

2021년 03월 03일 | 키움증권 리서치센터

靑出於藍 청출어람

인터넷/엔터 IP에 대한 독점현상이 가속화되는 가운데 국내 업체들은 차별화된 신규 IP를 창출하기 위해 IP Value Chain을 형성하고 있습니다. 트랜스 미디어의 확장이 가속도가 붙는 현 시점에서는 원천 IP를 보유, 활용할 수 있는 기업들에 대하여 관심이 필요한 시점입니다. 더불어 콘텐츠와 커머스의 연계가 밀접해지고 있습니다. 빅데이터에 기반한 프로그래매틱 바이нг 산업의 고도화가 더욱 기대되는 이유입니다.

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수 02-3787-5115 namsu.lee@kiwoom.com

인터넷/게임 Analyst 김학준 02-3787-5155 dilog10@kiwoom.com

스몰캡 Analyst 김상표 02-3787-5293 spkim@kiwoom.com

RA 조영환 02-3787-0335 yh.cho@kiwoom.com

RA 이한결 02-3787-3759 gksruf9212@kiwoom.com

RA 도기범 02-3787-3753 kibum.do@kiwoom.com



Contents



Investment Summary 3

- > 원천 IP 및 K-Contents 경쟁력이
돌보일 IP Value Chain 3
- > 글로벌 시장, 게임과 콘텐츠로 IP 공략 시동 3
- > 콘텐츠가 성장시킨 모바일 시장,
빅데이터 Ad-Tech로 이동 4
- > 관련종목 4

I. IP Value Chain의 확장 5

- > IP 활용범위가 확대 5
- > IP Value Chain의 연합체가 형성 중 7

II. 열리는 중국 시장,
기대되는 K-IP 콘텐츠 8

- > 중국 판호의 한국게임 개방,
점점 더 현실화될 것 8

III. K-드라마, 공급 확장과 마진 확보 10

- > Core Contents의 순항은 지속 10
- > Three Form Impact는 이제 시작 11

IV. 시작된 빅데이터 커머스 15

- > Ad-Tech로 Investment Money의 이동 15
- > 멀티 페르소나를 자극할
빅데이터 커머스 17

기업분석 20

- > 인크로스 (216050) 21
- > NEW (160550) 24
- > 위지웍스튜디오 (299900) 27
- > 텍스터 (206560) 30
- > 넵툰 (217270) 33
- > 조이시티 (067000) 36
- > 와이드플래닛 (321820) 39

Compliance Notice

- 당사는 3월 3일 현재 상기 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 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

중소형사의 저력을 확인하다

>>> IP Value Chain으로 공고한 성장 전망

각자의 인터내셔널 IP를 보유한 글로벌 OTT는 향후 OTT 간 IP교환 등이 어려워질 수 있는 상황에 대비하기 위해 오리지널 드라마에 대한 제작 투자 역량을 집중하고 있다. K-콘텐츠는 이에 맞서 차별화된 신규 IP를 창출하기 위해 IP Value Chain을 형성하고 있다. 이에 따라 기초 콘텐츠 제작부터 플랫폼 다양화 전략이 수립될 수 있게 되었으며, 향후 국내 웹툰/웹소설/게임 기반 IP들의 트랜스 미디어 확장은 가속도가 붙을 것으로 기대된다.

>>> 높은 완성도의 안방 콘텐츠로 해외 공략

국내 드라마 시장은 핵심 크리에이터 영입과 제작비 증액을 통해 규모 확장이 진행되었다. 높은 완성도를 가진 K-드라마는 글로벌 OTT의 서비스 지역에서 경쟁력을 확인할 수 있게 되었다. 중국도 게임을 비롯한 판호와 관련된 규제가 완화될 조짐을 보이고 있어 그 동안 기대하지 않았던 K-콘텐츠들의 중국 진출을 기대해 볼 수 있을 것이다.

>>> 빅데이터는 빅데이터로 끝나지 않는다

비대면의 증가로 인한 디지털 전환은 빅데이터 양의 증가를 야기하였다. 특히 커머스를 중심으로 한 빅데이터가 폭발적으로 늘어났다. 국내 이커머스 시장이 YoY +21.4% 성장한 것으로 추정(글로벌 +18.0%)되는 가운데 확보된 데이터 자원을 바탕으로 한 유저 라인 기법이 다양해지고 있다. 대표적으로 라이브커머스, 당일배송품목 확대, 적립금 확대 등이 현재 진행되고 있다. 향후 이러한 커머스 빅데이터 활용은 국내 커머스 플랫폼을 넘어 직구매 활성화, 메타버스 등 다양한 환경/플랫폼에 적용될 수 있다. 특히 대형 플랫폼들과 커머스 빅데이터를 보유한 기업들 간의 연계는 밀접해 질 것으로 전망된다.

Investment Summary

>>> 원천 IP 및 K-Contents 경쟁력이 돋보일 IP Value Chain

회소성에 기반한 IP Value의 상승을 주목해야 한다. 기존에는 인기 및 화제성에 기반한 시청자 확보가 가장 중요한 이슈였기 때문에 단발성 IP활용이 대부분이었다. 하지만 영상의 스트리밍이 도입되고 다양한 콘텐츠 플랫폼이 활용됨에 따라 콘텐츠 수요가 크게 증가하였다. 결국 플랫폼의 경쟁력은 콘텐츠의 확보가 좌지우지하게 되었고 독점콘텐츠는 필수요소가 되었다. 실제 국내에서 제작되는 콘텐츠들은 독점 타이틀을 달고 방영되는 횟수가 늘어나고 있다. 넷플릭스 뿐만 아니라 디즈니플러스, 아마존프라임 등 다양한 OTT가 확장정책을 취하는 현시점에서는 콘텐츠의 Value는 높아질 수 있다.

이에따라 IP Value Chain의 형성되며 비단 웹툰, 게임, 영상에만 국한되지 않고 트랜스 미디어 전략에 따라 범위가 확장되고 있다. K-Pop플랫폼, MCN플랫폼, 메타버스플랫폼 등 다양한 플랫폼에서 합종연횡이 나타나고 있다. 국내에서는 위버스플랫폼과 VLive플랫폼이 결합을 시도하고 있으며, 유니버스플랫폼은 메타버스 플랫폼으로의 진화를 꿈꾸고 있어 제휴를 활발히 진행 중이다. 향후 이와 같은 플랫폼들이 입지를 넓혀가는 상황에서 제휴 및 연합체 구성이 추가적으로 이루어질 가능성이 크며 해당 플랫폼들이 해외지역 진출을 꾀하고 있는 만큼 해외지역 콘텐츠 생산업체와의 협업도 기대해볼 수 있다.

>>> 글로벌 시장, 게임과 콘텐츠로 IP 공략 시동

사드사태 이후 한국문화콘텐츠의 진출이 막혔었던 가운데 게임산업은 가장 늦게 진출이 막혔었다. 판호 발급이 막히면서 IP를 통한 내자판호 발급 이외 한국개발게임에 대한 외자판호는 전무하였다. 하지만 작년 12월 서머너즈워 이후 2월에 나온 외자판호에서도 룬즈(콘솔)라는 국내 인디개발사 게임이 포함되면서 사드에 대한 분위기가 완화되고 있다. 더불어 최근 시장에서 언급된 것과 같이 중국정부가 현지 퍼블리셔들에게 한국게임에 대한 판호신청을 진행하라는 메시지가 전달되었다는 것은 판호재개와 관련된 기대치를 확대시킬 수 있다.

2016년 국내 서비스를 시작한 넷플릭스는 매년 제작 편수를 증가시키며 국내 사용자 확장을 꾀하고 있다. K-드라마를 진입 초기 국내 가입자 확보를 위한 투자 도구에서 아시아 OTT 마켓 공략을 위한 가장 좋은 콘텐츠로 활용하고 있는 점은 향후에도 넷플릭스의 국내 투자 확대를 예상할 수 있는 부분이다. 또한 넷플릭스 오리지널 시리즈로 글로벌 히트를 만들어낸 에이스토리의 <킹덤>, 스튜디오드래곤의 < 스위트홈>을 보면 인터내셔널 드라마로서의 K-드라마의 경쟁력도 확인할 수 있어, 넷플릭스와 글로벌 OTT의 K-드라마 구매는 더욱 커질 것으로 판단한다.

>>> 콘텐츠가 성장시킨 모바일 시장, 빅데이터 Ad-Tech로 이동

온라인에서 발생하는 소비자의 행동은 모두 클릭스트림으로 기록되게 되었고 물리적·시간적 제약이 사라지게됨에 따라 더욱 방대한 데이터를 누적시키고 있다. 이와 같은 소비자 행동 데이터의 누적은 기존 개인정보와 익명정보가 가지고 있던 데이터의 깊이를 증가시켜 기업들과 소비자의 접점이 더욱 확대되는 모습으로 발전하고 있다.

이와 같은 Ad-Tech 산업은 PC → 모바일, 검색 키워드(Searching Ad) → 디스플레이(Display Ad)로 넘어오며 디바이스와 통신 기술을 반영시켰다. 이제는 단순 리타게팅에서 누적된 소비자의 디지털 행동양식에 기반한 적극적 타게팅으로 진화하며 발전을 지속할 것으로 전망한다.

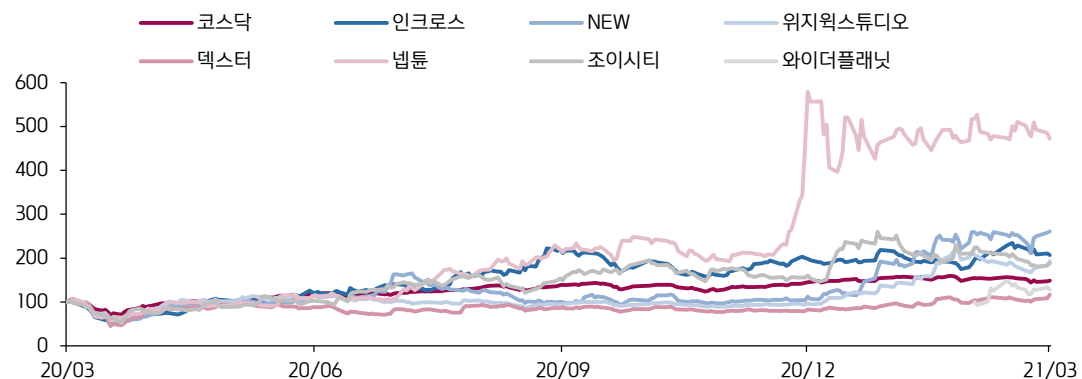
>>> 관련 종목

관련 종목 투자 의견 및 투자포인트

종목	투자 의견	목표주가	투자포인트
인크로스	Buy (Maintain)	70,000 원 (Maintain)	- 2021E 매출 523 억원, 영업이익 271 억원으로 고성장 전망 - T-Deal 총 거래액 규모 증가에 따른 이익 개선 폭 확대
NEW	Not Rated	-	- 2021E 매출 1,458 억원, 영업이익 22 억원으로 턴어라운드 전망 - 텐트폴 <무빙> 효과가 나타날 하반기부터 본격적인 실적 개선세 전망
위지웍스튜디오	Not Rated	-	- 2021E 매출 1,521 억원, 영업이익 131 억원으로 턴어라운드 전망 - 자회사 제작사 3 인방의 제작 확대 및 VFX 외주 수주 확대 기대
텍스터	Not Rated	-	- 2021E 매출 413 억원, 영업이익 52 억원으로 성장 폭 확대 기대 - 글로벌 OTT의 투자 증가로 대작 콘텐츠 제작 확대되어 구조적 성장 전망
넵툰	Not Rated	-	- 2021E 매출 401 억원, 영업이익 3 억원 전망 - 영원회귀 해외지역 유저 확대에 따른 글로벌 IP 화 기대
조이시티	Not Rated	-	- 2021E 매출 2,655 억원, 영업이익 374 억원으로 고성장 전망 - 기존작의 높은 성장세와 신작의 점진적 성장세로 큰 폭의 실적 개선 기대
와이더플래닛	Not Rated	-	- 글로벌 Top-Tier 수준의 플랫폼 고도화를 통한 독보적 경쟁력 확보 - 국내 프로그래매틱 바이딩 산업의 전반적인 성장에 따른 수혜 기대

자료: 키움증권 리서치센터

관련 종목 주가추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주) 20.3.3일 기준

I . IP Value Chain의 확장

>>> IP 활용범위가 확대

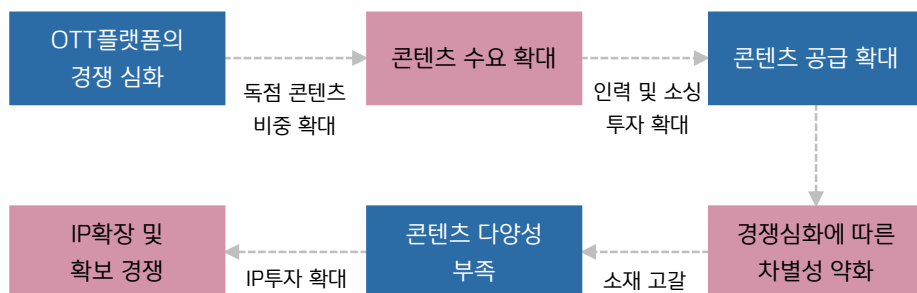
예전에 IP와 관련하여 언급했을 때에 비해 현재는 확장 속도가 빨라지고 있다. 이제는 웹툰IP가 드라마나 영화, 게임으로 활용되고 웹소설이 웹툰으로 재탄생 한다던가 게임 IP가 웹툰, 드라마, 애니메이션, 영화화 되는 일이 낯설지 않은 일이 되었다. 다만, 아직까지는 IP의 확장이 단발성으로 이루어지는 경우가 많다. 하지만 2021년 이후에는 IP의 확장성이 단계적, 체계적으로 이루어질 것으로 기대된다.

