

10001 WOOD TTS HYUNDAI 510  
100001010 FILMS 0100010

2023년 09월 13일

키움증권 리서치센터 | 산업분석

# 당신이 모르는 글로벌 AI 사용 사례들

미국주식/전략 Analyst 이원주 wonju.lee@kiwoom.com  
스몰캡 Analyst 김학준 dilog10@kiwoom.com  
스몰캡 Analyst 오현진 ohj2956@kiwoom.com  
중국주식 Analyst 박주영 jyp1ark@kiwoom.com  
RA 신민수 alstn0527@kiwoom.com  
RA 조재원 jwon2004@kiwoom.com

Nose 97.9%

Eyes 99.9%

Ears

45 km





## Contents

<b>Investment Summary</b>	<b>3</b>
<b>미국</b>	<b>4</b>
<b>I 미국: 놓치면 후회할 미국 시트렌드</b>	<b>4</b>
- 미국 데이터센터 시장에 대체 무슨 일이 벌어진 걸까?	4
- 어떤 섹터에서 AI에 대해 가장 많이 언급할까?	6
- AI 기술 응용 현황을 확인할 5가지 케이스	9
- 탈세계화, 탈탄소, 인력 부족 세계, 증시의 희망 AI	20
- 투자 전략: 통신 장비, 소프트웨어 산업에 오해가 깊다	24
<b>한국</b>	<b>26</b>
<b>II 생성형 AI 열풍, 어디로 이어지나</b>	<b>26</b>
- 높아진 관심에 발전하는 AI 기술, 적용 확대 산업에 주목할 필요	26
<b>III. 국내 산업용 적용은 딥러닝이 대세</b>	<b>27</b>
- 국내 AI적용은 대부분 딥러닝에 기반한 정확성 고도화	27
- 딥러닝의 꽃은 결과물 판단에서 그치는 것이 아닌 예측시스템	28
<b>IV 국내 산업별 AI 적용 사례</b>	<b>29</b>
- 의료 AI: 진단, 신약개발, 유전체 분석, EHR 지원 분야에 쓰인다	29
- 영상 분석 산업: 관제 및 보안부터 자율주행 인프라까지	31
<b>중국</b>	<b>35</b>
<b>V. AI in E-commerce,</b>	<b>35</b>
- 중국 주요 플랫폼 AI 기술 도입에 적극적	35
- 'Made in China' 제품의 글로벌 수출을 책임지는 CBE 기업	37
- CBE 기업의 AI 적용 사례	38
- TEMU의 글로벌 사업 확장 수혜가 기대되는 핀뒤뒤 추천	39
<b>VI. AI in 물류</b>	<b>40</b>
- 중국 이커머스 시장의 성장은 택배산업으로도 이어짐	40
- ZTO, 공격적인 CAPEX 투자를 통해 물류 인프라 구축	41
- AI 기술도입에 따른 운임비용 하락은 ASP 하락을 상쇄함	42
<b>기업분석</b>	<b>43</b>
- 시스코시스템즈 (CSCO.US)	44
- 서비스나우 (NOW.US)	47
- 엠로 (058970)	50
- 디알텍 (214680)	54
- 스마트레이더시스템 (424960)	58
- 토마토시스템 (393210)	62
- 씨유박스 (340810)	65
- 트루엔 (417790)	67
- 핀뒤뒤 (PDD.US)	69

# Investment Summary

## >>> 미국: 농치면 후회할 미국 AI 실사용 트렌드

다음 3가지 질문에 대한 답을 고민했다.

1) 2023년초만해도 부진할 것으로 예상됐던 데이터센터 하드웨어 관련 종목들의 연이은 실적 서프라이즈의 근본적인 배경은 무엇인가? 2) ChatGPT의 대중적 인기 이후 기업들은 생성형 AI를 구체적으로 어떻게 활용하고 있는가? 3) AI 기술 확산의 의미를 투자자는 어떻게 해석해야 하는가?

전체 데이터센터 투자 감소에도 불구하고 데이터센터용 GPU 아키텍처를 판매하는 엔비디아부터 데이터센터 쿨링 시스템을 판매하는 버티브 홀딩스까지 하드웨어 벨류체인에서 어닝 서프라이즈가 이어지고 있다. 표면적으로는 가속화 컴퓨팅 투자가 급증하고 있기 때문이고, 더 근원적인 이유는 AI가 비즈니스에 적용되어 실질적인 성과를 내는 사례들이 확산되고 있기 때문이다. 다양한 산업의 AI 사례를 점검한 결과, AI가 경제의 '공급' 증가에 기여하는 시점이 예상 대비 빠를 것으로 판단한다. 추천 종목은 닷컴 시대의 주인공이었던 시스코 시스템즈(CSCO)와 많은 기업들의 AI 도입을 돕는 서비스 나우(NOW)이다.

## >>> 한국: AI를 통해 제품 차별화에 나선 산업들

국내 대기업들을 중심으로 생성 AI 기술에 대한 연구와 투자가 늘어나면서 전반적인 AI 기술을 적용한 사업에 대한 투자자들의 관심이 높아지고 있다. 이에 국내 정책 지원과 맞물려 적극적으로 AI 기술을 접목시키는 산업 내 성과를 내고 있는 업체들 중심으로 주목이 필요하다는 판단이다. 현재 산업 현장에서 기업들은 AI를 활용한 딥러닝 기술을 고도화시켜 제품 개선 및 생산성 향상에 집중하고 있으며, 엠로, 스마트레이더시스템, 토마토시스템과 같은 기업들이 AI 딥러닝 기술을 적용한 제품과 서비스를 준비 및 판매 중에 있다. 국내에서 AI가 적용되고 있는 또 다른 사례로는 의료 분야가 있다. 진단 영역은 물론 신약 개발, 유전체 분석 등으로까지 AI 적용 솔루션의 확대가 기대된다. CCTV등을 이용한 영상 분석 또한 AI 기술이 적극적으로 도입되고 있는 산업군 중 하나이다. 영상 인식 및 분석의 정확성과 생산성 향상에 크게 기여하며, 보안 및 관제부터 자율주행 인프라에 이르기까지 적용 영역이 지속적으로 확대되고 있어 관련 업체 중심의 주목이 필요하다.

## >>> 중국: AI 기술 도입은 이제 시작, 향후 다수 성공 사례 나올 전망

ChatGPT 열풍 이후 바이두를 포함한 중국 빅테크 기업은 경쟁적으로 생성형 AI 모델을 출시했다. 산업 내에서도 다수 기업이 자사 사업과 연계하여 AI 기술을 도입해 비용절감, 잠재 수요 발굴 등의 추가적인 가치 창출을 위해 많은 연구개발 및 시도를 진행 중에 있다. 아직 기술 도입의 초기인 점을 감안할 필요가 있겠으나, 현재 중국기업은 게임/컨텐츠 등 산업에서 비용절감, 소프트웨어 산업에서 제품 성능개선을 위해 적극적으로 AI 활용에 나서고 있다. 그 중 최근 실적에서 유의미한 성과를 거둔 기업으로는 중국 택배 기업 ZTO가 있다. 중국 택배산업은 경쟁심화로 인해 가격전쟁이 지속되고 있으나, ZTO는 실시간 데이터 모니터링 및 자동화 장비를 통해 비용을 절감하며 이익이 개선되는 모습을 보이고 있다. 중국 커머스 기업 핀뉘위는 글로벌 고물가 환경 속에서 중국산 제품의 가격경쟁력을 기반으로 해외시장을 공략 중이며, 이 과정에서 AI 기술은 판매자의 편의성 증진 및 지역별 차별화된 수요 분석 등에 기여하고 있다. 중국기업의 AI 기술 도입은 이제 시작이며 향후 다수 성공 사례가 나올 것으로 기대한다.

## >>> 미국: 농치면 후회할 미국 AI 트렌드

### 미국 데이터센터 시장에 대체 무슨 일이 벌어진 걸까?

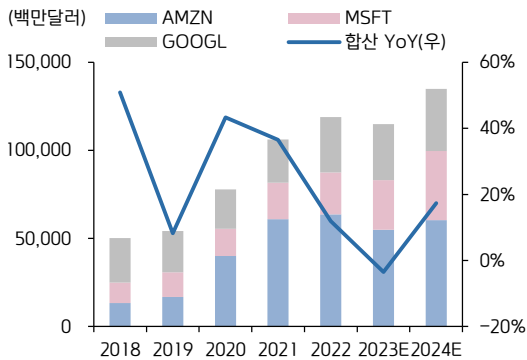
부진이 예상됐던 데이터센터 하드웨어 시장에서 예상치 못한 일이 벌어지고 있다.

대형 클라우드 3사(아마존닷컴, 마이크로소프트, 알파벳)의 2023년 합산 Capex 전년대비 변화율 컨센서스는 -3.4%이다. 고금리로 인한 세계적인 경기 둔화로 IT 지출이 줄어들 가능성이 높았고, 이 영향에서 클라우드 산업도 자유롭지 못할 것으로 생각됐기 때문이다.

실제로 대형 클라우드 3사의 클라우드 관련 매출 성장률은 매분기 감소 추세이다.

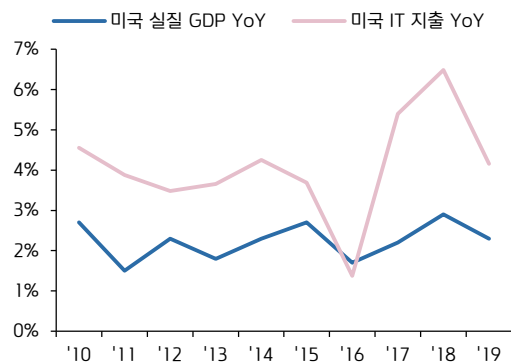
클라우드 회사들의 적극적인 Capex는 기대하기 힘든 상황이었다.

### 클라우드 3사 합산 Capex 추이 및 향후 컨센서스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### '10~'19년 미국 IT 지출 규모와 GDP YoY %



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

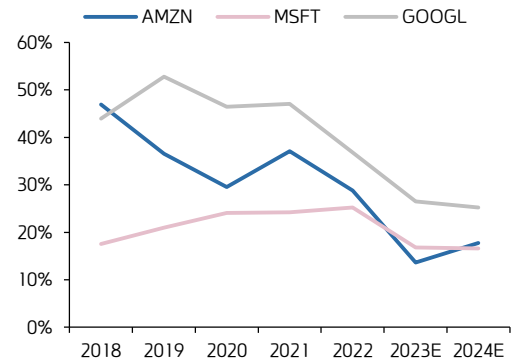
### 고객들의 비용 최적화를 위해 가격을 인하한 AWS

2023. 8.3  
AMZN FY2Q23  
실적 컨퍼런스콜 중

As the economy has been **uncertain** over the last year, **AWS customers** have needed assistance **cost optimizing** to withstand this challenging time and reallocate spend to newer initiatives that better drive growth. We've proactively helped customers do this.

자료: 아마존닷컴, 키움증권 리서치센터

### 둔화 중인 클라우드 매출액 YoY 성장률

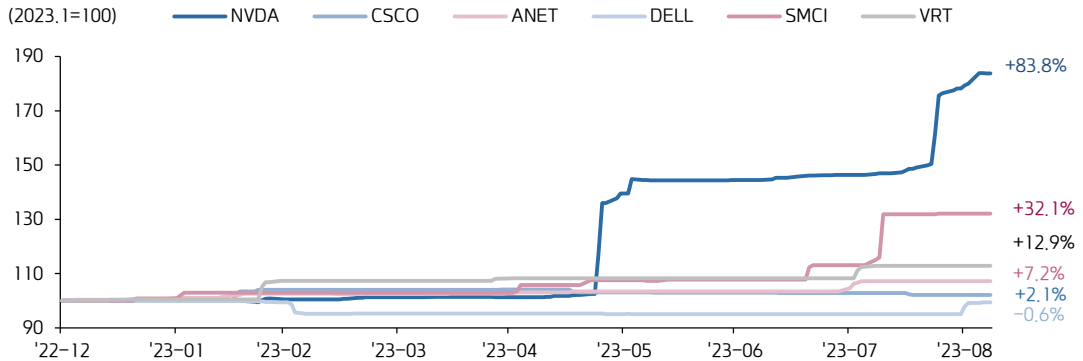


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

당연히 데이터센터 건설에 필요한 하드웨어를 판매하는 회사들의 실적 기대치 역시 높지 않았다.

데이터센터 서버용 GPU 회사 엔비디아, 데이터센터용 스위칭 장비 회사 시스코 시스템즈와 아리스타 네트워크, 컴퓨터 하드웨어 회사 델 테크놀로지스와 슈퍼 마이크로 컴퓨터, 데이터센터용 종합 솔루션 (냉각기, 전원 시스템, 전력 엔지니어링 서비스 등) 회사 버티브 홀딩스의 올해초 연간 매출액 컨센서스는 모두 2023년초에 현재 시점 대비 낮았다.

주요 데이터센터 하드웨어 기업들의 2023년 매출액 컨센서스 추이



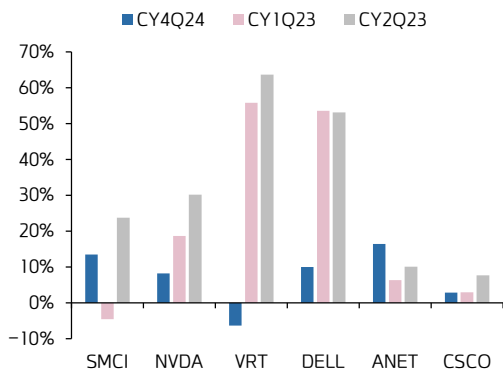
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

하지만 위 기업들은 올해 실적 발표 때마다 어닝 서프라이즈를 기록하며 주가가 상승 중이다.

연초 대비 주가 상승률을 순서대로 보면, 슈퍼 마이크로 컴퓨터(+225.8% 상승, 올해 분기 평균 +10.9% EPS 어닝 서프라이즈), 엔비디아(+216.4%, +19.0%), 버티브 홀딩스(+189.9%, +37.7%), 델 테크놀로지스(+71.5%, +38.9%), 아리스타 네트워크(+61.1%, +11.0%), 시스코 시스템즈(+19.2%, +4.4%)이다.

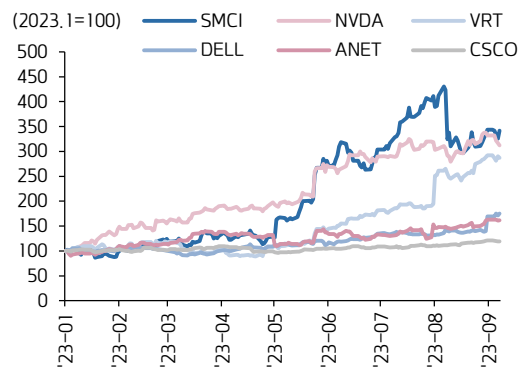
위 기업들이 밝힌 호실적의 표면적인 이유는 클라우드 기업들이 일반목적형 컴퓨팅 투자는 줄이지만, 가속화 컴퓨팅 투자는 대폭 늘리고 있기 때문에 관련 매출이 증가하고 있다는 것이다.

올해 실적 발표에서의 EPS 서프라이즈 강도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 하드웨어 기업들 연초 이후 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

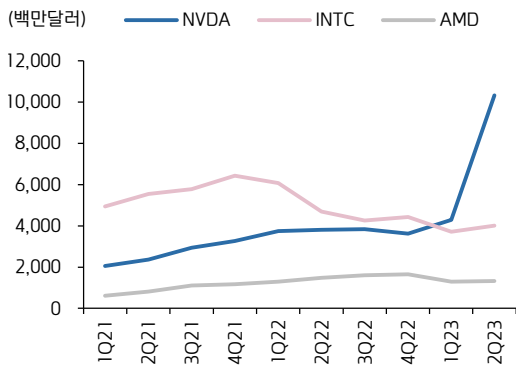
그렇다면 더 근본적인 이유는 무엇일까?

클라우드 회사들은 엄청난 컴퓨팅 파워를 가진 가속화 컴퓨팅 인프라에서 어떤 소프트웨어가 구동될 것이라고 믿고 이 불경기에도 투자를 대폭 늘리는 걸까?

인공지능(AI), 머신러닝(ML), 대규모 언어 모델(LLM) 등을 이용하려는 기업들이 많은 것이라면, 구체적으로 비즈니스에 적용되는 형태는 어떤 모습일까?

가속화 컴퓨팅 시장 급성장의 근본적인 배경에 대해 이해해야 시장 성장의 지속 가능성에 대해 판단할 수 있을 것이다.

NVDA, INTC, AMD 데이터센터 향 매출 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AI 개발 및 적용 프로세스

AI/ML 인프라	AI/ML 기초 모델	AI/ML 응용 App	AI/ML 사용자
NVDA ANET SMCI AMZN MSFT GOOGL ...	GOOGL Open AI NVDA MSFT ...	IBM NOW CRM ACN MANH ...	금융 산업재 자유소비재 ...

자료: dealroom.co, 키움증권 리서치센터

어떤 섹터에서 AI에 대해 가장 많이 언급할까?

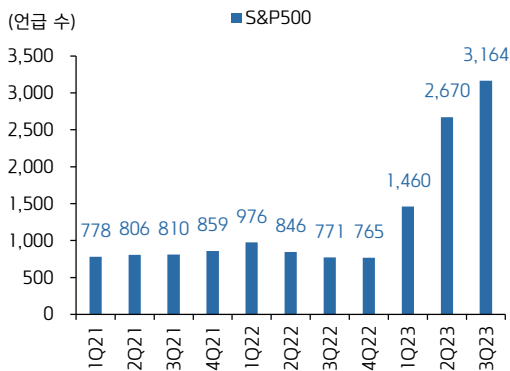
가속화 컴퓨팅 인프라를 활용해 AI, ML, LLM 기술 등을 비즈니스에 적용하려는 기업들은 당연히 그렇지 않은 기업들 대비 실적 컨퍼런스콜에서 해당 단어의 언급 수가 많을 것이다.

AI와 유사 동의어로 판단한 총 13개의 AI 동의어 집단(AI, Artificial Intelligence, Artificially Intelligent, Automation, Chat GPT, ChatGPT, Deep Learning, Generative AI, Large Language Model, LLM, Machine Intelligence, Machine Learning, ML)이 S&P500 기업들의 실적 컨퍼런스콜에서 얼마나 언급되는지를 정리하면 다음과 같다.

1. CY3Q23 S&P500 기업 실적 컨퍼런스콜에서 AI 동의어 집단이 언급된 총 횟수는 8 월말 기준 총 3,164 회이다. 이는 전분기 대비 +18.5%, '21~'22 년 평균 대비 +282.9% 증가한 수치이다.
2. GICS Level 1(글로벌 산업 분류 기준) 기준 AI 동의어 집단을 가장 많이 언급한 Top 6 섹터는 정보기술(1,745 회), 금융(283 회), 산업재(252 회), 커뮤니케이션 서비스(251 회), 자유소비재(204 회), 건강관리(186 회)이다.

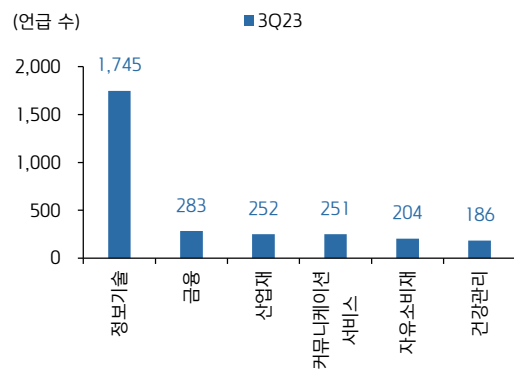
3. 위 6 개 섹터 외 섹터들의 AI 동의어 집단 언급 수는 모두 100 회 미만이다(부동산 72 회, 필수소비재 59 회, 소재 54 회, 유틸리티 35 회, 에너지 23 회)
4. '21~'22 년 평균 대비 AI 동의어 집단 언급 수가 가장 많은 섹터 Top 5 는 커뮤니케이션 서비스(+441.2%), 정보기술(+403.4%), 부동산(+376.0%), 자유소비재(+365.0%), 유틸리티(+337.5%)이다.
5. 직전 분기 대비 AI 동의어 집단 언급 수가 가장 많은 섹터 Top 5 는 에너지(+76.9%), 건강관리(+75.5%), 부동산(+53.2%), 유틸리티(45.8%), 자유소비재(+42.7%)이다.
6. 전체 기업 중 2023 년 분기 평균 가장 많이 AI 동의어 집단을 언급한 기업 Top 5 는 엔비디아(GPU, 109 회), 알파벳(디지털 광고, 101 회), 세일즈포스(CRM 소프트웨어, 78 회), 팔로알토 네트워크(사이버 보안, 78 회), 케이던스 디자인 시스템(반도체 설계 소프트웨어, 75 회)이다.
7. 전체 기업 중 '21~'22 년 평균 대비 올해 분기 평균 AI 동의어 집단 언급 수가 많았던 Top 5 기업은 테이크 투 인터랙티브소프트웨어(게임, +7,633.3%), 부킹 홀딩스(온라인 여행 서비스, +5,766.7%), 팩트셋 리서치 시스템스(금융 정보 서비스, 5,700.0%), 인터퍼블릭 그룹 오브 컴퍼니스(마케팅 서비스, +4,433.3%), 애플(IT 기기, +3,900.0%)이다.
8. 전체 기업 중 '21~'22 년 AI 동의 집단 언급 수가 0 회였지만 올해 분기 평균 언급 수가 가장 많이 증가한 기업 Top 5 는 GE 헬스케어 테크놀로지스(의료 기술, +17 회), 가트너(IT 정보 서비스, +15 회), 뉴스 코퍼레이션(미디어, +8 회), 라이브 네이션 엔터테인먼트(엔터테인먼트, +4 회), 코닝(유리 제조, +4 회)이다.

S&P500 전체 기업 AI 동의어 집단 컨콜 언급 수



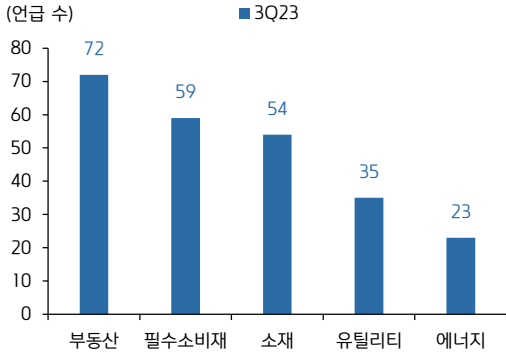
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

CY3Q23 기준 AI 동의어 집단 언급수 Top 6



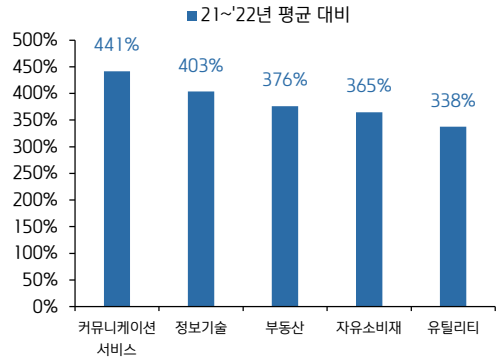
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

CY3Q23 기준 AI 동의어 집단 언급수 Top 6 외 섹터



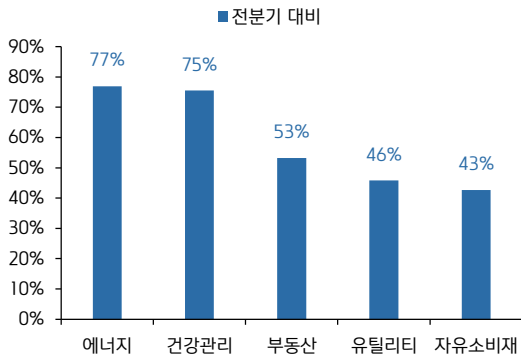
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'21~'22 평균 대비 3Q23 증가율 Top 5 섹터



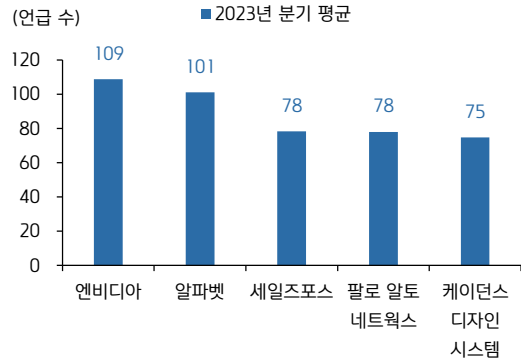
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

전분기 대비 3Q23 증가율 Top 5



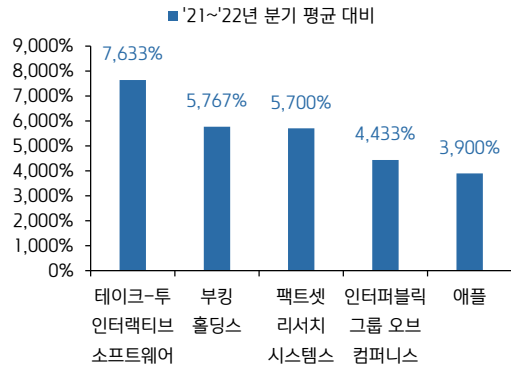
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2023년 분기 평균 기준 Top 5 기업



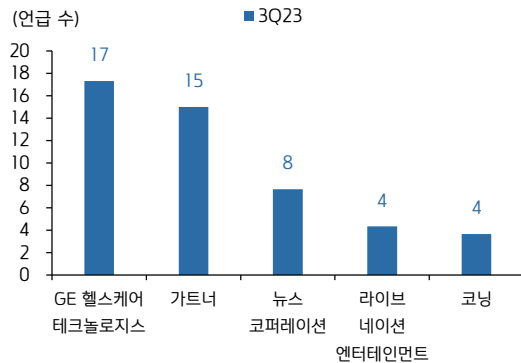
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'21~'22 평균 대비 3Q23 증가율 Top 5 기업



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'21~'22 언급 횟수가 0인 기업 중 언급 수 Top 5



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## AI 기술 응용 현황을 확인할 5가지 케이스

AI/ML 기술이 비즈니스에 적용되는 구체적인 현황을 파악하기 위해 전체 현황을 대표할 수 있는 5가지 케이스를 정리했다.

CY3Q23 기준 AI 동의어 집단 언급 수가 가장 많은 Top 5 섹터(정보기술, 금융, 산업재, 커뮤니케이션 서비스, 자유소비재)에서 각 섹터 당 1개의 기업 케이스를 선정했다.

AI/ML 기술의 최종 수요자 현황을 파악하기 위해 AI/ML 기술이 비즈니스에 적용되는 프로세스 (AI/ML 인프라 → AI/ML 기초 모델 → AI/ML 응용 어플리케이션 개발 → AI/ML 기술 적용 기업) 중 응용 어플리케이션 개발 및 기술 적용 기업 위주로 케이스를 정리했다.

### 미국 AI 기술 응용 5개 케이스 요약

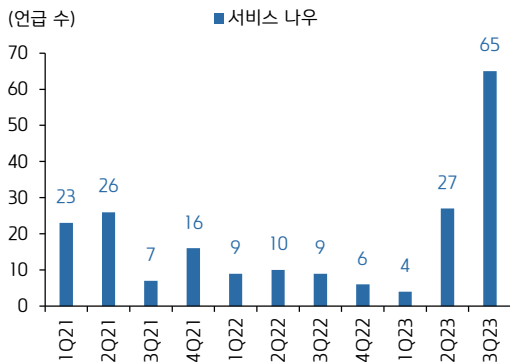
	서비스 나우 (정보기술 / ITSM 소프트웨어)	트래블러스 컴퍼니스 (금융 / 손해보험사)	에머슨 일렉트릭 (산업재 / 공정 자동화)	옴니콤 그룹 (커뮤니케이션 서비스 / 광고 대행사)	옛시 (자유소비재 / 홈메이드, 중고 거래 플랫폼)
<b>문제점</b>	고객들의 IT 팀 운영 비용 증가	고임금의 전문 인력	고객들의 제조 과정이 데이터화되지 못함	언어 위주의 광고 경험에서 인사이트를 도출하고 배포하는데 어려움을 겪음	기성품과 달리 홈메이드/중고 제품은 소비자에게 인식되기 어려움
<b>솔루션</b>	고객 맞춤형 AI 챗봇	보험계리사, 상담사 업무 일부를 AI로 대체	센서, 네트워크 기술, SaaS로 제조 과정을 데이터화	광고 Tool 플랫폼에 생성형 AI 기술을 적용	머신 러닝, 생성형 AI 기술을 활용한 검색 엔진 개발
<b>성과</b>	전체 직원 수 대비 IT 팀 운영비 축소 가능	1조원 넘는 기술 투자에도 비용 비율 감소	AI 기술을 활용할 기초 데이터 세트를 확보	전세계 직원에게 다양한 광고 경험에서 도출된 인사이트를 공유	팬데믹 이전 대비 3 배 이상 늘어난 GMS 를 유지 중
<b>AI의 경제적 의미: 생산성 혁신 + 생산 → 판매 전환 효율성 개선 = 공급 증가 효과</b>					

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

첫번째 케이스는 정보기술 섹터의 서비스 나우(IT 서비스 관리 소프트웨어)이다.

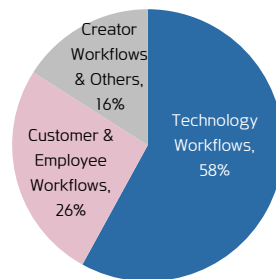
서비스 나우는 기업들에게 ITSM(IT Service Management) 소프트웨어를 기업들에게 판매하는 업계 1위 소프트웨어 회사이다.

### 서비스 나우 실적 컨퍼런스콜 AI 언급 수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 서비스 나우 2Q23 사업부별 연간 계약 가치 비중



주: Technology Workflows(IT 팀 운영에 필요한 SW) / Customer and Employ Workflows(고객 경험 및 직원 관리에 필요한 SW) / Creator Workflows & Others(앱 개발에 필요한 SW)  
자료: 서비스 나우, 키움증권 리서치센터

동사는 생성형 AI 기술의 잠재력을 일찍 발견할 수 있었다. 2019년부터 마이크로소프트와의 파트너십 (Azure 클라우드 서비스 사용, 마이크로소프트와 서비스나우의 제품 호환성 강화 등의 목적)이 있었고, IT 팀의 업무를 줄여 고객의 비용을 낮출 수 있는 솔루션에 대해 지속적으로 고민해왔기 때문이다.

2019년 마이크로소프트와 파트너십 체결



IT 운영의 효율성 향상이 목표인 서비스 나우의 제품



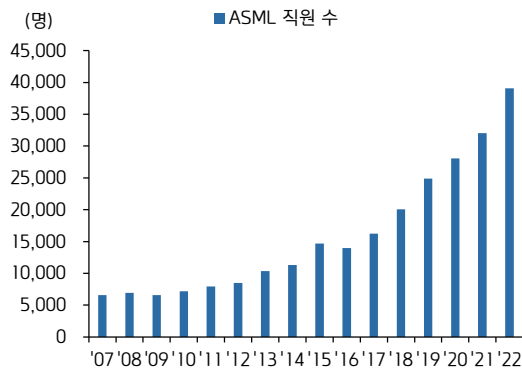
주: 서비스 나우가 Azure 서비스를 이용하고, 서비스 나우의 제품들과 마이크로소프트 제품들의 호환성을 향상 시키는 것이 목표  
 자료: 서비스 나우, 키움증권 리서치센터

자료: 서비스 나우, 키움증권 리서치센터

기존 IT 팀 운영과 관련하여 고객들이 처한 문제는 '사업 지역이 다변화되고 직원 수가 늘어날수록 IT 팀 운영 비용이 변동비 성격으로 증가한다'는 것이었다.

예를 들어 동사의 고객인 ASML(반도체 장비)은 약 10만개의 부품을 합쳐 EUV 장비를 제조하기 위해 유럽, 아시아, 미국에 걸친 16개 국가에 법인을 설립하고 총 3만 2천명의 직원을 고용했다. 3만 2천명 직원의 여러 IT 요구들을 해결하기 위해 IT 팀의 규모는 비대해지고, IT 팀에 IT 요구를 요청하고 해결 하는 채널은 복잡해졌다.

급증하는 ASML의 직원 수



자료: ASML, 키움증권 리서치센터

전세계 16개 법인, IT 팀 운영의 복잡성 증가



자료: ASML, 키움증권 리서치센터

2008년부터의 서비스 나우의 솔루션은 IT 요구 - 해결 채널을 단순화하는 통합형 ITSM 소프트웨어를 제공하는 것이었다. 이후 2023년부터 생성형 AI 기술을 적용한 동사의 새로운 솔루션은 ASML 맞춤형 AI 챗봇인 'Violet'이다.

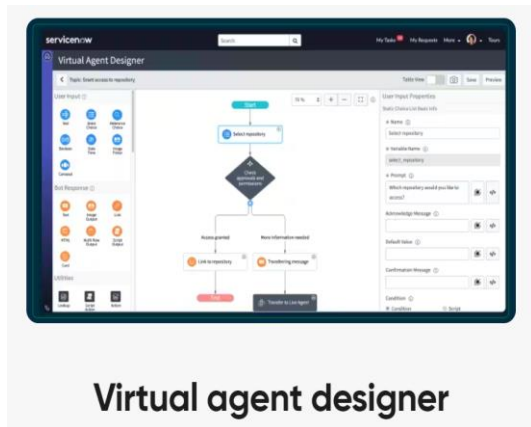
Violet은 서비스 나우의 챗봇 'Virtual Agent'를 기반으로 ASML의 약 3천명의 직원과 함께 개발 과정을 거친 ASML 맞춤형 AI 챗봇이다. 마이크로소프트의 팀즈와 연결되어 ASML의 전직원은 언제나 Violet에게 IT 관련 궁금한 사항을 질문할 수 있고, Violet이 답변하지 못하는 질문의 경우 빠르게 적절한 전문가와 질문자를 연결시켜주는 기능까지 탑재되어 있다.

