,074㎡ (51,144평)	184,611㎡ (55,844평)	830,000㎡ (250,000평) 예정
주 용도	쇼핑몰/영화관/대형마트	호텔 1,700객실/컨벤션/피트니스 클럽/레스토랑 등	물류창고/복합쇼핑몰/문화집회/오피스텔/아파트 등
Grand Open	2012년 10월	2017년 11월	2024년 7월 예정
토지 장부가	투자부동산 168,560,000,000	유형자산 360,023,150,000원	투자부동산 349,982,670,000 유형자산 16,903,521,000

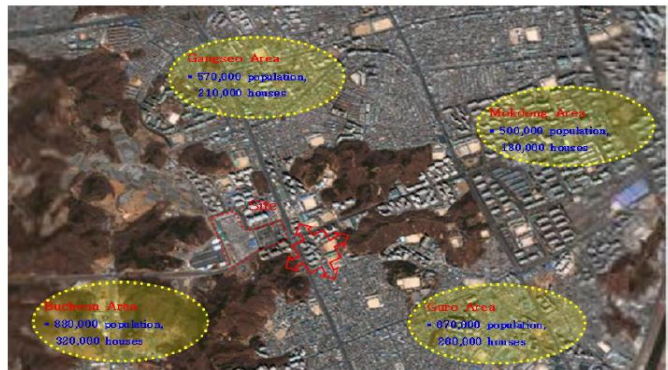
자료: 서부 T&D, 하이투자증권

그림106. 서울드래곤시티 호텔



자료: 서부 T&D, 하이투자증권

그림107. 신정동 SITE



소재지	서울시 양천구 신정동 1315
대지면적	104,244.7㎡ (31,534평)
현재용도	상업지구(도시계획시설)자동차정류장 / 화물터미널
계획연면적	약 830,000㎡ (250,000평)
추진계획	•16년 6월 국토교통부 도시첨단물류단지 시범단지지정 •18년 11월 인허가 양천구청 접수 •19년 6월 서울시장 접수 •21년 1월 공사 착공예정 •24년 7월 공사 준공예정
시설 계획	물류창고/문화집회/쇼핑몰/오피스텔/아파트

- 서울시내 미개발중인 상업용지 중 최대규모
- 서울 서부권과 부천권을 연결하는 입지로 260만명 이상의 배후단지 확보
- 서울과 경인지역을 통과하는 물류 / 상업시설의 거점 지역
- 향후 서울시내의 반일택배 시대를 선도하는 최첨단 물류단지
- 하남시 소재 스타필드에 맞먹는 규모의 상업시설
- 신설되는 목동선으로 역세권 편입

자료: 서부 T&D, 하이투자증권

그림108. 인천 SITE

4F Cinema & Entertainment Floor

- CGV / 공연장
- 게임센터
- 계절밥상, 서가엔극, 명동할머니 국수등

3F Dynamic & Amusement Floor

- 어바웃하우스, 원더플레이스, 파스쿠찌
- VIPS, 스시로, 캘리포니아피자키친
- 키즈테마파크, 아트박스등

2F Fashion & Sports Floor

- 유니클로, ABC마트, 나이키, 아디다스
- 빈폴아웃도어, 뉴발란스, 뉴에라, 슈펜
- SOUP, LAP, 디스커버리등

1F Global SPA & Contemporary Floor

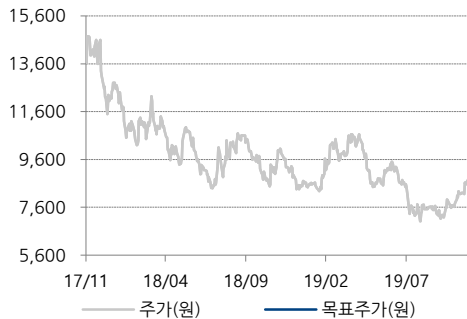
- ZARA, H&M, 에잇세컨즈, 미쏘
- 무인양품, 게스, 샘소나이트
- 커스텀멜로우, 영풍문고등

B1 GMS/Home Plus



자료: 서부 T&D, 하이투자증권

서부 T&D
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2019-06-18 NR

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현, 김관효)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2019-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율 (%)	91.2%	8.8%	-