우선 IP 활용도가 늘어난 이유는 희소성에 기반한다. 기존에는 인기 및 화제성에 기반한 시청자 확보가 가장 중요한 이슈였기 때문에 단발성 IP활용이 대부분이었다. 하지만 영상의 스트리밍이 도입되고 다양한 콘텐츠 플랫폼이 활용됨에 따라 콘텐츠 수요가 크게 증가하였다. 결국 플랫폼의 경쟁력은 콘텐츠의 확보가 좌지우지하게 되었고 독점콘텐츠는 필수요소가 되었다. 실제 국내에서 제작되는 콘텐츠들은 독점 타이틀을 달고 방영되는 횟수가 늘어나고 있다. 넷플릭스 뿐만 아니라 디즈니플러스, 아마존프라임 등 다양한 OTT가 확장정책을 취하는 현시점에서는 콘텐츠의 Value는 높아질 수 있다.

콘텐츠 공급이 늘어난 현 상황에서 흥행을 위한 중요한 요소는 참신성이다. 보통 콘텐츠의 공급이 늘어나게 된다면 차별성이 약화되기 때문이다. 다만, 콘텐츠의 흥행을 위해 제작방식이 트렌드를 쫓는 행태가 다수 이루어지기 때문에 다양성 부족이 나타날 수 밖에 없다. 이에 인기IP를 활용하면서 다양성 부족을 해결하는 현상이 나타날 수 밖에 없다. 최근 가장 활발하게 나타나고 있는 것이 웹툰IP의 영상화이다. 대표적으로 <승리호>, <이태원클라쓰> 등 다양한 웹툰IP를 활용한 영상들이 흥행을 기록하였고 향후 이러한 형태의 제작형태는 더 확대될 것으로 전망된다. 반면 웹툰IP의 경우 신작보다 웹소설IP에 기반한 웹툰제작이 늘어나고 있다. 빠르게 제작이 가능하며 스토리라인이 탄탄하기 때문이다. 이외에도 게임IP를 활용한 웹툰, 영상제작도 확대되고 있어 원천IP를 활용한 플랫폼 확장이 빠르게 나타나고 있다.

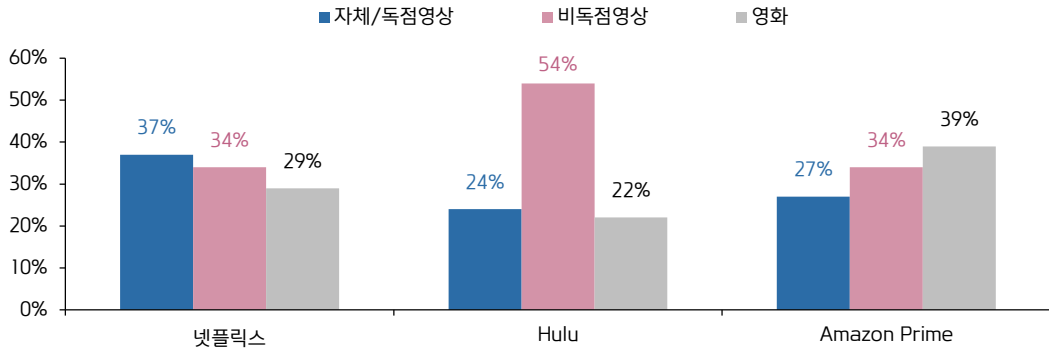
이렇듯 최근에는 IP의 연계가 넓어지고 전환속도가 빨라지고 있다. 결국 IP의 성질에 따라 플랫폼별 확장 정책에 대한 고민이 생기기 시작했으며 이를 위한 IP Value Chain을 형성하는 것이 중요해지고 있다.

전반적인 콘텐츠 산업의 패턴



자료: 키움증권 리서치센터

주요 OTT서비스의 자체영상 비중



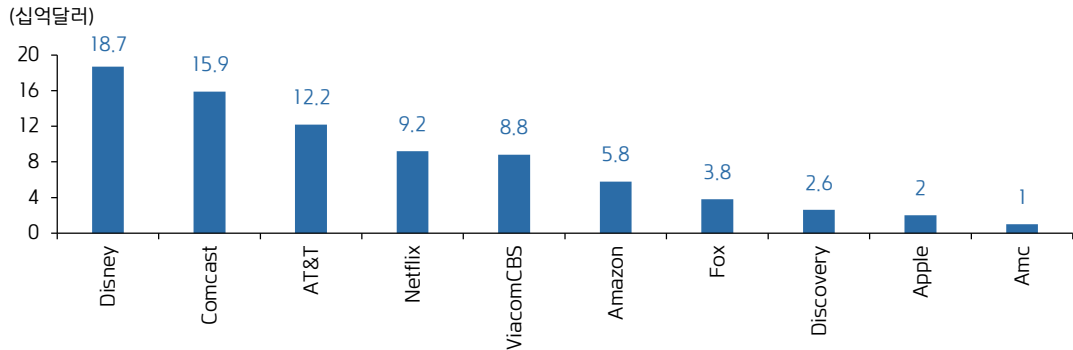
자료: Hub Entertainment, 키움증권 리서치센터

게임 IP의 확장 현황

IP 명	업체	확장플랫폼
미르의전설	위메이드	웹툰
쿠키런	데브시스터즈	웹툰
킹스레이드	베스파	애니메이션(Amazon)
MU	웹젠	웹툰(텐센트 동만)
브라운더스트	네오위즈	웹툰, 웹소설

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

해외 콘텐츠 플랫폼/제작업체들의 투자비용 (2019년 기준)



자료: Statista, 키움증권 리서치센터

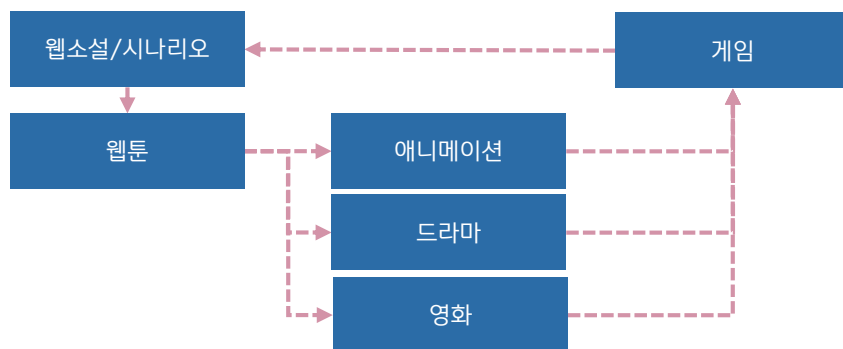
>>> IP Value Chain의 연합체가 형성 중

2021년 들어 IP Value가 높아졌다는 것을 확인할 수 있는 큰 움직임이 있었다. 네이버웹툰이 왓패드를 인수한 것과 카카오페이지와 카카오M이 합병하여 카카오엔터테인먼트가 출범한 것이다. 왓패드 인수의 건을 살펴보면 원천IP에 대한 중요성이 드러난다. 왓패드는 미국 내 웹소설플랫폼으로 기존 네이버웹툰의 유저층(10대~20대)와는 다른 유저층을 형성하고 있다. 유저 풀 확보와 동시에 원천IP를 확보했다는 것이 긍정적이다. 이는 콘텐츠 공급이 확대됨에 따라 소재고갈에 따른 차별성이 적어지고 창의성이 약화될 가능성이 높아져 고유IP에 대한 활용도가 더욱 높아질 것으로 전망되기 때문이다.

카카오페이지와 카카오M의 합병은 IP Value Chain의 수직계열화 목적이 크다고 판단된다. 지금까지의 IP활용은 해당 IP의 인기가 확대되고 이후 플랫폼 확장이 이루어진다. 인기가 형성되고 난 이후에 진출하는 만큼 유저확보 측면에서는 긍정적이지만 확장속도는 매우 낮다고 볼 수 있다. 지금과 같이 콘텐츠 소모가 매우 빠른 환경에서는 트렌드 변화에 따른 공급시기를 놓치게 될 가능성도 존재한다. 카카오엔터테인먼트의 수직계열화 장점은 확장 속도를 조율할 수 있다는 것이다. 콘텐츠 제작시점부터 방향성 설정이 가능하며 중도 변화도 가능하기에 트렌드에 맞는 콘텐츠 제작으로 Hit Ratio를 올릴 수 있다는 장점이 있다. 이러한 모델은 이미 일본에서 진행되고 있다. 단행본 발간-애니메이션제작-영화제작으로 이어지는 로테이션이 이루어지고 있어 가능성 있는 만화들의 영상화가 국내보다 빠르게 이루어진다.

이러한 IP Value Chain의 형성은 비단 웹툰, 게임, 영상에만 국한된 것이 아니다. K-Pop플랫폼, MCN 플랫폼, 메타버스플랫폼 등 다양한 플랫폼에서 합종연횡이 나타나고 있다. 국내에서는 위버스플랫폼과 VLive플랫폼이 결합을 시도하고 있으며 유니버스플랫폼은 메타버스 플랫폼으로의 진화를 꿈꾸고 있어 제후를 활발히 진행 중이다. 향후 이와 같은 플랫폼들이 입지를 넓혀가는 상황에서 제후 및 연합체 구성이 추가적으로 이루어질 가능성이 크며 해당 플랫폼들이 해외지역 진출을 꾀하고 있는 만큼 해외지역 콘텐츠 생산업체와의 협업도 기대해볼 수 있다.

순환되는 IP, 수직계열화로 초기부터 방향설정 가능



자료: 키움증권 리서치센터

II. 열리는 중국시장, 기대되는 K-IP 콘텐츠

>>> 중국 판호의 한국게임 개방, 점점 더 현실화될 것

사드사태 이후 한국문화콘텐츠의 진출이 막혔었던 가운데 게임산업은 가장 늦게 진출이 막혔었다. 판호 발급이 막히면서 IP를 통한 내자판호 발급 이외 한국개발게임에 대한 외자판호는 전무하였다. 하지만 작년 12월 서머너즈워 이후 2월에 나온 외자판호에서도 룸즈(콘솔)라는 국내 인디개발사 게임이 포함되면서 사드에 대한 분위기가 완화되고 있다. 더불어 최근 시장에서 언급된 것과 같이 중국정부가 현지 퍼블리셔들에게 한국게임에 대한 판호신청을 진행하라는 메시지가 전달되었다는 것은 판호재개와 관련된 기대치를 확대시킬 수 있다.

더불어 긍정적인 것은 2020년 YoY -47.8% 감소한 외자판호의 발급도 늘어날 가능성이 높다. 외자판호의 발급은 2019년 186건에서 2020년 97건으로 급감하였다. 더불어 외자판호 발급기간도 1~2개월에서 3~4개월로 크게 늘어났다. 즉, 뜬문뜬문 외자판호 발급을 진행하였지만 회당 건수가 크게 늘어나지 않았다는 것이다. 하지만 올해 2/9일에 나온 외자판호는 어느 때보다 빠르게 발급이 진행되었다. 1) 이전까지는 3월중하순에 진행되던 첫 외자판호 발급이 2월에 진행되었다는 점, 2) 작년 12월초 이후 2개월만에 발급이 이루어져 기간이 2019년수준으로 짧아졌다는 것은 외자판호 발급 수 증가를 유추해 볼 수 있는 대목이다.

아직까지는 외자판호 발급과 관련하여 모바일 관련 비중이 절대적으로 높기 때문에 모바일게임 업체들 중심으로 관심을 가질 필요가 있다. 하지만 콘솔 및 PC의 비중이 2019년부터 소폭 상승하는 추세에 있다는 점도 주의해야 한다.

국내업체들의 외자판호 발급이 이어진다면 이는 중소형게임업체들에게 더 큰 수혜가 될 수 있을 것으로 전망된다. 아직까지 중국외자판호 발급을 보면 대형게임의 경우 일부만 발급을 허락해주고 중소형게임들에 대한 발급이 더 많이 이루어진다. 이번 외자판호발급에서 디아블로:이모탈이 포함되면서 대형게임에 대한 판호발급이 더 이루어질 여지는 있지만 비중이 크게 늘어나지는 않을 것으로 예측된다. 이에 따라 중소형업체들의 게임에 대한 수요가 높아질 수 있으며 IP업체들을 중심으로 지켜볼 필요가 있다.

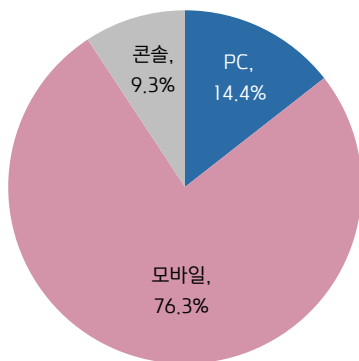
중국은 IP에 대한 의존도가 높은 지역이다. 게임뿐만 아니라 콘텐츠 소모에서도 IP의 비중이 다른지역에 비해 매우 높다. 예전 전세계 흥행에 실패했던 워크래프트 영화가 중국에서 유일하게 성공한 사례가 대표적으로 인기도가 높은 IP들은 추가적인 콘텐츠 확장에 매우 용이한 지역이다. 즉, 웹툰, 게임IP들이 진출하여 인기를 얻을 경우 IP Value가 국내에서 흥행하는 것보다 크게 상승할 수 있다.