첫 출시 이후 몇 주만에 Violet고 6천명의 ASML 직원이 연결됐고, 질문자의 요구 사항을 예측한 성공률은 90%에 달했다. Violet의 지식 베이스는 피드백 과정을 통해 계속해서 확장되고 있으며, 답변 품질 역시 기계 학습을 통해 개선되고 있다.

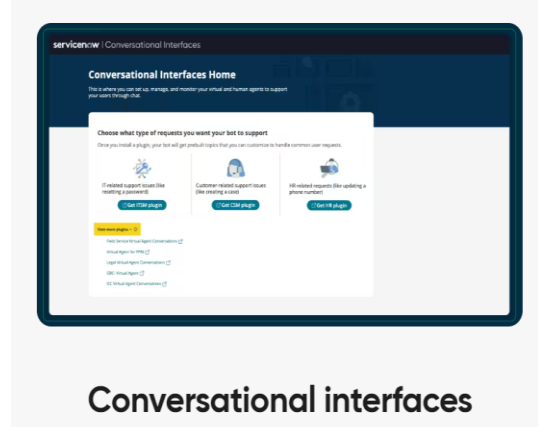
Violet은 ASML의 직원 수 대비 IT 팀 운영 비용을 낮추는데 앞으로도 크게 기여할 것이다.

서비스 나우의 Virtual Agent - Designer 기능

서비스 나우의 Virtual Agent - Interfaces 기능



Virtual agent designer



Conversational interfaces

자료: 서비스 나우, 키움증권 리서치센터

자료: 서비스 나우, 키움증권 리서치센터

ASML의 챗봇 Violet의 도입 성과: 유저 만족도 80%, 유저 요구 사항 예측 확률 90%



6K

employees connected with Violet in first few weeks

80%

user satisfaction rate

90%

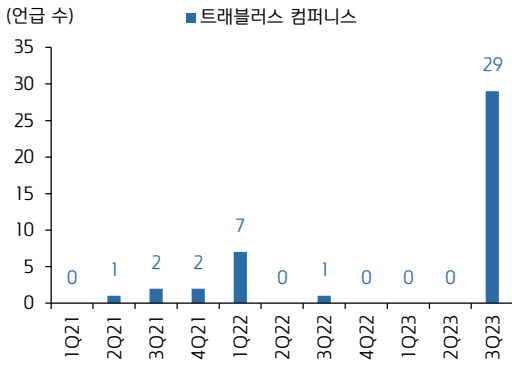
predictability rate

자료: 서비스 나우, 키움증권 리서치센터

두번째 케이스는 금융 섹터의 트래블러스 컴퍼니스(손해 보험사)이다.

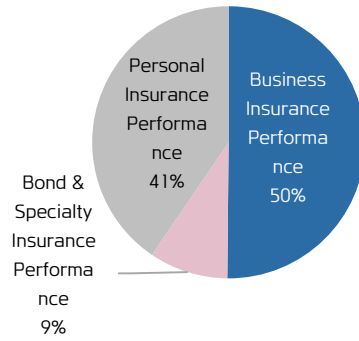
트래블러스 컴퍼니스는 차량 보험, 여행 보험 등 다양한 개인 보험 상품과 사이버 위험, 상업용 부동산 보험 등 다양한 기업 보험 상품을 판매하는 미국 2위 손해보험사이다.

트래블러스 컴퍼니스 실적 컨퍼런스콜 AI 언급 수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트래블러스 컴퍼니스 2Q23 순보험료수의 비중



자료: 트래블러스 컴퍼니스, 키움증권 리서치센터

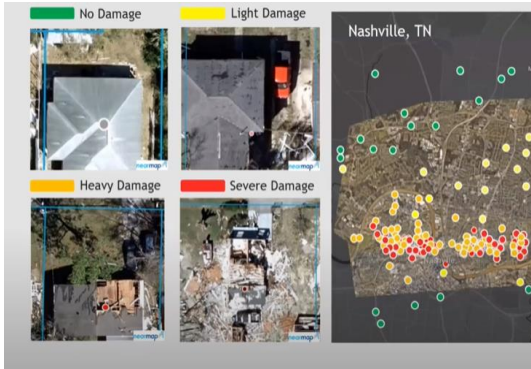
트래블러스 컴퍼니스는 통계와 데이터가 중요한 보험업의 특성상 10년 이상 질 높은 데이터를 확보하고 축적하는데 필요한 기술적 투자를 해온 기업이다. 때문에 확보된 양질의 데이터로 빠르게 AI/ML 솔루션을 보험업에 적용할 수 있었다.

보험업이 가진 본질적인 문제는 높은 '인건비'이다. 보험업을 영위하기 위해서는 고객이 원하는 다양한 위험의 확률을 분석하고, 보험 상품을 만들고, 피해 규모를 산정해 보험금 지급액을 정확히 평가하고, 보험 관련 법률 분쟁을 해결하고, 보험 Float를 투자 운용하는데 필요한 다수의 고임금의 전문 인력들이 필요하기 때문이다.

동사는 인건비를 절약하기 위한 여러 AI 솔루션들을 개발하고, 비즈니스에 적용하고 있다. 구체적인 사례는 다음과 같다.

1. 고화질 항공 이미지와 자체 AI 기술을 활용해 개별 부동산 보험 계약의 위험을 정확히 평가한다. 지붕 모양, 주변 환경 등의 개별적이고 구체적인 데이터들이 위험 평가 시 고려된다.
2. 수많은 소규모 기업들과의 보험 계약들의 위험을 평가하기 위해 산업별로 분류하는 작업을 AI로 대체한다. 업무 시간이 30% 이상 개선됐다.
3. 보험 중개사들의 수많은 요청을 자체 개발한 LLM을 통해 처리해 업무 시간을 절약한다. 고객들의 수많은 불만 사항을 LLM이 정리해 고객의 문제를 도와줄 수 있는 가장 적합한 변호사를 연결해주고 관련 지식을 정리해준다.
4. 동사는 매년 10만건 가량의 비즈니스 리스크 완화를 위한 고객과의 상담 내역 데이터를 누적하고 있으며, 이를 활용해 동사만의 생성형 AI를 학습시키고 있다. 보험 상담 관련 업무를 장기적으로 생성형 AI 기술로 대체할 계획이다.

고화질 항공 이미지와 시로 손실 규모 분석



자료: 트래블러스 컴퍼니스, 키움증권 리서치센터

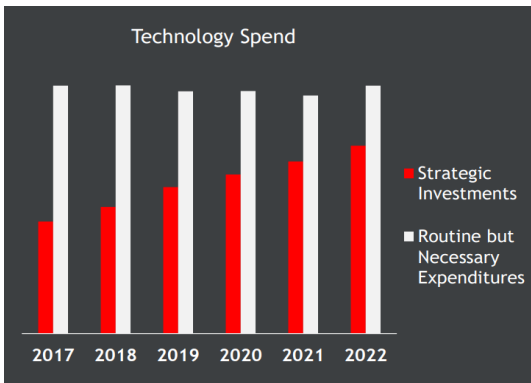
지붕 모양을 분석해 피보험자의 자산을 정확히 분석



자료: 트래블러스 컴퍼니스, 키움증권 리서치센터

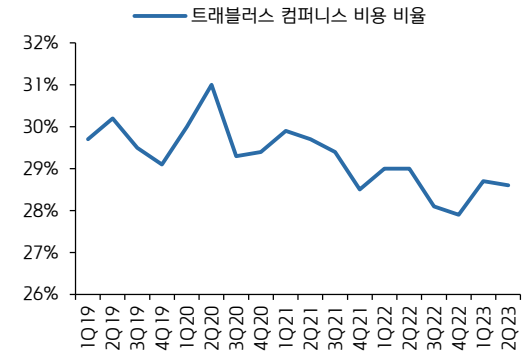
동사는 올해만 15억달러를 AI 기술 개발에 투자하면서도 AI 솔루션들의 성과로 비용 비율(영업 비용/보험료 수익)이 매분기 개선되고 있다. 고임금 전문 인력들의 일들을 AI 솔루션들이 대체할수록 동사의 수익성은 개선되고 보험료는 저렴해질 것이다.

2023년 AI 기술 개발 투자 예산은 약 15억달러



주: 일상적 지출 대비 전략적 투자 규모가 약 70%까지 증가  
자료: 트래블러스 컴퍼니스, 키움증권 리서치센터

대규모 투자에도 감소하는 비용 비율



주: 영업비용 / 보험료 수익으로 계산  
자료: 트래블러스 컴퍼니스, 키움증권 리서치센터

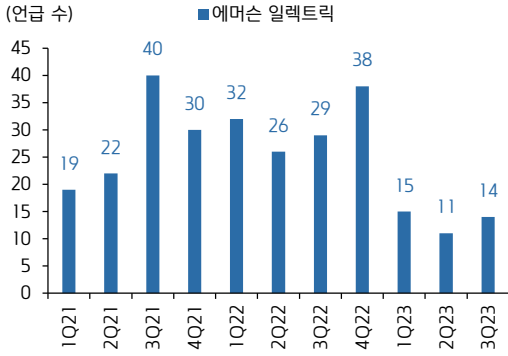
세번째 케이스는 산업재 섹터의 에머슨 일렉트릭(공정 자동화)이다.

에머슨 일렉트릭은 공정 자동화에 필요한 다양한 하드웨어, 소프트웨어 솔루션을 판매하는 미국 2대 공정 자동화 업체 중 하나이다.

세상을 더 '스마트'하게 만드는 것이 사명 중 하나인 동사는 당연히 제품 포트폴리오에 AI/ML 기술을 적용하기 위해 오랫동안 투자해왔다.

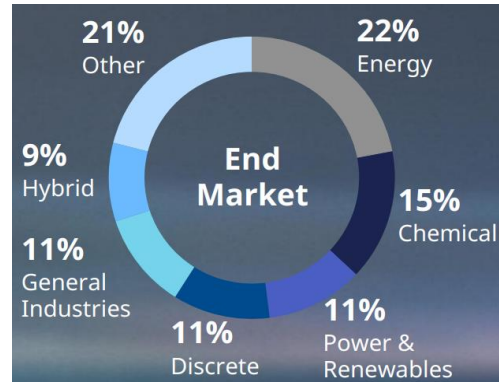
하지만 동사 고객들의 선제적인 과제는 '디지털화'이다. 우선 방대한 제조 과정에서의 여러 시도와 결과가 데이터화되어야 제조 과정에 필요한 맞춤형 AI/ML 솔루션이 개발될 수 있다.

에머슨 일렉트릭 실적 컨퍼런스콜 AI 언급 수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2022년 기준 산업별 매출액 비중

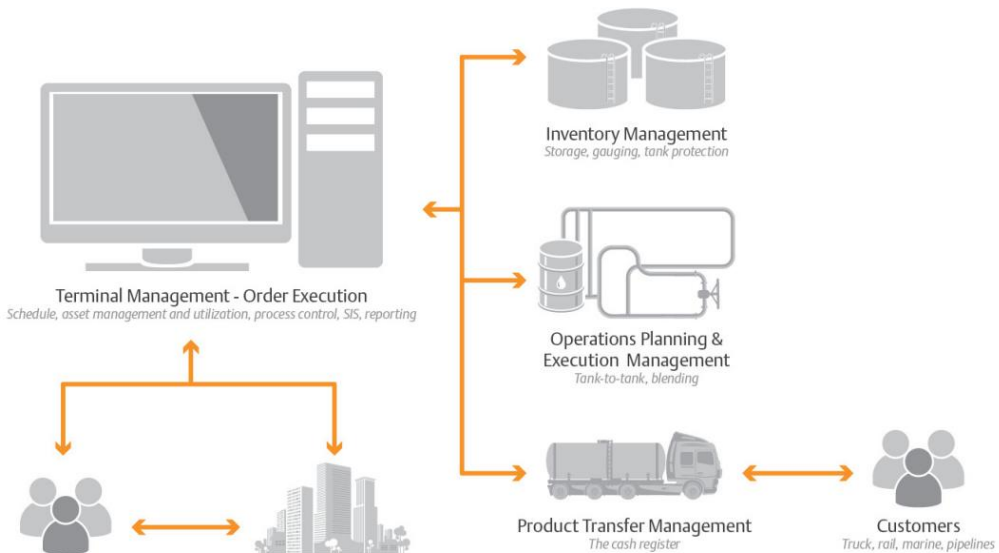


자료: 에머슨 일렉트릭, 키움증권 리서치센터

예를 들어 원유 생산 업체들은 때때로 파이프라인도 연결되어있지 않고, 인터넷도 되지 않는 오지에서 원유를 생산한다. 이런 경우 파이프라인이 있는 지역까지 트럭으로 원유를 운송하여 수작업으로 운송량을 확인하기도하고, 생산기지부터 파이프라인까지의 거리가 너무 먼 경우 중간 지점에 탱크를 설치하기도 한다. 모든 작업들이 수작업으로 이뤄져 제품 품질, 제품 양, 소유권, 운송 과정에서의 손실 등 중요한 정보들에 대한 데이터가 정확히 측정되지 않는다. AI/ML 솔루션을 개발할 기초 데이터셋 확보가 어려운 것이다.

하드웨어, 소프트웨어 제품들로 통합된 솔루션이 동사의 TerminalManager는 이 문제를 해결해준다. 탱크에 부착된 센서들이 실시간으로 원유 재고와 품질을 측정한다. 인터넷이 연결되지 않은 지역이라도 자체 서버 네트워크를 연결하는 방식으로 소프트웨어에 데이터를 전달한다. 원유를 생산하고 탱크에 축적하고, 파이프라인에 배송되는 프로세스의 모든 과정을 데이터화하는 것이다.

원유 품질과 운송량, 재고 등을 측정하고 데이터화 해주는 에머슨 일렉트릭의 TerminalManager 시스템



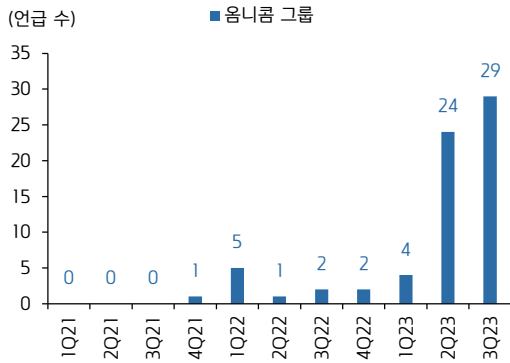
자료: 에머슨 일렉트릭, 키움증권 리서치센터

위와 같은 방식으로 여러 제조 공정들이 디지털화되어 수많은 데이터셋이 만들어진다면, 제조 공정을 최적화하는 AI를 학습시킬 수 있을 것이다. 제조 비용 감축에 큰 도움이 될 것이다.

**네번째 케이스는 커뮤니케이션 서비스 섹터의 옴니콤 그룹(광고 대행사)이다.**

옴니콤 그룹은 세계 각지의 광고 대행사들의 지분을 가진 지주회사이다. 시가총액 기준 세계 2위 규모이다.

**옴니콤 그룹 실적 컨퍼런스콜 시 언급 수**



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

**다양한 광고 대행사 자회사를 가진 지주회사 옴니콤**

Advertising	CRM Precision Marketing	CRM Commerce & Brand Consulting	CRM Experiential	CRM Execution & Support	Public Relations	Healthcare
\$8,059 57%	\$1,134 8%	\$886 6%	\$474 3%	\$1,016 7%	\$1,376 10%	\$1,245 9%
BBDO PHD JMP TBWA GSD&M	RAPP Critical Mass CREDERA targetbase	integer TracyLocke tpn haygarth Interbrand c space apartka & hoberg	GMB TMR	CPM ims Hall Partners	FLEISHMANHILLARD Ketchum DORTER NOVELLI mnc	bio(umina) TBM WORLDHEALTH BioPharm SNOW Adaphi cdm HCG gmbb DDB Health

주: 매출액은 3Q21 LTM 기준  
자료: 옴니콤 그룹, 키움증권 리서치센터

동사가 비즈니스 과정에서 겪는 문제는 대표적으로 2가지이다.

- 1) 70개국의 수많은 광고 대형 자회사들이 5천명이 넘는 고객들에게 광고 대형 서비스를 제공하는 복잡한 과정 속에서 비즈니스 경험을 데이터로 누적하기 어렵다는 점과,
- 2) 그렇기 때문에 광고 대형의 성과가 몇몇 천재적인 직원들의 창의성에 좌지우지된다는 점이다. 안정적인 비즈니스를 위해서는 방대한 경험이 회사 내에 조직적으로 누적되어 어떤 직원이든 높은 성과를 내도록 돕는 것이 중요하다.

동사는 10년 넘게 'Omni'라는 데이터 플랫폼에 투자하면서 이미 광고 대형 업무의 방대한 경험을 데이터로 조직화하는 것이 어렵다는 것을 느끼고 있었고 이에 대한 솔루션이 간절했다.

때문에 2023년 생성형 AI 기술이 대중적인 인지도를 얻었을 때, 생성형 AI에 대한 잠재력을 누구보다 빨리 포착할 수 있었다. 동사는 마이크로소프트로부터 ChatGPT 모델에 대한 모든 접근 권한을 얻는 세계 최초의 회사 중 하나이다.

동사는 2023년 1분기부터 Omni 플랫폼에 생성형 AI 기술을 적용하고 있다. 생성형 AI 기술은 언어로 된 수많은 데이터들을 AI 이해하고 조직화하고, 이용자들에게 누적된 데이터에서의 인사이트를 전달하는데 큰 역할을 하고 있다.

또한 구글과 어도비와의 파트너십 체결로 Omni를 통해 사용자들은 구글의 벡스 AI(머신러닝 툴), Imagen(텍스트 → 이미지 변환), Adobe Firefly(텍스트로 이미지 생성 및 수정) 등의 기능을 자유롭게 사용할 수 있어 업무에 필요한 이미지들을 손쉽게 얻을 수 있다.

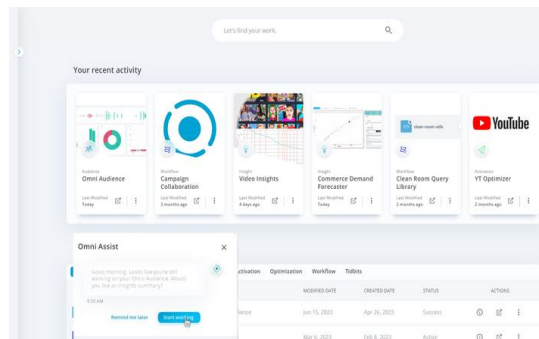
동사는 최근 세계 경기 둔화로 인한 기업들의 마케팅 예산 축소에 영향을 받고 있어, 아직 생성형 AI 도입으로 인한 실적 증가가 가시화되진 않았다. 하지만 10년 이상의 투자로 쌓인 방대한 데이터가 인사이트로 전환되는데 생성형 AI 기술이 핵심적인 역할을 할 것으로 기대된다.

Omni가 성공할 시 기업들은 더 적은 마케팅 예산, 적은 마케팅 기간으로도 큰 매출 상승 효과를 기대할 수 있을 것이다.

**ChatGPT 완전 접근이 허용된 최초의 회사 중 하나**      **생성형 AI 기술이 적용된 Omni 플랫폼**

The experience is delivered through Omni Assist and is the result of our partnership with Microsoft, which allowed us to be **one of the first companies** to be given **full access** to their ChatGPT model.

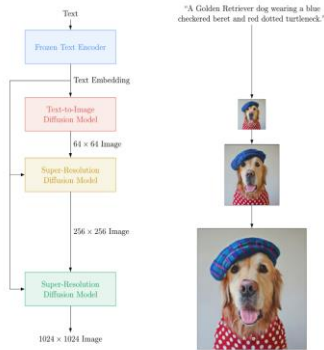
2023. 7.18  
OMC FY2Q23  
실적 컨퍼런스콜 중



자료: 오픈마켓 그룹, 키움증권 리서치센터

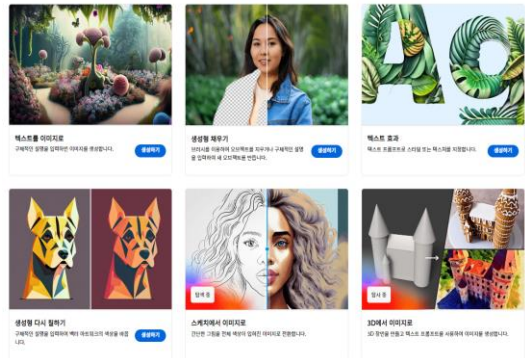
자료: 오픈마켓 그룹, 키움증권 리서치센터

**Text to Image 제품인 구글의 Imagen**



자료: 구글, 키움증권 리서치센터

**생성형 AI 포토샵 어도비의 Firefly**



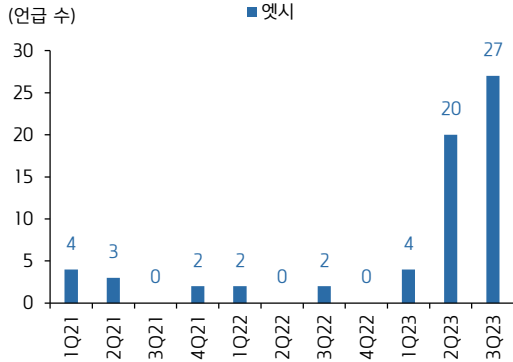
자료: Adobe, 키움증권 리서치센터



다섯 번째 케이스는 자유소비재 섹터의 옛시(중고 거래 플랫폼)이다.

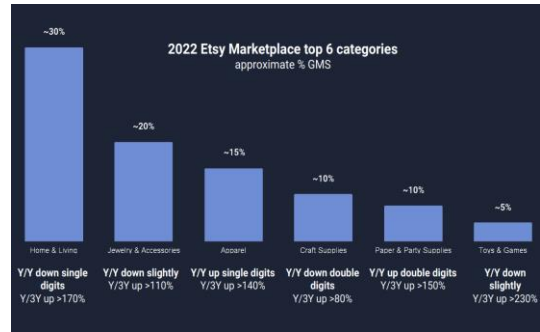
옛시는 2022년 기준 활성 구매자(12개월 내 1번 이상 구매 경험이 있는 사람)가 약 9,500만명에 달하는 세계 최대 홈메이드, 중고 제품 거래 온라인 플랫폼이다.

옛시 실적 컨퍼런스콜 시 언급 수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2022년 기준 옛시 제품군별 총 거래액 비중

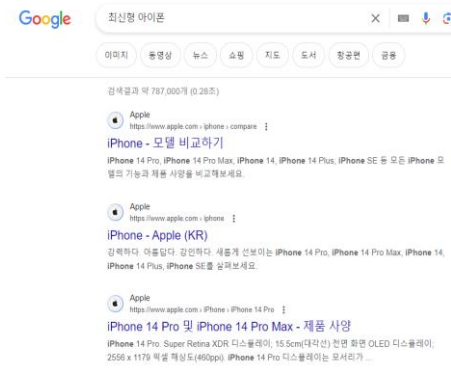


자료: 옛시, 키움증권 리서치센터

옛시는 ‘인간다운 거래’가 사명일 정도로 표준화된 대량 생산 기성품이 아닌 개인의 창의성이 발휘된 제품들이 거래되기를 원하는 기업이다.

때문에 태생적으로 ‘제품’과 ‘소비자’를 연결하는데 어려움을 겪는다. 표준화된 기성품인 ‘최신 아이폰’은 검색 엔진에서의 간단한 검색만으로도 소비자와 연결된다. 하지만 ‘MY HERO, FATHER OF THE BRIDE’가 쓰여진 검정색 포켓 나이프 같은 제품들은 소비자가 눈으로 보기 전에는 존재 유무를 알 수도 없고, 원하지도 않고, 검색할 일도 없다.

간단한 구글 검색만으로도 소비자와 연결되는 기성품      옛시에서 거래되는 독특한 홈메이드 제품들



자료: 구글, 키움증권 리서치센터

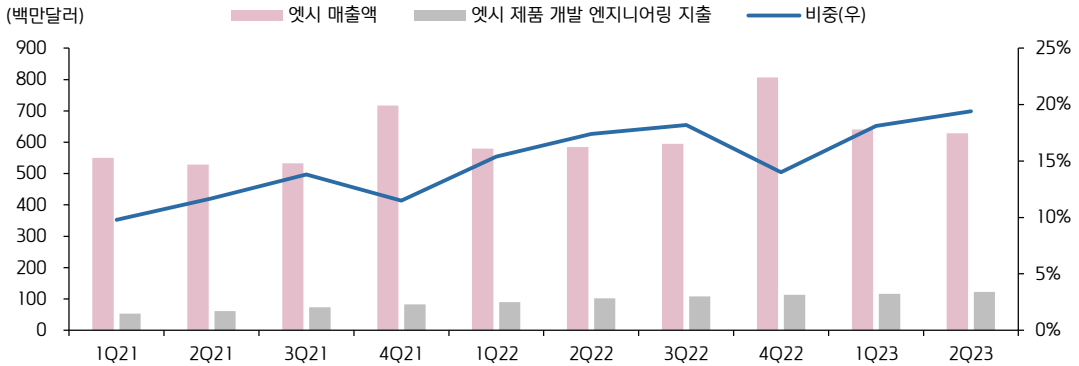


자료: 옛시, 키움증권 리서치센터

엡시는 이 문제를 해결하기 위해 이미 오랫동안 검색 엔진에 언어 모델과 머신 러닝 기술을 적용하고 있었지만 사용자 경험을 근본적으로 개선시킬 돌파구를 찾지 못하고 있었다.

CY1Q23 ChatGPT를 필두로 생성형 AI 기술에 대한 인지도가 확산되면서 엡시 역시 적극적으로 생성형 AI 기술을 검색 엔진에 적용하는 기술적 투자를 진행하고 있다.

엡시 분기별 매출액, 제품 개발 엔지니어링 지출, 비중 추이



자료: 엡시, 키움증권 리서치센터

우선 머신 러닝 기술은 이미 가시적인 성과를 내고 있다. 예를 들어 엡시는 CY2Q23에 Best of Etsy library(디스플레이 후 판매 확률이 높은 제품이 선별된 플랫폼 내 공간)의 규모가 2배 이상 증가했는데, 플랫폼 내 데이터를 기반으로 소비자 선택 예측 정확도가 향상됐기 때문이다.

소비자가 선택할 확률이 높은 고품질 제품을 다수 디스플레이하는데 중요한 역할을 한 머신러닝 기술

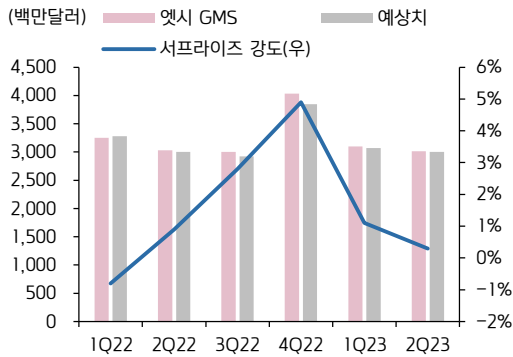
자료: 엡시, 키움증권 리서치센터

생성형 AI 기술이 적용된 검색 기능은 현재 공개되어있지 않다. 향후에는 '브루클린의 세련된 장소에서 열리는 칵테일 파티에 가는데 분위기에 어울리는 셔츠를 찾고 있다면 어떤 것을 추천하시겠습니까?'라고 검색하면 소비자가 원하는 제품이 플랫폼 내 디스플레이되는 것이 동사의 기술 투자 목표이다.

AI 기술이 적용된 검색 엔진의 성과는 이미 실적에서 드러나고 있는 것으로 보인다. 2019년 약 10억 달러에 불과하던 **GMS(총거래액)**가 팬데믹으로 2021년 약 30억달러로 증가했는데, 팬데믹 종료로 감소할 것이라고 예상했던 시장 전망과는 달리 지난 CY1Q22 이후 매분기 **GMS 기준 서프라이즈**를 기록하고 있다. 검색 엔진이 특수한 홈메이드, 중고 제품을 소비자들과 연결해주는데 시장 기대치 이상의 역할을 하고 있는 것이다.

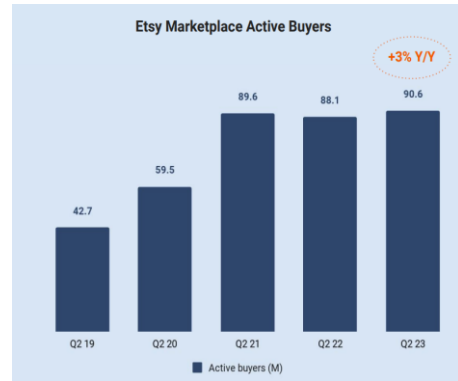
생성형 AI 기술이 적용된 검색 엔진이 우수한 성과를 보인다면 저렴한 홈메이드, 중고 거래 제품의 거래 활성화에 크게 기여할 것으로 전망된다.

**예상치 소폭 상회 중인 옛시의 **GMS****



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

**전년대비 증가한 2Q23 옛시 활성 구매자 수**



자료: 옛시, 키움증권 리서치센터

**정리하면, AI/ML 기술은 1) 기업의 생산성 향상 시킨다.**

서비스 나누는 기업들의 IT 팀 운영 비용을 낮추고 있고, 트래블러스 컴퍼니스는 AI/ML 기술로 고연봉 전문 인력들의 업무를 대체시키고 있다. 에머슨 일렉트릭은 생산성을 향상시키기 위한 의사결정에 필요한 데이터를 제공해준다.

**2) 공급을 최종 판매로 전환하는 과정을 용이하게 해준다.**

옴니콤 그룹은 AI/ML 기술을 통해 제품이 최종 소비자에게 인식되는 과정의 효율성을 높이고 있고, 옛시는 특수한 특성을 가진 여러 제품들이 소비자에게 발견되도록 돕는 생성형 AI 검색 엔진을 개발 중이다.

AI/ML 기술 적용의 현황을 잘 보여줄 수 있는 대표적인 5개의 사례만 소개했지만, 앞서 언급했듯이 AI/ML 혁신은 특정 산업에 국한되지 않고 전 산업에서 이뤄지고 있다.

AI/ML 기술을 적용하기 쉬운 정보기술, 금융 섹터에서 현재는 AI에 대해 많이 언급하고 있지만, 전분기 대비 AI 동의어 집단 언급 수가 가장 빠르게 증가하고 있는 섹터는 에너지(+76.9%), 건강 관리(+75.5%), 부동산(+53.2%) 등이다.

전 산업에서 기업의 생산성 향상과 공급 효율성이 증가하고 있는 것이다.

## 탈세계화, 탈탄소, 인력 부족 세계, 증시의 희망 AI

전 산업에 걸친 AI/ML 기술 혁신이 증시에는 어떻게 영향을 미칠까?

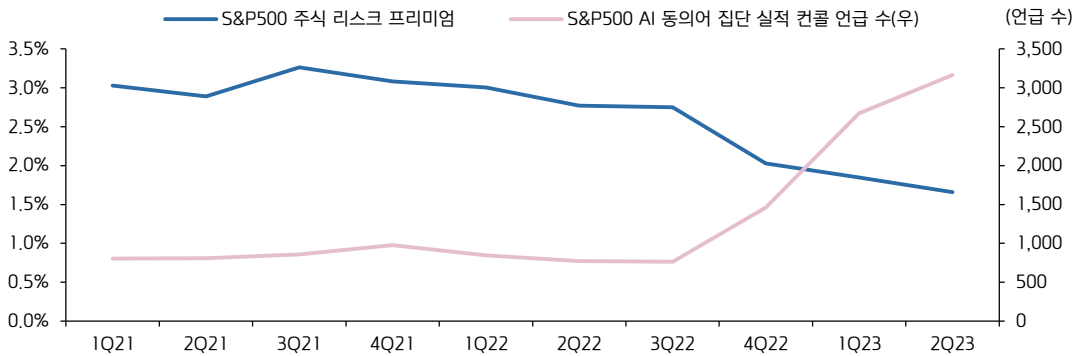
### 1) 우선 증시의 리스크 프리미엄을 낮출 가능성이 높다.

S&P500의 주식 리스크 프리미엄(1/12m fwd PER - 10년물 국채 수익률)은 2021년초대비 약 1/3으로 줄어 0.93%p를 기록 중이다.

주식 리스크 프리미엄은 투자자들이 무위험인 미국 국채 대비 위험자산인 주식에 위험에 대한 보상 개념으로 추가로 요구하는 수익률을 의미한다. 주식 리스크 프리미엄이 감소했다는 의미는 투자자들이 작은 보상으로도 위험을 감당하려고 한다는 의미로, 보통 장기적인 실적 상승이 기대될 때 나타나는 현상이다.

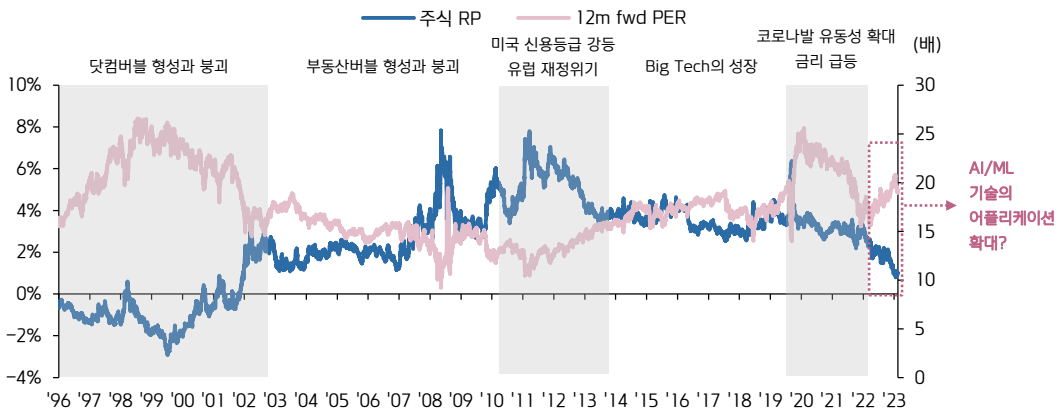
최근 이러한 주식 리스크 프리미엄의 하락세를 가장 잘 설명하는 요인은 위에서 언급한 컨퍼런스콜에서의 AI 동의어 집단 언급 수이다. CY1Q21 이후 둘의 상관계수는 -0.90으로 강한 역의 상관관계를 보인다. AI 언급 수가 증가하면 주식 리스크 프리미엄은 하락한다.