중국 외자판호 발급추이(2019~2021년 추이)

발급일자	판호발급	PC	모바일	웹	콘솔
19/03/29(한국미포함)	30	5	22	0	3
19/05/13(한국미포함)	22	4	15	0	3
19/06/06(한국미포함)	23	5	16	0	2
19/07/19(한국미포함)	24	3	20	0	1
19/08/08(한국미포함)	26	1	23	1	1
19/08/28(한국미포함)	12	3	8	0	1
19/09/20(한국미포함)	19	4	14	0	1
19/10/29(한국미포함)	12	2	6	2	2
19/11/25(한국미포함)	18	2	16	0	0
총	186	29	140	3	14
20/03/12(한국미포함)	27	6	16	0	5
20/08/06(한국미포함)	28	3	24	0	1
20/12/02(한국포함)	42	5	34(1)	0	3
총	97	14	74(1)	0	9
21/02/09(한국포함)	33	4	25	0	4(1)
총	33	4	25	0	4(1)

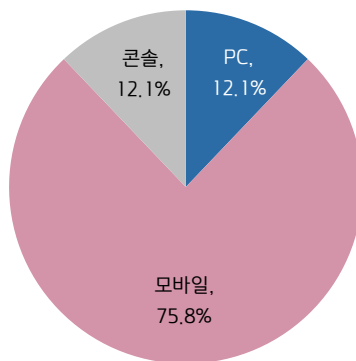
자료: 국가신문출판광전총국, 키움증권 리서치센터

디바이스별 외자판호 발급비중(2020년)



자료: 국가신문출판광전총국, 키움증권 리서치센터

디바이스별 외자판호 발급비중(2021년)



자료: 국가신문출판광전총국, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. K-드라마, 공급 확장과 마진 확보

>>> Core Contents의 순항은 지속

국내 드라마 시장은 제한적인 국내 마켓을 극복하기 위해 공격적인 제작비 투입을 통해 수출을 확대하며 콘텐츠 산업에서 발생하는 수익과 비용의 미스매치 구간을 줄이고, 마진 확장성을 높이며 성장을 이어가고 있다.

장르로 볼 때 드라마와 영화는 콘텐츠 소비자가 가장 즐기는 영역이며, 높은 인기를 통해 소비 도구인 TV와 극장 성장의 핵심역할을 수행했다. 또한 글로벌 타겟을 염두해 두지 않더라도 제작된 작품이 가지는 아이덴티티와 서사는 이미 문화적으로 글로벌 공유가 가능한 것이 많아 시청자에게 파급력 높은 수요 동인을 전달한다.

최근 10년간 개인 디바이스 및 통신기술의 집약적 발전에 따라 콘텐츠의 소비는 개인화 되는 양상을 띄고 있다. 매스미디어를 통한 콘텐츠의 대중 공략 전략이 1차적 광고 수익 등의 형태로 현실화 되었다면, 그 후 개인화된 소비자를 공략하기 위한 2차적 수익 창출이 점점 중요해지고 있다.

국내 대형 콘텐츠 제작사인 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리 등은 캡티브 채널을 활용한 안전 편성을 기반으로 지상파에서 서비스되지 못 한 창작물을 시청자에게 공급함으로써 코어 콘텐츠로서 드라마의 성장성을 확인시켜 주었다. 또한 1차 수익인 광고를 통한 제작비 확보에서 IP를 보유하게 되어 유통 등의 다양한 권리를 확보하는 모습으로 산업을 변화시켰다.

이시기에 국내 드라마 시장은 작가, 감독 등 핵심 크리에이터 영입을 통해 웰메이드 콘텐츠 공급 실현 가능성을 제고 시켰고, 넷플릭스의 국내 진출과 함께 공급량 및 제작비 증액을 통한 규모 확장을 꾀했다. 제한된 국내 편성 시장의 한계를 극복하며 넷플릭스 등으로 공급 채널 확보가 나타나고 수익성까지 확보할 수 있게 되어 콘텐츠 산업의 수익과 비용의 미스매치 위험성은 현저히 낮아지게 되었다.

2016년 국내 서비스를 시작한 넷플릭스는 매년 제작 편수를 증가시키며 국내 사용자 확장을 꾀하고 있다. K-드라마를 진입 초기 국내 가입자 확보를 위한 투자 도구에서 아시아 OTT 마켓 공략을 위한 가장 좋은 콘텐츠로 활용하고 있는 점은 향후에도 넷플릭스의 국내 투자 확대를 예상할 수 있는 부분이다. 또한 넷플릭스 오리지널 시리즈로 글로벌 히트를 만들어낸 에이스토리의 〈킹덤〉, 스튜디오드래곤의 〈스위트홈〉을 보면 인터내셔널 드라마로서의 K-드라마의 경쟁력도 확인할 수 있어, 넷플릭스와 글로벌 OTT의 K-드라마 구매는 더욱 커질 것으로 판단한다.

넷플릭스의 성공적인 국내외 스토리를 기반으로 2021년 Disney+, Apple TV+, HBO MAX 등이 국내 및 아시아 진출을 다각도로 검토하고 있는 것으로 알려져 있다. 또한 토종 OTT인 웨이브, 티빙, 왓챠 등도 콘텐츠 투자액 확대를 통해 OTT 주도권을 잡고자 노력 중이다. 이와 같은 산업 내 공급자 증가는 미디어 산업의 양적인 성장 뿐만 아니라, 질적인 개선도 함께 가져올 수 있는 선순환 구조 정착에 유리하게 작용할 것이라 전망한다.

>>> Three Form Impact는 이제 시작

콘텐츠 산업의 밸류체인은 공급과 수요의 형태의 급격한 변동이 어려운 구조로 짜여져 있다. 콘텐츠 산업의 밸류체인은 기획/제작 → 편성/방영 → 국내외 판권 추가 유통의 순으로 형성되어 있으며, TV광고를 주요 재원으로 제작을 하고 TV, 극장 또는 스마트 기기를 통해 시청하는 구조이다. 앞서 살펴본 바와 같이 제작된 콘텐츠에 대한 권리가 방송국에서 제작사로 이전되는 모습을 보였고, 넷플릭스에 대한 유통 확장은 수익성 확보로 연결되었다.

우리나라 드라마 산업의 지속적인 발전을 위해서는 웰메이드 콘텐츠 제작과 국내를 넘어선 수출의 다변화가 필요한 것은 다른 산업의 성장 전략과 크게 다를 바가 없다. 드라마 작가 및 감독을 안정적으로 보유함으로써 적시적소에 콘텐츠를 공급해야 함은 물론이고 신인 크리에이터 육성으로 향후 지속적인 성장을 뒷받침 해야 한다. 또한 중요한 것은 콘텐츠가 대중에게 서비스될 수 있는 플랫폼을 확보하고 높아진 글로벌 시청자의 눈높이를 맞출 콘텐츠 기술력이 더욱 강화되어 이를 통해 매출 성장을 이끌어 미래 콘텐츠에 재투자 하는 방식이 필수 불가결한 요소이다.

캡티브 채널과 넷플릭스 등 OTT 공급에 앞서 있는 대형 제작사의 성장은 지속될 것이라 판단하고, 글로벌 히트 가능성이 높은 콘텐츠 소싱이 필요한 글로벌 OTT의 영역 확대와 다음과 같은 3가지 이유로 중소형 제작사 들을 포함한 국내 콘텐츠 제작사에게 관심을 기울여야 하는 시기가 판단한다.

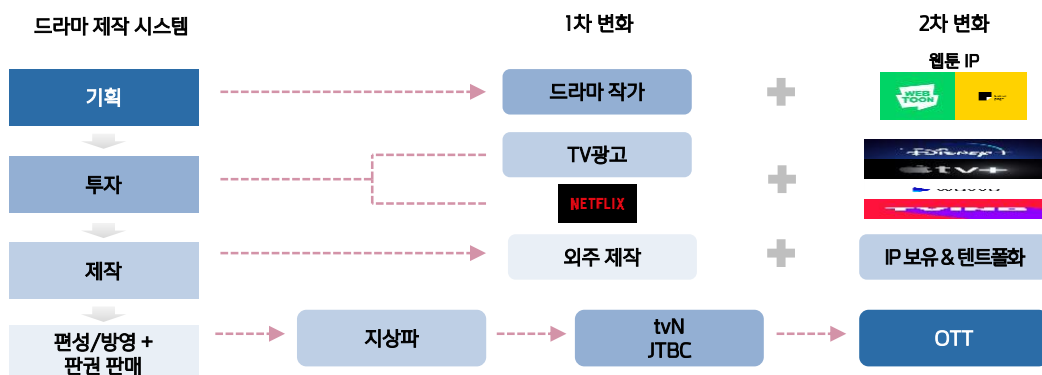
국내외 구조적으로 증가된 모멘텀을 갖는 콘텐츠 산업은 K-콘텐츠 기업에 다음과 같은 임팩트를 가져올 것으로 전망한다.

첫째, 글로벌 OTT, 국내 OTT를 중심으로 한 미디어 산업 플랫폼의 확대와 아마존, 쿠팡 등 미디어 비주력 분야의 콘텐츠 투자 확대가 동시에 발생한 공급 빅웨이브가 더욱 거세질 것이라 판단한다.

둘째, 플랫폼 다변화 및 개인 미디어화 트렌드 강화에 따라 전통적인 롱폼 콘텐츠 제작에서 숏폼 및 미드폼으로 제작품 변화가 추진되어 제작량 증가를 초래할 것이라 전망한다.

셋째, 아시아 시청 상위권을 확보는 물론 인터내셔널 콘텐츠로도 품이 올라온 K-콘텐츠의 작품 경쟁력 유지를 위해 구독 및 인기를 확보한 웹툰, 웹소설 등의 원천 IP 확보 경쟁과 CG/VFX등 기술 경쟁력이 심화될 것으로 전망한다.

드라마 제작 시스템 변화



자료: 키움증권 리서치센터

넷플릭스 오리지널 드라마, 영화 라이브러리

오리지널 드라마				오리지널 영화		
작품명	공개일	제작비	회차	작품명	공개일	제작비
좋아하면 울리는 2	2021.03.12	-	6화	낙원의 밤	2021.04.09	-
스위트홈	2020.12.18	300억원	10화	승리호	2021.02.05	240억원
보건교사 안은영	2020.09.25	-	6화	차인표	2021.01.01	-
인간수업	2020.04.29	-	10화	쿨	2020.11.27	90억원
킹덤 시즌2	2020.03.13	180억원	6화	사냥의 시간	2020.04.23	115억원
나 홀로 그대	2020.02.07	-	12화	페르소나	2019.04.11	-
좋아하면 울리는	2019.08.22	-	8화	옥자	2017.06.29	579억원
첫사랑은 처음이라서 시즌2	2019.07.26	-	8화			
첫사랑은 처음이라서 시즌1	2019.04.18	-	8화			
킹덤 시즌1	2019.01.25	200억원	6화			

자료: Netflix, 언론보도, 키움증권 리서치센터

글로벌 주요 OTT 현황

	Netflix	Disney (Disney+)	AT&T(HBO max)	Comcast (Peacock)	Apple(Apple TV+)
M&A	-	21 st Century Fox	Time Warner	Sky	-
출시시기	2008년	2019년 11월	2020년 5월	2020년 7월	2019년 11월
연계 미디어	-	Hulu ESPN+	HBO TBS CNN	NBC	-
주요 IP 및 대표 콘텐츠	House of Cards Narcos Stranger Things The Irishman	Disney - 겨울왕국 Marvel - 어벤저스 Pixar - 토이스토리 Lucas Film - 스타워즈 National Geographic - 지니어스	Warner Brothers - 배트맨 HBO - 왕좌의 게임 Turner - 미국 NBA 채널	Universal Studio - 해리포터 DreamWorks - 슈렉 Universal studios - 분노의 질주	The Morning Show Dickinson Greyhound The Oprah Conversation

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

국내 주요 OTT 현황

	Wavve	TVING	Seezen	U+모바일tv	왓챠플레이	카카오TV
콘텐츠 투자액	20년 600억 23년까지 3,000억	3년간 4000억원 이상				3년간 3,000억
연계기업	SKT	CJ ENM JTBC NAVER	KT	LGU+	X	카카오
주요 서비스	지상파3사 91채널 Live CJ ENM 서비스 X	CJ ENM 서비스 지상파 서비스 X	IPTV채널 생중계 지상파 생중계 X 지상파 다시보기 O	IPTV채널 생중계 지상파 생중계 X 지상파 다시보기 O	소비자 선호도 분석 시스템	카툰 활용 숏폼(10~15분) 제작

자료: 각사, 언론보도, 키움증권 리서치센터

Netflix 방영 국내 드라마 - 오리지널 및 비오리지널 전체 (2019년 이전)

시기(년)	구분	제목	채널	장르	편수(편)
2019	오리지널	첫사랑은 처음이라서	Netflix	로맨스	16
2019	오리지널	킹덤	Netflix	좀비 사극	12
2019	오리지널	좋아하면 울리는	Netflix	로맨스	8
2019	공동제작	60 일, 지정생존자	TVN	정치 스릴러	16
2016	비오리지널	불야성	MBC	드라마	20
2017	비오리지널	마음의 소리	KBS	코미디	10
2017	비오리지널	맨투맨	JTBC	드라마	16
2017	비오리지널	블랙	OCN	스릴러	18
2017	비오리지널	나쁜 녀석들: 악의 도시	OCN	스릴러	16
2017	비오리지널	비밀의 숲	TVN	스릴러	16
2017	비오리지널	아르곤	TVN	드라마	8
2017	비오리지널	화유기	TVN	판타지	20
2018	비오리지널	마음의 소리 리부트: 열간이들	KBS	코미디	20
2018	비오리지널	라이프	JTBC	드라마	16
2018	비오리지널	사의 찬미	SBS	드라마	3
2018	비오리지널	슬기로운 감빵생활	TVN	코미디	16
2018	비오리지널	라이브	TVN	드라마	16
2018	비오리지널	알함브라 궁전의 추억	TVN	게임 판타지	16
2018	비오리지널	미스터 션샤인	TVN	시대극 로맨스	24
2019	비오리지널	로맨스는 별책부록	TVN	로맨틱 코미디	16
2019	비오리지널	어비스	TVN	판타지	16
2019	비오리지널	아스달 연대기	TVN	판타지	18
2019	비오리지널	사랑의 불시착	TVN	로맨틱 코미디	16
2019	비오리지널	빙의	OCN	스릴러	16
2019	비오리지널	모두의 거짓말	OCN	스릴러	16
2019	비오리지널	봄밤	MBC	로맨스	16
2019	비오리지널	신입사관 구해령	MBC	로맨스 사극	20
2019	비오리지널	보좌관: 세상을 움직이는 사람들	JTBC	정치	20
2019	비오리지널	나의 나라	JTBC	사극	20
2019	비오리지널	초콜릿	JTBC	로맨스	16
2019	비오리지널	배가본드	SBS	액션	16
2019	비오리지널	동백꽃 필 무렵	KBS	로맨틱 코미디	20

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

Netflix 방영 국내 드라마 - 오리지널 및 비오리지널 전체 (2020년 이후)

시기(년)	구분	제목	채널	장르	편수(편)
2020	오리지널	나 홀로 그대	Netflix	SF 로맨스	12
2020	오리지널	인간수업	Netflix	범죄	10
2020	오리지널	보건교사 안은영	Netflix	판타지, 코미디	6
2020	오리지널	스위트홈	Netflix	공포, 액션	10
2021	오리지널	좋아하면 울리는 2	Netflix	로맨스	6
2020	비오리지널	이태원 클라쓰	JTBC	드라마	16
2020	비오리지널	쌍갑포차	JTBC	판타지	12
2020	비오리지널	우리, 사랑했을까	JTBC	로맨스	16
2020	비오리지널	사생활	JTBC	범죄	16
2020	비오리지널	런온	JTBC	로맨스	16
2020	비오리지널	하이예나	SBS	드라마	16
2020	비오리지널	더킹: 영원의 군주	SBS	로맨스	16
2020	비오리지널	하이바이, 마마!	TVN	드라마	16
2020	비오리지널	슬기로운 의사생활	TVN	코미디	12
2020	비오리지널	사이코지만 괜찮아	TVN	로맨틱 코미디	16
2020	비오리지널	청춘기록	TVN	로맨스	16
2020	비오리지널	스타트업	TVN	로맨틱 코미디	16
2020	비오리지널	루갈	OCN	액션	16
2020	비오리지널	경이로운 소문	OCN	히어로	16
2020	비오리지널	도도솔솔라라솔	KBS	로맨틱 코미디	16
2020	비오리지널	도시남녀의 사랑법	KakaoTV	로맨틱 코미디	17
2020	비오리지널	아름다웠던 우리에게	KakaoTV	로맨틱 코미디	24
2021	비오리지널	결혼작사 이혼작곡	TV 조선	통속극	16
2021	비오리지널	안녕?나야!	KBS	로맨틱 코미디	16
2021	비오리지널	시지프스: the myth	JTBC	판타지	16
2021	비오리지널	빈센조	TVN	코미디	20

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

IV. 시작된 빅데이터 커머스

>>> Ad-Tech로 Investment Money의 이동

코로나19는 광고 시장의 비대면화를 더욱 가속화시켰다. 과거 ATL과 BTL로 나누어져 있던 시장이 대면 마케팅의 극단적 축소로 인해 디지털로 전환되었고, 디지털 기술을 활용한 마케팅은 밀레니얼 세대는 물론 전 세대를 관통하는 마케팅 방식으로 자리잡게 되었다.

온라인에서 발생하는 소비자의 행동은 모두 클릭스트림으로 기록되게 되었고 물리적·시간적 제약이 사라지게됨에 따라 더욱 방대한 데이터를 누적시키고 있다. 이와 같은 소비자 행동 데이터의 누적은 기존 개인정보와 익명정보가 가지고 있던 데이터의 깊이를 증가시켜 기업들과 소비자의 접점이 더욱 확대되는 모습으로 발전하고 있다.

기업들은 기존에 보유한 고객 데이터와 플랫폼 내에서 확보한 클릭스트림을 통해 더욱 정교한 고객 맞춤형 마케팅 서비스가 가능해졌다. 언택트 소비가 가속화 됨에 따라 소비 내용이 플랫폼 내에서 데이터로 교류되어 과거 소비자의 수요 기준을 변화시켜 이와 같은 맞춤형 서비스의 질적·양적 발전은 더욱 가속화 될 것으로 판단한다.

데이터 사용량의 확대는 코로나19로 인한 언택트 국면이 진정된다 하더라도 플랫폼 내 신규 사용자들이 크게 증가하였고, 높은 로열티를 보유한 소비자를 락인하는 정책들이 행해져 높은 성장세가 유지될 가능성이 높다. 대표적으로 네이버에서는 플러스 멤버십을 출시하면서 기존 대비 높은 적립금 요율을 적용하였고, 쿠팡은 로켓와우 고객에게 무료 배송 및 무료 반품 등을 시행하고 있다. 유튜브 비디오 빌더, 구글 미트 등은 제한적으로 제공되던 서비스들을 무료로 전환하면서 고객 확보 및 유지에 힘을 쏟고 있다.

이와 같은 Ad-Tech 산업은 PC → 모바일, 검색 키워드(Searching Ad) → 디스플레이(Display Ad)로 넘어오며 디바이스와 통신 기술을 반영시켰다. 이제는 단순 리타게팅에서 누적된 소비자의 디지털 행동양식에 기반한 적극적 타게팅으로 진화하며 발전을 지속할 것으로 전망한다.

소비 트렌드 변화에 따른 용어 정리

구분	개념
페르소나	라틴어로 가면이라는 뜻. 배우에 의해 연기되는 등장인물로 심리학적으로 타인에게 파악되는 자아 또는 타인에게 투사된 성격을 뜻함
쇼루밍	소비자들이 오프라인 매장에서 직접 제품을 살펴본 후 실제로 구매는 온라인 등 다른 유통 경로를 이용하는 현상을 일컫는 말.
Flex	힙합 문화에서 유래한 말로 요즘 밀레니엄 세대를 중심으로 '돈 자랑하다, 가진 돈을 탕진하다, 비싼 물건을 사버렸다'는 뜻으로 많이 쓰임
가심비	가격 대비 심리적 만족도를 일컫는 말. 흔히 가성비에 반하는 말로 쓰며, 가격이 아니라 심적 만족을 기준으로 삼는다는 점에서 차이를 보임
가성비	'가격 대비 성능'은 말 그대로 '사용하거나 투입한 금액과 비교한 성능'이란 뜻이며, 흔히 가격 대 성능비의 줄임말로 가성비(價性比)를 사용

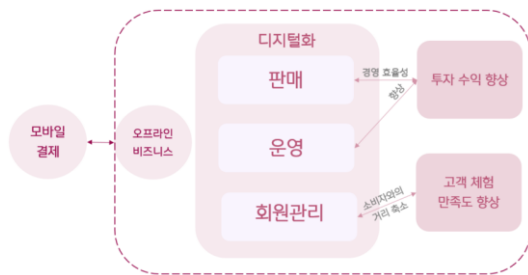
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

각 단계별 개인정보

구분	개념	활용가능 범위	예시
개인정보	개인을 알아볼 수 있는 정보, 다른 정보와 쉽게 결합해 알아볼 수 있는 정보	수집목적과 합리적으로 연관된 범위 내에서 정보주체 동의 없이 개인정보 추가 이용·제공 가능	홍길동 990909-1234567 서울 도봉구 방학로 4 길 google@gmail.com 통신요금 7 만 6500 원 기관지엽
가명정보	추가정보의 사용 없이는 특정 개인을 알아볼 수 없게 조치한 정보	다음 목적에 동의 없이 활용 가능 1) 통계작성 2) 과학적 연구 3) 공익적 기록보존 등	홍** 99년생 남자 010-****-**** 서울 도봉구 ****@gmail.com 통신요금 7 만 6500 원 기관지엽
익명정보	다른 정보를 사용하여도 더 이상 개인을 알아볼 수 없게 조치한 정보	개인정보가 아니기 때문에 제한 없이 자유롭게 활용	- 20대, 남자 서울 통신요금 7 만 6500 원 기관지엽

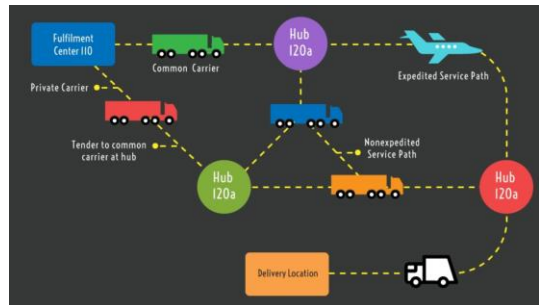
자료: 개인정보보호법, 언론보도, 키움증권 리서치센터

중국 모바일 결제, 오프라인 비즈니스 디지털화 기여



자료: epo.org, 키움증권 리서치센터

Amazon.com의 예측 배송 서비스



자료: Amazon.com, 키움증권 리서치센터

>>> 멀티 페르소나를 자극할 빅데이터 커머스

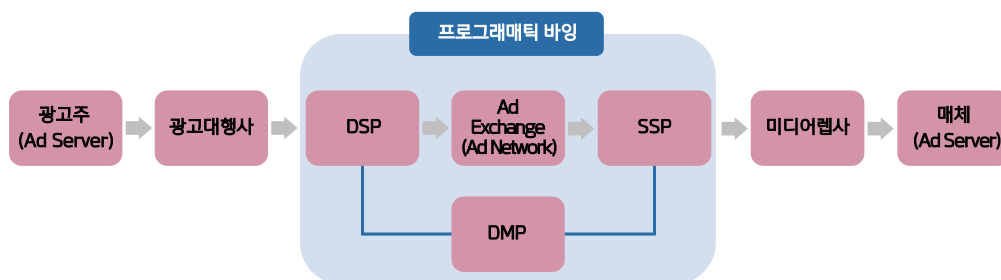
Ad-Tech 산업의 발전은 광고주와 매체가 소비자와의 접점을 보다 확대할 수 있는 계기가 되었다. 광고주와 매체는 광고 시장을 구성하는 핵심 주체로, 광고주는 지출하는 비용 대비 광고 캠페인의 최대 효과를 지향하며, 매체는 보유하고 있는 광고 지면을 통해 수익의 최대화를 목표로 한다.

현재 국내 광고산업 생태계는 광고중개사업모델인 광고대행사와 미디어렐사가 그 주류를 이루고 있다. 그러나 이러한 사업모델은 노동집약적 구조이므로 마케팅 캠페인의 성과를 실시간으로 분석하여 광고주와 매체의 최대 가치를 제고하는데 기술적인 한계가 있다.

이와 같은 한계는 빅데이터와 인공지능을 접목하여 최대 효율 광고집행을 가능케 하는 프로그래매틱 바잉 산업의 발전을 견인했다. 프로그래매틱 바잉 산업의 핵심 플랫폼으로 1) DSP(Demand-side platform), 2) DMP(Data management platform), 3) SSP(Supply-side platform)가 있다. 1) DSP는 광고주 측 플랫폼으로, 매체에 나타난 소비자가 반응할 확률이 가장 높은 광고 콘텐츠를 송출하여 구매 확률을 높이는 것이 핵심이다. 2) DMP는 소비자 데이터를 분석하여 DSP가 효과적으로 인벤토리를 구매를 할 수 있도록 하는 빅데이터 플랫폼이다. 3) SSP는 매체의 이익 극대화에 기여하는 광고를 파악해 지면을 판매하는 매체 측 플랫폼이다.