### S&P500 주식 리스크 프리미엄과 실적 컨퍼런스콜에서의 AI 동의어 집단 언급 수: 상관계수 -0.90



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### S&P500 주식 리스크 프리미엄과 12m fwd PER 변동 과정



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

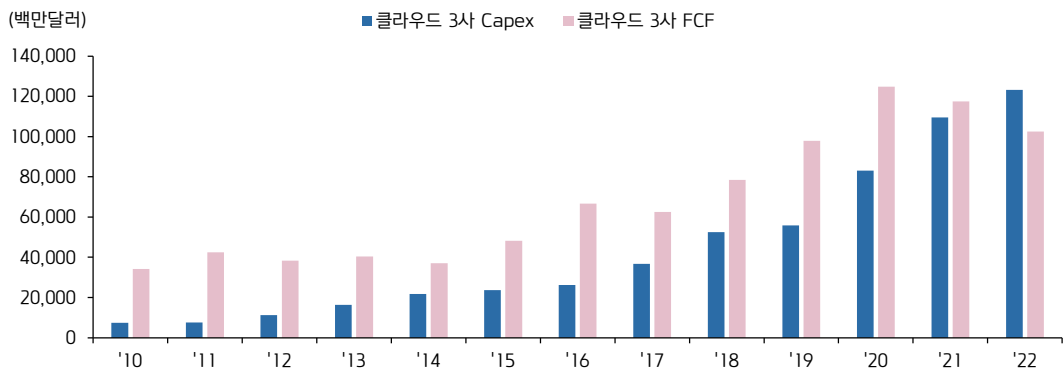
역사상 주식 리스크 프리미엄이 가장 하락했던 시기는 -2.91%p까지 하락했던 2000년대 초반 닷컴 버블 기간이다. 당시 투자자들은 실적 성장에 대한 기대감과 확신이 강해 무위험 자산인 국채보다 더 낮은 수익률로 위험 자산인 주식을 매입했다.

2가지 이유에서 주식 리스크 프리미엄이 급락 후 급등했던 닷컴버블 때와 달리 AI 혁신은 완만한 주식 리스크 프리미엄 하락세를 야기할 것이라고 판단한다.

첫번째, 닷컴버블의 증시 상승세는 적자 인터넷 벤처 기업들에 대한 대규모 투자와 함께 발생했다. 위험을 감당할 능력이 없는 기업들의 공격적인 투자가 실패로 끝나자 투자 심리가 빠르게 하락했다.

하지만 이번 AI 혁신은 위험을 충분히 감당할 수 있는 Big Tech들을 중심으로 진행되고 있다. 가속화 컴퓨팅 인프라 구축에 전문학적인 비용이 투자되고 있지만, 모두 Big Tech의 막대한 현금흐름이 비용을 감당하고 있는 구조이다. AI의 성과가 시장 기대치를 하회하더라도 닷컴버블 때와 같은 증시 붕괴는 없을 것이다.

전문학적인 컴퓨팅 인프라 투자에도 클라우드 3사의 합산 FCF는 2022년 기준 여전히 약 천억달러 수준



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

두번째, 질 낮은 인터넷 환경 때문에 양질의 사용자 경험을 끌어내지 못했던 닷컴버블 시기의 수많은 벤처 기업들과 달리, AI 기술은 이미 양질의 사용자 경험을 발생시키고 있다. 서비스나우의 수많은 고객들은 영업비용이 줄어들고 있으며, 보험사들 역시 AI/ML 기술로 고임금 전문 인력들의 업무를 상당 부분 대체하고 있다.

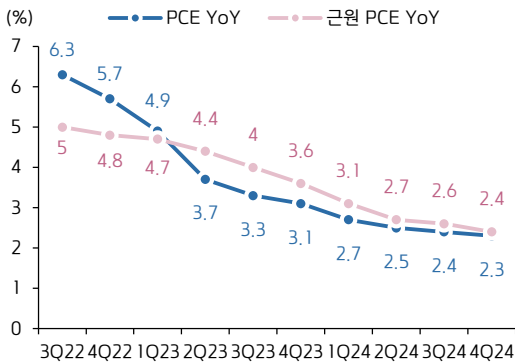
매분기 기업들은 실적 컨퍼런스콜에서 AI 성공 사례를 쏟아낼 것이고 주식 리스크 프리미엄은 완만히 하락할 것이다.

2) 두번째 AI/ML 기술의 증시에의 영향은 물가와 금리가 증시 상승이 지속 가능한 형태로 낮아질 것이라는 점이다.

물가와 금리는 낮아질 것이라는 것이 컨센서스이다. 블룸버그 컨센서스 기준 CY2Q23 4.4%였던 근원 PCE 디플레이터 전년대비 변화율은 FY4Q24 2.4%로 낮아질 것으로 기대된다. 미국 10년물 국채 수익률도 CY2Q23 3.84%에서 CY4Q24 3.57%로 낮아질 것으로 기대된다.

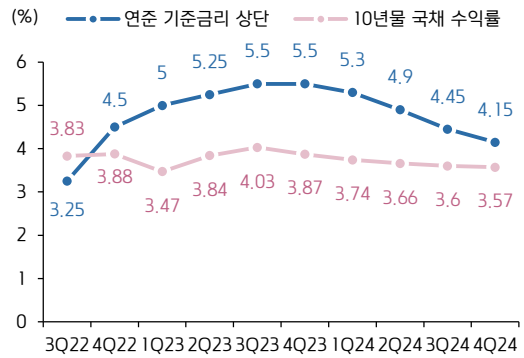
하지만 이 컨센서스의 가정은 '수요 침체'이다. CY2Q23 3.6%이던 미국의 실업률은 블룸버그 컨센서스 기준 CY4Q24에 4.4%로 상승할 것으로 예상된다. 수요 감소로 인한 생산 활동 둔화로 산업 생산 역시 CY3Q23~CY3Q24 기간 동안 전년대비 변화율이 마이너스일 것으로 컨센서스가 형성되어 있다.

**PCE 디플레이터 YoY 변화율 블룸버그 컨센서스**



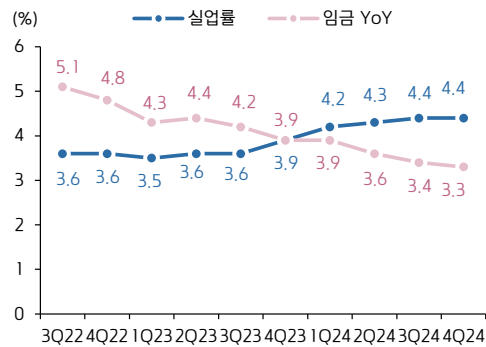
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

**기준금리와 10년물 국채 수익률 블룸버그 컨센서스**



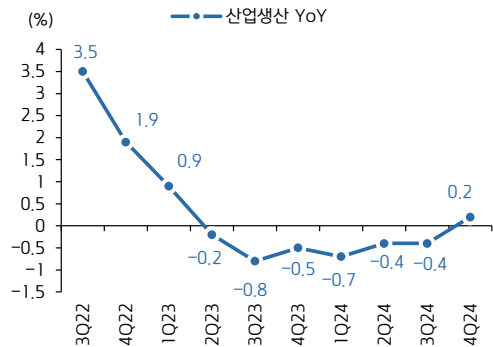
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

**실업률, 임금 YoY 변화율 블룸버그 컨센서스**



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

**산업 생산 YoY 변화율 블룸버그 컨센서스**



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

하지만 AI/ML 기술이 기업들의 생산성과 공급 효율성 향상을 돕고 있는 만큼 물가와 금리 양상이 컨센서스와 다르게 만들어질 가능성이 있다. 경기 침체와 함께 하락하는 물가와 금리는 증시 하락을 야기하지만, 공급 증가와 함께 물가와 금리가 하락한다면 증시 상승세는 이어질 수 있다.

2021년 연준 의장 파월은 '물가 상승이 일시적일 것이다'라며 5가지 근거를 밝힌 적이 있다. 당시의 전망이 틀렸던 가장 큰 이유는 결국 '공급' 측면에서 일어나는 가파른 변화들을 추적하지 못했기 때문이다. 이런 변화들은 경제 지표를 기반으로 추정할 수 없다.

### 2021년 파월 연준 의장이 의회 증언에서 제시했던 '물가 상승 일시적' 전망의 5가지 근거

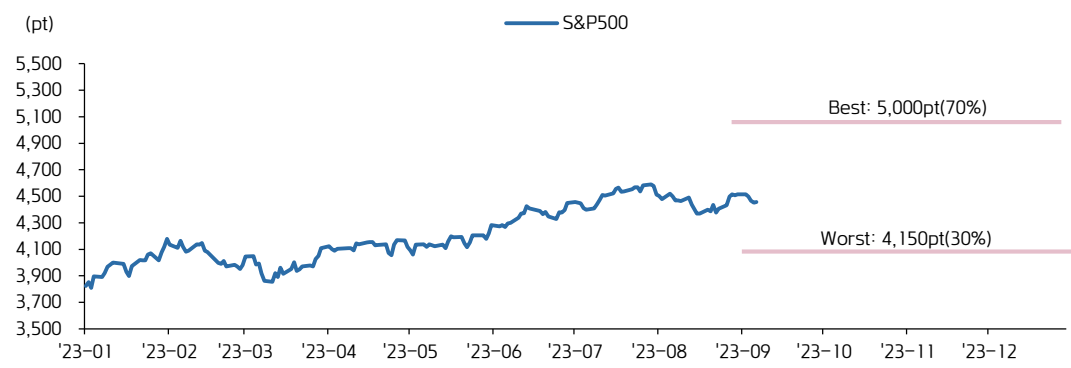
1	IT'S NOT BROAD-BASED	팬데믹이라는 특수성으로 인한 일부 제품 및 서비스에서만 인플레이션이 발생하고 있다.
2	BIGGEST SURGES ALREADY RECEDING	지난 여름 급등했던 자동차 및 기타 내구재 가격은 이미 안정화되거나 하락하고 있다.
3	NO THREAT FROM WAGES SO FAR	임금 상승률은 아직까진 물가 상승을 야기할 정도가 아니다.
4	INFLATION EXPECTATIONS ANCHORED	인플레이션 기대치가 급등하지 않고 고정되어 있다.
5	GLOBALLY, THE PRESSURE IS DOWNWARD	인구 고령화, 생산 기술 발전 등으로 세계적으로 물가 하락 압력이 높다.

자료: Reuters, 키움증권 리서치센터

이번에도 시장은 공급 측면에서 벌어지는 가파른 변화를 추적하지 못할 가능성이 높다. AI/ML 기술 혁신으로 인한 효과는 컨센서스에 반영되어 있지 않을 것이고, 이는 시장 예상치 대비 높은 생산과 낮은 물가와 금리로 이어질 수 있다. 투자자들에게 기회일 가능성이 높다는 판단이다.

당사는 지난 8월 월보에서부터 2023년말 S&P500 예상 밴드를 4,150~5,000pt로 제시하고 있다. 주요 가정은 2023년말 12m fwd EPS 232달러(현재 230달러), Target PER 21.7배(현재 19.2배, 물가, 금리, 주식 리스크 프리미엄 하락세를 가정)이다.

### 2023년말 S&P500 예상 밴드

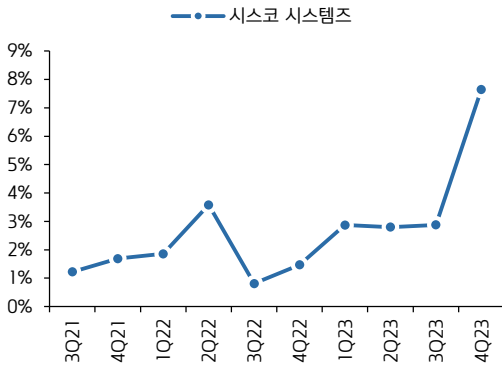


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 투자 전략: 통신 장비, 소프트웨어 산업에 오해가 깊다

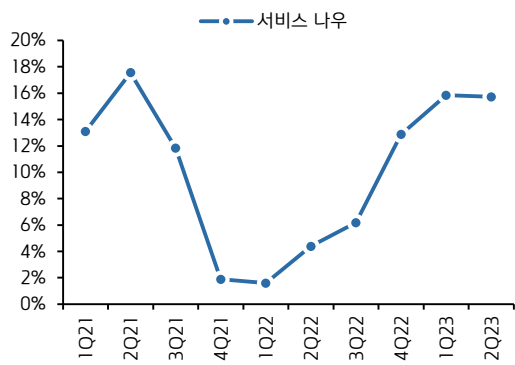
AI/ML 산업에서 매력적인 위험 대비 보상 기회를 제공하는 산업은 데이터센터에 필요한 스위칭 장비를 판매하는 통신 장비 산업과 생성형 AI 관련 트랙 레코드를 빠르게 쌓고 있는 소프트웨어 산업으로 판단한다. 두 산업 모두 실적 컨센서스는 보수적으로 형성되어 있지만, 실제로는 기대 이상의 실적 성장이 가능할 것으로 보이기 때문이다.

시스코 시스템즈 분기별 EPS 어닝 서프라이즈 강도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

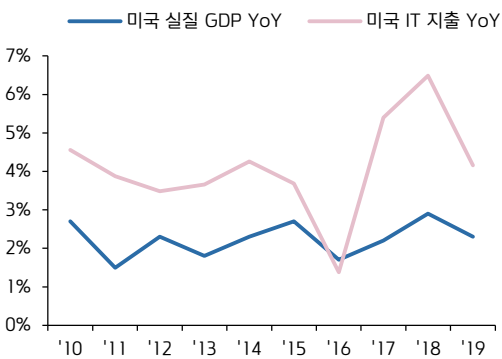
서비스 나우 분기별 EPS 어닝 서프라이즈 강도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

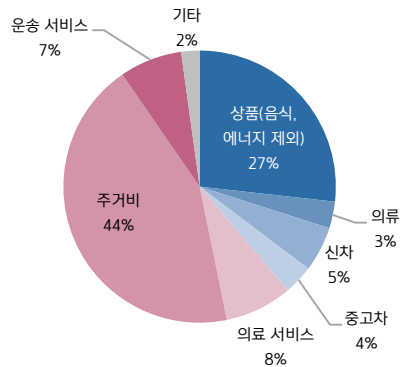
통신 장비 산업과 소프트웨어 산업 모두 과거에는 경기 상황에 실적이 연동되었다. 기업들의 IT 지출 예산이 경기 상황에 따라 변동되었기 때문이다. 하지만 최근 기업들의 IT 지출 예산은 시장 기대치 대비 줄지 않고 있다. 탈세계화로 인한 공급망 변동, 탈탄소 과정에서의 에너지 비용 증가, 전세계적인 인력 부족 문제 등 구조적인 문제들을 해결하기 위해 IT 지출을 늘릴 수밖에 없는 상황이기 때문이다. 경기가 둔화될수록 컨센서스는 실제 대비 보수적으로 형성되겠지만, 기업들은 컨센서스 이상의 실적을 기록하는 일이 반복될 것으로 판단한다.

과거에는 상관관계가 강했던 GDP와 IT 지출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

다양한 요인에 의해 상승하고 있는 물가, 시가 해답



주: 2023.6 기준 물가 상승 기여도  
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



종목으로는 최근 대세인 400Gbps 스위칭 장비 시장에서 경쟁사에게 패배한 후 절치부심하고 있는 시스코 시스템즈와 압도적 1위 ITSM 업체인 서비스 나우를 선호한다.

- **시스코 시스템즈(CSCO):** 전통적인 1위 통신 장비 회사이나, 400Gbps 데이터센터용 스위칭 장비 시장에서 아리스타 네트워크에게 밀려 저밸류에이션 기록 중. 다만 생성형 AI 기술의 높은 필요 대역폭 때문에 2024년~2025년 본격화될 800Gbps 시장에서는 경쟁 우위 요인들이 있는 상황. 밸류에이션 리레이팅 기대
- **서비스 나우(NOW):** 최근 소프트웨어 시장의 트렌드는 '통합'. 기업들이 IT 관련 비용을 절약하기 위해 여러 기업들의 제품을 쓰던 것을 한 기업의 통합 제품 포트폴리오로 전환하고 있음. 이 트렌드에서 유리한 것이 서비스 나우. 서비스 나우는 타 회사 제품으로 대체하기 힘든 ITSM 소프트웨어의 독보적 1위 회사이고, 생성형 AI 비즈니스 적용에 성과를 낸 트랙 레코드를 쌓아가고 있는 기업. 점유율 확대 기대

AI/ML 밸류 체인 밸류에이션 테이블

분류	종목명	티커	주가	시가 총액	수익률		PER		EV/EBITDA		12m EPS
					3개월	6개월	23E	24E	23E	24E	변화율
					(달러)	(십억달러)	(%)	(%)	(배)	(배)	(배)
인프라	엔비디아	NVDA	456	1,126	17.5	98.4	42.9	27.3	36.0	23.1	12.1
인프라	시스코 시스템즈	CSCO	57	230	14.1	16.7	14.0	13.4	10.1	9.9	1.2
인프라	아리스타 네트워크	ANET	196	61	20.9	34.1	31.9	29.0	23.4	21.2	6.2
인프라	델 테크놀로지스	DELL	71	51	48.1	92.0	11.1	10.5	7.3	7.5	6.8
인프라	슈퍼 마이크로 컴퓨터	SMCI	281	15	7.3	202.6	16.2	13.0	11.7	9.1	22.2
인프라	버티브 홀딩스	VRT	39	15	85.0	175.3	24.6	20.7	17.0	14.4	13.5
기초 모델	마이크로소프트	MSFT	334	2,484	2.3	34.5	30.4	26.5	20.9	18.2	6.1
기초 모델	알파벳	GOOGL	136	1,725	11.6	50.5	23.1	19.6	13.9	12.3	6.9
응용 App	세일즈포스	CRM	225	219	4.4	29.8	27.9	24.0	16.9	15.1	7.2
응용 App	서비스나우	NOW	600	122	12.4	44.6	60.2	48.8	43.7	34.5	12.6
응용 App	오토데스크	ADSK	219	47	8.8	13.0	29.4	25.8	24.1	21.1	7.0
응용 App	어도비	ADBE	560	255	23.4	70.2	35.6	31.5	26.5	24.7	7.0
응용 App	오라클	ORCL	126	343	15.0	50.3	22.7	20.3	16.1	14.6	6.4
응용 App	IBM	IBM	148	135	9.2	17.7	15.5	14.6	12.1	11.6	2.5
AI 활용 기업	트래블러스 컴퍼니스	TRV	160	37	(8.9)	(9.0)	13.0	9.4	n/a	n/a	9.3
AI 활용 기업	엣시	ETSY	67	8	(26.4)	(36.7)	16.6	15.1	12.7	11.4	13.1
AI 활용 기업	옴니콤 그룹	OMC	79	16	(16.5)	(9.8)	10.7	10.2	8.4	7.9	3.4

주: 한국 시간 9월 8일 종가 기준  
 자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## >>> 생성형 AI 열풍, 어디로 이어지나

### 높아진 관심에 발전하는 AI 기술, 적용 확대 산업에 주목할 필요

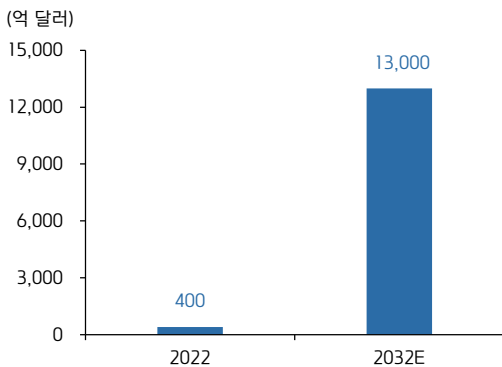
국내는 네이버, 카카오, 삼성SDS 등 IT 대기업 중심으로 생성 AI 기술에 대한 연구와 비즈니스 모델 개발 투자가 진행되었다. 공격적인 투자로 최근 관련 서비스 출시가 진행 중인 단계로, 네이버는 '하이퍼클로바 X'를 도입할 예정이며, SK C&C는 '생성형 AI 토탈 서비스'를 출시, 삼성 SDS는 9월 중 자체 개발한 생성형 AI 서비스를 선보일 예정이다. 다만, 해당 서비스들은 비용 절감 등 당장의 기업 생산성을 향상시키기에는 한계가 있을 것으로 판단된다. 투자 초입 단계로, 향후 AI 적용 사업을 확대하면서 중장기적으로 기업의 이익 기여도를 높여줄 것으로 기대한다.

많은 비용과 시간을 필요로 하는 만큼, 생성형 AI 서비스 사업은 장기적인 관점에서의 접근이 유효하다. 다만, AI 기술 전반에 대한 기업들의 관심 및 투자가 집중되면서 다양한 산업에서 AI 기술을 접목해 성과를 내는 업체들이 늘어나고 있다. 최근 10년간 국내 출원된 기술 분야 중에서도 다른 혁신 기술 분야들 속에서 AI가 가장 많은 건수를 차지했는데, 13년 한해동안 444건에 머물던 출원 건수가 21년 1만 345건으로 대폭 증가했다. AI 서비스 분석 업체인 'There's an AI for that'에 따르면, 22년 AI 서비스 출시 건수는 503개에서 23년 이미 5,704개(상반기 4,729개)로 증가했다.

이에 IT 업체들의 AI 투자 행보가 주목받기 이전부터 사업 비즈니스에 AI기술을 적극적으로 활용한 산업 중, 최근 관련 기술이 발달함에 따라 실질적인 성과가 나타나고 있는 업체 중심으로 투자자들의 주목도도 높아지고 있다. 특히 정확도와 속도 향상이 사업 효율을 극대화 시키는 산업 중심으로 성과가 나고 있으며, 디지털 기술과 기존 산업이 융합되는 AI 생태계와 효율적인 공급망 솔루션 제공 등 팬데믹 이후 사업 생존력을 높일 수 있는 분야 중심으로 AI 기술 적용처가 늘어나고 있다. 특히 의료 AI 산업 및 영상 분석(관제 및 보안) 산업의 주목이 필요하다는 판단이다.

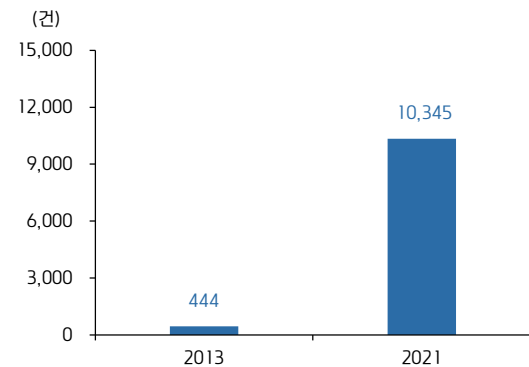
정부도 지난 1월 '산업 AI 내재화 전략'을 통해 디지털 전환 수준이 낮은 주력 산업 분야의 AI 적용을 늘리겠다고 발표했다. 기존 금융 등 일반 분야에 일부 적용 및 AI 원천기술 개발에 집중 돼있던 AI 정책을 제조 산업 등 AI 공급 산업을 육성해 1% 수준의 AI 활용 기업 비중을 2030년까지 30%까지 올리겠다는 계획이다. 제조 산업 중심으로 스마트, 지능형 제조 기술 적용 확대가 예상된다.

생성형 AI 시장 규모



자료: Bloomberg Intelligence, 키움증권

국내 AI 특허 출원 추이



자료: 특허청, 키움증권

## >>> 국내 산업용 적용은 딥러닝이 대세

### 국내 AI적용은 대부분 딥러닝에 기반한 정확성 고도화

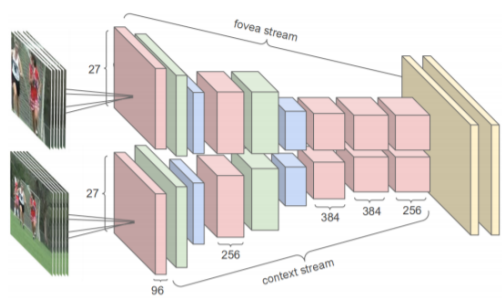
국내 생성형 AI 개발은 대기업들을 중심으로 이루어지고 있으나 직접적인 기업들에 적용되는 AI는 딥러닝을 기반으로 한 제품들이 나타나고 있다. 딥러닝 기반의 AI제품들이 2017년 DenseNet이 나타난 이후 개발이 다수 진행되었으며 그에 대한 성과가 현재 나오고 있는 것으로 판단된다. 딥러닝 기반의 제품들의 특징은 1) 사람이 판단하던 영역을 데이터화 하여 막대한 로우데이터를 기반으로 정밀도를 높여 신규시장을 개척하는 방식(의료AI, 자율주행 등), 2) 딥러닝을 통한 제품의 고도화 - 제품 경쟁력 및 효율성 확대 - 시장 M/S 확대로 이어지는 방식(SW, 영상솔루션 등)

상업화가 가장 빠르게 나타나는 분야는 이미지 딥러닝 기술이다. 이미지는 기존 정형화된 텍스트와는 다르게 비정형 데이터이기 때문에 정확성이 매우 떨어지는 형태를 보이고 있다. 이를 위해 이미지의 데이터화는 로우데이터를 갖추는데 많은 노력과 비용이 수반된다. 특히 정지화면이 아닌 동작화면은 매개 변수가 크게 확대되고 학습 개체가 많아져 정확성을 올리는데 시간을 더욱 필요로 한다. 즉, 동영상을 초단위 정지영상으로 쪼개어 입력 가짓 수가 급격하게 늘어나고 정형화 시키는데 많은 작업이 필요로 한다. 궤도에 오른 AI는 막대한 양의 로우데이터 학습 결과물이기 때문에 하나의 기술적 격차로 자리매김할 수 있어 신규 시장 개척 및 제품 차별화에서 결과를 나타내기 시작한 주요 원인이 되고 있다.

실제 사례로는 국내에서 엠로가 CNN 알고리즘을 활용하여 이미지 자동 분류 시스템을 보유하고 있다. 각 원재료들의 이미지 형상을 분석하여 다른 코드로 된 품목들을 관리해주는 시스템(품목 기준정보 관리 시스템)이 있으며 비용 자동 분류 등을 솔루션으로 제품화 하였다. 이를 통해 구매시스템의 혁신 모델을 제시하였으며 삼성SDS, 글로벌 SCP O9과의 통합솔루션을 만드는 등 제품 차별화의 기초가 된 것으로 판단된다.

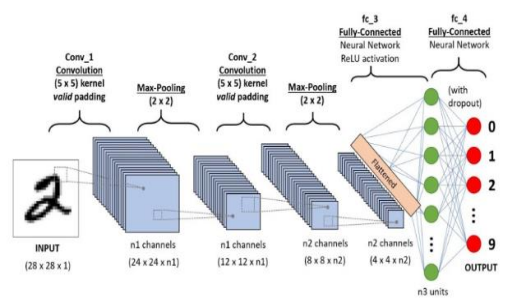
스마트레이더시스템은 레이더의 성능 개선을 위해 4D 이미징 기술의 AI화를 통해 솔루션 고도화를 진행하고 있다. 3D 레이더는 가로X세로X속도를 구현한다면, 4D는 가로X세로X높이X속도를 인식하면서 레이더의 이미지화를 진행하고 있다. 점으로 표시되는 레이더 센서 표식들을 모아 사물의 형상을 인식하게 하여 딥러닝 기술을 활용, 인식률을 지속적으로 개선하고 있다. 높은 인식률로 자율주행 외 드론 및 가전제품 등 활용도를 높이고 있다.

### 멀티 Stream을 통한 영상 딥러닝



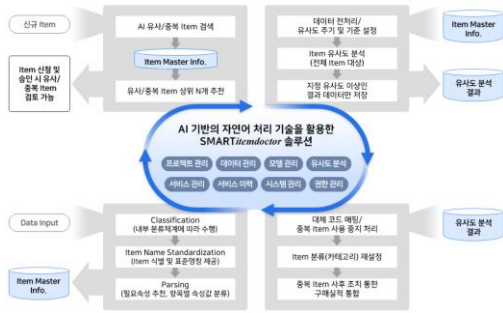
자료: 논문 'Large-scale Video Classification', stanford, 키움증권

### CNN 이미지 학습과정



자료: paperswithcode, 키움증권

### 엠로의 품목기준 정보 관리 솔루션



자료: 엠로, 키움증권

### 4D레이더의 이미지화로 성능 개선



자료: 스마트레이더시스템, 키움증권

### 딥러닝의 꽃은 결과물 판단에서 나아간 예측시스템

딥러닝 기술이 각광받는 이유는 고도화된 시를 기반으로 인식에서 그치는 것이 아닌 예측 및 대안 제시가 가능하기 때문이다. 다양한 텍스트 및 영상 분석을 통해서 결과값이 정교해지면 변수 시나리오를 통해 결과값 예측 솔루션도 정교해진다. 이를 바탕으로 기업들이 루틴하게 행해지는 매개변수들을 적용할 때 예측 및 추천시스템이 기업 효율성 증대 효과를 발휘하게 된다. 이러한 효율성 증대는 기업들의 이익률 제고에 큰 도움이 되기 때문에 새롭게 형성되는 시장으로 각광받을 것으로 판단된다.

예측 시스템을 활용하는 대표적 사례로는 엠로가 있다. 엠로는 SCM플랫폼에 AI기능을 넣어 1) 신규 모델의 부품 원가 추천, 2) 최적 견적 분석 및 추천, 3) 기간별 최적 판매가격 동적 예측, 4) 지능형 수요예측 및 재고관리 솔루션을 제공한다. 현재 중고차, 정유, 가전 및 제조사 등 다양한 업체들이 AI소프트웨어를 활용하면서 매출 확대가 이루어지고 있다.

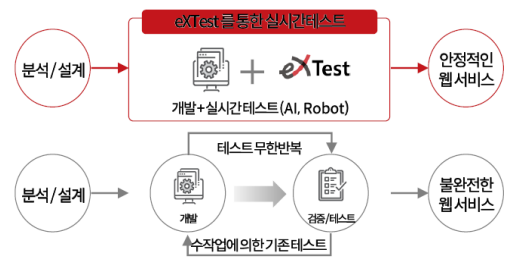
또 다른 사례로는 토마토시스템의 eX-Test 솔루션이 있다. 아직 사용화 직전 단계이긴 하지만 기존 개발자들이 진행하는 테스트 패턴을 학습하여 테스트케이스가 자동으로 생성되는 솔루션이다. 소스 분석 및 테스트 실행 결과를 기반으로 프로젝트 이슈 예측 및 해결책 제시가 가능하며 개발소스 관계를 학습하여 영향도 예측 및 안정적인 변경 방안을 추천할 수 있다. 이 경우 수작업에 의한 코드 점검 및 변경이 자동화가 가능해져 개발 프로세스의 기간 단축이 대폭 향상된다.

### 엠로의 AI소프트웨어 분야별 고객사

시장성 자체 Trend 분석	2022	S-OIL 엑스오일
Item Master Lifecycle 관리	2022	Hyundai Oilbank, posco, KOREAN AIR, 포스코DX, KSM
	2021	HYUNDAI, HanuRa, 현대중공업, 현대건설, GS칼텍스
지능형 비용 분류 및 분석	2021	Pulmuone, LG전자, LG화학
신규 모델 부품 원가 추천	2021	LG전자
최적 견적 분석 및 추천	2022	LG화학
	2021	LG이노텍, 안화건설
지능형 수요예측 및 재고관리	2022	현대자동차, Homeplus+
	2020	S-OIL 엑스오일
기간별 최적 판매 가격 동적 추천	2021	K Car

자료: 엠로, 키움증권

### 토마토시스템의 신제품 exTest



자료: 토마토시스템, 키움증권

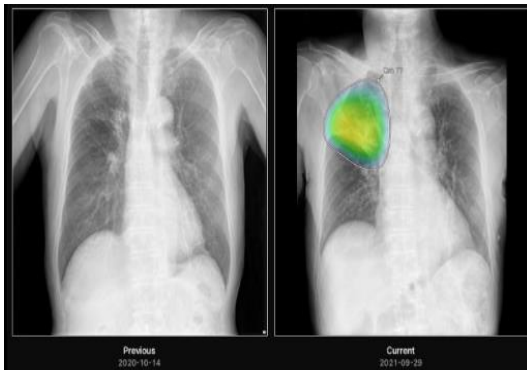
## >>> 국내 산업별 AI 적용 사례

### 의료 AI: 진단, 신약개발, 유전체 분석, EHR 지원 분야에 쓰인다

의료 AI는 여러 헬스케어 정보를 머신 러닝(ML)과 딥 러닝(DL), 자연어 처리(NLP), 대형 언어 모델(LLM) 등의 과정을 거쳐 환자 또는 의료진을 지원하는 소프트웨어다. 주로 쓰이는 분야는 크게 4가지로 분류할 수 있다.