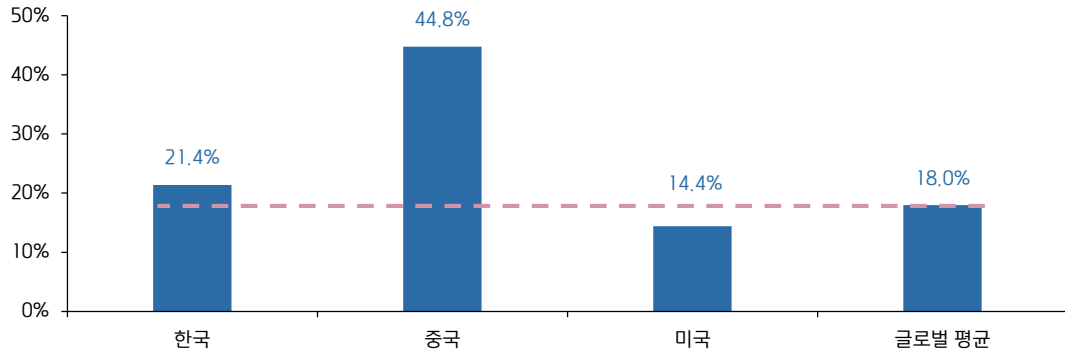
따라서 프로그래매틱 바잉 산업은 지속적인 빅데이터의 축적과 분석을 통해 발전하며, 궁극적으로 인력중심의 전통적인 광고 시장을 대체할 것으로 예상된다. 특히 온라인 뿐만 아니라 개인화된 디바이스를 소유한 소비자들이 증가함에 따라 향후 빅데이터 기반 타겟 마케팅 기술의 고도화가 광고업계의 핵심이 될 것으로 전망한다.

광고시장의 밸류 체인 흐름



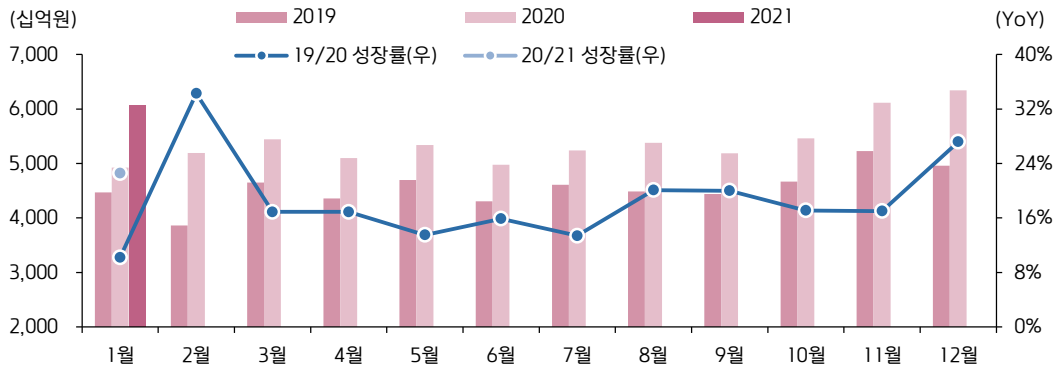
자료: 키움증권 리서치센터

글로벌 E-Commerce 성장률(2020년 기준)



자료: eMarketer, 키움증권 리서치센터

국내 유통 분야 온라인 판매량 변화



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

신규 커머스 연계 광고상품을 도입하는 플랫폼 업체들

기업	비고
NAVER	쇼핑검색 광고 노출 개수 확대
카카오	특브랜드검색 도입
구글	유튜브 TrueView For Action ads 도입(구매페이지로 직접 유도할 상세정보)
페이스북	페이스북 샵스 출시, 인스타그램 샵도 도입 예정

자료: 각사, 언론보도, 키움증권 리서치센터



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



기업분석

인크로스
(216050)

BUY(Maintain)/목표주가 70,000원
T-Deal Data가 증명할 것

NEW
(160550)

Not Rated
텐트폴 + 포트폴리오 본격 강화

위자웍스튜디오
(299900)

Not Rated
VFX 기술력을 동반한 종합 제작사

텍스터
(206560)

Not Rated
콘텐츠 제작의 필수 코스

넵툰
(217270)

Not Rated
글로벌 IP 가능성을 보인 영원회귀

조이시티
(067000)

Not Rated
계단식 성장 발판 위에 자체IP 강화

와이더플래닛
(321820)

Not Rated
기술지표의 고도화

인크로스(216050)



BUY(Maintain)

목표주가 70,000원

주가(3/3) 51,200원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

02) 3787-5115/namsu.lee@kiwoom.com

비대면 소비 활성화에 따라 빅데이터 기반의 광고 모델 커머스 신사업 T-Deal이 성장하고 미디어렐의 안정적 실적이 돋보일 것이라 전망합니다. 이익 기여도가 높은 T-Deal이 성장하며 단기는 물론 중장기적으로도 수익성을 중심으로 한 실적 개선 흐름이 지속될 것으로 판단합니다.

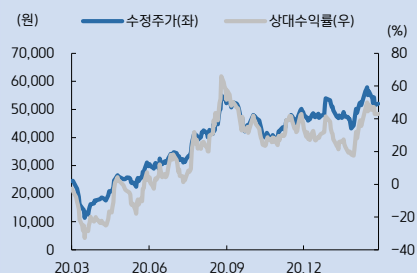
Stock Data

KOSDAQ (3/3)		930.80pt
시가총액		4,125억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	57,900원	11,350원
최고/최저가 대비	-11.6%	351.1%
주가수익률	절대	상대
	1M	5.3% 9.9%
	6M	-1.9% -7.9%
	1Y	107.3% 39.6%

Company Data

발행주식수	8,057 천주
일평균 거래량(3M)	101천주
외국인 지분율	17.2%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	9,738원
주요 주주	SK텔레콤 외 1인
	34.6%

Price Trend



T-Deal Data가 증명할 것

>>> 영업이익 37억원(yoy +126.8%)

1분기는 매출액 97억원(yoy +43.0%)과 영업이익 37억원(yoy +126.8%, OPM 38.1%)을 기록할 것으로 추정한다. 1분기 미디어렐 비수기에 따라 미디어렐 매출 67억원을 예상하고, T-Deal은 설명절 효과 및 MD 확장 성과가 나타나 14억원의 매출을 달성할 것으로 전망한다. 인크로스는 핵심 사업인 미디어렐과 T-Deal의 매출 인식이 순매출인 특징이 있어 매출 증가에 따른 이익 기여가 크다. 2021년은 T-Deal 총거래액 규모 성장에 따라 이익 개선의 폭이 두드러질 것으로 전망한다.

>>> T-Deal은 참여자 동반성장 모델

SKT 고객 베이스로 확보한 고객 데이터는 타 플랫폼과 비교 시 산업 구조가 반영되어 리텐션율에 대해 우위를 보이고, T-Deal의 장점이 고객에게 직접적인 배네피트로 전달된다. 또한 가명정보의 결합이나 재가공 없이 높은 수준의 고객 데이터 핸들링이 가능하여 통신사가 보유한 위치 정보 등 고객 행동 데이터와 시너지 창출이 가능하다. 프리미엄 서비스를 제공하는 고객 배네피트와 정확한 타겟 세팅을 통한 매출 증가 및 플랫폼 비용 절감은 판매자 성장성을 확보해 소비자-판매자-플랫폼 3자의 가장 성공적인 동반성장 모델로 자리매김할 것이라 전망한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 70,000원

2021년 연결 매출액 523억원(YoY +34.4%), 영업이익 271억원(YoY +74.6%, OPM 51.9%)을 달성할 것으로 전망한다. 2021년 이후 부터는 빅데이터 커머스 발전에 따라 T-Deal의 성장이 동사의 실적을 이끌 것으로 전망한다. 이에 미디어렐과 T-Deal 빅데이터 커머스 부문을 구분하고 사업부문별가치합산 방식에 따라 목표주가 70,000원과 투자의견 BUY는 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	35.8	34.5	39.4	52.3	67.2
영업이익	11.1	12.2	14.9	27.1	40.8
EBITDA	11.6	13.3	15.8	28.3	42.1
세전이익	11.1	12.2	14.8	27.7	42.3
순이익	8.6	9.3	12.4	20.7	31.5
지배주주지분순이익	8.6	9.3	12.4	20.7	31.5
EPS(원)	1,084	1,157	1,534	2,567	3,914
증감률(% YoY)	1.2	6.8	32.6	67.4	52.5
PER(배)	14.6	21.7	35.2	20.1	13.2
PBR(배)	2.01	3.08	5.60	4.23	3.21
EV/EBITDA(배)	8.0	13.2	25.6	12.5	7.6
영업이익률(%)	31.0	35.4	37.8	51.8	60.7
ROE(%)	13.8	14.5	17.2	23.5	27.7
순차입금비용(%)	-53.3	-42.5	-40.4	-61.1	-74.7

자료 : 키움증권 리서치센터

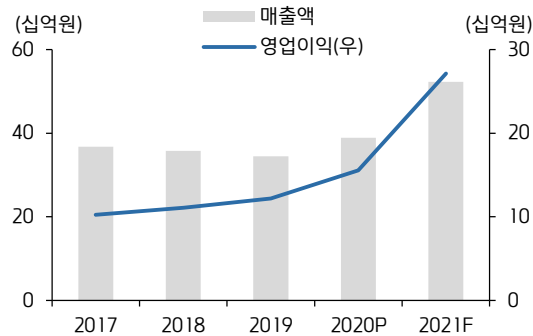
이 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안」의 일환으로 작성된 보고서입니다.

인크로스 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020P	2021F	2022F
매출액	6.8	9.4	10.1	13.1	9.7	12.3	13.9	16.5	39.4	52.3	67.2
(YoY, %)	0.8%	18.5%	11.9%	22.1%	43.0%	30.5%	37.4%	25.4%	14.4%	32.7%	28.4%
미디어렐	5.5	7.4	8.2	9.6	6.7	8.1	8.9	10.4	30.7	34.1	37.8
애드네트워크	0.6	1.2	1.1	1.1	0.8	1.0	1.0	1.2	3.9	4.0	4.0
기타	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9	3.2	3.3	3.4
T-Deal	0.0	0.0	0.5	1.1	1.4	2.3	3.2	4.1	1.6	11.0	21.9
매출원가	3.8	4.2	4.9	5.6	4.6	4.7	4.7	4.7	18.5	18.7	19.4
(YoY, %)	-10.1%	13.1%	13.3%	23.4%	21.9%	9.7%	-3.3%	-15.8%	10.2%	1.0%	3.6%
매출총이익	3.0	5.2	5.2	7.5	5.1	7.6	9.2	11.8	20.9	33.7	47.8
(YoY, %)	18.8%	23.2%	10.6%	21.2%	69.2%	47.6%	75.3%	56.1%	18.5%	60.7%	42.1%
GPM	44.6%	54.9%	51.8%	57.3%	52.8%	62.1%	66.1%	71.3%	53.1%	64.3%	71.2%
판관비	1.4	1.2	1.2	2.2	1.4	1.2	1.3	2.6	6.0	6.5	7.0
(YoY, %)	6.8%	22.0%	-1.7%	12.8%	1.9%	-4.2%	11.0%	18.7%	9.9%	8.5%	8.1%
영업이익	1.6	3.9	4.0	5.3	3.7	6.4	7.8	9.2	14.8	27.1	40.8
(YoY, %)	31.4%	23.6%	14.8%	22.9%	126.8%	64.0%	94.1%	74.5%	21.6%	82.8%	50.3%
OPM	24.0%	41.7%	40.0%	40.0%	38.1%	52.4%	56.6%	55.6%	37.6%	51.9%	60.7%
순이익	1.3	3.1	4.1	3.7	2.9	4.9	6.0	7.0	12.3	20.7	31.6
(YoY, %)	25.9%	24.9%	40.2%	32.4%	112.6%	58.0%	45.1%	86.6%	32.1%	68.3%	52.4%
NPM	19.7%	33.1%	40.8%	28.4%	29.3%	40.1%	43.1%	42.2%	31.2%	39.6%	47.0%

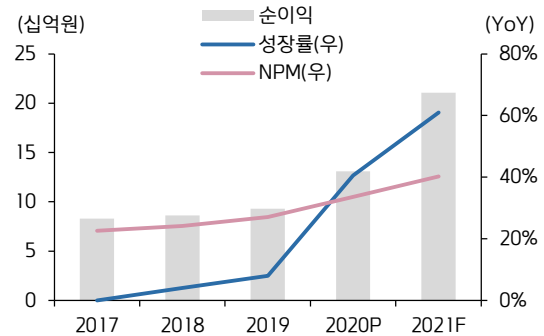
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 매출액 및 영업이익 추이 (K-IFRS 연결)



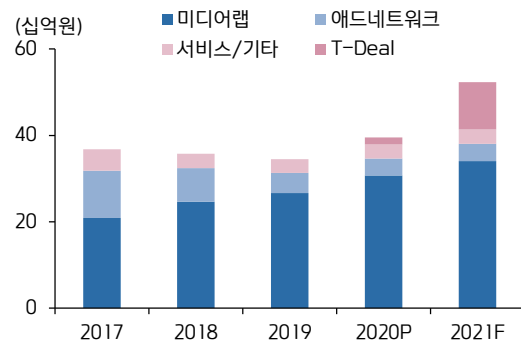
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 순이익 추이 (K-IFRS 연결)



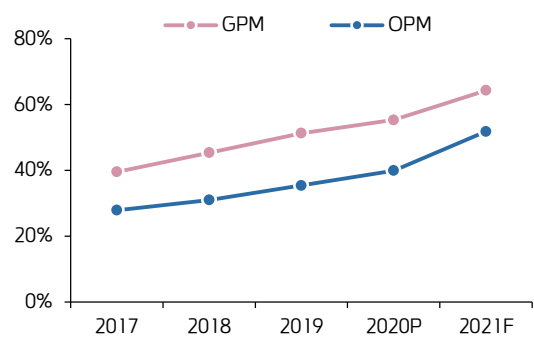
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 부문별 매출액 추이 (K-IFRS 연결)



자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 GPM 및 OPM 추이 (K-IFRS 연결)



자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	35.8	34.5	39.4	52.3	67.2
매출원가	19.5	16.8	18.5	18.7	19.4
매출총이익	16.2	17.7	20.9	33.7	47.8
판매비	5.1	5.5	6.0	6.5	7.1
영업이익	11.1	12.2	14.9	27.1	40.8
EBITDA	11.6	13.3	15.8	28.3	42.1
영업외손익	0.0	0.0	-0.1	0.6	1.5
이자수익	0.7	0.7	0.9	1.6	2.5
이자비용	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
외환관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.7	-0.5	-0.7	-0.7	-0.7
법인세차감전이익	11.1	12.2	14.8	27.7	42.3
법인세비용	2.5	2.9	2.5	7.0	10.7
계속사업손익	8.6	9.3	12.4	20.7	31.5
당기순이익	8.6	9.3	12.4	20.7	31.5
지배주주순이익	8.6	9.3	12.4	20.7	31.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-2.6	-3.6	14.2	32.7	28.5
영업이익 증감율	8.3	9.9	22.1	81.9	50.6
EBITDA 증감율	8.6	14.7	18.8	79.1	48.8
지배주주순이익 증감율	3.7	8.1	33.3	66.9	52.2
EPS 증감율	1.2	6.8	32.6	67.4	52.5
매출총이익률(%)	45.3	51.3	53.0	64.4	71.1
영업이익률(%)	31.0	35.4	37.8	51.8	60.7
EBITDA Margin(%)	32.4	38.6	40.1	54.1	62.6
지배주주순이익률(%)	24.0	27.0	31.5	39.6	46.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-0.8	2.4	8.7	31.1	39.3
당기순이익	8.6	9.3	12.4	20.7	31.5
비현금항목의 가감	4.1	5.2	3.1	7.4	10.3
유형자산감가상각비	0.1	0.8	0.7	1.0	1.2
무형자산감가상각비	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.7	4.1	2.2	6.2	9.0
영업활동자산부채증감	-11.3	-10.1	-5.0	8.8	5.9
매출채권및기타채권의감소	-5.3	-26.5	-9.2	4.4	1.3
채고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	-5.0	17.9	1.9	4.4	4.6
기타	-1.0	-1.5	2.3	0.0	0.0
기타현금흐름	-2.2	-2.0	-1.8	-5.8	-8.4
투자활동 현금흐름	10.4	-0.1	-2.3	-2.4	-2.8
유형자산의 취득	-0.9	0.0	-1.2	-1.3	-1.4
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.5	0.3	-0.6	-0.4	-0.3
단기금융자산의감소(증가)	12.6	0.1	-0.2	-0.4	-0.6
기타	-0.7	-0.4	-0.3	-0.3	-0.5
재무활동 현금흐름	-7.0	-6.8	-0.1	-0.1	-0.1
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-7.6	-6.7	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	-0.7	-0.4	-0.4
현금 및 현금성자산의 순증가	2.6	-4.5	5.6	28.2	36.0
기초현금 및 현금성자산	10.4	13.0	8.5	14.0	42.2
기말현금 및 현금성자산	13.0	8.5	14.0	42.2	78.2

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	111.0	133.7	148.1	172.4	207.9
현금 및 현금성자산	13.0	8.5	14.1	42.2	78.2
단기금융자산	20.5	20.3	20.5	20.9	21.6
매출채권 및 기타채권	71.3	97.3	106.5	102.1	100.8
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	6.2	7.6	7.0	7.2	7.3
비유동자산	10.3	10.5	14.1	14.7	15.2
투자자산	5.1	4.8	5.4	5.8	6.1
유형자산	1.6	1.5	2.1	2.3	2.5
무형자산	2.9	2.2	2.0	1.9	1.7
기타비유동자산	0.7	2.0	4.6	4.7	4.9
자산총계	121.3	144.3	162.2	187.0	223.1
유동부채	58.0	77.5	80.8	85.3	90.0
매입채무 및 기타채무	56.1	74.3	76.2	80.6	85.2
단기금융부채	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6
기타유동부채	1.9	2.6	4.0	4.1	4.2
비유동부채	0.4	1.0	3.5	3.6	3.7
장기금융부채	0.0	0.3	2.7	2.7	2.7
기타비유동부채	0.4	0.7	0.8	0.9	1.0
부채총계	58.4	78.5	84.4	89.0	93.8
지배지분	62.9	65.7	77.7	98.1	129.2
자본금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금	40.8	40.8	40.8	40.8	40.8
기타자본	-7.5	-13.6	-13.6	-13.6	-13.6
기타포괄손익누계액	-0.9	-1.1	-1.4	-1.8	-2.2
이익잉여금	26.5	35.6	47.9	68.6	100.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	62.9	65.7	77.7	98.1	129.2

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,084	1,157	1,534	2,567	3,914
BPS	7,854	8,160	9,649	12,172	16,040
CFPS	1,593	1,800	1,923	3,482	5,196
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	14.6	21.7	35.2	20.1	13.2
PER(최고)	30.8	26.5	38.3		
PER(최저)	12.9	11.8	7.4		
PBR	2.01	3.08	5.60	4.23	3.21
PBR(최고)	4.25	3.76	6.09		
PBR(최저)	1.78	1.67	1.17		
PSR	3.52	5.87	11.03	7.93	6.18
PCFR	9.9	14.0	28.1	14.8	9.9
EV/EBITDA	8.0	13.2	25.6	12.5	7.6
주요비율(%)					
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	7.0	7.0	8.1	11.8	15.4
ROE	13.8	14.5	17.2	23.5	27.7
ROIC	43.6	31.7	33.8	55.3	103.0
매출채권회전율	0.5	0.4	0.4	0.5	0.7
재고자산회전율					
부채비율	92.7	119.4	108.6	90.7	72.6
순차입금비율	-53.3	-42.5	-40.4	-61.1	-74.7
이자보상배율, 현금	11,745.6	215.2	72.7	132.1	198.5
총차입금	0.0	0.9	3.3	3.3	3.3
순차입금	-33.5	-27.9	-31.4	-59.9	-96.5
EBITDA	11.6	13.3	15.8	28.3	42.1
FCF	-3.6	-0.2	7.1	28.9	36.3

NEW(160550)



Not Rated

주가(3/3) 10,200원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

02) 3787-5115/namsu.lee@kiwoom.com

드라마 라인업 강화는 기존 영화 부문과 함께 포트폴리오 확대, 트랜스 미디어 시너지, 히트 원작의 전략적 영상화 등의 효과를 가져오며 안정적 수익 구조 체계를 수립하는데 기여할 것으로 전망합니다. 특히 텐트폴 <무빙> 효과가 나타날 하반기부터 본격적인 실적 개선세 확대가 이루어질 것으로 판단하고 강화된 포트폴리오를 통해 IP 확장 효과를 거둘 것으로 판단합니다.

Stock Data

KOSDAQ (3/3)		930.80pt
시가총액		2,846억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	10,200원	1,815원
최고/최저가 대비	0.0%	462.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	0.5%
	6M	160.9%
	1Y	160.9%
		4.8%
		145.0%
		75.7%

Company Data

발행주식수	27,906 천주
일평균 거래량(3M)	1,551천주
외국인 지분율	14.5%
배당수익률(2020E)	0.0%
BPS(2020E)	3,597원
주요 주주	김우택 외 2인 36.6%

Price Trend



텐트폴 + 포트폴리오 본격 강화

>>> 저력을 보여준 2020년

코로나19의 영향으로 극장 시장이 빠르게 냉각되며 부진이 예상되었다. 그러나 총 제작비 200억원 이상 투입한 영화 <반도>가 20년 7월에 개봉하며 대작 콘텐츠의 박스 오피스 유입 증가와 글로벌 판매 효율성을 확인시켜 주며 실적 방어에 성공했다. 또한 영화 <콜>은 넷플릭스에서 개봉하며 전략적인 시장 대응력을 보여주었고, 21년 상반기에 영화 <낙원의 밤> 개봉으로 연결되었다. OTT에서 영화 개봉은 흥행 수익보다는 안정성을 택한 측면이 없지 않으나, 현재 오프라인 극장 상황을 감안하면 최선의 선택이라 판단한다.

>>> 2021년 드라마 라인업 강화로 점프업

<태양의 후예>로 본격 시작한 드라마 부문은 21년에 텐트폴 드라마 <무빙>을 비롯해 <어느날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다>, <악마판사> 등 3~5편을 제작하며 기존 보다 작품 수 증가를 전망한다. 드라마 강화는 IP 보유를 통한 영화와 드라마의 트랜스 미디어 확대, 히트 원작의 영상화 전략 다변화 등의 효과를 가져와 수익성 제고 및 추가적인 원작 IP 확보에도 유리할 것으로 판단해 강화된 IP 확장 효과를 거둘 것으로 예상한다.

>>> 해마다 높아질 실적

디즈니 플러스 등이 국내에 추가로 진출하며 글로벌 OTT 공급 확대가 점쳐지는 21년에는 글로벌 OTT의 파트너로 안정적인 제작 역량을 보유한 동사와 같은 중소형 드라마 하우스의 작품 수 확대가 기대된다. 2021년 연결 매출액 1,458억원(YoY +3.6%), 영업이익 23억원(흑전)을 기록할 것으로 전망하고, 드라마 <무빙> 효과가 기대되는 2022년에는 코로나19로 피해가 심했던 영화 부문의 리바운드도 예상되어 더욱 가파른 매출액 성장을 전망한다.

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	161.2	149.2	140.8	145.8	214.0
영업이익	-10.6	-8.1	-1.9	2.3	9.0
EBITDA	-7.4	-2.3	5.3	9.4	16.2
세전이익	-15.5	-10.7	-10.2	-0.4	6.2
순이익	-14.8	-11.1	-11.7	-1.0	4.1
지배주주지분순이익	-13.9	-8.6	-9.1	-0.8	3.2
EPS(원)	-504	-309	-326	-29	114
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	적지	흑전
PER(배)	-8.7	-12.9	-23.1	-336.7	85.8
PBR(배)	1.04	1.00	2.06	2.70	2.62
EV/EBITDA(배)	-17.5	-68.4	55.1	38.0	22.6
영업이익률(%)	-6.6	-5.4	-1.3	1.6	4.2
ROE(%)	-11.3	-7.5	-8.5	-0.8	3.1
순차입금비용(%)	-3.0	31.8	66.3	71.1	74.5

자료 : 키움증권 리서치센터

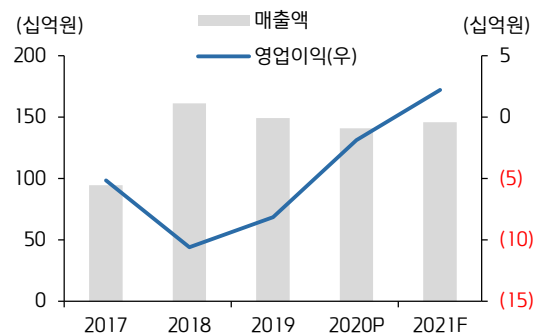
이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로 작성된 보고서입니다.