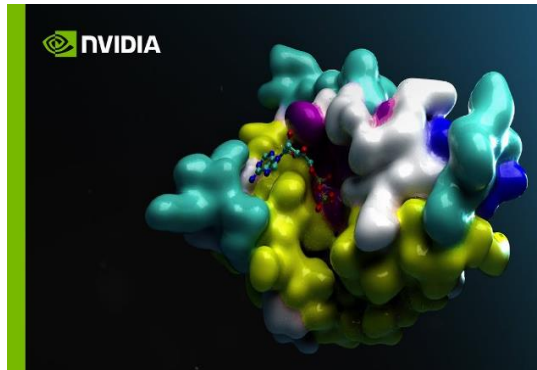
- 1. 진단:** 엑스레이, CT, MRI 같은 의료 영상 정보 또는 맥박, 호흡, 체온 등 활력 징후를 통해 진단하는 데에 도움을 준다. AI는 임상 결정 보조 체계(CDSS)로서 역할을 수행하므로 최종 진단은 의사가 내린다. 또한, 병리학적으로 조직 슬라이드를 분석해 특정 환자에게 어떠한 약물을 투여해야 적합할지 등 반진단을 진행할 수도 있다.
- 2. 신약개발:** 시뮬레이션을 통해 후보물질을 도출하고, 약물에 환자가 어떻게 반응할지 예후를 예측할 수 있다. 일반적으로 후보물질 발굴까지 10년이 걸리는 것을 AI 활용 시, 1~2년으로 기간을 -90% 단축시킬 수 있다.
- 3. 유전체 분석:** 사람은 각기 고유의 성질을 가지고 있으므로 정밀 의학을 현실화하기 위해서는 많은 정보가 필요하다. 이 과정에서 단백질이 어떠한 특성을 가지고 있는지 분석할 때 AI를 통해 처리량을 늘릴 수 있다.
- 4. EHR 지원:** 수많은 임상 논문과 EHR 정보를 의료진이 보기 편하게 보고서 요약문을 만들거나, AI의 음성 인식 기술을 이용하여 환자-의료진 간의 대화를 통해 가장 필요한 치료법을 추천해줄 수 있다.

#### AI 기반 의료 진단(루닛 'Lunit INSIGHT CXR')



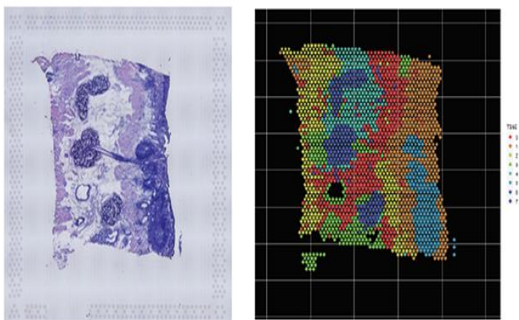
자료: 루닛, 키움증권 리서치센터

#### AI 기반 신약 개발(Nvidia 'BioNeMo')



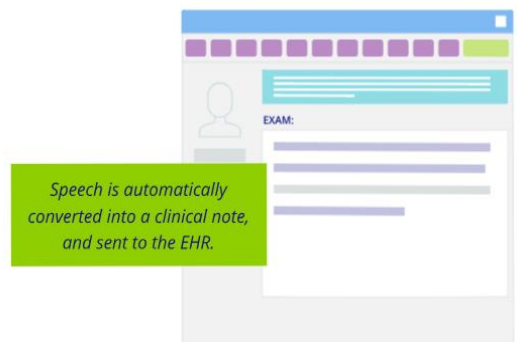
자료: Nvidia, 키움증권 리서치센터

#### AI 기반 공간 전사체 유전체 분석(지니너스 'Visium')



자료: 지니너스, 키움증권 리서치센터

#### AI 기반 EHR 지원(Nuance Communications 'DAX')



자료: Nuance Communications, 키움증권 리서치센터

## 의료 AI 진단 솔루션은 의료기기에 탑재되어 판매되기에 파트너십이 중요

AI 진단 솔루션은 의료 영상을 보고 병의 유무나 정도를 추적 관찰할 수 있는 소프트웨어이므로 하드웨어 장비에 탑재되어 같이 판매되는 경우가 많다. 그렇기 때문에 직접 장비를 판매하고 있어 유통망을 확보해둔 업체를 파트너사로 선정하여 협업을 진행하는 것이 비즈니스 모델을 현실화시키는 데에 중요하다.

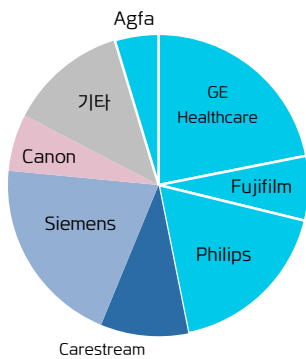
우리나라에서 해외 업체들과 파트너십을 가장 활발하게 체결하고 있는 업체는 루닛으로, 핵심 의료장비 업체들과 연을 맺고 있다. 파트너사들의 글로벌 시장 점유율을 합산했을 때 엑스레이와 유방촬영술 분야에서 모두 50% 이상을 달성하는 상태이다.

### 루닛 파트너십 정리

일자	파트너사	지역	내용
2018-10	동국생명과학	한국	- Lunit INSIGHT 유통, 공급 파트너십
2019-08	Fujifilm	한국, 중국 제외 글로벌	- Lunit INSIGHT CXR 탑재 유통, 공급 파트너십 → AI 솔루션 일본 건강보험 급여 가산 대상 인증('23-6)
2021-01	인피니트헬스케어	한국, 일본, 중국, 대만 제외 글로벌	- Lunit INSIGHT 유통, 공급 파트너십
2020-06	GE Healthcare	한국, 일본 제외 글로벌	- Lunit INSIGHT CXR 탑재한 'Thoracic Care Suite' 출시 - Lunit INSIGHT 유통, 공급 파트너십
2020-11	Philips	한국, 일본 제외 글로벌	- Lunit INSIGHT CXR 유통, 공급 파트너십 - Philips가 자사 엑스레이 진단 플랫폼에 의료 AI 탑재하는 첫 사례
2021-01	Agfa	한국, 일본 제외 글로벌	- Lunit INSIGHT 유통, 공급 파트너십
2021-07	Guardant Health	미국, 일본	- 300억 원 전략적 투자금 유치 - Lunit SCOPE 유통, 공급, 공동연구개발 파트너십 - Guardant Health '11년 설립 이래 최초의 전략적 투자 단행
2023-06	SK C&C, 딥노이드, 뷰노	한국	- 의료 AI 생태계 조성 및 사업 협력
2022-06	Hologic	한국, 미국 제외 글로벌	- Lunit INSIGHT 유통, 공급 파트너십
2023-06	Cancer Moonshot	미국	- 미국 행정부 프로젝트 'Cancer X' 참여 - 국내 기업으로서 유일하게 창립 멤버 등록

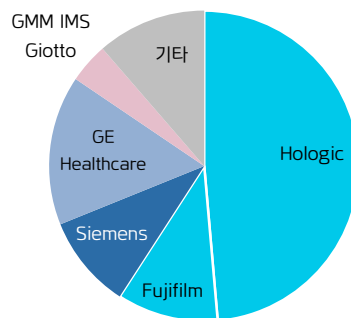
자료: 루닛, 키움증권 리서치센터

### 글로벌 엑스레이 시장 점유율 추이



주) 하늘색 부분은 루닛 파트너사  
자료: 루닛, 키움증권 리서치센터

### 글로벌 유방촬영기기 시장 점유율 추이



주) 하늘색 부분은 루닛 파트너사  
자료: 루닛, 키움증권 리서치센터

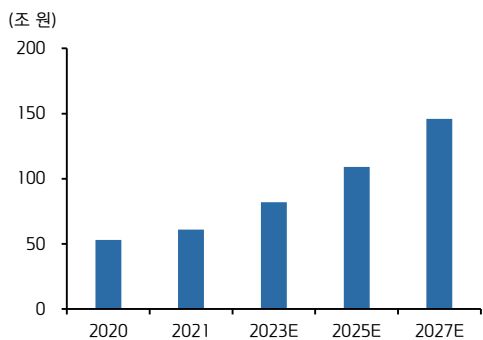
## 영상 분석 산업: 관제 및 보안부터 자율주행 인프라까지

영상 분석 산업은 AI 기술이 가장 적극적으로 도입되고 있는 산업이다. 사람의 시각 기능을 대체해 영상을 인식 및 분석하는 기술은 차량의 자율 주행 뿐 아니라, 보안 및 감시 시장, 스마트 시티 등 다양한 산업에서 적용되며, AI 기술이 정확성 및 생산성 증대에 큰 역할을 해 도입 효용이 큰 것으로 파악된다.

그 중 재해 및 방범 등 안전 관련 이슈가 증가하면서 영상 관제 및 감시 시장에서 AI 적용 수요가 빠르게 커지고 있다. 기존 영상 촬영 및 기록 중심의 관제(감시)는 한정된 인적 자원과 사건, 사고의 예방이 불가능하다. AI 기술 적용으로 실시간으로 행위 감지 및 알림이 가능해 관제의 정확성과 적시성을 높인다는 점에서 영상 감시 시장 내 중요도가 높아지고 있다. Transparency Market Research에 따르면, 글로벌 영상 감시 시장 규모는 2021년 61조원에서 2027년 146조원으로 커지며, 국내 영상 분석 시장도 2020년 이후 연평균 20.7% 씩 성장이 예상된다. 특히 국내의 경우 최근 안전 부문에서 지능형 CCTV 관제 수요가 증가하고 있으며, 정부 정책도 이를 지원하고 있다. 과학기술정보통신부와 경찰청이 관련 시스템 개발에 나섰으며, 지능형 CCTV 중심의 사회안전망 구축 관련 세부적인 실행 계획을 준비 중인 것으로 파악된다.

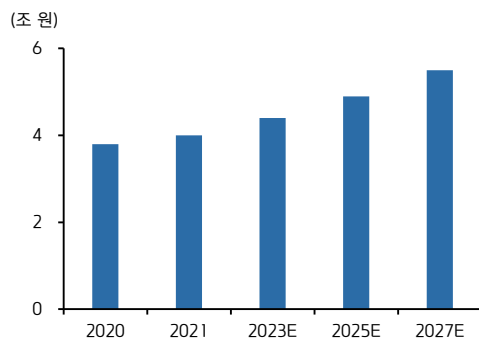
기존 보안 및 관제 강화 뿐 아니라, 스마트 시티 등 자율 주행 기술 발전에 따른 인프라 구축도 AI 영상 분석 시장을 확대 시킨다. 원활한 자율주행을 위해서는 차량 내 관련 기술 발전 뿐 아니라 교통 상황 예측 및 효율적인 신호 운영이 필요하다. 국내는 AI 기반 교통 상황 예측 등을 통해 신호등과 같은 도로 주변 장치와 차량 단말기의 양방향 통신이 가능케하는 스마트 교통 시스템을 추진 중이다. 이에 '국토교통부 및 해양수산부 공동 지능형교통체계 기본계획 2030'에 따르면 스마트 시티 관련 정부 예산 중 교통 분야의 22~25년 예산이 약 3.8조원으로 '보안' 및 '산업 기반' 대비 비중이 높다.

영상 감시 글로벌 시장



자료: Bloomberg Intelligence, 키움증권

영상 감시 국내 시장



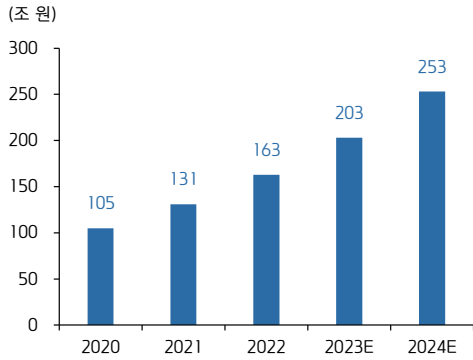
자료: 특허청, 키움증권

## 스마트 시티 관련 정부 예산안

(단위: 억원)	분야	21년	22~25년
스마트시티	교통	5,179	38,314
	보안	5,291	21,164
	산업기반	1,957	18,711

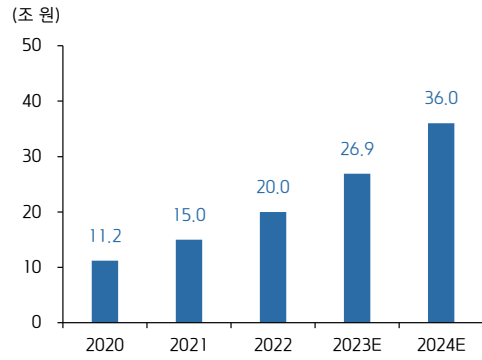
자료: 국토교통부, 핀텔, 키움증권

### 글로벌 스마트시티 시장



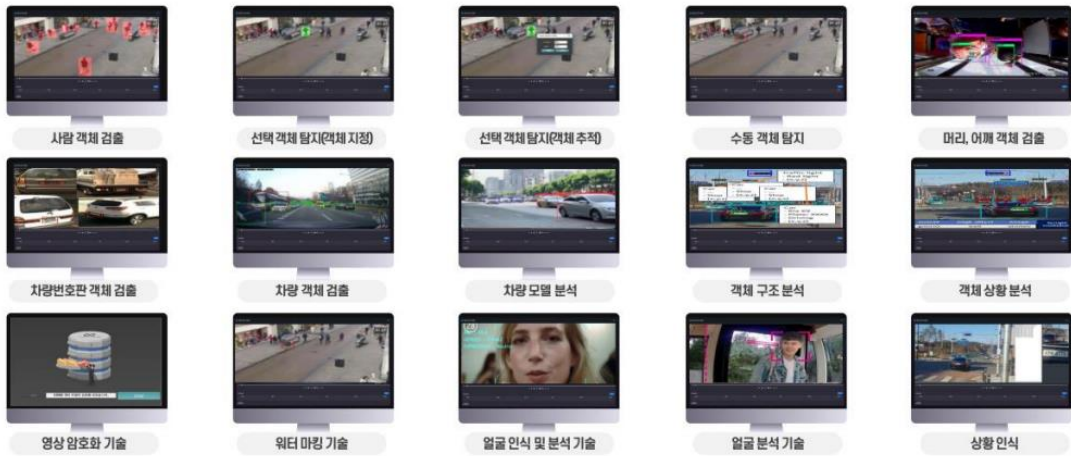
자료: 중소기업 기술로드맵(2021~2023), 키움증권

### 국내 스마트시티 시장



자료: 중소기업 기술로드맵(2021~2023), 키움증권

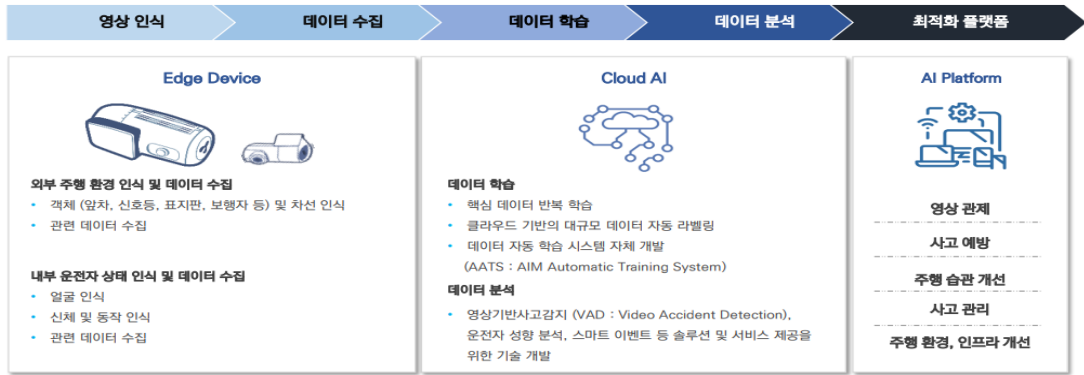
### AI 영상 분석의 다양한 기술과 사업 현황



자료: 산업자료, 키움증권



AI Matics의 영상 분석 기술 라인업



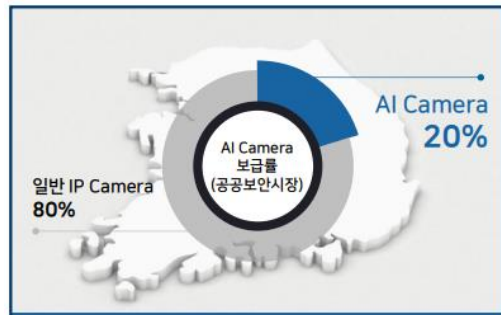
자료: AI Matics

EDGE AI 카메라



자료: 한화비전

공공 시장 내 AI 카메라 수요 확대

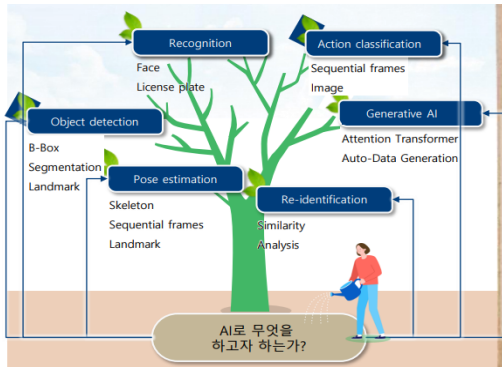


자료: 트루엔

영상 분석은 보통 CCTV 등 주변기기를 통한 영상 수집 → 빅데이터 가공 및 적재 → AI 학습 모델 생성 → 통합 관제의 순서를 따른다. 이에 영상 분석의 기술은 다양한 영상 데이터를 확보하기 위한 센서 부분의 발달과 데이터 학습 및 처리를 위한 AI 모델 설계 및 컴퓨팅 인프라 중심으로 발전 중이다.

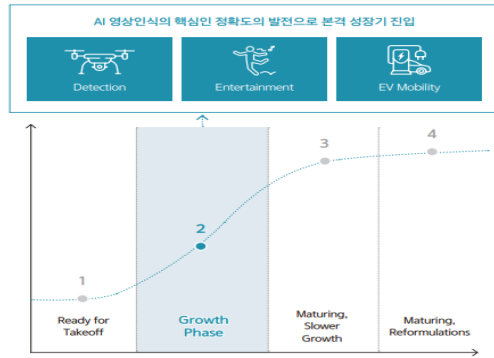
영상 관제를 위한 영상 데이터는 대부분 CCTV를 통해 전달된다. CCTV 시장은 DVR 중심의 아날로그 카메라로 시작해 CCTV와 인터넷 연결이 가능한 IP 카메라가 보급되면서 영상 관제시스템(VMS) 관련 시장이 본격 개화했다. IP 카메라 보급이 증가하면서 영상 데이터 관리의 중요성이 부각되었으며, 카메라의 해상도 증가와 분석 기술이 동시에 발전했다. 이에 따라 AI PC 서버와 클라우드 등을 통해 영상 관리 및 저장의 한계를 해결했으며, 최근에는 AI 기술을 활용한 Edge AI 카메라 기술 등이 개발되며 데이터 관리 효율을 높이고 있다. Edge AI 카메라는 카메라 내부에 서버가 내장되어 있어 PC 서버 용량 과부하 및 에너지 소모 문제를 덜어주며, 영상 데이터 분석에 따른 시간 또한 단축된다는 장점이 있다.

### 영상 분석을 위한 AI 원천 기술



자료: 산업자료

### AI 영상 인식 성장기 진입



자료: CUBOX

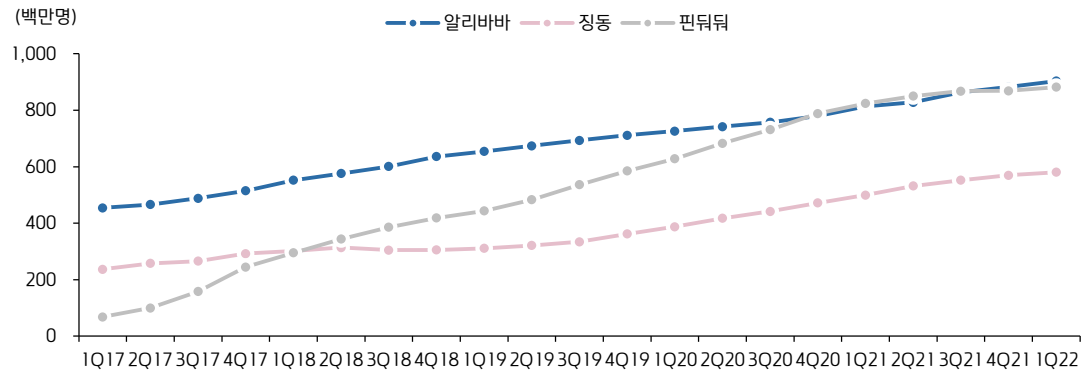
더 높은 해상도 및 다양한 영상 데이터 확보 뿐 아니라 해당 데이터를 분석하는 AI 알고리즘 및 엔진 기술력 또한 중요하다. 영상 분석 솔루션은 돌발 사고 검지 및 행동 분석 등 다양한 분야에 적용이 가능해 보유 기술에 따른 적용하는 솔루션이 다르다. 대표적으로 Object Detection, Object Tracking, Object Classification, Object recognition, 행동분석(Behavioral Analysis) 알고리즘이 있으며, Recognition 기술은 사람 및 얼굴 객체 검출을 가능케 하고, Object detection 기술은 산불의 연기나 화재 등을 감지한다. 이에 얼마나 정교한 AI 알고리즘을 통한 딥러닝 모델 보유 여부와 AI 컴퓨팅 인프라 보유 여부 등이 관련 업체별 경쟁력을 나타낸다.

## >>> AI in E-commerce

### 중국 주요 플랫폼 AI 기술 도입에 적극적

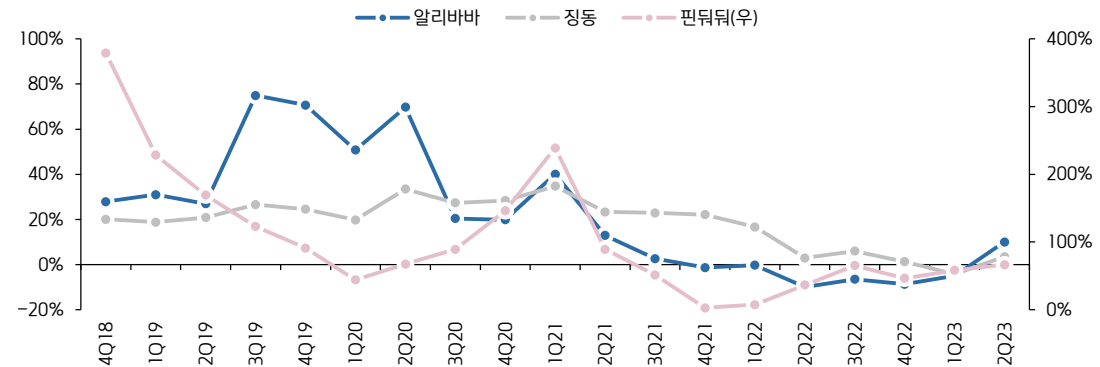
중국 커머스 기업은 AI 활용에 적극적이다. 트래픽 수혜에 기반한 가파른 외형 성장의 시대는 지나갔으며, 경쟁심화 및 최근 중국의 소비부진으로 인해 플랫폼별 차별화가 중요해졌다. 다수 플랫폼이 영업 효율성 향상 및 비용절감을 가능하게 하는 다양한 AI를 제공하며 판매자의 편의성을 증진시켜 상품의 다양성을 확보하고자 했다. 또한 자사가 보유한 고객 데이터를 기반으로 경쟁력 있는 가격에 상품을 소싱하고, 개인 맞춤형 상품 추천 및 시챗봇을 통한 고객응대 서비스 제공을 통해 이용자경험 개선시켜 신규 소비자 유치 및 소비 확대 유도에 주력했다.

### 중국 주요 플랫폼 활성이용자수 추이



주: '22년 이후 3사 모두 데이터 공개하지 않음  
자료: 각사 보고서, 리서치센터

### 중국 커머스 매출 증가율 추이



주: 알리바바는 고객관리 매출, 징동은 상품 매출, 핀뉘뉘는 전체 매출 기준  
자료: 각사 보고서, 리서치센터

ChatGPT 열풍 이후 맞이한 중국의 첫 대형 쇼핑 페스티벌인 2023년 618쇼핑데이에 맞춰 알리바바는 '판매자 AI 생태계 파트너 계획'을 발표했다. 스토어 인테리어, 상품 기획, 마케팅 전략, 광고 콘텐츠 제작, 고객응대, 재무관리 및 재고관리 7가지 부문에서 AI 기술을 제공해 판매자의 비용절감과 영업효율성 및 고객경험 향상을 목표로했다.

징둥도 자체 LLM Yanxi(言犀)의 24시간 챗봇 서비스를 통해 618기간 7억건 이상의 질의응답을 진행했으며, 정확한 목표 고객 타겟을 통한 광고최적화 서비스를 제공하며 고객경험 및 판매자 영업효율성을 개선시켰다고 언급했다. 그 외에도 바이두, 콰이서우 모두 AI기술을 활용한 광고 콘텐츠 제작, 고객응대 서비스 등을 제공하며 인건비 등의 비용절감에 기여했다고 밝혔다.

전반적으로 AI를 마케팅 측면에서 적극적으로 홍보하며 소비자들의 이목을 집중했으며, 판매자에게는 비용절감이라는 인센티브를 통해 제품 다양화 및 가격 경쟁력 확보에 집중했다.

알리바바 '판매자 AI 생태계 파트너 계획'



자료: 알리바바, 키움증권 리서치센터

징둥 LLM Yanxi



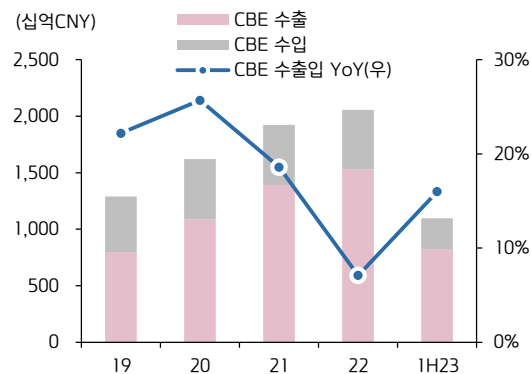
자료: 징둥, 키움증권 리서치센터

### 'Made in China' 제품의 글로벌 수출을 책임지는 CBE 기업

크로스보더 전자상거래기업(Cross Border E-commerce, 이하 CBE)도 AI기술 도입에 적극적이다. CBE는 해외에 직접 상품을 판매하거나 해외에서 직접 상품을 구매하는, 직구/역직구 서비스를 제공하는 플랫폼을 의미하며, 주요 플레이어로는 알리바바의 AliExpress, 핀뉘뉘의 TEMU, SHIEN 등이 있다.

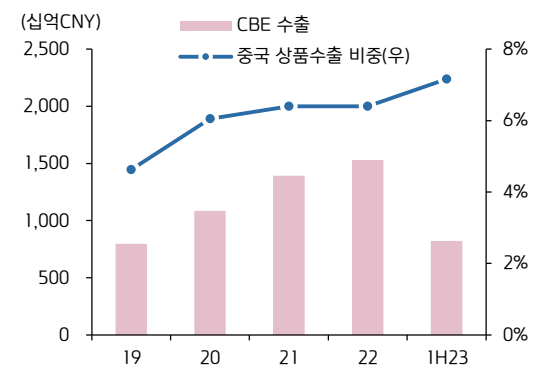
가격 경쟁력을 보유한 중국은 다양한 품목의 상품을 해외에 수출하고 있다. 2022년 기준 중국 CBE 수출입 금액은 2.1조위안(YoY +7%)을 기록했으며, 그 중 수출은 1.53조위안(YoY +10.1%)으로 중국 전체 상품 수출 금액의 6.4%를 차지했다. 주요 수출 지역으로는 미국(비중 34%), 영국(7%), 독일(5%)이 있으며, 품목으로는 의류잡화, 전자기기, 가구 등의 소비자 품목이 93%로 압도적인 비중을 차지하고 있다.

중국 CBE 수출입 금액 추이



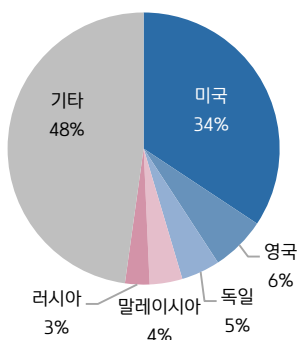
자료: 해관총서, 리서치센터

중국 CBE 수출 금액 추이



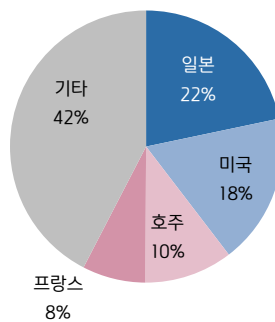
자료: 해관총서, 리서치센터

2022년 중국 CBE 수출 국가 비중



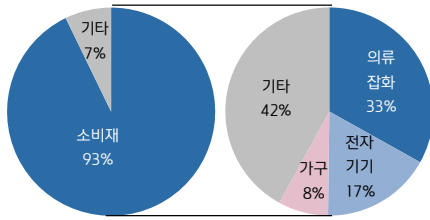
자료: 해관총서, 리서치센터

2022년 중국 CBE 수입 국가 비중



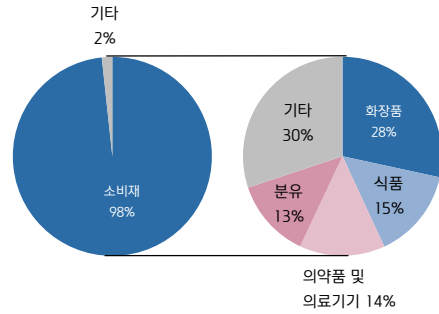
자료: 해관총서, 리서치센터

2022년 중국 CBE 수출 품목 비중



자료: 해관총서, 리서치센터

2022년 중국 CBE 수입 품목 비중



자료: 해관총서, 리서치센터

### CBE 기업의 AI 적용 사례

CBE 기업은 지역별로 차별화된 수요 충족, 다양한 카테고리의 발굴 및 광고, 배송 및 재고 관리, 언어적 장벽 해결 등이 필요하다. AI 기술의 도입은 모든 부문에서 효율성 향상에 기여할 것으로 예상된다.

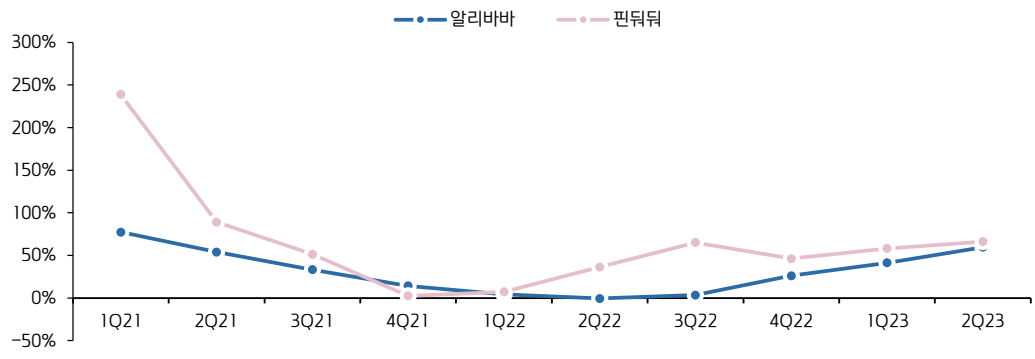
중국 CBE 기업 Jihong Technology(002803.CH)는 AI 기술을 통해 상품 발굴, 광고 콘텐츠 제작 및 투입, 번역 및 고객응대 등 부문에서 효율성을 증진 시켰다고 언급했다. 구체적으로 1) 자체 개발 모델 ChatGiiKin-6B 에 기반의 카테고리 분석을 통한 10 만개 이상의 상품 출시, 2) 150 만개 이상의 상품간 판매 연관성을 찾아내며 상품 추천의 정확도 향상, 3) 자체 개발 모델 G-King 을 활용한 데이터(소비재 구매, 검색 이력 등의 데이터)를 통해 광고최적화, 4) 챗봇을 활용한 30 만건 이상의 고객 응대를 통해 누적 5,000 시간 이상의 인건비 절약 등이 있다.

중국 CBE 기업 Huakai Yibai Technology(300592.CH)는 제품 리스팅, 가격 조정, 프로모션 진행에 있어 자동화 시스템을 적용했다. 95 만개 이상의 SKU 를 보유한 Huakai Yibai Technology 로서는 제품별로 시장 분석 및 가격 측정, 판매전략 수립 및 마케팅을 진행하기에는 많은 시간과 비용이 필요하다. 다만 AI 기술을 적용하며 1) 제품군별로 상품 리스팅 전략/디자인을 지역/플랫폼의 수요 및 규제에 맞춰 맞춤형으로 자동화 제작을 가능하게 했다. 또한 다양한 판매 플랫폼에서 상황에 따라 실시간으로 1 억번 이상의 상품 가격 조정을 통해 이익을 극대화 했으며, 매월 30 억건 이상의 광고를 빠르게 수정하며 광고최적화에 노력했다.

### TEMU의 글로벌 사업 확장 수혜가 기대되는 핀뉘뉘 추천

경쟁강도가 나날이 심해지는 중국 국내시장으로 인해 중국 주요 기업은 상대적으로 블루오션인 해외지역으로 사업을 확장 중이다. 특히 글로벌 고물가 환경에서 중국산 제품의 가격 메리트는 핵심 경쟁력으로 작용하며 알리바바의 AliExpress 및 핀뉘뉘의 TEMU 외형성장을 견인 중에 있다. 2Q23 알리바바의 해외커머스 사업 및 핀뉘뉘 매출은 각각 YoY 60%/66% 증가하며 시장 예상치를 크게 상회한 바 있다. 글로벌 저변 확대 과정에서 AI 기술은 판매자의 행정적/언어적 문제를 해결할 뿐만 아니라 시장 분석을 통해 지역별로 차별화된 니즈를 충족시키며 신규 소비자 유치 및 해외 수요 창출에 기여할 것으로 기대한다. 중국의 높은 제조 경쟁력과 AI 기술 도입에 따른 높은 해외 매출 성장이 기대되는 핀뉘뉘의 관심이 필요하다는 판단이다.