NEW 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020P	2021F	2022F
매출액	29.7	24.1	47.9	39.1	14.0	47.6	35.9	48.4	140.8	145.8	214.0
(YoY, %)	75.3%	-39.6%	41.1%	-33.0%	-53.1%	97.6%	-25.0%	23.6%	-5.6%	3.6%	46.7%
매출원가	21.2	17.4	35.6	33.2	9.9	35.5	26.3	36.2	107.4	107.8	166.9
(YoY, %)	97.1%	-53.5%	29.3%	-26.4%	-53.6%	103.8%	-26.2%	8.9%	-11.1%	0.3%	54.8%
매출총이익	8.5	6.7	12.3	5.9	4.1	12.1	9.7	12.2	33.4	38.1	47.1
(YoY, %)	37.2%	173.2%	91.9%	-55.2%	-51.9%	81.4%	-21.4%	105.3%	18.0%	14.0%	23.8%
GPM	28.6%	27.7%	25.7%	15.2%	29.3%	25.5%	26.9%	25.2%	23.7%	26.1%	22.0%
판매비	9.6	7.9	7.8	10.0	7.9	8.4	8.6	10.9	35.3	35.8	38.2
(YoY, %)	20.9%	-2.8%	-14.4%	-11.3%	-17.0%	6.5%	9.9%	8.5%	-3.2%	1.5%	6.6%
영업이익	-1.1	-1.2	4.5	-4.1	-3.8	3.8	1.1	1.3	-1.9	2.3	9.0
(YoY, %)	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	-76.2%	흑전	적지	흑전	293.4%
OPM	-3.6%	-4.8%	9.3%	-10.5%	-27.6%	7.9%	3.0%	2.7%	-1.3%	1.6%	4.2%
순이익	-1.8	-8.4	4.1	-5.7	-4.1	2.2	0.2	0.4	-11.7	-1.4	4.0
(YoY, %)	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	-95.8%	흑전	적지	적지	흑전
NPM	-6.0%	-34.7%	8.6%	-14.5%	-29.5%	4.7%	0.5%	0.7%	-8.3%	-0.9%	1.9%

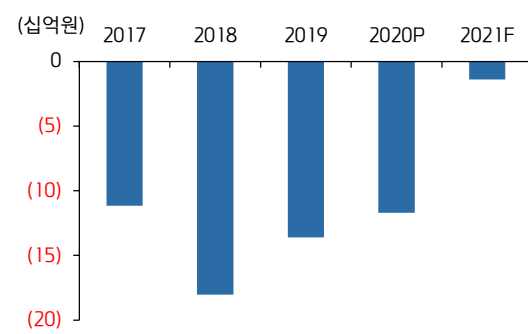
자료: NEW, 키움증권 리서치센터

NEW 매출액 및 영업이익 추이 (K-IFRS 연결)



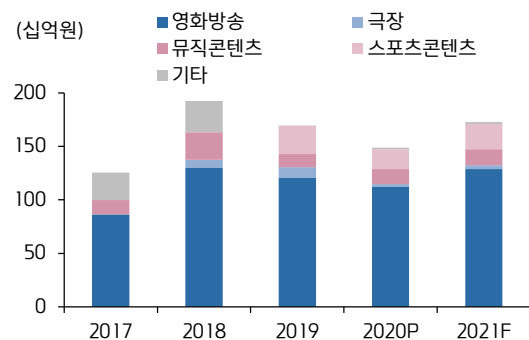
자료: NEW, 키움증권 리서치센터

NEW 순이익 추이 (K-IFRS 연결)



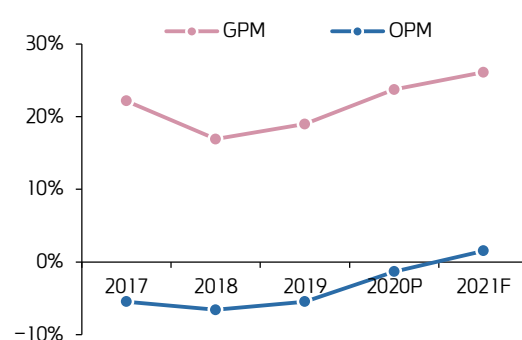
자료: NEW, 키움증권 리서치센터

NEW 부문별 매출액 추이 (K-IFRS 연결)



자료: NEW, 키움증권 리서치센터

NEW GPM 및 OPM 추이 (K-IFRS 연결)



자료: NEW, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	161.2	149.2	140.8	145.8	214.0
매출원가	133.9	120.9	107.4	107.8	166.9
매출총이익	27.3	28.3	33.4	38.1	47.1
판매비	37.9	36.5	35.3	35.8	38.2
영업이익	-10.6	-8.1	-1.9	2.3	9.0
EBITDA	-7.4	-2.3	5.3	9.4	16.2
영업외손익	-4.9	-2.6	-8.3	-2.7	-2.7
이자수익	1.0	0.8	0.5	0.5	0.4
이자비용	1.6	2.7	3.0	3.0	3.0
외환관련이익	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
중속 및 관계기업손익	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
기타	-4.9	-1.0	-6.1	-0.5	-0.4
법인세차감전이익	-15.5	-10.7	-10.2	-0.4	6.2
법인세비용	-0.8	0.4	1.5	0.7	2.2
계속사업순손익	-14.8	-11.1	-11.7	-1.0	4.1
당기순이익	-14.8	-11.1	-11.7	-1.0	4.1
지배주주순이익	-13.9	-8.6	-9.1	-0.8	3.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	70.5	-7.4	-5.6	3.6	46.8
영업이익 증감율	흑전	-23.6	-76.5	-221.1	291.3
EBITDA 증감율	흑전	-68.9	-330.4	77.4	72.3
지배주주순이익의 증감율	흑전	-38.1	5.8	-91.2	-500.0
EPS 증감율	적지	적지	적지	적지	흑전
매출총이익률(%)	16.9	19.0	23.7	26.1	22.0
영업이익률(%)	-6.6	-5.4	-1.3	1.6	4.2
EBITDA Margin(%)	-4.6	-1.5	3.8	6.4	7.6
지배주주순이익률(%)	-8.6	-5.8	-6.5	-0.5	1.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	17.7	-24.2	-18.1	11.4	9.5
당기순이익	-14.8	-11.1	-11.7	-1.0	4.1
비현금항목의 가감	8.7	11.0	12.5	11.7	13.3
유형자산감가상각비	2.2	4.0	5.0	5.5	5.9
무형자산감가상각비	1.0	1.9	2.2	1.7	1.3
지분법평가손익	-1.8	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
기타	7.3	8.1	8.3	7.5	9.1
영업활동자산부채증감	24.5	-24.0	-16.6	2.2	-4.9
매출채권및기타채권의감소	8.5	-11.1	3.8	-1.0	-13.6
채고자산의감소	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.2
매입채무및기타채무의증가	-1.5	4.9	-17.2	2.9	8.7
기타	17.7	-17.7	-3.2	0.3	0.2
기타현금흐름	-0.7	-0.1	-2.3	-1.5	-3.0
투자활동 현금흐름	-16.3	-21.9	-15.5	-15.5	-15.5
유형자산의 취득	-8.4	-8.3	-10.0	-10.0	-10.0
유형자산의 처분	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.1	-1.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.6	-9.8	-2.7	-2.7	-2.7
단기금융자산의감소(증가)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	-6.5	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8
재무활동 현금흐름	27.0	43.4	42.6	39.6	39.6
차입금의 증가(감소)	15.4	3.8	3.0	0.0	0.0
차분금자본잉여금의증가(감소)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	10.6	39.6	39.6	39.6	39.6
기타현금흐름	0.0	0.0	-32.2	-40.2	-40.4
현금 및 현금성자산의 순증가	28.4	-2.7	-23.1	-4.6	-6.7
기초현금 및 현금성자산	37.6	66.1	63.4	40.3	35.6
기말현금 및 현금성자산	66.1	63.4	40.3	35.6	28.9

자료: 카움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	134.8	162.7	136.4	133.4	141.3
현금 및 현금성자산	66.1	63.4	40.2	35.5	28.9
단기금융자산	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권 및 기타채권	24.0	31.9	28.2	29.2	42.8
채고자산	0.2	0.5	0.5	0.5	0.7
기타유동자산	44.3	66.8	67.4	68.1	68.8
비유동자산	121.7	150.7	156.5	162.3	168.0
투자자산	35.2	45.2	48.2	51.1	54.1
유형자산	60.3	72.0	77.1	81.6	85.6
무형자산	11.4	15.7	13.5	11.9	10.6
기타비유동자산	14.8	17.8	17.7	17.7	17.7
자산총계	256.5	313.3	292.9	295.7	309.3
유동부채	106.3	166.5	164.8	168.7	178.3
매입채무 및 기타채무	57.4	78.1	60.9	63.7	72.4
단기금융부채	42.9	78.9	96.9	96.9	96.9
기타유동부채	6.0	9.5	7.0	8.1	9.0
비유동부채	21.1	24.9	17.9	17.9	17.9
장기금융부채	19.5	23.3	16.3	16.3	16.3
기타비유동부채	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
부채총계	127.4	191.5	182.7	186.6	196.3
지배지분	117.9	111.0	101.9	101.1	104.3
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	91.0	92.8	92.8	92.8	92.8
기타자본	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
기타포괄손익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
이익잉여금	13.9	5.3	-3.8	-4.6	-1.5
비지배지분	11.2	10.8	8.2	8.0	8.9
자본총계	129.1	121.9	110.1	109.1	113.2

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-504	-309	-326	-29	114
BPS	4,223	3,979	3,653	3,623	3,736
CFPS	-220	-2	30	382	625
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-8.7	-12.9	-23.1	-336.7	85.8
PER(최고)	-22.0	-21.9	-24.2		
PER(최저)	-8.1	-10.5	-5.4		
PBR	1.04	1.00	2.06	2.70	2.62
PBR(최고)	2.63	1.70	2.16		
PBR(최저)	0.97	0.81	0.48		
PSR	0.75	0.74	1.49	1.87	1.27
PCFR	-19.9	-1,874.8	254.0	25.5	15.6
EV/EBITDA	-17.5	-68.4	55.1	38.0	22.6
주요비율(%)					
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	-5.8	-3.9	-3.9	-0.4	1.4
ROE	-11.3	-7.5	-8.5	-0.8	3.1
ROIC	-11.4	-5.6	-1.5	1.7	4.3
매출채권회전율	5.8	5.3	4.7	5.1	5.9
재고자산회전율	1,211.5	418.5	282.5	296.0	346.0
부채비율	98.7	157.1	165.9	171.1	173.4
순차입금비율	-3.0	31.8	66.3	71.1	74.5
이자보상배율, 현금	-6.5	-3.1	-0.6	0.8	3.0
총차입금	62.4	102.3	113.3	113.3	113.3
순차입금	-3.9	38.8	73.0	77.6	84.3
EBITDA	-7.4	-2.3	5.3	9.4	16.2
FCF	6.5	-33.3	-21.3	1.6	-1.8



Not Rated

주가(3/3) 8,880원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

02) 3787-5115/namsu.lee@kiwoom.com

VFX가 내재화된 동사는 고품질 콘텐츠 트렌드에 따라 캡티브 및 외주 수주 확대를 통해 성장할 것으로 예상합니다. 자회사는 제작 파이프라인이 강화되어 21년부터 드라마를 중심으로 제작 편수 증가를 기대합니다. 프랜차이즈 IP로 성장할 <승리호>는 트랜스 미디어 효과까지 더해질 것으로 보여 중장기적 관점의 성장 포인트로 작용할 것으로 판단합니다.

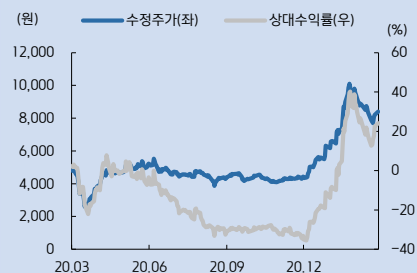
Stock Data

KOSDAQ (3/3)	930.80pt	
시가총액	2,779억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	10,100원	2,535원
최고/최저가 대비	-12.1%	250.3%
주가수익률	절대	상대
1M	-6.9%	-2.9%
6M	102.3%	90.0%
1Y	93.3%	30.1%

Company Data

발행주식수	31,296 천주
일평균 거래량(3M)	2,260천주
외국인 지분율	1.5%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS (20E)	2,015원
주요 주주	박인규 외 3 인 30.2%

Price Trend



VFX 기술력을 동반한 종합 제작사

>>> 드라마, 영화 그리고 예능 종합 제작

동사는 자회사 제작사 3인방의 제작 확대가 성장의 주 요인으로 작용할 것이라 전망한다. 영화 <승리호>를 런칭한 메리크리스마스, 텐트폴 드라마 <재벌집 막내아들>을 JTBC에서 방영할 래몽래인, 드라마 <블랙의 신부>와 예능 제작을 확대할 이미지나인컴즈의 활약이 기대된다. 독립 제작사 3곳을 라인업에 포함 시키며 21년에는 OTT 증가에 따라 기존보다 크게 증가한 작품 수를 선보일 것으로 예상하고 오리지널 콘텐츠 확보 경쟁에 따른 산업 성장 수혜를 볼 것으로 전망한다.

>>> 내재화된 VFX는 성장의 축이다

VFX 산업은 기존 드라마 밸류체인 상 후반 작업에 주로 활용되며 전체 제작비에서 차지하는 제작비가 10~30% 수준을 넘기 힘들었다. 또한 인력 집중화 및 고도화에 따라 마진율의 한계가 발생하며 성장성 대비 저평가되었다. 동사의 내재화된 VFX는 자회사 라인업의 캡티브 역할을 수행함은 물론 외주 수주와 광고 등 영상물에 대해 VFX 기술을 접목하며 산업을 선도할 것으로 전망한다. 또한 글로벌 OTT에 공급하는 콘텐츠의 경우 지속적으로 VFX 처리 수준이 높아지며 내재화된 구조에서 비용 절감과 외주에 확대 따른 수익성 증가를 예상한다.

>>> 다작과 IP 확보로 중소형 디스카운트 극복

본격적인 콘텐츠 제작 파이프라인이 가동되어 제작 증가에 따른 매출과 이익 성장을 전망한다. 영화 <승리호>를 프랜차이즈 IP로 성장시키며 드라마 등 트랜스 미디어의 효과도 중장기적인 성장 포인트이다. 2021년 연결 매출액 1,597억원(YoY +45%), 영업이익 143억원(yoy +14.3%)을 기록할 것으로 전망한다. 산업의 구조적 성장과 VFX 및 제작력을 통해 수익-비용 미스매치에 취약한 중소형 디스카운트를 극복할 것으로 판단한다.