#### 알리바바 해외커머스 및 핀뉘뉘 매출 증가율 추이



주: 알리바바는 '23년 2분기(FY1Q24)부터 조직개편 진행해 실제 값과 차이 있을 수 있음  
 자료: 각사 보고서, 리서치센터

#### 중국 주요 플랫폼 피어그룹 비교

종목코드	기업	시가총액 (십억USD)	매출 증가율 (% YoY)		순이익 증가율 (% YoY)		PER(x)		PBR(x)	
			23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
BABA.US	알리바바	224	11	10	21	7	9.8	8.8	1.7	1.5
PDD.US	핀뉘뉘	122	54	28	29	28	20.7	17.1	4.4	3.5
3690.HK	메이투안	100	26	23	656	52	34.5	23.2	2.6	2.1
JD.US	징둥	56	5	9	15	18	11.3	8.4	0.4	0.3
1024.HK	콰이서우	36	20	15	흑전	91	35.3	18.9	2.3	2.0

주: 알리바바/핀뉘뉘/징둥은 Non-GAAP, 메이투안/콰이서우는 Non-IFRS 기준  
 자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

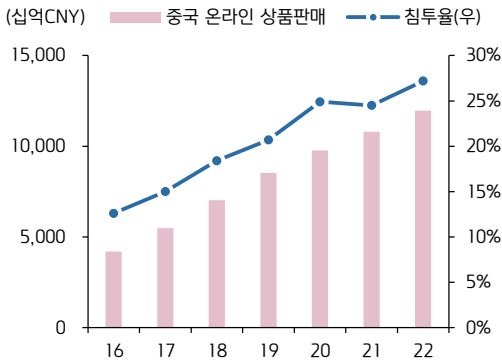
## >>> AI in 물류

### 중국 이커머스 시장의 성장은 택배산업으로도 이어짐

중국 온라인 시장의 가파른 성장은 택배물류 산업의 성장으로 이어졌다. 중국 온라인 소매판매 침투율은 2015년 11%에서 2022년 27%까지 상승했으며, 온라인 상품판매도 지난 7년간 연평균 21% 성장했다. 이는 곧 중국 택배시장의 성장으로 이어졌으며, 2022년 중국 연간 택배물량은 1,106억건으로 동기간 연평균 27% 성장했다.

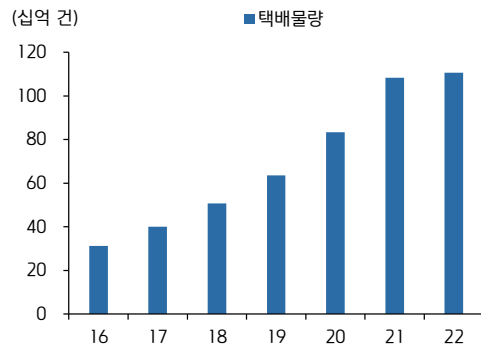
시장 성장에도 불구하고 중국 전체 시장점유율 Top6 기업은 규모의 경제효과 달성을 위한 가격전쟁으로 인해 ASP 하락이 지속됐으며, 이는 기업의 수익성 둔화로 이어졌다.

#### 중국 온라인 상품판매 및 침투율



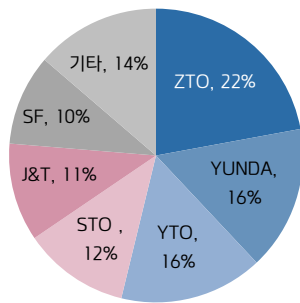
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치센터

#### 중국 연간 택배물량 추이



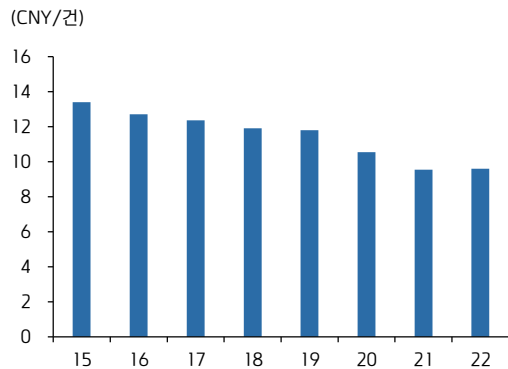
자료: Wind, 키움증권 리서치센터

#### 2022년 중국 택배 시장점유율



자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치센터

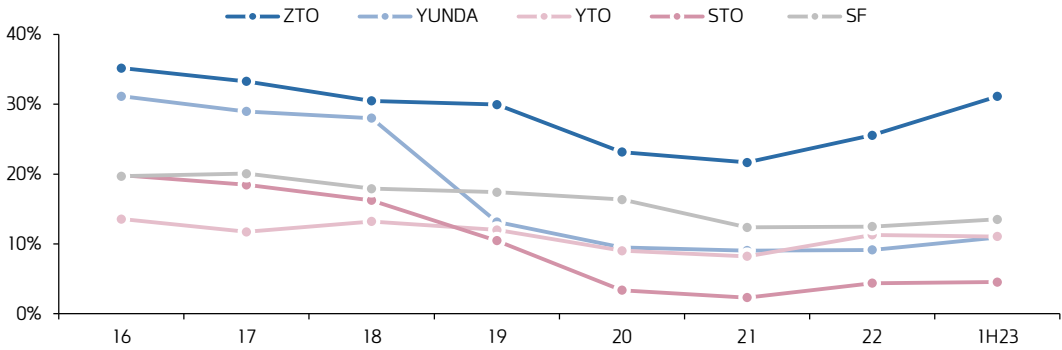
#### 중국 택배 ASP 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치센터



### 중국 주요 택배 상장기업 GPM 추이

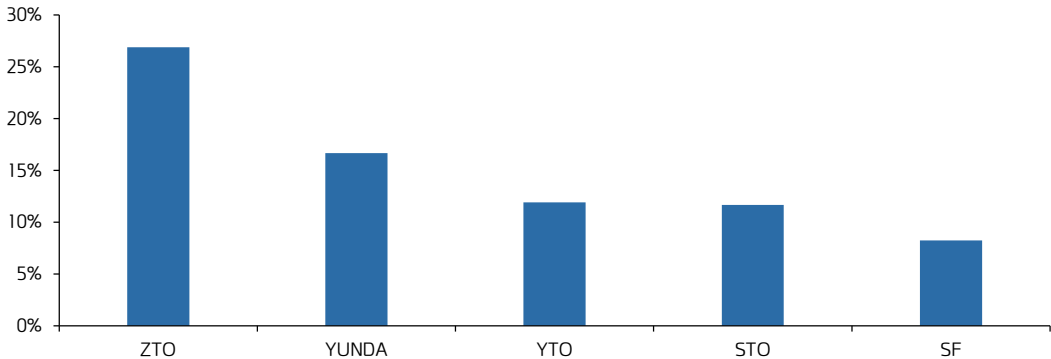


자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치센터

### ZTO, 공격적인 CAPEX 투자를 통해 물류 인프라 구축

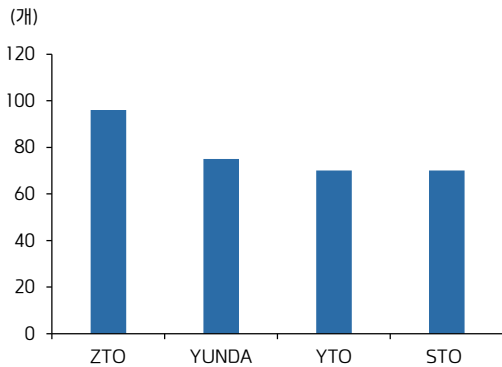
ZTO는 그간 공격적인 CAPEX 투자를 통해 경쟁사 대비 압도적인 규모의 허브터미널과 자동화 장비를 구축했다. ZTO의 매출 대비 CAPEX 비중은 최근 5년 평균 27%로 중국 Top6 택배 업체 중 가장 높은 수준을 기록했다. 이를 바탕으로 ZTO는 2Q23 기준 96개 허브터미널을 구축하며 중국 전체 택배 업체 중 가장 많은 수를 보유 중이며, 자동화 분류 라인도 460개까지 구축했다.

### 중국 주요 택배기업 매출 대비 CAPEX 비중 최근 5년 평균 비교



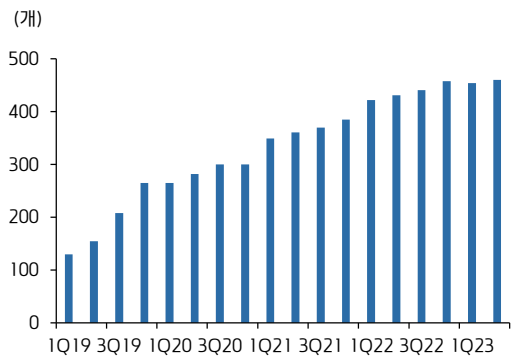
자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치센터

### 중국 주요 택배 기업 허브터미널 수



자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치센터

### ZTO 자동화 분류 라인 수



자료: ZTO, 키움증권 리서치센터

### AI 기술도입에 따른 운송비용 절감은 ASP 하락을 상쇄함

ZTO가 보유한 물류 인프라는 AI 기술을 입히며 비용절감 효과가 뚜렷하게 나타나고 있다. 실시간 데이터 모니터링을 통해 ZTO가 보유한 1만대 화물차량을 3,800개 간선노선에서 최적의 루트를 찾아내며 빠른 배송 및 운임비용 절감을 가능하게 하고있다. 또한 460개 자동화 분류 라인은 무인화를 통해 분류비용 절감에 기여하고 있다.

2022년 기준 운임비용과 분류비용은 각각 매출원가의 47%, 30% 비중을 차지하는 만큼 AI 활용은 비용절감에 유의미하게 기여했다는 판단이다. 실제로 ZTO는 ASP 하락에도 불구하고 비용 하락이 이를 상쇄하며 단위당 영업이익은 2Q23 증가했으며 시장의 이익 컨센서스를 상회했다.

#### ZTO 실시간 데이터 모니터링



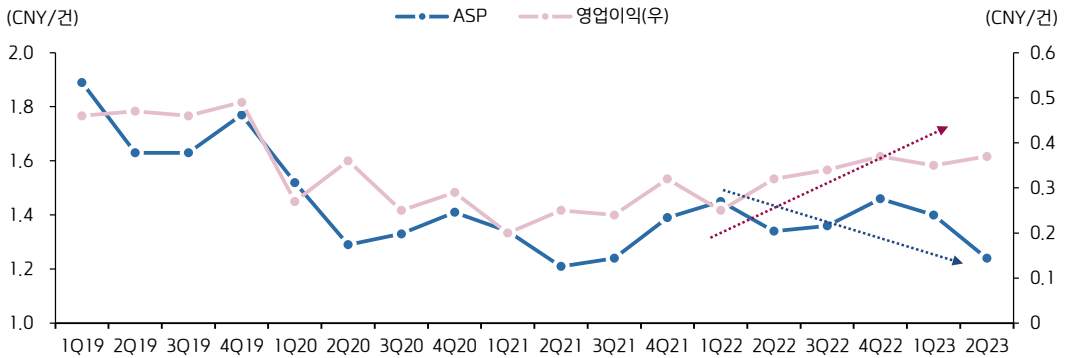
자료: ZTO, 키움증권 리서치센터

#### ZTO 자동화 분류 라인



자료: ZTO, 키움증권 리서치센터

#### ZTO 단위당 ASP 및 이익 추이



주: Non-GAAP 기준  
자료: ZTO, 키움증권 리서치센터



# 기업분석

시스코 시스템즈  
(CSCO.US)

서비스 나우  
(NOW.US)

엠로  
(058970)

디알텍  
(214680)

스마트레이더시스템  
(424960)

토마토시스템  
(393210)

씨유박스  
(340810)

트루엔  
(417790)

핀뎀뎀  
(PDD.US)

블룸버그 목표주가: \$ 58.57  
닷컴 시대의 주인공도 나왔다

블룸버그 목표주가: \$ 645.64  
크로스 셀링 트렌드의 최대 수혜

Not Rated  
AI기반 SCM으로 세계시장 노크

Not Rated  
AI로 제품 차별성 확대

Not Rated  
돈버는 자율주행

Not Rated  
AI 적용 = 이익률 극대화

Not Rated  
얼굴 인식 특화 AI 업체

Not Rated  
영상 감시에도 AI 카메라

블룸버그 목표주가: USD 120.01  
성장은 해외, 이익은 중국이 책임지는 중

# 시스코 시스템즈 (Cisco Systems)

(CSCO.US)

닷컴 시대의 주인공도 나왔다

## 블룸버그 투자 의견 컨센서스



## 기업 개요

- 이더넷 스위치 장비 시장 점유율 43%('22년)의 1위 통신 장비 기업
- 4Q23(7월말) 부문별 매출액 비중은 Secure, Agile Networks(스위치, 라우터 장비) 53%, Internet for the Future(광통신) 9%, Collaboration(웹엑스 등) 7%, End-to-End Security(사이버보안) 7%, Optimized Application Experiences(SaaS) 1.4%, Services 23.4%
- 통신 장비 시장 점유율 회복, 800Gbps 스위치 장비 시장 개화 등이 향후 주가에 중요

## 투자 포인트

### 공급망 회복 및 점유율 확대, 어닝 서프라이즈 장기화 기대

실적 서프라이즈가 이어질 가능성이 높음. 동사는 최근 실적 발표에서 EPS 기준 8% 어닝 서프라이즈를 기록했는데, 1) 공급망 문제 완화로 작년부터 쌓여있던 수주잔고가 매출로 전환되는 속도가 빨라졌고, 2) 기존 통신 장비 제품 포트폴리오에 인수해온 소프트웨어 회사들의 기술이 통합되면 스위치 장비 시장에서 점유율이 소폭 상승하고 있기 때문. 3) 예상 대비 경기도 호조세를 보이고 있고, 과거와 달리 경기가 실적에 연동되는 모습도 약해진 상황. 기업들은 인력 부족, 공급망 급변화와 같은 구조적 문제들을 '디지털 전환'으로 극복하려하고 있어 네트워크 향상에 필요한 투자를 줄이지 않는 상황. 실적 호조세 이어질 것으로 판단

### 400Gbps 시장에서는 밀렸지만, 800Gbps에서는 다르다

'24~25 년은 인피니밴드 네트워크 방식으로 조직된 슈퍼 컴퓨터들이 본격적으로 울트라 이더넷 방식으로 전환되는 시기. 이때 필요한 통신 장비가 800Gbps 스위치 장비. 400Gbps 시장에서는 경쟁사에 크게 밀렸으나, 800Gbps 시장에서는 동사가 시장을 선점할 가능성이 있는 상황. 이미 5 억달러 규모의 800Gbps 제품을 수주 받았고, 동사는 울트라 이더넷 컨소시엄 창립 멤버 중 하나

### 승자를 예상하긴 어렵지만, 저렴하다면 기회

800Gbps 시장에서의 승자를 예상하는 것은 어려운 일이나, 이 가능성이 전혀 반영되지 않은 밸류에이션이라면 매력적인 투자 기회. 동사의 12m fwd PER은 현재 약 13 배(5 개년 평균 15 배)

## 현재주가 / 블룸버그 목표주가

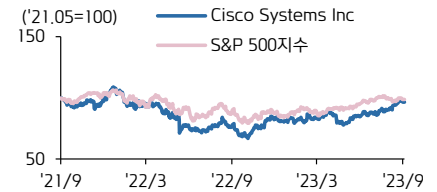
현재주가('23.09.11): \$ 56.67  
블룸버그 목표주가: \$ 58.57

## Stock Data

산업분류	통신 장비
S&P 500 (9/13)	4,457.49
현재주가/목표주가	56.7 / 58.6
52주 최고/최저 (\$)	58.2 / 38.6
시가총액 (백만\$)	229,789
유통주식 수 (백만 주)	4,055
일평균거래량 (3M)	18,119,306

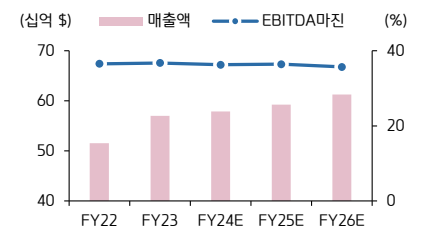
## Performance & Price Trend

추가수익률	YTD	1M	6M	12M
절대	19.0	5.4	16.7	23.8
HSI Index	16.1	-0.1	15.4	9.6



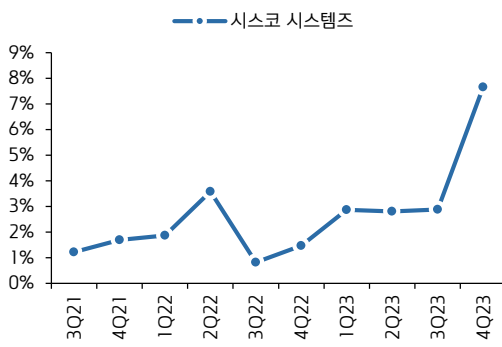
## Earnings & Valuation

(백만 USD)	FY21	FY22	FY23	FY24E
매출액	49,818	51,557	56,998	57,881
EBITDA	18,564	18,824	20,930	20,995
EBITDA 마진(%)	37.3	36.5	36.7	36.3
순이익	13,636	14,094	15,979	16,351
EPS	3.22	3.36	3.89	4.06
증가율(%)	0.3	4.3	15.8	4.4
PER(배)	20.7	16.2	16.0	14.0
PBR(배)	5.7	4.7	4.8	4.7
ROE(%)	26.7	29.1	30.0	33.4
배당수익률(%)	2.7	2.7	2.7	2.8



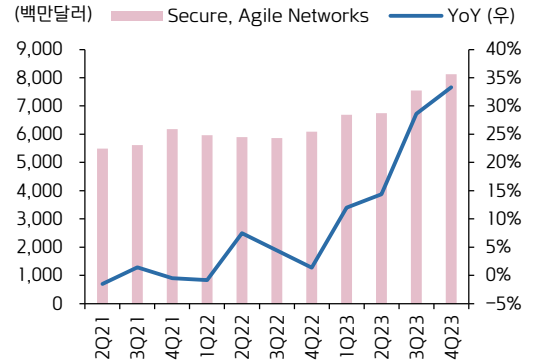
자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

### 최근 강해지는 EPS 어닝 서프라이즈 강도



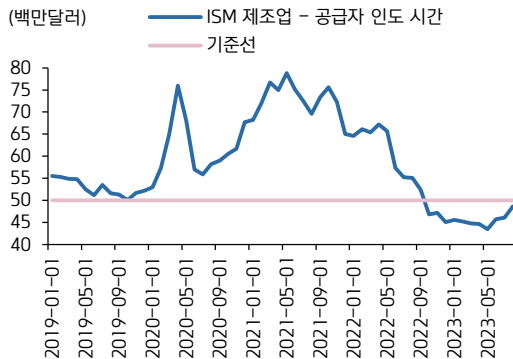
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 공급망 문제 완화로 급증하는 통신 장비 사업부 매출



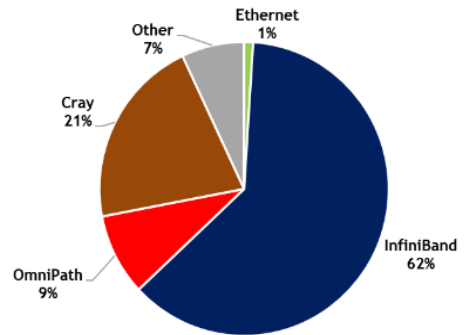
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### ISM 제조업 공급자 인도 시간 지수 - 50% 하회 중



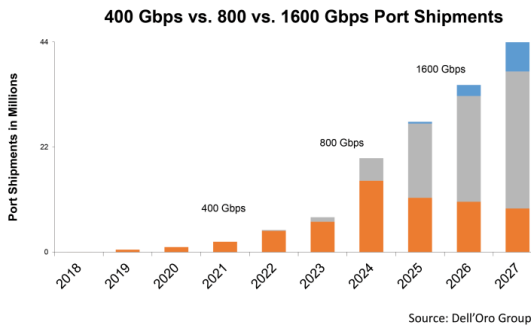
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 2022년 기준 세계 Top 100 슈퍼 컴퓨터 통신 기술



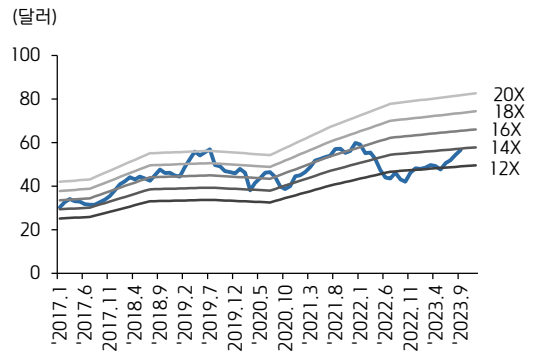
자료: XNUMX, 키움증권 리서치

### 울트라 이더넷 등장 이후 800Gbps 시장으로 전환



자료: Dell'Oro Group, 키움증권 리서치

### 시스코 시스템즈 12m fwd PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 손익계산서

(CNY 백만)	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021
매출액	51,904	49,301	49,818	51,557	56,998
영업비용	19,238	17,618	17,924	19,309	21,245
감가상각비	32,666	31,683	31,894	32,248	35,753
대손상각비	11,398	11,094	11,411	11,186	12,358
기타 영업비용	6,376	6,164	6,549	6,774	7,551
영업이익, GAAP	14,219	13,620	12,833	13,969	15,031
영업외 (이익)손실	-352	-350	-429	-508	-287
세전이익, GAAP	14,571	13,970	13,262	14,477	15,318
법인세비용	2,950	2,756	2,671	2,665	2,705
당기순이익, GAAP	11,621	11,214	11,356	11,703	13,382
EPS, GAAP	2.63	2.65	2.51	2.83	3.08
희석 EPS, GAAP	2.61	2.64	2.5	2.82	3.07
영업이익, 조정	618	692	729	800	870
당기순이익, 조정	518	565	585	649	699
EBITDA	677	692	786	906	955

### 재무상태표

(CNY 백만)	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021
자산총계	97,793	94,853	97,497	94,002	101,852
유동자산	47,755	43,573	39,112	36,717	43,348
현금 및 현금성자산	33,413	29,419	24,518	19,267	26,146
매출채권	10,586	10,523	10,146	10,527	9,206
재고자산	1,383	1,282	1,559	2,568	3,644
비유동자산	50,038	51,280	58,385	57,285	58,504
유형자산	2,789	3,374	3,433	3,000	3,056
무형자산	35,730	35,382	41,787	40,873	40,353
부채총계	64,222	56,933	56,222	54,229	57,499
유동부채	31,712	25,331	26,257	25,640	31,309
매입채무	6,429	6,179	6,981	6,558	10,532
단기성부채	10,191	3,346	2,845	1,421	2,046
비유동부채	32,510	31,602	29,965	28,589	26,190
장기성부채	14,475	12,239	9,849	9,140	7,365
자본총계	33,571	37,920	41,275	39,773	44,353

### 현금흐름표

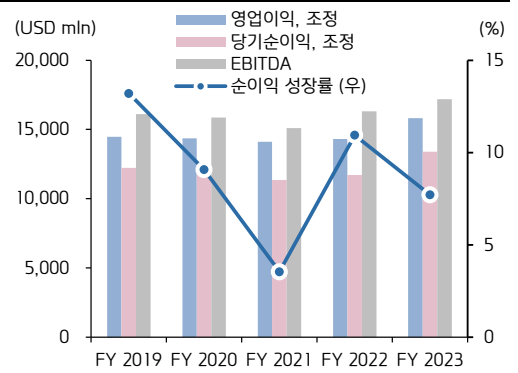
(CNY 백만)	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021
영업활동으로 인한 현금흐름	15,831	15,426	15,454	13,226	19,886
감가상각비, 무형자산상각비	1,897	1,808	1,862	1,957	1,726
운전자본 변동	1,881	932	2827	-642	4989
투자활동으로 인한 현금흐름	14,837	3,500	-5,285	1,553	-5,107
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-909	-770	-692	-477	-849
유, 무형자산 처분	22	179	28	91	3
재무활동으로 인한 현금흐름	-27,889	-18,886	-12,097	-15,962	-11,626
지급배당금	-5,979	-6,016	-6,163	-6,224	-6,302
차입금의 증가(감소)	-1,084	-10,190	-3005	-2,944	-1,102
자사주매입	-20,939	-2731	-2870	-7721	-4190
현금증가	2,779	40	-1870	-1,363	3,048
기초현금	8,993	11,772	11,812	9,942	8,579
기말현금	11,772	11,812	9,942	8,579	11,627
FCF	14,922	14,656	14,762	12,749	19,037
FCF	15,607	15,126	15,109	13,043	19,389

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

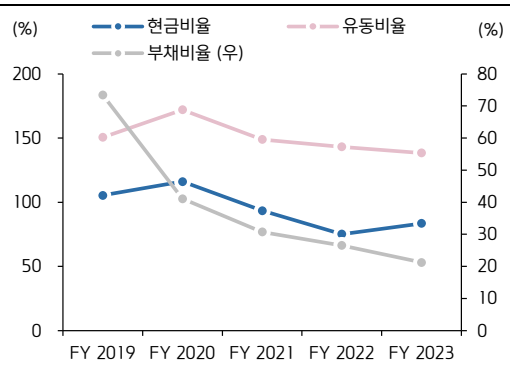
(%, 배)	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021
보통주 순이익률	22.39	22.75	21.26	22.91	22.13
영업이익률	27.39	27.63	25.76	27.09	26.37
EBITDA 마진	31.05	32.16	30.30	31.65	30.14
ROE	30.27	31.37	26.75	29.15	29.99
ROA	11.25	11.64	11.01	12.34	12.88
ROIC	18.53	20.60	20.25	23.35	25.12
부채비율	73.47	41.10	30.75	26.55	21.22
순차입금비율	-26.06	-36.48	-28.65	-21.89	-37.73
EBITDA/현금지급이자	18.07	26.30	34.46	45.96	45.70
현금비율	1.05	1.16	0.93	0.75	0.84
유동비율	1.51	1.72	1.49	1.43	1.38
PER	20.60	16.67	20.66	16.24	15.99
PBR	7.16	5.18	5.66	4.69	4.78
EV/EBIT	16.28	13.40	17.25	12.70	12.95
EV/EBITDA	14.36	11.53	14.69	10.90	11.35

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

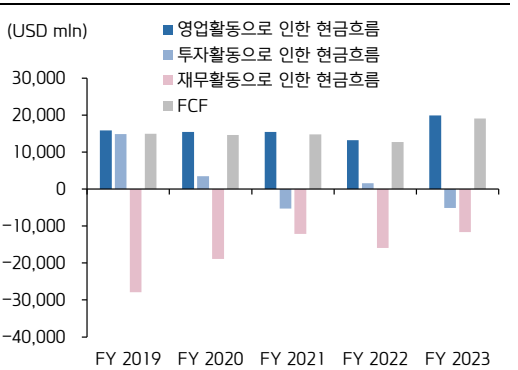
### 이익 추이



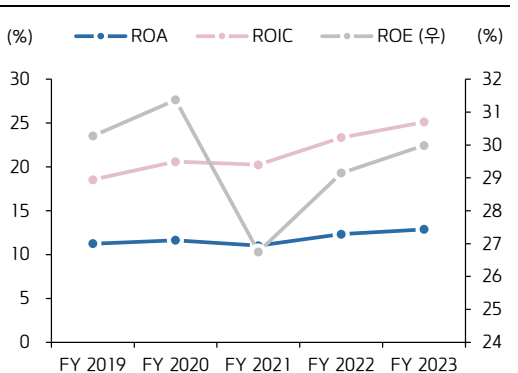
### 유동성 및 자본건전성 추이



### 현금흐름 추이



### 수익성 추이

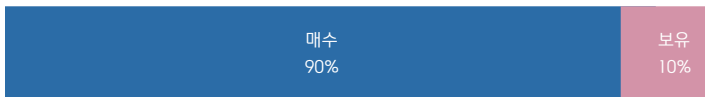


# 서비스 나우 (Service Now)

(NOW.US)

크로스 셀링 트렌드의 최대 수혜

## 블룸버그 투자 의견 컨센서스



## 현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('23.09.11): \$ 600.07  
블룸버그 목표주가: \$ 645.64

## 기업 개요

- Fortune 500대 기업의 85%가 사용하는 ITSM 소프트웨어 판매 기업
- FY2Q23 신규 연간 계약 규모 기준 부문별 비중은 Technology Workflows(ITSM 등) 58%, Customer & Employee Workflows(CRM, HRM 등) 26%, Creator Workflows & Others(앱 개발 도구 등) 16%

## 투자 포인트

### SW 산업, 대형주가 소형주 대비 크게 아웃퍼폼할 가능성 높음

대형 소프트웨어 기업들이 유리한 국면. YTD 기준 시가총액 소형 소프트웨어 기업들(리셀 3000 소프트웨어 지수 구성 종목 중 시가총액 하위 30 개 종목) 대비 대형 소프트웨어 기업(상위 30 개 종목)들의 성과가 +51%p 우수. 최근 소프트웨어 산업의 트렌드가 '크로스 셀링'이기 때문. IT 운영비를 절약하려는 기업들이 다변화 되어있던 소프트웨어들을 하나의 기술 파트너를 정해 해당 파트너의 제품 포트폴리오로 교체 중. 이때 수혜를 보는 대형 소프트웨어 회사들은 한 분야에서 대체불가능한 압도적인 제품 경쟁력을 자랑하는 기업. 당사는 ITSM 분야에서 압도적 리더

### 독보적인 ITSM 제품 외에 여러 경쟁력있는 CRM, HRM 제품 보유

ITSM 뿐만 아니라 당사는 CRM, HRM 관련 소프트웨어들에서도 경쟁력있는 제품들을 보유하고 있으며, 로우 코드 앱(앱 개발 과정에서 코딩의 역할을 줄인 앱 개발 도구) 분야에서도 세일즈포스, 마이크로소프트 등과 함께 업계 리더. ITSM 제품 때문에 동사를 선택한 고객들이 지속적으로 동사의 다른 제품들도 추가로 구매하는 상황. 또한 제품 전체에 생성형 AI 기술을 도입해 성과를 내는 케이스가 쌓이고 있어 생성형 AI 를 비즈니스에 적용하려는 기업들 역시 동사를 파트너로 선택할 유인이 높은 상황

### 금리 하락, 생성형 AI 관심도 증가에 따른 PER 확대 기대

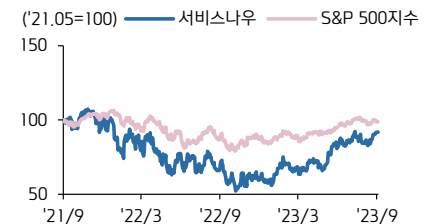
구독 형태의 비즈니스 모델인 소프트웨어 기업들의 주식 밸류에이션은 채권과 유사하게 금리에 크게 연동됨. 금리 하락이 밸류에이션 상승의 Key driver. 현재 12m fwd PER 은 49 배로 21 년 이후 PER 밴드의 하단 수준. 금리 하락과 함께 생성형 AI 에 대한 시장 관심도 증가할수록 PER 확대 추세 지속될 것으로 판단

## Stock Data

산업분류	소프트웨어
S&P 500 (9/13)	4,457.49
현재주가/목표주가	600.1 / 645.6
52주 최고/최저 (\$)	614.4 / 337
시가총액 (백만\$)	122,414
유통주식 수 (백만 주)	204
일평균거래량 (3M)	1,139,766

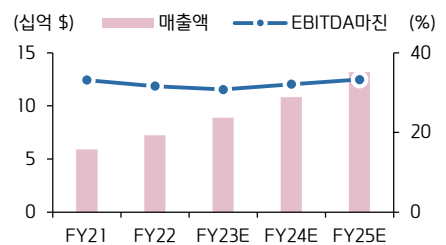
## Performance & Price Trend

주가수익률	YTD	1M	6M	12M
절대	54.5	7.6	44.6	27.7
S&P Index	16.1	-0.1	15.4	9.6



## Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY20	FY21	FY22	FY23E
매출액	4,519	5,896	7,245	8,908
EBITDA	1,458	1,954	2,293	2,743
Ebitda 마진(%)	32.3	33.1	31.6	30.8
순이익	926	1,201	1,543	2,055
EPS	4.63	5.92	7.59	9.97
증가율(%)	39.5	27.9	28.2	31.3
PER(배)	686.6	535.9	229.0	60.2
PBR(배)	38.0	35.1	15.7	15.7
ROE(%)	4.8	7.0	7.4	27.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0



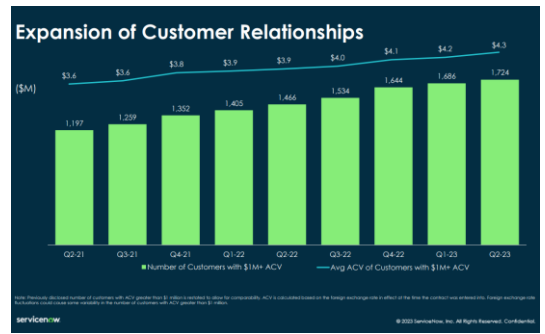
자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

소프트웨어 종목, 최근 대형주의 성과가 우수



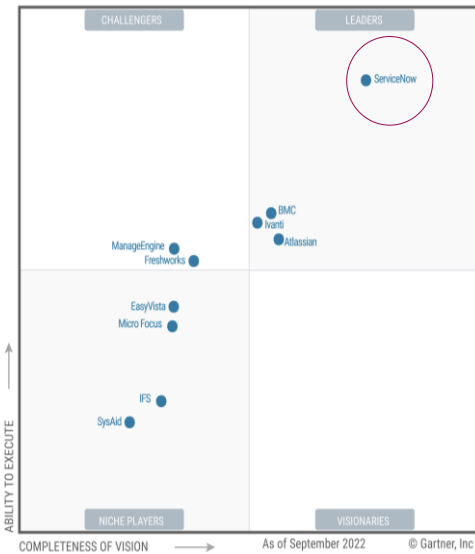
주: 러셀 3000 소프트웨어 구성 종목 중 시가총액 상위 30개 종목과 하위 30개 종목을 동일가중평균으로 구한 지수  
 자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

크로스 셀링. 고객수, 고객당 매출이 모두 증가 중



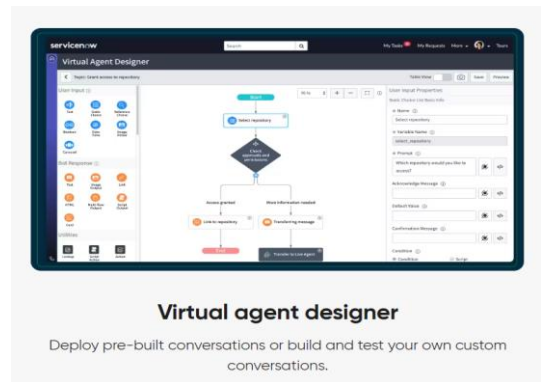
자료: 서비스 나우, 키움증권 리서치

2022년 10월 가트너 매지 퀼드런트 - ITSM 분야



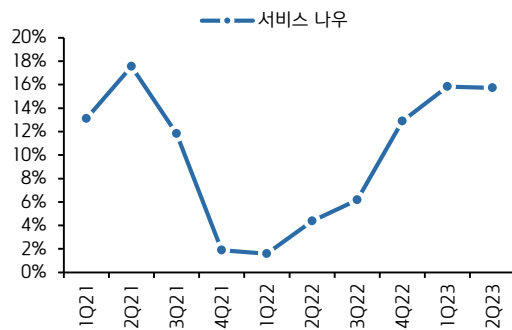
자료: 가트너, 키움증권 리서치

기업별 맞춤형 챗봇 개발 도구인 Virtual Agent



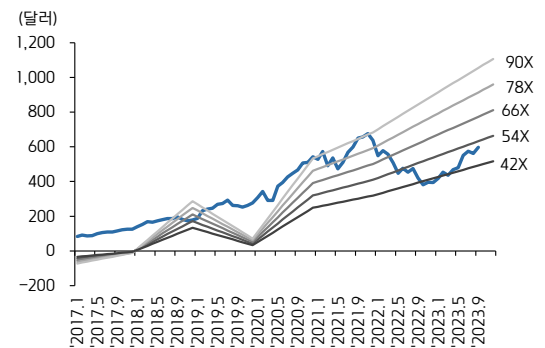
자료: 서비스 나우, 키움증권 리서치

최근 강해지고 있는 EPS 서프라이즈 강도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

서비스 나우 12m fwd PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



### 손익계산서

(\$ 백만)	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
<b>매출액</b>	<b>2,609</b>	<b>3,460</b>	<b>4,519</b>	<b>5,896</b>	<b>7,245</b>
매출원가	623	797	987	1,353	1,573
<b>매출총이익, GAAP</b>	<b>1,986</b>	<b>2,664</b>	<b>3,532</b>	<b>4,543</b>	<b>5,672</b>
판매비	1,499	1,873	2,309	2,889	3,549
연구개발비	530	748	1,024	1,407	1,747
<b>영업이익, GAAP</b>	<b>-42</b>	<b>42</b>	<b>199</b>	<b>257</b>	<b>355</b>
영업외 (이익)손실	-3	-25	50	8	-44
<b>세전이익, GAAP</b>	<b>-39</b>	<b>67</b>	<b>149</b>	<b>249</b>	<b>399</b>
법인세비용	-12	-560	31	19	74
<b>당기순이익, GAAP</b>	<b>-27</b>	<b>627</b>	<b>161</b>	<b>247</b>	<b>344</b>
EPS, GAAP	-0.15	3.36	0.61	1.16	1.61
희석 EPS, GAAP	-0.15	3.18	0.59	1.13	1.6
<b>영업이익, 조정</b>	<b>618</b>	<b>692</b>	<b>729</b>	<b>800</b>	<b>870</b>
<b>당기순이익, 조정</b>	<b>518</b>	<b>565</b>	<b>585</b>	<b>649</b>	<b>699</b>
<b>EBITDA</b>	<b>677</b>	<b>692</b>	<b>786</b>	<b>906</b>	<b>955</b>

### 재무상태표

(\$ 백만)	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
<b>자산총계</b>	<b>3,879</b>	<b>6,022</b>	<b>8,715</b>	<b>10,798</b>	<b>13,299</b>
유동자산	2,345	2,827	4,522	5,220	6,654
현금 및 현금성자산	1,498	1,691	3,092	3,304	4,280
매출채권	575	835	1,009	1,390	1,725
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,534	3,196	4,193	5,578	6,645
유형자산	347	871	1,114	1,357	1,735
무형자산	249	301	394	1,064	1,056
<b>부채총계</b>	<b>2,768</b>	<b>3,894</b>	<b>5,881</b>	<b>7,103</b>	<b>8,267</b>
유동부채	2,013	2,753	3,737	4,949	6,005
매입채무	361	514	702	939	1,249
단기성부채	0	53	72	174	96
비유동부채	755	1,142	2,143	2,154	2,262
장기성부채	662	1,078	2,063	2,040	2,136
<b>자본총계</b>	<b>1,111</b>	<b>2,128</b>	<b>2,834</b>	<b>3,695</b>	<b>5,032</b>

### 현금흐름표

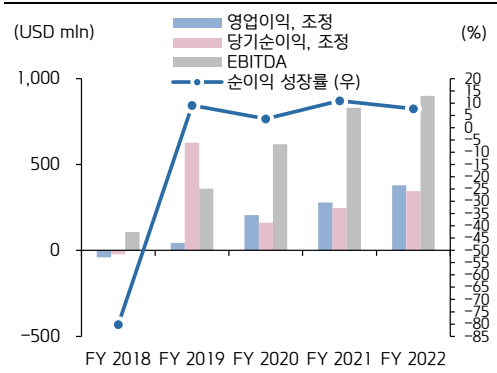
(\$ 백만)	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>811</b>	<b>1,236</b>	<b>1,787</b>	<b>2,191</b>	<b>2,723</b>
감가상각비, 무형자산상각비	150	252	336	472	433
운전자본 변동	235	334	565	608	740
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-347</b>	<b>-724</b>	<b>-1,507</b>	<b>-1,607</b>	<b>-2,583</b>
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-249	-338	-433	-399	-550
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-607</b>	<b>-302</b>	<b>597</b>	<b>-506</b>	<b>-344</b>
자금배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-430	0	959.485	-61	-94
자사주매입	104	108	146	167	177
<b>현금증가</b>	<b>-159</b>	<b>209</b>	<b>901</b>	<b>53</b>	<b>-257</b>
기초현금	728	569	778	1,679	1,732
기말현금	569	778	1,679	1,732	1,475
<b>FCF</b>	<b>587</b>	<b>971</b>	<b>1,367</b>	<b>1,799</b>	<b>2,173</b>
<b>FCFF</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1,393</b>	<b>1,825</b>	<b>2,195</b>

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

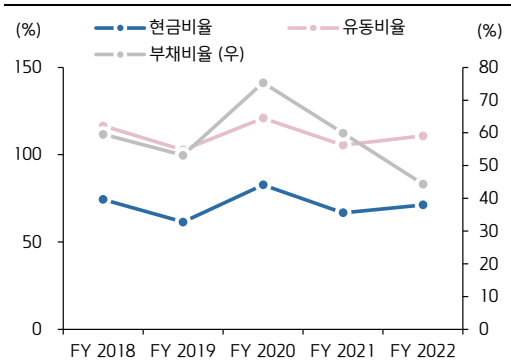
(%, 배)	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
보통주 순이익률	-1.02	18.11	2.62	3.90	4.49
영업이익률	-1.63	1.22	4.40	4.36	4.90
EBITDA 마진	4.11	10.36	13.68	14.06	12.42
ROE	-2.83	38.70	4.78	7.05	7.45
ROA	-0.72	12.66	1.61	2.36	2.70
ROIC	-1.55	23.73	3.79	4.30	4.32
부채비율	59.55	53.14	75.33	59.92	44.36
순차입금비용	-75.25	-26.33	-33.76	-29.50	-40.70
EBITDA/현금지급이자	-	-	-	20.22	37.50
현금비용	0.74	0.61	0.83	0.67	0.71
유동비율	1.17	1.03	1.21	1.05	1.11
PER	-	88.71	686.62	535.89	229.01
PBR	28.87	25.14	38.03	35.07	15.65
EV/EBIT	-	908.63	496.58	468.90	202.32
EV/EBITDA	291.52	147.66	172.81	154.98	85.25

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

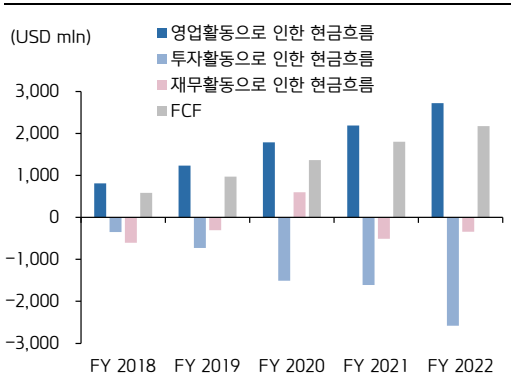
### 이익 추이



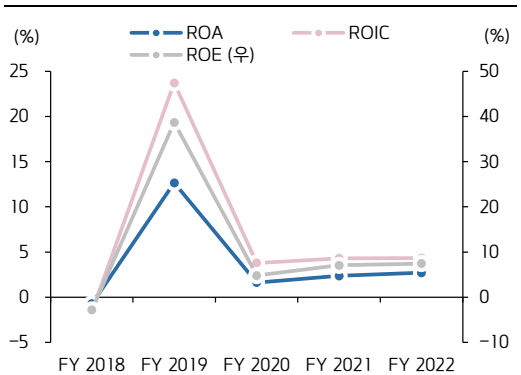
### 유동성 및 자본건전성 추이



### 현금흐름 추이



### 수익성 추이



엠로(058970)



Not Rated

주가(9/12) 76,400원

스몰캡Analyst 김학준  
dillog10@kiwoom.com

엠로는 SRM 공급망시스템 관리제품으로 지속적인 성장세를 기록하고 있다. 특히 O9, 삼성SDS와 진행하는 통합플랫폼은 글로벌 경쟁력이 상당히 높을 것으로 기대되기 때문에 빠른 해외 확장이 기대되는 대목이다. 내년 1Q 플랫폼이 완성되면 클라우드 부문의 빠른 성장이 기대된다.

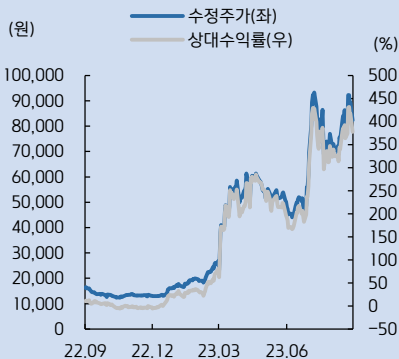
Stock Data

KOSDAQ (9/12)	898.04pt		
시가총액	8,566억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	93,200 원	12,350원	
최고/최저가 대비 등락	-18.0%	518.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-0.8%	0.8%
	6M	197.9%	161.6%
	1Y	407.6%	350.4%

Company Data

발행주식수	11,212 천주	
일평균 거래량(3M)	425천주	
외국인 지분율	2.1%	
배당수익률(2023E)	0.0%	
3PS(2023E)	5,085원	
주요 주주	삼성 SDS 외 2인	38.3%

Price Trend



AI기반 SCM으로 세계시장 노크

>>> AI기반 공급망 관리(SCM)

엠로가 보유한 제품은 SRM 공급망시스템 관리로 원재료 표기의 일원화 및 재고관리 등이 있다. 여기에 머신러닝을 기반으로 한 수요 예측시스템, 기간 내 판매될 확률 예측 및 가격 동선, 시나리오 설정 등 AI에 기반한 수요공급모델이 제조사 및 플랫폼 업체들의 꾸준한 확대가 이루어지고 있다.

이와 더불어 Private, Public SaaS형 통합구매시스템도 대기업 구축 사례가 확대됨에 따라 원가절감 및 이익률 제고에 큰 역할을 할 것으로 전망된다.

>>> O9과 함께하여 강해지는 통합플랫폼

동사는 삼성SDS(물류)와 O9(제품 및 공급망 계획)과 함께 통합플랫폼을 기획하고 있다. 동사의 제품이 공급망관리 및 예측 시스템이라는 점을 감안하면 제품의 기획 및 공급망 계획에 활용되는 SCM과의 시너지도 높을 것으로 전망되며 여기에 물류 공급망 SCE도 원재료 가격 예측과의 시너지가 나타나 고도화된 플랫폼 탄생이 기대된다. 이를 바탕으로 글로벌 진출을 꾀하고 있으며 O9이 해외 영업을 진행할 계획이기 때문에 관련 고객사들로의 빠른 확대가 기대된다.

>>> 매년 고성장 기대

2023년 실적은 매출액 688억원(YoY +17.4%), 영업이익 72억원(YoY +11.0%)으로 전망된다. 내년까지 주식보상비용, 무형자산 상각이 높게 반영되고 급격하게 감소하는 구조라는 점, 해외 매출이 내년부터 확대된다는 점을 감안하면 25년부터는 이익률이 15% 이상으로 크게 확대될 것으로 추정된다.

투자지표, IFRS 연결	2021	2022	2023E	2024E
매출액(억원)	470	586	688	1,370
핵심영업이익(억원)	67	65	72	314
세전이익(억원)	66	79	73	319
순이익(억원)	54	66	59	258
지배주주지분순이익(억원)	54	64	58	252
EPS(원)	502	578	517	2,245
증감율(%YoY)	45.3	15.2	-10.4	333.9
PER(배)	40.6	22.8	159.1	36.7
핵심영업이익률(%)	14.3	11.1	10.5	22.9

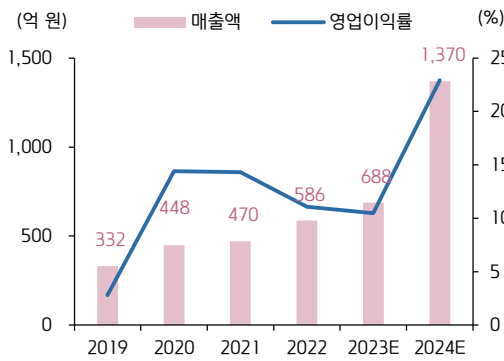
자료: 키움증권 리서치센터

### 엠로가 보유한 특허 기술

보유 기술	관련 내용
자연어 처리 기술	문자 임베딩, CNN 알고리즘을 활용한 텍스트 인식 및 자동분류
머신러닝 기반 수요 예측	대상 및 업무 시계열 데이터를 기반, 수요 요소 분석 및 수요 예측
기간 변동에 따른 최적 판매 가격 동적 추천	특정기간 별 판매될 확률 예측 및 최적 판매가격 동적 추천 요소별 민감도 분석을 통한 전략적 의사 결정
시나리오 기반 AI 모델 디자인	로우데이터, 요소, AI 간 관계에 대한 직관적인 시나리오를 구성, AI 모델링을 간편하게 진행

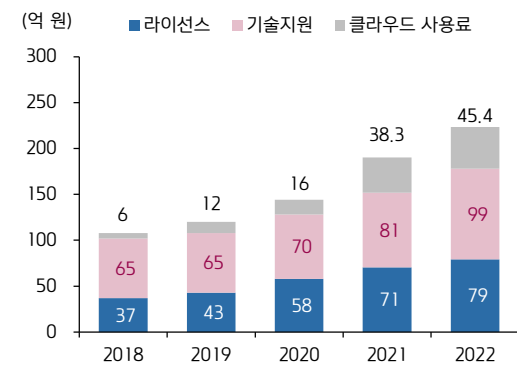
자료: 엠로, 키움증권 리서치센터

### 연간 실적 추이 및 전망



자료: 엠로, 키움증권

### 부문별 실적 추이



자료: 엠로, 키움증권

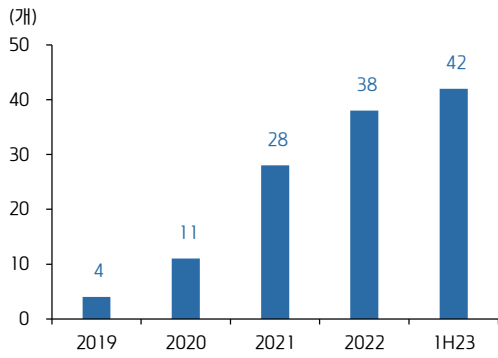
### 통합 SCM 플랫폼 개발을 통해 내년 본격적인 해외 매출 확대 기대

## 글로벌 최고의 통합 공급망관리(SCM) SaaS 플랫폼 개발



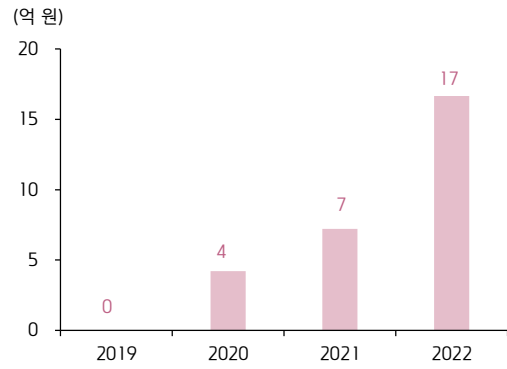
자료: 엠로, 키움증권

### AI소프트웨어 누적 고객 수



자료: 엠로, 키움증권

### AI소프트웨어 매출 추이



자료: 엠로, 키움증권

### 포괄손익계산서

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	448	470	586	688	1,370
매출원가	279	274	358	420	760
매출총이익	169	196	228	268	610
판관비	105	129	163	196	296
<b>영업이익</b>	65	67	65	72	314
<b>EBITDA</b>	93	94	96	101	337
영업외손익	-22	-1	14	2	5
이자수익	1	1	1	2	5
이자비용	5	3	0	0	0
외환관련이익	0	1	1	1	1
외환관련손실	0	0	0	0	0
중속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-18	0	12	-1	-1
<b>법인세차감전이익</b>	42	66	79	73	319
법인세비용	5	13	13	14	61
계속사업손익	38	54	66	59	258
당기순이익	38	54	66	59	258
<b>지배주주순이익</b>	36	54	64	58	252
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	4.9	24.7	17.4	99.1
영업이익 증감율	NA	3.1	-3.0	10.8	336.1
EBITDA 증감율	NA	1.1	2.1	5.2	233.7
지배주주순이익 증감율	NA	50.0	18.5	-9.4	334.5
EPS 증감율	NA	45.3	15.2	-10.4	333.9
매출총이익률(%)	37.7	41.7	38.9	39.0	44.5
영업이익률(%)	14.5	14.3	11.1	10.5	22.9
EBITDA Margin(%)	20.8	20.0	16.4	14.7	24.6
지배주주순이익률(%)	8.0	11.5	10.9	8.4	18.4

### 현금흐름표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	58	47	55	87	222
당기순이익	38	54	66	59	258
비현금항목의 가감	69	58	55	52	89
유형자산감가상각비	5	7	10	11	9
무형자산감가상각비	24	20	21	18	14
지분법평가손익	-1	0	0	0	0
기타	41	31	24	23	66
영업활동자산부채증감	-46	-62	-36	-12	-69
매출채권및기타채권의감소	-15	-29	-6	-15	-102
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	3	8	8	9	40
기타	-34	-41	-38	-6	-7
기타현금흐름	-3	-3	-30	-12	-56
<b>투자활동 현금흐름</b>	-6	-33	-341	1	1
유형자산의 취득	-11	-12	-320	0	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-15	-13	3	0	0
투자자산의감소(증가)	-15	-37	-29	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-7	2	3	0	0
기타	42	27	2	1	1
<b>재무활동 현금흐름</b>	-22	141	129	4	4
차입금의 증가(감소)	-18	-91	125	0	0
자본금자본잉여금의증(감)소	0	11	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	221	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-4	0	4	4	4
기타현금흐름	-2	0	0	-10	-8.89
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	28	155	-157	82	219
기초현금 및 현금성자산	11	39	194	37	119
기말현금 및 현금성자산	39	194	37	119	337

자료: FnGuide, 키움증권

### 재무상태표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	160	329	180	283	611
현금 및 현금성자산	39	194	37	119	337
단기금융자산	7	4	1	1	1
매출채권 및 기타채권	58	82	88	103	205
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	56	49	54	60	68
<b>비유동자산</b>	210	228	557	527	504
투자자산	15	52	81	81	81
유형자산	67	75	389	378	369
무형자산	93	86	75	57	43
기타비유동자산	35	15	12	11	11
자산총계	371	558	737	810	1,115
<b>유동부채</b>	134	120	114	123	163
매입채무 및 기타채무	41	52	66	74	114
단기금융부채	80	4	30	30	30
기타유동부채	13	64	18	19	19
<b>비유동부채</b>	95	20	113	113	113
장기금융부채	14	0	100	100	100
기타비유동부채	81	20	13	13	13
<b>부채총계</b>	229	140	227	236	276
<b>지배자본</b>	140	416	507	570	827
자본금	27	27	56	56	56
자본잉여금	57	222	214	214	214
기타자본	-24	17	17	17	17
기타포괄손익누계액	1	17	18	23	29
이익잉여금	78	132	202	260	511
비지배자본	2	1	3	4	11
<b>자본총계</b>	141	417	510	575	838

### 투자지표

(단위 : 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	345	502	578	517	2,245
BPS	1,298	3,833	4,519	5,085	7,380
CFPS	1,029	1,032	1,086	993	3,092
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	17.1	40.6	22.8	159.1	36.7
PER(최고)	18.3	42.1	38.7		
PER(최저)	3.9	11.6	21.0		
PBR	4.55	5.31	2.91	16.18	11.15
PBR(최고)	4.87	5.50	4.95		
PBR(최저)	1.05	1.51	2.69		
PSR	1.36	4.67	2.49	13.41	6.74
PCFR	5.7	19.7	12.1	82.9	26.6
EV/EBITDA	7.3	21.4	16.4	91.3	26.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%)(보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)(보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	10.1	11.6	10.2	7.7	26.8
ROE	25.5	19.5	13.9	10.8	36.0
ROIC	11.1	36.8	18.9	11.1	47.4
매출채권회전율	15.4	6.7	6.9	7.2	8.9
재고자산회전율					
부채비율	162.2	33.6	44.6	41.1	32.9
순차입금비율	34.0	-46.5	18.0	1.7	-24.8
이자보상배율(현금)	12.0	22.5	462.4	510.5	2,236.0
<b>총차입금</b>	94	4	130	130	130
순차입금	48	-194	92	10	-208
NOPLAT	93	94	96	101	337
FCF	-19	13	-255	75	208

디알텍(214680)



Not Rated

주가(9/12) 7,050원

스톡캡Analyst 김학준  
dilog10@kiwoom.com

디알텍은 AI기술을 활용, 디텍터 및 시스템 제품의 차별화를 바탕으로 시장 확대를 꾀하고 있다. 시장에서의 요구가 저선량 고명암비로 이어지고 있어 낮은 방사선량에도 이미지구현이 쉽게 이루어져야한다. 동사는 이러한 대응을 IGZO TFT 기술의 활용을 통해 빠르게 이루어내고 있어 시장 경쟁력이 크게 확대되고 있는 것으로 판단된다.

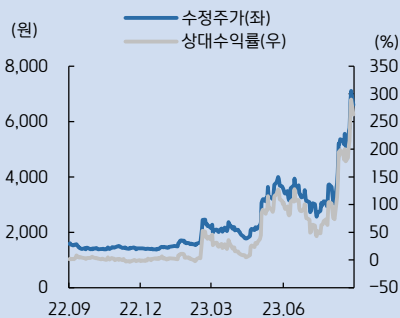
Stock Data

KOSDAQ (9/12)	898.04pt		
시가총액	5,099억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	7,110 원	1,375원	
최고/최저가 대비 등락	-0.8% 412.7%		
주가수익률	절대	상대	
	1M	89.0%	92.0%
	6M	215.4%	177.0%
	1Y	343.4%	293.4%

Company Data

발행주식수	72,326 천주
일평균거래량(3M)	10,367천주
외국인 지분율	3.6%
배당수익률(2023E)	0.0%
BPS(2023E)	858원
주요 주주	윤정기 외 1 인 7.7%

Price Trend



AI로 제품 차별성 확대

>>> 디텍터의 AI 적용으로 시장 요구 사항을 충족

X-Ray는 높은 방사선량을 발생할수록 고해상도 구현이 가능하다. 하지만 X-Ray 활용이 높아짐에 따라 단편촬영에서 벗어나 다각도 촬영 및 동영상 구현, 실시간 X-Ray 장비 등 방사선량 피폭 가능성이 높아지고 있다. 피폭의 확대는 의사 및 환자들에게 부담이 높아지고 있어 전세계적으로 방사선량의 선량을 최소한(Low Dose)으로 맞추는 추세에 있다. 동사는 이에 발 맞추어 낮은 선량에서도 높은 명암비 구현, AI알고리즘을 통한 빛 산란 제거, 딥러닝을 통한 노이즈 저감 등을 진행함에 따라 높은 제품 경쟁력을 보유하게 되었다.

>>> 디텍터 TFT의 변환이 자유로운 기업

이러한 동사의 높은 기술력은 IGZO TFT 기술을 적용하였기 때문에 TFT의 센싱 기술 고도화를 통해 빠른 응답속도 및 고해상도 재현이 가능하게 되었다. 더불어 용도에 따른 디텍터의 빠른 변환이 가능한 기술적 역량을 보유하고 있어 고객사의 요구에 단시일 내 대응이 가능하다. 결국 경쟁사 대비 신규 모델에서의 채택률이 높아질 것으로 전망된다.

>>> 신산업 확대로 글로벌 업체들 관심 확대

현재 동영상 디텍터의 덴탈용 사업 확장이 이루어지고 있으며 산업용에서 송유관 업체 및 조선사로의 공급, 맘모3D, C-arm, 모바일 X-ray 신규 시스템을 통한 글로벌 업체들과의 연계가 이루어 질 것으로 전망됨에 따라 내년부터 광폭의 성장이 전망된다.

투자지표, IFRS 연결	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(억원)	895	1,034	1,676	2,230
핵심영업이익(억원)	49	63	194	361
세전이익(억원)	52	74	203	372
순이익(억원)	59	60	163	299
지배주주지분순이익(억원)	60	60	163	299
EPS(원)	99	83	211	387
증감율(%YoY)	33.2	-16.4	155.0	83.2
PER(배)	14.0	79.6	31.2	17.0
핵심영업이익률(%)	5.5	6.1	11.6	16.3

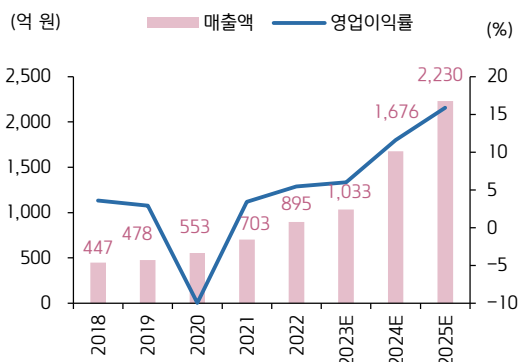
자료: 키움증권 리서치센터

디알텍 실적전망 Table (단위: 억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	181	235	239	240	231	231	280	291	895	1,034	1,676
제품											
디텍터	109	161	155	163	120	145	183	190	588	638	815
مام모	23	25	32	27	26	68	32	33	107	159	164
시스템	32	33	35	34	64	0	48	52	134	164	203
기타	17	16	17	16	21	18	18	16	66	73	494
영업비용	168	206	217	254	213	230	259	270	846	971	1,482
영업이익	13	29	22	-15	18	1	21	21	49	63	194
영업이익률	7%	12%	9%	-6%	8%	1%	8%	7%	5.5%	6.0%	11.6%
YoY											
매출액	18%	13%	32%	51%	28%	-1%	17%	21%	27%	16%	62%
영업비용	18%	12%	30%	37%	27%	12%	19%	6%	25%	15%	53%
영업이익	14%	19%	49%	-45%	43%	-96%	-4%	-246%	109%	28%	207%

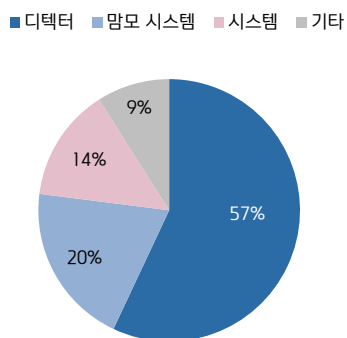
자료: 전자공시, 키움증권 추정

### 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 디알텍, 키움증권 리서치센터

### 디알텍 매출부문별 비중(1H23기준)



자료: 디알텍, 키움증권 리서치센터

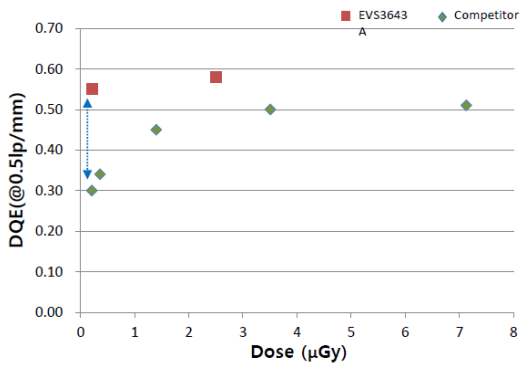
### 디알텍이 보유한 원천 기술

#### 보유 기술

- 1) X-Ray 선량을 줄이는 Low Dose 에서도 높은 명암비 구현이 가능한 기술력
- 2) AI 알고리즘을 통한 빛 산란 제거 기술
- 3) AI 딥러닝을 통한 저선량 노이즈 저감 기술
- 4) 듀얼 에너지 기술을 활용한 Bone 이미지 분리 기술

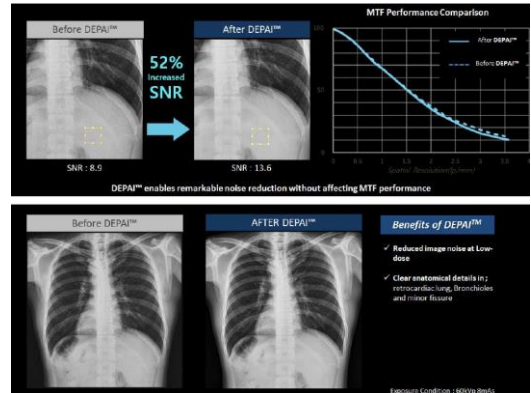
자료: 디알텍, 키움증권 리서치센터

높은 명암비(DQE) 구현이 가능



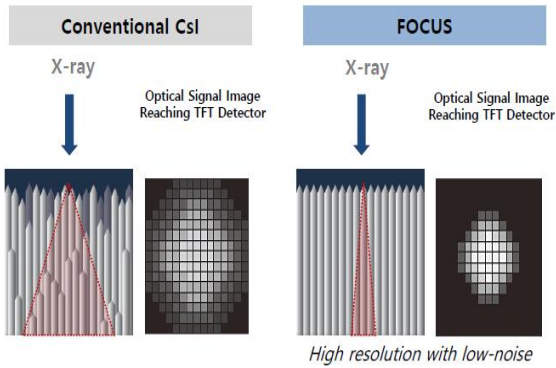
자료: 디알텍, 키움증권 리서치센터

AI기술을 활용한 선명도 확대



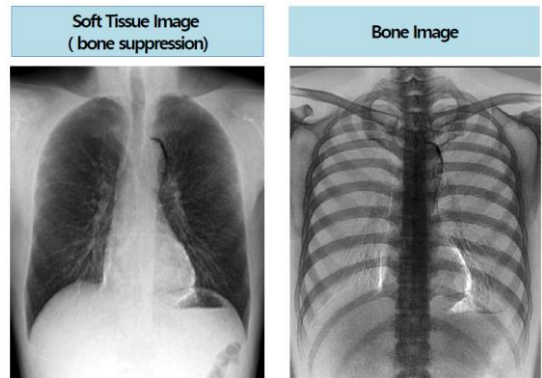
자료: 디알텍, 키움증권 리서치센터

빛 산란에 발생하는 노이즈 제거



자료: 디알텍, 키움증권 리서치센터

Dual Energy Image 기술을 통한 Bone 제거 기술



자료: 디알텍, 키움증권 리서치센터



### 포괄손익계산서

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	703	895	1,034	1,676	2,230
매출원가	384	492	548	872	1,137
매출총이익	319	403	486	804	1,076
판관비	295	354	423	610	715
<b>영업이익</b>	24	49	63	194	361
<b>EBITDA</b>	79	114	136	236	385
<b>영업외손익</b>	5	3	11	9	11
이자수익	5	5	8	6	8
이자비용	5	14	14	14	14
외환관련이익	22	28	25	25	25
외환관련손실	5	23	14	14	14
중속 및 관계기업손익	-1	-2	-2	-2	-2
기타	-11	9	8	8	8
<b>법인세차감전이익</b>	29	52	74	203	372
법인세비용	-11	-7	14	40	73
계속사업손손익	40	59	60	163	299
당기순이익	40	59	60	163	299
지배주주순이익	40	60	60	163	299
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	27.2	27.3	15.5	62.1	32.0
영업이익 증감율	흑전	104.2	28.6	207.9	86.1
EBITDA 증감율	흑전	44.3	19.3	73.5	63.1
지배주주순이익 증감율	흑전	50.0	0.0	171.7	83.4
EPS 증감율	흑전	33.2	-16.4	155.0	83.2
매출총이익률(%)	45.4	45.0	47.0	48.0	48.6
영업이익률(%)	3.4	5.5	6.1	11.6	16.3
EBITDA Margin(%)	11.2	12.7	13.2	14.1	17.4
지배주주순이익률(%)	5.7	6.7	5.8	9.7	13.5

### 재무상태표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	585	788	935	1,177	1,544
현금 및 현금성자산	107	139	248	137	205
단기금융자산	62	83	95	109	126
매출채권 및 기타채권	206	250	289	468	617
재고자산	163	271	259	419	553
기타유동자산	47	45	44	44	43
<b>비유동자산</b>	354	419	354	311	285
투자자산	62	74	72	70	68
유형자산	139	177	120	83	62
무형자산	37	35	29	24	21
기타비유동자산	116	133	133	134	134
자산총계	939	1,208	1,290	1,488	1,829
<b>유동부채</b>	409	519	542	591	647
매입채무 및 기타채무	33	72	94	144	200
단기금융부채	342	350	350	350	350
기타유동부채	34	97	98	97	97
<b>비유동부채</b>	85	90	90	90	90
장기금융부채	42	42	42	42	42
기타비유동부채	43	48	48	48	48
<b>부채총계</b>	495	609	632	681	737
<b>지배지분</b>	441	604	663	812	1,097
자본금	57	63	77	77	77
자본잉여금	360	504	504	504	504
기타자본	5	6	6	6	6
기타포괄손익누계액	0	-12	-26	-41	-56
이익잉여금	19	43	103	266	566
비지배지분	3	-5	-5	-5	-5
<b>자본총계</b>	444	598	658	807	1,091

### 현금흐름표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	-10	50	184	-30	151
당기순이익	0	0	60	163	299
비현금항목의 가감	74	92	95	91	105
유형자산감가상각비	49	58	66	37	21
무형자산감가상각비	7	7	7	4	3
지분법평가손익	-5	-2	-2	-2	-2
기타	23	29	24	52	83
영업활동자산부채증감	-108	-88	-3	-289	-227
매출채권및기타채권의감소	-50	-41	-39	-179	-150
재고자산의감소	-25	-107	13	-161	-134
매입채무및기타채무의증가	-4	18	22	49	56
기타	-29	42	1	2	1
기타현금흐름	24	46	32	5	-26
<b>투자활동 현금흐름</b>	-6	-119	-33	-24	-27
유형자산의 취득	-45	-71	-10	0	0
유형자산의 처분	29	4	0	0	0
무형자산의 순취득	-1	-7	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-29	-14	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	21	-21	-12	-14	-16
기타	19	-10	-11	-10	-11
<b>재무활동 현금흐름</b>	-34	101	-6	-21	-21
차입금의 증가(감소)	-13	37	0	0	0
자본금·자본잉여금의증가(감소)	0	85	14	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-21	-21	-20	-21	-21
기타현금흐름	1	-1	-36	-36	-35.90
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-49	32	109	-111	68
기초현금 및 현금성자산	157	107	139	248	137
기말현금 및 현금성자산	107	139	248	137	205

자료: FnGuide, 키움증권

### 투자지표

(단위 : 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	74	99	83	211	387
BPS	779	958	858	1,050	1,418
CFPS	210	251	215	330	522
DPS	0	0	0	0	0
<b>주당배수(배)</b>					
PER	23.5	14.0	79.6	31.2	17.0
PER(최고)	25.9	19.8	89.2		
PER(최저)	18.3	13.5	16.2		
PBR	2.25	1.45	7.70	6.28	4.65
PBR(최고)	2.48	2.05	8.62		
PBR(최저)	1.75	1.40	1.56		
PSR	1.35	0.93	4.60	3.05	2.31
PCFR	8.3	5.5	30.7	20.0	12.6
EV/EBITDA	15.2	8.5	35.4	20.8	12.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%, 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%, 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	4.3	5.5	4.8	11.8	18.1
ROE	10.5	11.4	9.4	22.2	31.4
ROIC	2.0	6.0	7.6	20.6	29.6
매출채권회전율	3.9	3.9	3.8	4.4	4.1
재고자산회전율	4.7	4.1	3.9	4.9	4.6
부채비율	111.3	101.8	96.0	84.4	67.5
순차입금비율	48.4	28.6	7.4	18.1	5.7
이자보상배율, 현금	4.4	3.6	4.6	14.3	26.6
<b>총차입금</b>	384	392	392	392	392
순차입금	215	171	49	146	62
NOPLAT	79	114	136	236	385
FCF	-57	-58	111	-91	88

스마트레이더시스템(424960)



Not Rated

주가(9/12) 22,550원

스톡캡Analyst 김학준  
dilog10@kiwoom.com

스마트레이더시스템은 4D이미지 레이더를 개발 생산하는 업체로 다양한 산업으로의 확장을 목전하고 있다. AI 신호처리를 기반으로 한 이미지센싱 기술이 우위에 있어 자율주행에서의 선호도가 높으며 전자제품 및 산업용 센서 등으로 빠르게 확대될 것으로 기대된다.

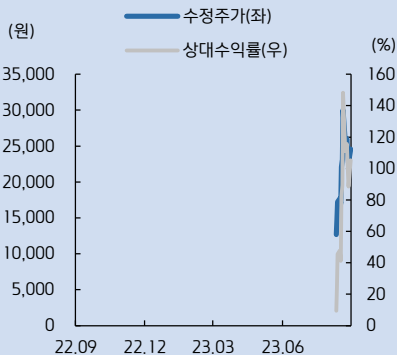
## Stock Data

KOSDAQ (9/12)	898.04pt		
시가총액	3,385억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	30,000 원	10,470원	
최고/최저가 대비 등락	-24.8%	115.4%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	115.4%	118.8%
	6M	115.4%	89.1%
	1Y	N/A	N/A

## Company Data

발행주식수	15,012 천주
일평균거래량(3M)	11,022천주
외국인 지분율	0.7%
배당수익률(2023E)	0.0%
BPS(2023E)	1,190원
주요 주주	김용환 외 5 인 19.2%

## Price Trend



## 돈버는 자율주행

## &gt;&gt;&gt; 자율주행의 눈 레이더

스마트레이더시스템은 4D이미지 레이더를 개발, 생산하는 업체이다. 현재 자율주행의 센서는 레이더(전파) 및 라이다(레이저), 카메라 등이 융합되어 활용되어 테스트가 이루어지고 있다. 레이더의 최대 단점은 점으로 인식되기에 사물 식별이 어렵고 높이 인식이 어렵다는데 있지만 최근 4D레이더 활용 및 딥러닝을 통한 이미지 센싱 기술이 확대되면서 활용도가 높아지고 있다. 더불어 라이다 대비 가격경쟁력이 높고 악천후에서도 활용도가 높다는 점에서 4D레이더시장은 지속적으로 성장할 것으로 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; 모빌리티 4D레이더의 선두주자

글로벌 4D레이더 개발업체는 다수 존재하지만 현재 동사와 이스라엘의 ARBE가 AI 기반 신호처리로 높은 해상도를 구현하고 있는 것으로 판단된다. 이러한 기술적 우수성을 바탕으로 현재 GM 및 현대모비스와 악천후에서도 사용 가능한 레벨3+ 자율주행을 지원, 테스트하고 있다. 이외 드론 감지용으로 북미 방산업체인 ANDURIL에 공급을 하고 있으며 특장차용 레이더도 존디어 및 CNH, 현대건설 기계 등에 납품하고 있다.

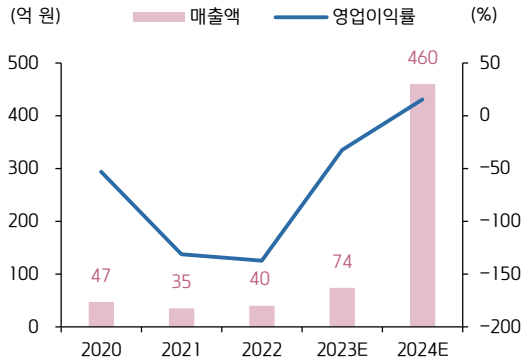
## &gt;&gt;&gt; 산업용으로 빠른 실적 성장 기대

기존 자율주행 업체들이 실적 부진이 지속되는 것에 비해 동사는 산업용으로 빠른 성장이 가능할 것으로 전망된다. 현재 전자제품용으로 LG전자의 유럽형 에어컨에 적용되어 내년부터 나갈 것으로 전망된다. 유럽에서 에너지 효율 개선을 위한 인증이 확대되고 있어 동사의 레이더제품을 활용하여 사람 인식을 통한 절전시스템이 적용될 예정이다. 이외 TV 등으로 확대될 가능성이 있으며 산업현장에서의 안전재해로 인한 레이더 센서들도 보급이 확대될 것으로 전망된다.

투자지표, IFRS 연결	2021	2022	2023E	2024E
매출액(억원)	35	40	74	460
핵심영업이익(억원)	-46	-55	-24	71
세전이익(억원)	-52	-77	-35	54
순이익(억원)	-52	-77	-35	46
자배주주지분순이익(억원)	-52	-77	-35	46
EPS(원)	-474	-644	-257	304
증감율(%YoY)	적지	적지	적지	흑전
PER(배)	0.0	0.0	-95.7	81.0
핵심영업이익률(%)	-131.4	-137.5	-32.4	15.4

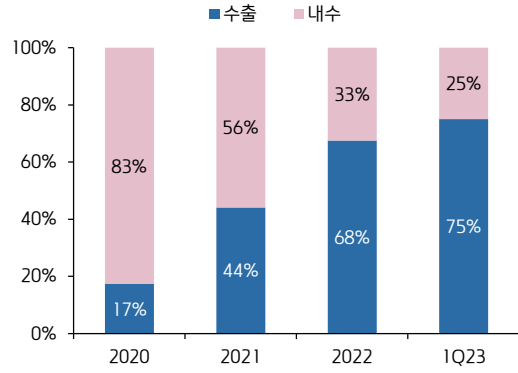
자료: 키움증권 리서치센터

### 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



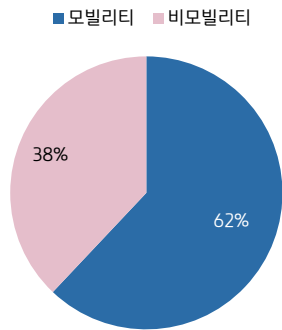
자료: 스마트레이더, 키움증권 리서치센터

### 내수 수출 매출비중 추이



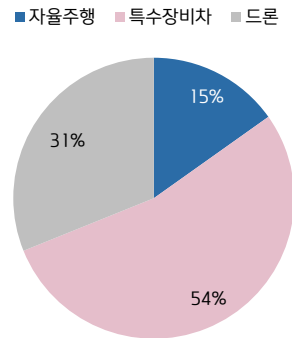
자료: 스마트레이더, 키움증권 리서치센터

### 부문별 매출 비중(2022년 기준)



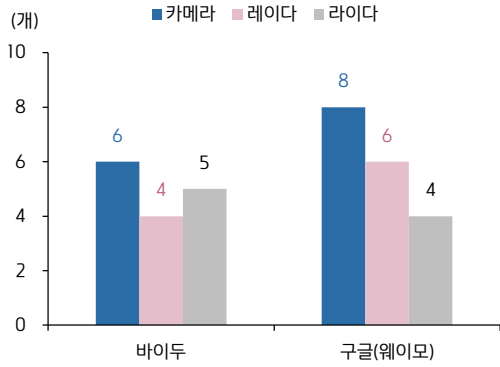
자료: 스마트레이더, 키움증권 리서치센터

### 모빌리티 내 산업별 매출 비중(2022년 기준)



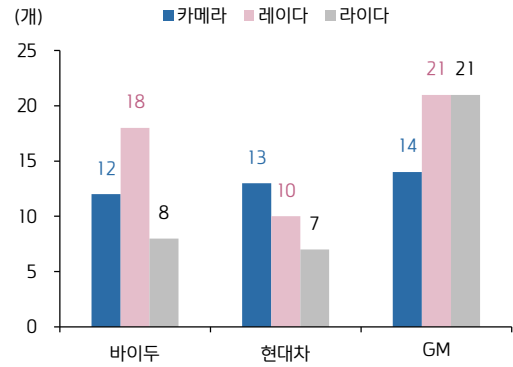
자료: 스마트레이더, 키움증권 리서치센터

### 자율주행 LEVEL3 탑재 센서 현황



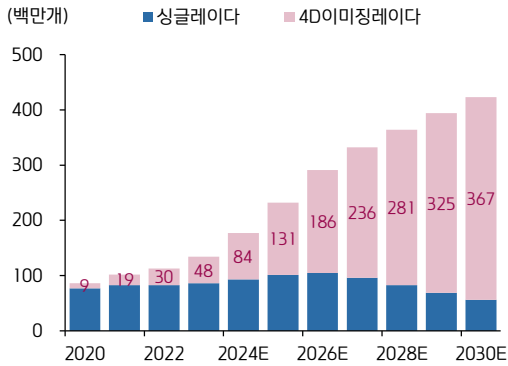
자료: 우리금융경영연구소, 스마트레이더, 키움증권 리서치센터

### 자율주행 LEVEL4 탑재 센서 현황



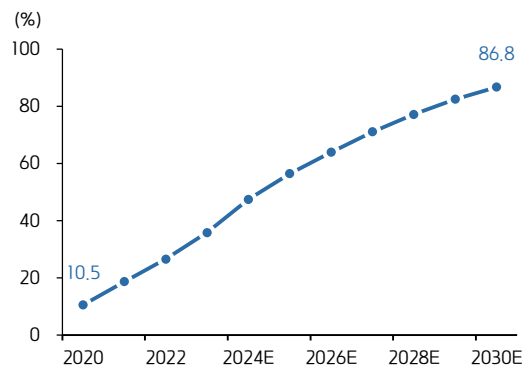
자료: 우리금융경영연구소, 스마트레이더, 키움증권 리서치센터

### 레이다 시장 규모 전망



자료: IDTechEX, AutomotiveRadar, 키움증권 리서치센터

### 4D 이미징레이다 비중 전망



자료: IDTechEX, AutomotiveRadar, 키움증권 리서치센터

### 센서별 특징 비교

분류	색상 인식	거리 측정	속도 측정	높이 측정	수평 해상도	악천후 대응	가격
4D 이미징레이다	미흡	우수	우수	우수	우수	우수	150~200
기존 레이다	미흡	우수	우수	미흡	보통	우수	100
라이다	미흡	우수	미흡	우수	우수	미흡	500~750
카메라	우수	미흡	미흡	보통	보통	미흡	100

자료: 언론종합, 스마트레이더, 키움증권 리서치센터  
 주) 카메라 가격 100 기준 상대가격

**포괄손익계산서**

(단위 :억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	47	35	40	74	460
매출원가	32	25	32	32	290
<b>매출총이익</b>	15	10	8	42	170
판관비	40	55	63	66	99
<b>영업이익</b>	-25	-46	-55	-24	71
<b>EBITDA</b>	-20	-40	-49	-18	74
<b>영업외손익</b>	-38	-7	-22	-11	-17
이자수익	0	1	2	4	3
이자비용	5	12	15	15	21
외환관련이익	0	1	1	1	1
외환관련손실	0	0	1	0	0
중속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-33	3	-9	-1	0
<b>법인세차감전이익</b>	-63	-52	-77	-35	54
법인세비용	0	0	0	0	8
계속사업손손익	-63	-52	-77	-35	46
<b>당기순이익</b>	-63	-52	-77	-35	46
<b>지배주주순이익</b>	-63	-52	-77	-35	46
<b>증감률 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감률	NA	-25.5	14.3	85.0	521.6
영업이익 증감률	NA	84.0	19.6	-56.4	-395.8
EBITDA 증감률	NA	100.0	22.5	-63.3	-511.1
지배주주순이익 증감률	NA	-17.5	48.1	-54.5	-231.4
EPS 증감률	NA	적지	적지	적지	흑전
매출총이익율(%)	31.9	28.6	20.0	56.8	37.0
영업이익율(%)	-53.2	-131.4	-137.5	-32.4	15.4
EBITDA Margin(%)	-42.6	-114.3	-122.5	-24.3	16.1
지배주주순이익율(%)	-134.0	-148.6	-192.5	-47.3	10.0

**재무상태표**

(단위 :억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	153	146	108	210	287
현금 및 현금성자산	105	19	2	119	80
단기금융자산	22	103	62	37	22
매출채권 및 기타채권	14	6	16	29	115
재고자산	10	16	26	24	69
기타유동자산	2	2	2	1	1
<b>비유동자산</b>	19	17	16	10	7
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	5	5	5	2	1
무형자산	14	12	8	6	4
기타비유동자산	0	0	3	2	2
<b>자산총계</b>	172	164	124	220	294
<b>유동부채</b>	102	139	36	40	68
매입채무 및 기타채무	4	4	7	11	29
단기금융부채	32	71	28	28	38
기타유동부채	66	64	1	1	1
<b>비유동부채</b>	132	129	1	1	1
장기금융부채	132	129	0	0	0
기타비유동부채	0	0	1	1	1
<b>부채총계</b>	234	268	38	41	69
<b>자본지분</b>	-62	-104	86	179	225
자본금	11	34	62	75	75
자본잉여금	17	0	240	354	354
기타자본	8	11	10	10	10
기타포괄손익누계액	0	0	0	1	1
이익잉여금	-97	-149	-227	-261	-216
비차배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	-62	-104	86	179	225

**현금흐름표**

(단위 :억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	-29	-33	-62	-23	-52
당기순이익	-63	-52	-77	-35	46
비현금항목의 가감	49	19	35	29	41
유형자산감가상각비	3	3	3	4	1
무형자산감가상각비	2	3	3	2	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	44	13	29	23	38
영업활동자산부채증감	-15	1	-21	-7	-112
매출채권및기타채권의감소	-10	9	-12	-13	-86
재고자산의감소	-7	-6	-11	2	-45
매입채무및기타채무의증가	0	1	1	4	18
기타	2	-3	1	0	1
기타현금흐름	0	-1	1	-10	-27
<b>투자활동 현금흐름</b>	-5	-83	40	29	19
유형자산의 취득	-3	-3	-5	0	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-10	-3	0	0	0
투자자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-22	-80	41	25	15
기타	30	3	4	4	4
<b>재무활동 현금흐름</b>	138	29	5	132	15
차입금의 증가(감소)	28	-3	0	0	10
자본금자본잉여금의증가(감소)	0	0	0	127	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	110	32	5	5	5
기타현금흐름	0	0	0	-21	-20.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	103	-86	-17	116	-38
기초현금 및 현금성자산	2	105	19	2	118
기말현금 및 현금성자산	105	19	2	118	80

자료: FnGuide, 키움증권

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-687	-474	-644	-257	304
BPS	-571	-879	695	1,190	1,496
CFPS	-156	-300	-349	-41	576
DPS	0	0	0	0	0
<b>주당배수(배)</b>					
PER	0.0	0.0	0.0	-95.7	81.0
PER(최고)	0.0	0.0	0.0		
PER(최저)	0.0	0.0	0.0		
PBR	0.00	0.00	0.00	20.67	16.44
PBR(최고)	0.00	0.00	0.00		
PBR(최저)	0.00	0.00	0.00		
PSR	0.00	0.00	0.00	44.74	8.03
PCFR	0.0	0.0	0.0	-605.5	42.7
EV/EBITDA				-197.1	49.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)					
ROA	-36.9	-31.1	-53.8	-20.1	17.8
ROE	102.1	62.8	866.5	-26.1	22.6
ROIC	98.4	176.6	-427.7	-45.9	56.1
매출채권회전율	6.5	3.5	3.7	3.3	6.4
재고자산회전율	9.5	2.7	1.9	3.0	9.9
부채비율	-376.9	-257.3	43.6	23.2	30.9
순차입금비용	-59.7	-75.0	-41.9	-70.9	-28.4
이자보상배율, 현금)	-5.0	-3.7	-3.6	-1.6	3.5
<b>총차입금</b>	164	200	28	28	38
순차입금	37	78	-36	-127	-64
NOPLAT	-20	-40	-49	-18	74
FCF	-48	-46	-75	-25	-49

토마토시스템(393210)



## Not Rated

주가(9/12) 4,820원

스몰캡Analyst 김학준  
dilog10@kiwoom.com

토마토시스템은 SI기술을 활용, SI시장에서 차별화된 서비스를 제시하고 있다. 동사는 웹 솔루션을 통해 PC 및 모바일 UI를 동시에 구현 가능한 솔루션을 보유, 기술력에서 높은 평가를 받고 있으며 이를 기반으로 프로젝트 당 GPM이 40~60%로 형성되어 경쟁사 대비 높은 이익률 시현이 가능하다. 향후 UI외 원격진료 및 이커머스 플랫폼, 보안솔루션 확장 등 신사업으로의 확장이 이루어지고 있어 성장성도 기대된다.

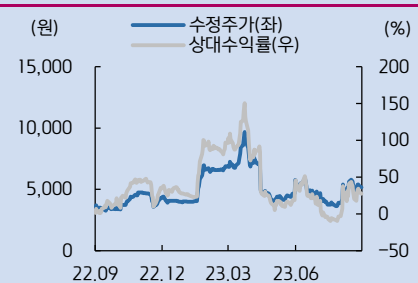
### Stock Data

KOSDAQ (9/12)	898.04pt		
시가총액	740억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	9,692 원	3,254원	
최고/최저가 대비 등락	-50.3%	48.1%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	23.6%	25.5%
	6M	-30.0%	-38.5%
	1Y	36.3%	21.0%

### Company Data

발행주식수	15,357 천주
일평균거래량(3M)	1,430천주
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2023E)	0.0%
BPS(2023E)	1,583원
주요 주주	이상돈 외 4 인 39.5%

### Price Trend



## AI 적용 = 이익률 극대화

### >>> DB, UI, 테스트까지 자동화 솔루션 구축

코넥스에서 이전 상장한 동사는 DB모델링부터 UI/UX구축, 코딩 테스트 자동화 솔루션을 구축하는 사업 영위하고 있다. eXBuilder6, eX캠퍼스 등을 통해 B2G, 대학, B2B 금융 고객사로 제품을 구축하고 있다. 웹 솔루션을 통해 PC 및 모바일 UI를 동시에 구현 가능한 솔루션을 보유, 기술력에서 높은 평가를 받고 있다. 이러한 동시 구현 솔루션은 구축 시 이루어지는 기간 및 인원의 감축을 불러일으키기 때문에 높은 영업이익률 구현이 가능하다.

### >>> 솔루션에 AI 적용 및 최적화로 프로젝트 당 투입 인원 급감

근래 SI업체들의 전반적인 실적 부진은 프로젝트 당 투입되는 인원 수가 고정되고 인건비 상승으로 마진율이 훼손된다는 점에서 기인한다. 동사는 데이터 분석 AI적용, 자동화 솔루션을 완성하여 커스터마이징 및 구축에 필요한 인원이 다른 업체들 대비 1/3까지 감소하여 프로젝트 당 GPM이 40%~60%대로 높게 형성된다. 더불어 신규 서비스인 eXTest를 통해 개발자들의 테스트 시간을 크게 단축할 수 있어 향후 관련 솔루션의 추가 성장이 기대된다.

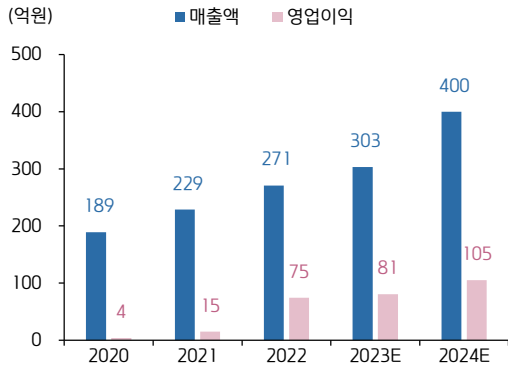
### >>> 25년 이후 확장성 및 수익성 극대화 기대

챗GPT 및 보유 코딩DB를 통한 자동구축-DB모델링-개발-코딩테스트 자동화) 솔루션의 베타 버전 올해 말 개발, A-Z까지 고객사의 개발자 효율성을 극대화, 비용절감을 이루어 낼 수 있다. 솔루션 매출 중 10%수준이 매년 라이선스로 누적되어 쌓이는 구조로 올해부터 발생된다. 2024년 예상 매출액은 400억원(YoY +17.9%), 영업이익 105억원(YoY +15%) 전망. 저평가 구간으로 판단된다.

투자지표, IFRS 연결	2021	2022	2023E	2024E
매출액(억원)	229	271	303	400
핵심영업이익(억원)	15	75	81	105
세전이익(억원)	7	56	66	87
순이익(억원)	13	46	54	71
지배주주지분순이익(억원)	13	46	54	71
EPS(원)	112	385	368	461
증감율(%)YoY)	흑전	243.7	-4.4	25.2
PER(배)	33.0	10.5	14.0	11.2
핵심영업이익률(%)	6.6	27.7	27.7	26.3

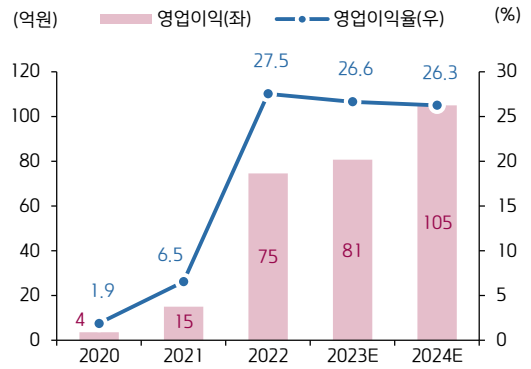
자료: 키움증권 리서치센터

### 매출액, 영업이익의 추이 및 전망



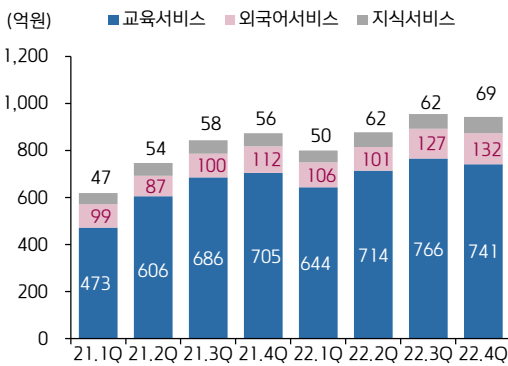
자료: 토마토시스템, 키움증권 리서치센터

### 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



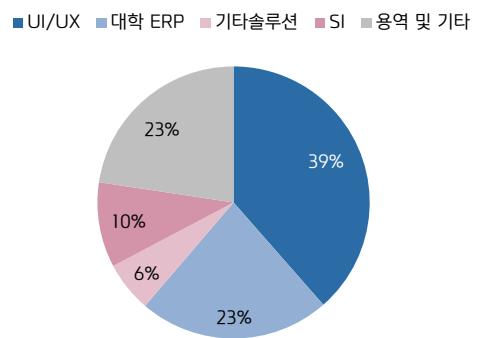
자료: 토마토시스템, 키움증권 리서치센터

### 부문별 분기 매출액 추이



자료: 토마토시스템, 키움증권 리서치센터

### 부문별 매출 비중



자료: 토마토시스템, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	189	229	271	303	400
매출원가	148	156	141	155	202
매출총이익	41	72	130	148	198
판매비	35	58	56	64	93
<b>영업이익</b>	6	15	75	81	105
<b>EBITDA</b>	15	21	78	87	106
영업외손익	-15	-8	-18	-18	-18
이자수익	0	0	0	0	0
이자비용	1	1	1	1	1
외환관련이익	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
중속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-14	-7	-17	-17	-17
<b>법인세차감전이익</b>	-8	7	56	66	87
법인세비용	1	-6	10	12	16
계속사업순손익	-9	13	46	54	71
<b>당기순이익</b>	-9	13	46	54	71
<b>지배주주순이익</b>	-9	13	46	54	71
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	3.8	21.2	18.3	11.8	32.0
영업이익 증감율	-49.0	150.0	400.0	12.0	25.0
EBITDA 증감율	-16.2	40.0	271.4	11.5	21.8
지배주주순이익의 증감율	-124.7	-244.4	253.8	17.4	31.5
EPS 증감율	적전	흑전	243.7	-4.4	25.2
매출총이익률(%)	21.7	31.4	48.0	48.8	49.5
영업이익률(%)	3.2	6.6	27.7	27.7	26.3
EBITDA Margin(%)	7.9	9.2	28.8	28.7	26.5
지배주주순이익률(%)	-4.8	5.7	17.0	17.8	17.8

현금흐름표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	5	16	57	79	90
당기순이익	-9	13	46	54	71
비현금항목의 가감	33	23	44	44	46
유형자산감가상각비	1	3	3	2	0
무형자산감가상각비	8	3	1	1	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	24	17	40	41	46
영업활동자산부채증감	-18	-19	-32	-5	-10
매출채권및기타채권의감소	-5	-7	-2	-2	-7
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-2	2	-3	3	4
기타	-11	-14	-27	-6	-7
기타현금흐름	-1	-1	-1	-14	-17
<b>투자활동 현금흐름</b>	-9	-3	-53	-13	-16
유형자산의 취득	0	0	0	0	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 손취득	-9	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-1	-5	-3	0	0
단기금융자산의감소(증가)	1	0	-50	-13	-16
기타	0	2	0	0	0
<b>재무활동 현금흐름</b>	3	8	-1	53	-3
차입금의 증가(감소)	-6	-14	-5	0	0
자본금및잉여금의증기(감소)	8	0	7	55	0
자기주식처분(취득)	1	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	22	-3	-2	-3
기타현금흐름	0	0	0	-19	-19.28
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-1	21	3	100	53
기초현금 및 현금성자산	7	6	27	30	131
기말현금 및 현금성자산	5	27	30	131	184

자료: FnGuide, 키움증권

재무상태표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	30	59	132	254	337
현금 및 현금성자산	5	27	30	131	184
단기금융자산	1	1	51	63	79
매출채권 및 기타채권	23	16	18	20	27
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1	15	33	40	47
<b>비유동자산</b>	55	56	41	39	38
투자자산	6	10	14	14	14
유형자산	0	3	3	1	0
무형자산	24	11	4	4	3
기타비유동자산	25	32	20	20	21
<b>자산총계</b>	85	115	173	292	374
<b>유동부채</b>	35	59	32	35	39
매입채무 및 기타채무	16	21	23	27	31
단기금융부채	19	33	2	2	2
기타유동부채	0	5	7	6	6
<b>비유동부채</b>	31	28	14	14	14
장기금융부채	1	2	1	1	1
기타비유동부채	30	26	13	13	13
<b>부채총계</b>	66	88	46	49	54
<b>지배자본</b>	20	28	127	243	321
자본금	19	19	21	77	77
자본잉여금	11	11	56	56	56
기타자본	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	1	0	0	7	14
이익잉여금	-12	-3	50	103	174
비지배자본	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	20	28	127	243	321

투자지표

(단위 : 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-102	112	385	368	461
BPS	173	238	1,003	1,583	2,089
CFPS	258	311	755	672	762
DPS	0	0	0	0	0
<b>주기배수(배)</b>					
PER	0.0	33.0	10.5	14.0	11.2
PER(최고)	0.0	33.2	13.0		
PER(최저)	0.0	19.7	7.5		
PBR	0.00	15.59	4.05	3.25	2.47
PBR(최고)	0.00	15.66	5.01		
PBR(최저)	0.00	9.30	2.90		
PSR	0.00	1.86	1.78	2.47	1.98
PCFR	0.0	11.9	5.4	7.7	6.8
EV/EBITDA		20.2	5.6	6.9	5.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-10.2	12.8	31.7	23.0	21.2
ROE	-46.9	54.4	59.0	28.9	25.1
ROIC	20.6	23.7	306.3	234.3	244.1
매출채권회전율	9.4	11.7	15.6	15.6	16.8
재고자산회전율					
부채비율	335.2	314.5	36.1	20.3	16.8
순차입금비율	70.0	21.4	-61.4	-78.6	-81.0
이자보상배율(현금)	6.4	15.5	62.2	70.0	87.5
<b>총차입금</b>	19	34	3	3	3
순차입금	14	6	-78	-191	-260
NOPLAT	15	21	78	87	106
FCF	-11	-6	43	66	76





Not Rated

주가(9/12) 11,750원

스몰캡 Analyst 오현진

ohj2956@kiwoom.com

동사는 영상인식 전문 업체로, 특히 얼굴인식 관련 솔루션을 중점적으로 개발. 얼굴인식을 통한 출입 인증 부문 매출이 많아 대부분이 정부 대상. 다만 최근 객체 인식 부문까지 사업을 확대해 3D X-ray 및 오더피킹 로봇 사업을 신규 사업으로 영위 중이며, 디지털 헬스케어 분야 진출 등 다양한 산업군으로 사업을 확대 중

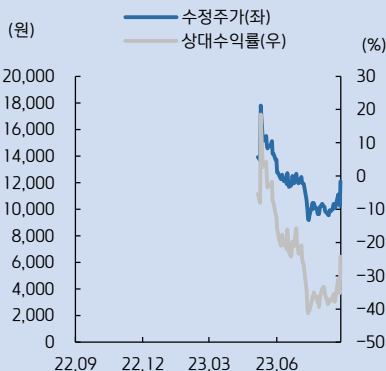
Stock Data

KOSDAQ (9/12)		898.04pt	
시가총액		1,216억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	17,790 원	9,190원	
최고/최저가대비	-34.0%	27.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	15.6%	17.5%
	6M	-15.6%	-25.9%
	1Y	N/A	N/A

Company Data

발행주식수	10,348 천주
일평균 거래량(3M)	254천주
외국인 지분율	1.4%
배당수익률(2022)	0.0%
BPS(2022)	476원
주요 주주	남윤성 외 2 인 24.7%

Price Trend



얼굴 인식 특화 AI 업체

>>> AI 알고리즘과 컴퓨팅 인프라가 경쟁력

동사는 AI 영상 인식 업체로 특히 얼굴 인식 중심의 솔루션을 갖추고 있다. 영상 인식은 카메라 등을 통해 데이터를 얻고 알고리즘을 통해 작동되어야 하는데, 동사는 영상인식 분야에 CNN 대신 트랜스포머 알고리즘을 적용해 경쟁력을 높였다. 또한 학습 데이터 고도화를 위해 하이엔드 GPU 서버에도 경쟁사 대비 적극 투자해 영상인식 단일 분야 내 독보적인 컴퓨팅 인프라를 보유한 것으로 파악된다. 이에 높은 글로벌 얼굴인식 분야 내 높은 공신력을 갖춘 NIST의 FRVT 5개 부문에서 글로벌 1위를 기록하였다. 동사 얼굴인식 알고리즘의 낮은 에러율을 뜻한다.

>>> 산업 다변화를 통한 성장성 주목

동사는 얼굴 인식 기술력을 통해 공항 얼굴 인식 시스템 및 빌딩 얼굴 인식 시스템 시장 내 높은 경쟁력을 보유한 것으로 파악된다. 최근 금융, 결제 등 다양한 솔루션 사업을 진행 중이며, 객체 인식 분야로도 사업을 확대했다. 이를 통해 휴대 수하물 검색 장비(3D X-Ray) 판매 기술을 개발 중이며, 오더 피킹 로봇(객체 인식 기술 기반 다품종 소포장 물류 처리) 개발을 통해 물류 자동화 산업에 진출했다. 향후 이용자 동작 인식을 통해 디지털 헬스케어 분야로의 산업 다각화도 계획 중이다.

23년 실적은 198억원(YoY 18%), 영업이익 -65억원(적자 지속)을 전망한다. 코로나로 미뤄진 해외 공항 및 항만 진출과 신규 사업 성과가 본격화되면서 내년 흑자 전환을 예상한다.

(IFRS 연결, 억원)	2019	2020	2021	2022
매출액	94	101	123	168
영업이익	-17	-35	-46	-63
EBITDA	-14	-28	-38	-43
세전이익	-78	-126	-28	-94
순이익	-80	-106	-17	-83
지배주주지분순이익	-80	-106	-17	-83
EPS(원)	-1,325	-1,580	-210	-972
증감률(% YoY)	적전	적지	적지	적지
PER(배)	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR(배)	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA(배)				
영업이익률(%)	-18.1	-34.7	-37.4	-37.5
ROE(%)	-275.7	2,113.2	-60.4	-130.2
순차입금비율(%)	-28.6	22.6	-21.8	-46.3

자료: 키움증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	70	94	101	123	168
매출원가	47	82	89	110	146
매출총이익	23	12	11	13	22
판매비	17	29	46	59	85
영업이익	6	-17	-35	-46	-63
EBITDA	7	-14	-28	-38	-43
영업외손익	0	-61	-92	18	-31
이자수익	0	0	0	2	6
이자비용	0	1	2	16	21
외환관련이익	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
중속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	0	-60	-90	32	-16
법인세차감전이익	6	-78	-126	-28	-94
법인세비용	0	2	-20	-11	-11
계속사업손익	6	-80	-106	-17	-83
당기순이익	6	-80	-106	-17	-83
지배주주순이익	6	-80	-106	-17	-83
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-2.6	34.3	7.4	21.8	36.6
영업이익 증감률	279.5	-383.3	105.9	31.4	37.0
EBITDA 증감률	-1.7	-300.0	100.0	35.7	13.2
지배주주순이익의 증감률	81.5	-1,433.3	32.5	-84.0	388.2
EPS 증감률	54.6	적전	적지	적지	적지
매출총이익율(%)	32.9	12.8	10.9	10.6	13.1
영업이익률(%)	8.6	-18.1	-34.7	-37.4	-37.5
EBITDA Margin(%)	10.0	-14.9	-27.7	-30.9	-25.6
지배주주순이익률(%)	8.6	-85.1	-105.0	-13.8	-49.4

**재무상태표**

(단위: 억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
유동자산	70	82	110	234	235
현금 및 현금성자산	36	46	90	225	203
단기금융자산	2	2	1	2	10
매출채권 및 기타채권	28	28	16	1	12
재고자산	3	3	2	2	1
기타유동자산	1	3	1	4	9
비유동자산	9	65	97	133	137
투자자산	2	5	5	9	19
유형자산	0	45	52	61	27
무형자산	4	13	18	28	26
기타비유동자산	3	2	22	35	65
자산총계	79	146	207	367	372
유동부채	41	85	155	279	313
매입채무 및 기타채무	20	22	28	13	40
단기금융부채	17	1	1	207	177
기타유동부채	4	62	126	59	96
비유동부채	0	41	83	1	19
장기금융부채	0	41	83	1	19
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	41	125	238	280	331
지배지분	37	21	-31	87	41
자본금	10	11	12	14	42
자본잉여금	9	69	114	238	239
기타자본	0	2	11	19	25
기타포괄손익누계액	0	1	1	1	3
이익잉여금	17	-63	-168	-185	-268
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	37	21	-31	87	41

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
영업활동 현금흐름	-8	-11	1	-35	-8
당기순이익	6	-80	-106	-17	-83
비현금항목의 가감	2	67	87	-10	48
유형자산감가상각비	0	1	3	5	10
무형자산감가상각비	1	2	3	3	10
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1	64	81	-18	28
영업활동자산부채증감	-15	3	20	-8	24
매출채권및기타채권의감소	-7	1	11	16	-10
재고자산의감소	-2	0	1	0	0
매입채무및기타채무의증가	-5	-6	2	-11	24
기타	-1	8	6	-13	10
기타현금흐름	-1	-1	0	0	3
투자활동 현금흐름	-3	-58	-17	-34	26
유형자산의 취득	0	-45	-9	-16	-15
유형자산의 처분	0	0	0	0	68
무형자산의 순취득	-3	-5	-8	-14	-14
투자자산의감소(증가)	-1	-3	0	-4	-10
단기금융자산의감소(증가)	0	0	1	-1	-8
기타	1	-5	-1	1	5
재무활동 현금흐름	30	79	60	204	-39
차입금의 증가(감소)	20	19	56	136	-38
자본금, 자본잉여금의 증가	10	61	6	14	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	-1	-2	54	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	0.00
현금 및 현금성자산의 순증가	19	11	44	135	-21
기초현금 및 현금성자산	17	36	46	90	225
기말현금 및 현금성자산	36	46	90	225	203

자료: 키움증권 리서치센터

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
주당지표(원)					
EPS	106	-1,325	-1,580	-210	-972
BPS	639	321	-443	1,024	476
CFPS	148	-216	-272	-335	-415
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER(최고)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER(최저)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PBR(최고)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PBR(최저)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PSR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PCFR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA					
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주·현금)					
ROA	9.0	-71.1	-59.9	-5.9	-22.5
ROE	19.8	-275.7	2,113.2	-60.4	-130.2
ROIC	101.2	-140.4	180.4	208.9	1,073.3
매출채권회전율	2.9	3.4	4.6	14.5	26.8
재고자산회전율	35.0	29.5	35.4	60.1	110.1
부채비율	112.0	598.7	-767.5	323.0	813.5
순차입금비율	-54.1	-28.6	22.6	-21.8	-46.3
이자보상배율	43.1	-13.8	-21.3	-2.9	-3.0
총차입금	17	42	83	208	195
순차입금	-20	-6	-7	-19	-19
NOPLAT	7	-14	-28	-38	-43
FCF	-11	-60	-40	-69	20

트루엔(417790)



## Not Rated

주가(9/12) 10,740원

스몰캡 Analyst 오현진

ohj2956@kiwoom.com

동사는 22년 매출 기준 81.9%가 IP 카메라 이며, 그 외에 비중은 영상 솔루션, IoT 솔루션(홈 시큐리티) 등이 차지. IP 카메라 매출 비중 중에서도 최근 Edge AI 카메라 비중이 증가 중. 최근 재난 및 방범 예방 수요가 증가함에 따라 동사의 IP 카메라 부문 수혜를 전망. 올해 5월 상장으로 6개월 의무 보유 협약 물량 일부 상존

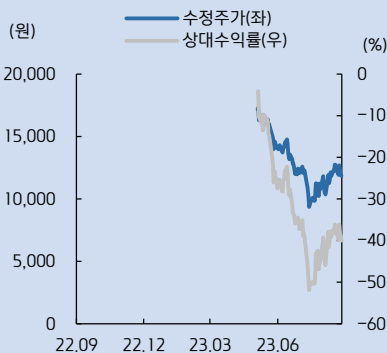
### Stock Data

KOSDAQ (9/12)	898.04pt	
시가총액	1,181억원	
52주 주가동향	최고가 17,310 원	최저가 9,350원
최고/최저가대비	-38.0%	14.9%
주가수익률	절대	상대
1M	-2.2%	-0.6%
6M	-37.6%	-45.2%
1Y	N/A	N/A

### Company Data

발행주식수	11,000 천주
일평균 거래량(3M)	323 천주
외국인 지분율	0.4%
배당수익률(2022)	0.0%
BPS(2022)	6,066원
주요 주주	안재천 외 3 인 41.5%

### Price Trend



## 영상 감시에도 AI 카메라

### >>> Edge AI 카메라 경쟁력 주목

영상 감시 시장의 성장과 관련기기 고도화 추세에 따라 동사의 IP 카메라 매출 비중 증가가 예상된다. 동사는 국내 공공 영상감시 시장 내 공고한 입지를 가지고 있으며, 공공 시장 내 특히 Edge AI 카메라 부문 수요가 증가하는 점을 주목한다.

Edge AI 카메라는 기존 IP 카메라 대비 카메라 내에서 데이터 처리를 진행해 AI PC 서버 구축 등의 비용이 들지 않으며, 다수 카메라 동시 연결시에도 정확도와 속도가 증가한다. 동사 IP 카메라 매출 비중 내 Edge AI 카메라 비중은 21년 11.5%에서 22년 58.5%로 증가했다.

### >>> 신규 제품 개발 및 해외 진출 본격화

영상 감시 시장은 스마트 시티, 국방 뿐 아니라 최근 교육 시설(학교) 등으로 적용처가 확대되고 있으며, TAA 보안 인증 요구 등 제품에 대한 성능 요구치도 높아지고 있다. 동사는 글로벌 AI IC 기업 HAILO와 Edge AI SoC 공동 개발을 진행 중이며, 고성능 프로세서 개발 및 탑재를 통해 동사 AI 카메라 성능 경쟁력을 높일 전망이다. 24년 상반기 내 개발 완료 및 제품 출시가 예상되며, 신규 제품 중심으로 해외 시장도 본격 진출해 외형 성장을 이끌 전망이다.

23년 실적은 상저하고 흐름이 예상되며, 매출액 432억원(YoY 11%), 영업이익 98억원(YoY 9%)를 전망한다.

(IFRS 연결, 억원)	2019	2020	2021	2022
매출액	285	330	360	388
영업이익	81	92	98	90
EBITDA	84	97	104	96
세전이익	84	95	101	89
순이익	71	81	85	76
지배주주지분순이익	71	81	85	76
EPS(원)	847	959	1,011	906
증감률(% YoY)	94.2	13.2	5.5	-10.4
PER(배)	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR(배)	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA(배)				
영업이익률(%)	28.4	27.9	27.2	23.2
ROE(%)	30.1	26.2	22.0	16.2
순차입금비율(%)	-63.7	-61.6	-61.2	-65.8

자료: 키움증권 리서치센터

### 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
<b>매출액</b>	204	285	330	360	388
매출원가	138	173	176	188	216
매출총이익	67	112	154	172	173
판관비	29	31	61	74	83
<b>영업이익</b>	38	81	92	98	90
<b>EBITDA</b>	40	84	97	104	96
<b>영업외손익</b>	2	3	3	2	-1
이자수익	2	3	2	4	6
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련이익	0	1	2	1	1
외환관련손실	0	0	1	1	1
중속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	0	-1	0	-2	-7
<b>법인세차감전이익</b>	40	84	95	101	89
법인세비용	3	13	15	15	13
계속사업손손익	37	71	81	85	76
<b>당기순이익</b>	37	71	81	85	76
<b>지배주주순이익</b>	37	71	81	85	76
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	1.4	39.7	15.8	9.1	7.8
영업이익 증감율	1.6	113.2	13.6	6.5	-8.2
EBITDA 증감율	2.1	110.0	15.5	7.2	-7.7
지배주주순이익의 증감율	-0.8	91.9	14.1	4.9	-10.6
EPS 증감율	-1.5	94.2	13.2	5.5	-10.4
매출총이익율(%)	32.8	39.3	46.7	47.8	44.6
영업이익률(%)	18.6	28.4	27.9	27.2	23.2
EBITDA Margin(%)	19.6	29.5	29.4	28.9	24.7
지배주주순이익률(%)	18.1	24.9	24.5	23.6	19.6

### 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
<b>유동자산</b>	160	235	286	374	434
현금 및 현금성자산	12	21	136	131	142
단기금융자산	114	153	77	134	197
매출채권 및 기타채권	12	32	29	46	31
채고자산	19	22	40	53	59
기타유동자산	3	7	4	10	5
<b>비유동자산</b>	57	75	109	110	117
투자자산	1	1	8	11	3
유형자산	52	67	63	56	64
무형자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	4	7	38	43	50
<b>자산총계</b>	217	310	394	485	551
<b>유동부채</b>	15	36	43	48	37
매입채무 및 기타채무	11	18	28	34	26
단기금융부채	0	0	1	1	1
기타유동부채	4	18	14	13	10
<b>비유동부채</b>	0	1	7	7	2
장기금융부채	0	0	0	0	2
기타비유동부채	0	1	7	7	0
<b>부채총계</b>	15	37	50	55	40
<b>지배지분</b>	202	273	344	430	511
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	9	9	9	9	9
기타자본	0	0	5	5	6
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	184	256	322	408	488
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	202	273	344	430	511

### 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
<b>영업활동 현금흐름</b>	37	71	72	59	86
당기순이익	37	71	81	85	76
비현금항목의 가감	9	12	25	27	29
유형자산감가상각비	2	3	5	6	6
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	7	9	20	21	23
영업활동자산부채증감	-9	-12	-19	-41	-8
매출채권 및 기타채권의 감소	3	-19	3	-16	16
채고자산의 감소	-3	-3	-18	-13	-6
매입채무 및 기타채무의 증가	-1	5	3	3	-10
기타	-8	5	-7	-15	-8
기타 현금흐름	0	0	-15	-12	-11
<b>투자활동 현금흐름</b>	-37	-62	-47	-62	-72
유형자산의 취득	-13	-18	-9	-2	-11
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-1	-6	-3	7
단기금융자산의 감소(증가)	-23	-39	76	-57	-63
기타	-1	-4	-108	0	-5
<b>재무활동 현금흐름</b>	0	0	0	-2	-2
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	-2	-2
기타 현금흐름	0	0	0	0	0.00
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	1	9	25	-5	11
기초현금 및 현금성자산	11	12	111	136	131
기말현금 및 현금성자산	12	21	136	131	142

자료: 키움증권 리서치센터

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	436	847	959	1,011	906
BPS	2,393	3,240	4,083	5,099	6,066
CFPS	545	984	1,261	1,331	1,245
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER(최고)	0.0	0.0	0.0		
PER(최저)	0.0	0.0	0.0		
PBR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PBR(최고)	0.00	0.00	0.00		
PBR(최저)	0.00	0.00	0.00		
PSR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PCFR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA					
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%:보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%:보통주,현금)					
ROA	18.7	27.1	22.9	19.4	14.7
ROE	20.1	30.1	26.2	22.0	16.2
ROIC	50.4	79.1	77.9	77.1	61.6
매출채권회전율	14.7	12.9	10.9	9.5	10.0
채고자산회전율	11.7	13.9	10.6	7.7	7.0
부채비율	7.7	13.6	14.6	12.8	7.8
순차입금비율	-62.4	-63.7	-61.6	-61.2	-65.8
이자보상배율			1,343.3	1,528.1	777.7
<b>총차입금</b>	0	0	1	1	3
<b>순차입금</b>	-126	-174	-212	-263	-336
<b>NOPLAT</b>	40	84	97	104	96
<b>FCF</b>	14	42	52	45	64

# 핀둬둬 (Pinduoduo)

(PDD.US)

성장은 해외, 이익은  
중국이 책임지는 중

## 블룸버그 투자 의견 컨센서스

매수	보유
93%	7%

## 현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('23.9.11): USD 96.79  
블룸버그 목표주가: USD 120.01

## 기업 개요

- 중국 3대 전자상거래 기업, 중국 시장점유율 확대 중
- TEMU는 글로벌 사업 확대하며 8월 40개 국가에서 사업 영위 중
- 글로벌 고물가 및 중국 경기부진 환경속 가성비 제품 판매가 경쟁력

## 투자 포인트

### TEMU, 글로벌 시장 빠르게 확대 중

TEMU는 '22년 9월 미국을 시작으로 서방 및 아시아국가 등에 진출했으며, 8월 기준 40개 국가에서 사업을 영위 중이다. 또한 향후 중동지역에 진출을 계획 중인 것으로 알려지며 글로벌 저변 확대는 지속될 전망이다. 2Q23 TEMU의 GMV는 25~30억달러, 매출은 3~7억달러 수준으로 전분기 대비 2배 이상 성장한 것으로 추정된다. 글로벌 고물가 환경에서 'Made in China' 제품의 가격 경쟁력이 더욱 부각됐으며, 지난 5년간 중국에서의 성공 노하우가 해외사업 성장에 기여했다는 판단이다.

### 글로벌 확장을 뒷받침하는 중국시장

TEMU의 공격적인 해외시장 진출로 인해 수익성 악화 우려가 있었으나, 중국시장에서의 이익성장 이 이를 뒷받침해주고 있다는 판단이다. 실제로 핀둬둬의 GPM은 비용증가로 YoY 10%p/QoQ 6%p 하락했으나, Non-GAAP OPM은 규모의 경제효과로 인해 YoY -6%p/QoQ +5%p를 기록하며 2분기 시장 예상치를 크게 상회했다. 중국시장에서 핀둬둬는 여전히 시장 평균을 상회하는 성장세로 점유율이 확대되고 있으며, 높아진 플랫폼의 경쟁력은 take rate 상승으로 이어지며 수익성이 크게 개선된 것으로 판단한다. 부진한 중국 경기 회복에 따른 가성비 제품에 대한 선호는 핀둬둬 수요 증가에 기여하고 있는 상황이다.

### 미국 시장에서의 선전은 리스크를 불러올 가능성 존재

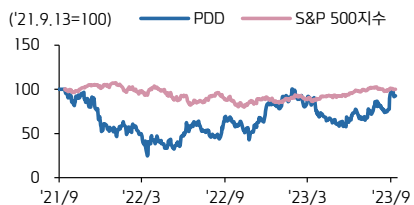
예상외로 미국시장에서 순항하고 있는 TEMU는 미중갈등 속에서 리스크가 존재한다. 미국의 800달러 미만 상품에 대해 관세면제 정책은 최근 TEMU의 성장으로 인해 불확실성이 확대되는 모습이다. 또한 공매도 전문기관인 Grizzly는 최근 TEMU 앱에 보안 문제가 있다고 주장하며 향후에도 높은 불확실성 및 변동성을 수반할 것으로 예상한다. 다만 글로벌 고물가 환경 및 플랫폼 가격 경쟁력을 기반으로 높은 성장성은 지속될 것으로 예상하는 만큼 투자 매력적이라는 판단이다.

## Stock Data

산업분류	자유소비재 서비스
S&P500 (9/11)	4,470.7
현재주가/목표주가	96.5 / 120
52주 최고/최저 (USD)	106.4 / 38.8
시가총액 (백만 USD)	955,234.4
유통주식 수 (백만 주)	1,264.4
일평균거래량 (3M)	10,161,691

## Performance & Price Trend

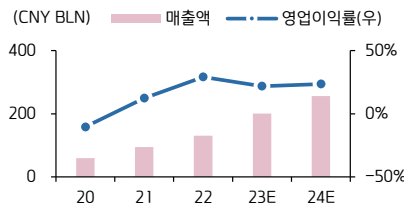
주기수익률	YTD	1M	6M	12M
절대	18.3	18.3	12.6	41.4
S&P500	16.4	0.1	14.1	11.6



## Earnings & Valuation

(백만 CNY)	21	22	23E	24E
매출액	93,950	130,558	200,998	256,538
EBIT	11,671	38,120	43,876	60,610
OPM(%)	12	29	22	24
순이익	13,830	39,530	51,163	65,589
EPS	9.6	27.5	34.0	41.2
PER(배)	67.6	25.5	20.8	17.1
PBR(배)	6.2	6.3	7.5	5.6
ROE(%)	11.5	32.7	30.8	28.0
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a

주: Non-GAAP 기준



주: Non-GAAP 기준

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

## 핀뒤뒤 실적 테이블

(단위: 백만CNY)	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	2021	2022
<b>매출</b>	<b>31,440</b>	<b>35,504</b>	<b>39,820</b>	<b>37,637</b>	<b>52,281</b>	<b>93,950</b>	<b>130,558</b>
YOY	36%	65%	46%	58%	66%	58%	39%
매출원가	7,955	7,408	8,915	11,088	18,662	31,692	31,429
YOY	1%	13%	37%	55%	135%	65%	-1%
% of sales	25%	21%	22%	29%	36%	37%	24%
<b>매출총이익</b>	<b>23,485</b>	<b>28,096</b>	<b>30,905</b>	<b>26,549</b>	<b>33,619</b>	<b>62,258</b>	<b>99,129</b>
YOY	55%	88%	49%	60%	43%	56%	59%
GPM	75%	79%	78%	71%	64%	66%	76%
판매 및 마케팅	10,830	13,440	17,197	15,771	16,553	43,189	52,185
YOY	8%	39%	59%	47%	53%	8%	21%
% of sales	34%	38%	43%	42%	32%	46%	40%
일반관리비	165	226	361	338	370	748	961
YOY	-23%	27%	84%	62%	125%	39%	28%
% of sales	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
R&D	1,949	2,128	1,747	1,977	2,087	6,649	7,863
YOY	11%	15%	34%	-3%	7%	24%	18%
% of sales	6%	6%	4%	5%	4%	7%	6%
<b>영업이익</b>	<b>10,541</b>	<b>12,301</b>	<b>11,600</b>	<b>8,462</b>	<b>14,609</b>	<b>11,671</b>	<b>38,120</b>
YOY	231%	277%	38%	130%	39%	흑전	227%
OPM	34%	35%	29%	22%	28%	12%	29%
<b>순이익</b>	<b>10,776</b>	<b>12,447</b>	<b>12,106</b>	<b>10,126</b>	<b>15,269</b>	<b>13,830</b>	<b>39,530</b>
YOY	161%	295%	43%	141%	42%	흑전	186%
NPM	34%	35%	30%	27%	29%	15%	30%

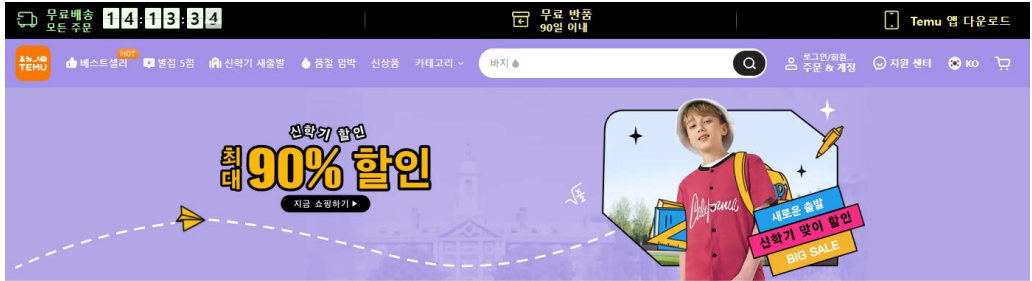
주: Non-GAAP 기준  
 자료: 핀뒤뒤, 키움증권 리서치

## 핀뒤뒤 사업부문별 매출

(단위: 백만CNY)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
<b>매출</b>	<b>27,231</b>	<b>23,794</b>	<b>31,440</b>	<b>35,504</b>	<b>39,820</b>	<b>37,637</b>	<b>52,281</b>
YOY	3%	7%	36%	65%	46%	58%	66%
광고매출	22,425	18,158	25,173	28,426	30,965	27,244	37,933
YOY	19%	29%	39%	58%	38%	50%	50%
수수료 매출	4,724	5,591	6,216	7,022	8,797	10,393	14,348
YOY	108%	91%	107%	102%	86%	86%	131%

자료: 핀뒤뒤, 키움증권 리서치

## TEMU 홈페이지



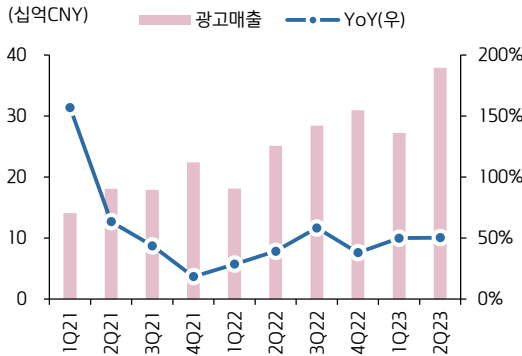
안전한 결제 | 안전한 물류 | 개인 정보 보호 | 구매 보호 | Temu는 고객의 안전을 지킵니다 >

번개 특가 남은 시간 14 13 34 >

<p>Magnetic pick up all kinds of small iron pieces</p> <p>₩1,979 ₩3,982 3.1K+ 판매됨 <b>-50%</b></p>	<p>3pack 700cc 25oz 10oz</p> <p>₩2,309 ₩4,285 100K+ 판매됨 <b>-46%</b></p>	<p>QUIET BIG SPRAY</p> <p>₩449 ₩1,045 43K+ 판매됨 <b>-57%</b></p>	<p>Drill Not Included</p> <p>₩4,319 ₩9,190 14K+ 판매됨 <b>-53%</b></p>	<p>₩1,887 ₩4,600 100K+ 판매됨 <b>-58%</b></p>
---	---	--	---	--

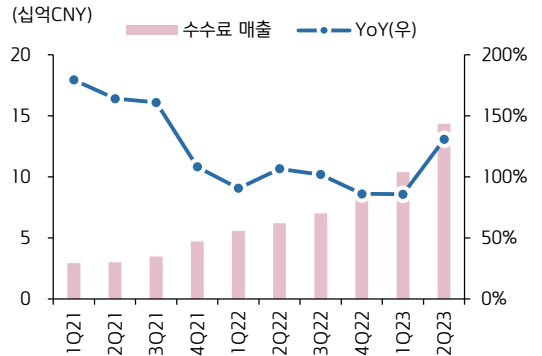
자료: 핀뒤뒤, 키움증권 리서치

### 핀뒤뒤 광고매출 및 증가율



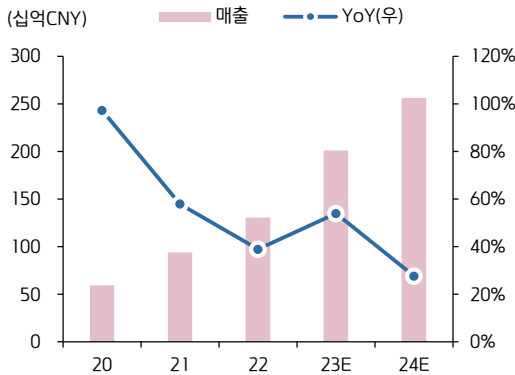
자료: 핀뒤뒤, 키움증권 리서치

### 핀뒤뒤 수수료 매출 및 증가율



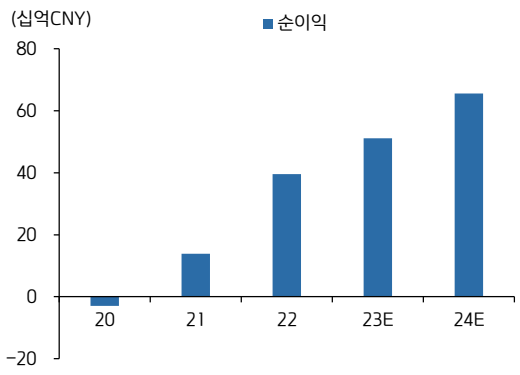
자료: 핀뒤뒤, 키움증권 리서치

### 핀뒤뒤 매출 추이 및 전망



자료: 핀뒤뒤, 키움증권 리서치

### 핀뒤뒤 순이익 추이 및 전망



자료: 핀뒤뒤, 키움증권 리서치

### 손익계산서

(CNY 백만)	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
매출액	13,120	30,142	59,492	93,950	130,558
영업비용	2,905	6,339	19,279	31,718	31,462
감가상각&무형자산	10,215	23,803	40,213	62,232	99,095
임금 및 복리후생	19,898	28,471	42,702	46,342	58,309
기타 영업비용	1,116	3,870	6,892	8,993	10,385
영업이익, GAAP	-10,800	-8,538	-9,380	6,897	30,402
영업외 (이익)손실	-583	-1,571	-2,201	-2,559	-6,017
세전이익, GAAP	-10,217	-6,968	-7,180	9,455	36,419
법인세비용	0	0	0	1,934	4,726
당기순이익, GAAP	-10,217	-6,968	-7,180	7,769	31,538
EPS, GAAP	-13.88	-6.04	-6.04	6.20	24.96
희석 EPS, GAAP	-13.88	-6.04	-6.04	5.44	21.92
영업이익, 조정	-10,800	-8,538	-9,380	6,897	30,402
당기순이익, 조정	-10,217	-6,968	-7,180	7,769	31,538
EBITDA	-10,303	-7,805	-8,551	8,778	33,184

### 재무상태표

(CNY 백만)	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
자산총계	43,182	76,057	158,909	181,210	237,120
유동자산	40,391	73,001	149,524	160,909	216,618
현금 및 현금성자산	21,791	41,057	86,972	92,943	149,439
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	14	0
비유동자산	2,791	3,056	9,385	20,301	20,502
유형자산	29	558	833	3,142	2,461
무형자산	2,579	1,994	1,277	701	134
부채총계	24,359	51,410	98,733	106,095	119,349
유동부채	24,359	45,768	83,882	93,730	116,889
매입채무	19,502	39,681	76,221	90,681	84,277
단기성부채	0	1,014	2,119	427	14,488
비유동부채	0	5,643	14,851	12,365	2,460
장기성부채	0	5,635	14,848	12,333	2,447
자본총계	18,823	24,647	60,176	75,115	117,771

### 현금흐름표

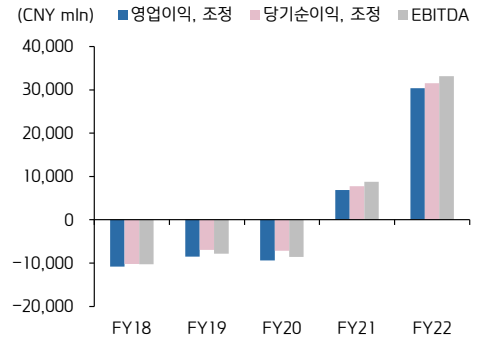
(CNY 백만)	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
영업활동으로 인한 현금흐름	7,768	14,821	28,197	28,783	48,508
감가상각비, 무형자산상각비	497	638	652	1,495	2,224
운전자본 변동	3,461	5,925	7,025	6,687	9,552
투자활동으로 인한 현금흐름	-7,549	-28,320	-38,358	-35,562	-22,362
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-27	-27	-43	-3,287	-636
유, 무형자산 처분	0	0.475	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	17,344	15,855	51,799	-1,875	10
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	7,970	13,930	-1,875	10
자사주매입	17,344	7,993,828	26,805	0	0
현금증가	18,111	2,806	41,498	-8,800	26,256
기초현금	12,429	30,540	33,346	74,844	66,044
기말현금	30,540	33,346	74,844	66,044	92,300
FCF	7,741	14,794	28,154	25,496	47,872
FCFF	-	-	-	26,475	47,917

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

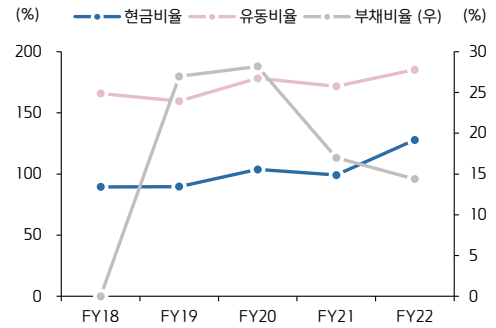
(%, 배)	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
보통주 순이익률	-77.87	-23.12	-12.07	8.27	24.16
영업이익률	-82.32	-28.33	-15.77	7.34	23.29
EBITDA 마진	-78.53	-25.90	-14.37	9.34	25.42
ROE	-	-32.06	-16.93	11.48	32.70
ROA	-36.17	-11.69	-6.11	4.57	15.08
ROIC	-106.39	-32.50	-16.29	6.95	23.74
부채비율	0.00	26.98	28.20	16.99	14.38
순차입금비용	-115.77	-139.60	-116.33	-106.75	-112.51
EBITDA/현금지급이자	-	-	-	-	-
현금비용	0.89	0.90	1.04	0.99	1.28
유동비용	1.66	1.60	1.78	1.72	1.85
PER	-	-	-	67.56	25.48
PBR	9.13	12.42	23.87	6.24	6.30
EV/EBIT	-	-	-	56.02	20.03
EV/EBITDA	-	-	-	44.24	18.38

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

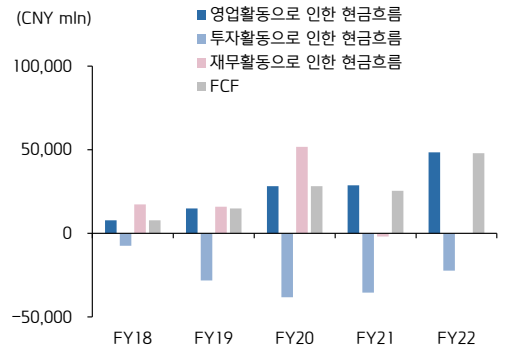
### 이익 추이



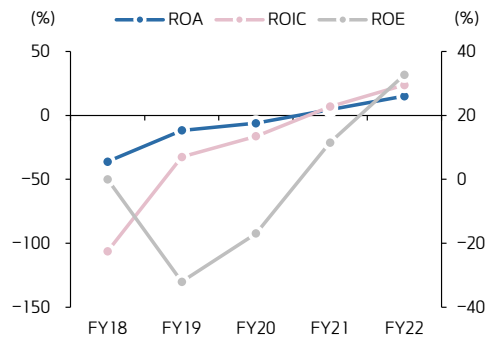
### 유동성 및 자본건전성 추이



### 현금흐름 추이



### 수익성 추이





### Compliance Notice

- 당사는 09월 12일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장 할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

### 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

### 투자등급 비율 통계 (2022/07/01~2023/06/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%