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	-	46.4	110.2	159.7	199.7
영업이익	-	6.6	2.0	14.3	26.7
EBITDA	-	8.8	6.9	17.9	30.4
세전이익	-	7.1	2.6	14.7	27.1
순이익	-	6.5	3.2	10.8	20.5
지배주주지분순이익	-	5.6	2.8	9.3	17.6
EPS(원)	-	212	88	296	563
증감률(% YoY)	NA	NA	-58.4	236.1	90.4
PER(배)	-	76.3	71.8	30.0	15.8
PBR(배)	-	7.97	2.82	3.50	2.87
EV/EBITDA(배)	-	19.0	32.7	17.6	10.0
영업이익률(%)	-	14.2	1.8	9.0	13.4
ROE(%)	-	9.9	4.3	12.4	20.0
순차입금비용(%)	-	6.7	16.7	23.1	6.8

자료: 키움증권 리서치센터

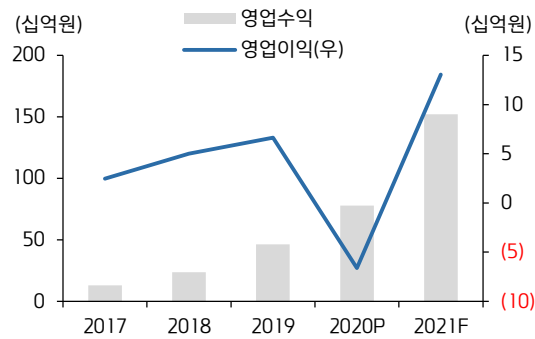
이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로 작성된 보고서입니다.

위지웍스튜디오 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020P	2021F	2022F
영업수익	11.4	23.5	20.5	54.7	21.4	32.3	47.0	59.0	110.2	159.7	199.7
(YoY, %)	50.3%	164.9%	117.9%	166.7%	87.0%	37.5%	129.5%	7.9%	137.4%	45.0%	25.0%
영업비용	13.7	22.3	21.6	50.7	21.5	29.8	44.3	49.8	108.2	145.4	172.9
(YoY, %)	135.5%	243.4%	153.0%	167.6%	56.7%	33.8%	105.2%	-1.6%	172.1%	34.4%	18.9%
영업이익	-2.3	1.3	-1.1	4.1	-0.1	2.6	2.6	9.2	1.9	14.3	26.7
(YoY, %)	적전	-47.3%	적전	155.9%	적지	102.9%	흑전	125.6%	-70.9%	641.7%	87.0%
OPM	-20.0%	5.4%	-5.5%	7.4%	-0.5%	7.9%	5.6%	15.6%	1.7%	8.9%	13.4%
순이익	-2.4	0.4	-1.1	6.1	-0.1	2.0	2.0	6.8	3.1	10.8	20.5
(YoY, %)	적전	-79.8%	적전	243.0%	적지	338.4%	흑전	11.4%	-52.1%	245.6%	90.4%
NPM	-20.8%	1.9%	-5.3%	11.2%	-0.3%	6.1%	4.3%	11.6%	2.8%	6.7%	10.3%

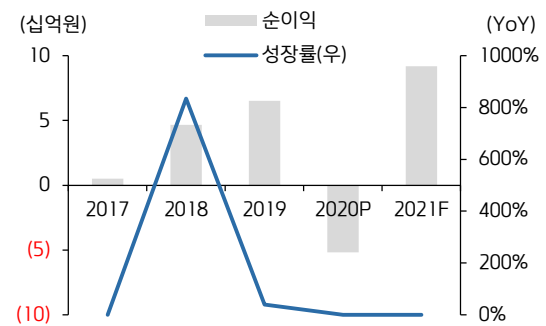
자료: 위지웍스튜디오, 키움증권 리서치센터

위지웍스튜디오 매출액 및 영업이익 추이 (K-IFRS 연결)



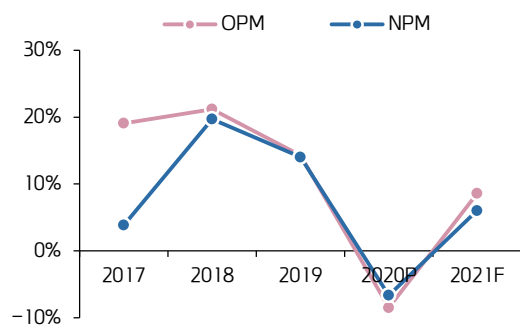
자료: 위지웍스튜디오, 키움증권 리서치센터

위지웍스튜디오 순이익 추이 (K-IFRS 연결)



자료: 위지웍스튜디오, 키움증권 리서치센터

위지웍스튜디오 GPM 및 OPM 추이 (K-IFRS 연결)



자료: 위지웍스튜디오, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	-	46.4	110.2	159.7	199.7
매출원가	-	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	-	46.4	110.2	159.7	199.7
판매비	-	39.8	108.1	145.4	172.9
영업이익	-	6.6	2.0	14.3	26.7
EBITDA	-	8.8	6.9	17.9	30.4
영업외손익	-	0.4	0.6	0.4	0.4
이자수익	-	0.1	0.1	0.1	0.2
이자비용	-	0.6	0.6	0.8	0.9
외환관련이익	-	0.2	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	-	0.3	0.1	0.1	0.1
종속 및 관계기업손익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-	1.0	1.1	1.1	1.1
법인세차감전이익	-	7.1	2.6	14.7	27.1
법인세비용	-	0.5	-0.6	3.9	6.6
계속사업손익	-	6.5	3.2	10.8	20.5
당기순이익	-	6.5	3.2	10.8	20.5
지배주주순이익	-	5.6	2.8	9.3	17.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	NA	137.5	44.9	25.0
영업이익 증감율	NA	NA	-69.7	615.0	86.7
EBITDA 증감율	NA	NA	-21.6	159.4	69.8
지배주주순이익의 증감율	NA	NA	-50.0	232.1	89.2
EPS 증감율	NA	NA	-58.4	236.1	90.4
매출총이익율(%)	-	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익율(%)	-	14.2	1.8	9.0	13.4
EBITDA Margin(%)	-	19.0	6.3	11.2	15.2
지배주주순이익율(%)	-	12.1	2.5	5.8	8.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-	0.4	-14.4	6.3	23.0
당기순이익	-	6.5	3.2	10.8	20.5
비현금항목의 가감	-	3.4	4.7	8.1	10.9
유형자산감가상각비	-	1.9	2.3	1.7	2.3
무형자산감가상각비	-	0.2	2.6	1.9	1.4
지분법평가손익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-	1.3	-0.2	4.5	7.2
영업활동자산부채증감	-	-8.4	-22.3	-7.9	-1.0
매출채권및기타채권의감소	-	-2.3	-8.8	-8.5	-2.0
재고자산의감소	-	-1.2	-2.3	-1.4	-2.0
매입채무및기타채무의증가	-	2.7	3.0	2.9	3.9
기타	-	-7.6	-14.2	-0.9	-0.9
기타현금흐름	-	-1.1	0.0	-4.7	-7.4
투자활동 현금흐름	-	-27.2	-10.8	-13.9	-13.9
유형자산의 취득	-	-3.6	0.0	-5.0	-5.0
유형자산의 처분	-	0.0	1.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-	-0.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-	-13.0	-6.9	-4.0	-4.0
단기금융자산의감소(증가)	-	-5.2	0.0	0.0	0.0
기타	-	-4.9	-4.9	-4.9	-4.9
재무활동 현금흐름	-	14.6	17.6	14.5	9.5
차입금의 증가(감소)	-	3.4	2.3	10.0	5.0
자본금자본잉여금의 증가(감소)	-	6.7	10.9	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-	4.5	4.4	4.5	4.5
기타현금흐름	-	-0.2	-0.1	-4.6	0.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-	-12.4	-7.6	2.4	19.1
기초현금 및 현금성자산	-	28.2	15.8	8.2	10.5
기말현금 및 현금성자산	-	15.8	8.2	10.5	29.6

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	-	40.9	53.1	66.2	90.2
현금 및 현금성자산	-	15.8	8.2	10.5	29.5
단기금융자산	-	5.2	5.2	5.2	5.2
매출채권 및 기타채권	-	6.7	15.4	24.0	26.0
재고자산	-	4.3	6.6	8.0	10.0
기타유동자산	-	8.9	17.7	18.5	19.5
비유동자산	-	68.3	69.4	79.8	85.0
투자자산	-	13.0	19.9	23.9	27.9
유형자산	-	30.6	27.3	30.6	33.3
무형자산	-	17.0	14.4	12.5	11.1
기타비유동자산	-	7.7	7.8	12.8	12.7
자산총계	-	109.2	122.5	146.0	175.3
유동부채	-	30.5	36.3	49.2	58.1
매입채무 및 기타채무	-	7.0	10.0	12.9	16.8
단기금융부채	-	19.3	26.4	36.4	41.4
기타유동부채	-	4.2	-0.1	-0.1	-0.1
비유동부채	-	8.2	1.8	1.8	1.8
장기금융부채	-	6.5	1.2	1.2	1.2
기타비유동부채	-	1.7	0.6	0.6	0.6
부채총계	-	38.7	38.1	51.0	59.9
자본지분	-	56.7	70.2	79.3	96.8
자본금	-	4.8	15.6	15.6	15.6
자본잉여금	-	41.9	41.9	41.9	41.9
기타자본	-	0.2	0.2	0.2	0.2
기타포괄손익누계액	-	-0.1	-0.2	-0.3	-0.5
이익잉여금	-	9.9	12.7	21.9	39.5
비자본지분	-	13.7	14.2	15.7	18.6
자본총계	-	70.5	84.4	95.0	115.4

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS		212	88	296	563
BPS		2,026	2,244	2,535	3,094
CFPS		375	252	604	1,002
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER		76.3	71.8	30.0	15.8
PER(최고)		105.1	81.6		
PER(최저)		44.9	27.0		
PBR		7.97	2.82	3.50	2.87
PBR(최고)		10.98	3.20		
PBR(최저)		4.69	1.06		
PSR		9.20	1.80	1.74	1.39
PCFR		43.1	25.1	14.7	8.9
EV/EBITDA		19.0	32.7	17.6	10.0
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA		6.0	2.8	8.0	12.8
ROE		9.9	4.3	12.4	20.0
ROIC		12.1	1.3	6.7	23.5
매출채권회전율		13.9	10.0	8.1	8.0
재고자산회전율		21.5	20.2	21.9	22.2
부채비율		55.0	45.1	53.7	51.9
순차입금비율		6.7	16.7	23.1	6.8
이자보상배율, 현금		11.8	3.4	17.5	28.9
총차입금	0.0	25.8	27.5	37.5	42.5
순차입금	0.0	4.7	14.1	21.9	7.8
EBITDA	0.0	8.8	6.9	17.9	30.4
FCF	0.0	-3.0	-15.5	-3.9	17.9

텍스터(206560)



Not Rated

주가(3/3) 7,410원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

02) 3787-5115/namsu.lee@kiwoom.com

영화 <신과함께 1,2>, <백두산> 등의 대작 콘텐츠를 제작한 동사는 VFX 스튜디오를 구축하며 콘텐츠 제작 산업의 기술적 도약을 가져올 것으로 전망합니다. 이로 인해 제작비의 효율적 집행이 가능해져 콘텐츠 품질을 높이기 위한 제작사와의 시너지가 발생해 VFX 수주 증가로 이어질 것이라 판단합니다. 웰메이드 대작 콘텐츠의 핵심 역량인 VFX 기술의 산업적 위상은 지속적으로 중요해질 것으로 전망합니다.

Stock Data

KOSDAQ (3/3)		930.80pt
시가총액		1,878억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	7,410원	2,930원
최고/최저가 대비	0.0%	152.9%
주가수익률	절대	상대
1M	11.9%	16.7%
6M	32.3%	24.3%
1Y	16.3%	-21.7%

Company Data

발행주식수	25,348 천주
일평균 거래량(3M)	1,132천주
외국인 지분율	1.0%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS (20E)	2,242원
주요 주주	김용화 외 2 인 21.2%

Price Trend



콘텐츠 제작의 필수 코스

>>> VFX는 이제 필수가 되었다

넷플릭스 포스트 파트너 프로그램에 등록되어 있는 동사는 국내 대작 영화 및 드라마의 퀄리티를 한단계 높이는 선도적인 역할을 수행했다. 국내는 물론 글로벌 관객의 콘텐츠 기대가 높아지며 기술적 완성도를 높이는 제작사의 투자는 더욱 증가할 것으로 전망한다. 특히 CG/VFX 기술력 뿐만 아니라, 음향 및 영상보정에 서도 독보적인 지배력을 가지고 있는 점이 장점이다. 또한 콘텐츠의 범위가 광고, 씨네마틱, 디지털 사이니지 등으로 확대되며 영상 콘텐츠 산업의 필수 코스로 자리매김 하고 있다.

>>> VFX 스튜디오는 제작사와 원원관계

동사는 3월 2일 버추얼 프로덕션 스튜디오에 대한 신규시설투자 42.6억원을 공시했다. 차세대 실감형 콘텐츠 제작시스템인 버추얼 프로덕션의 대표작은 HBO <왕좌의 게임>, 디즈니 플러스 <더 만달로리안> 등이 있다. 버추얼 스튜디오는 산업적으로 보정 단계에 속한 CG/VFX를 후반 작업에서 전반 기획 단계로 확장시킬 수 있는 것이 특징이다. 버추얼 스카우팅을 통해 기존 오프라인 촬영 대비 제작사는 제작비 절감이 가능하고, VFX 스튜디오는 수주 영역 확대를 통해 기존 VFX의 제작비 비중인 10~30%를 상회하는 수주를 달성할 것으로 전망한다.

>>> 대작에 집중하는 콘텐츠 산업 수혜

글로벌 OTT의 투자 증가, 영화 산업의 부진 탈피를 위한 대작 콘텐츠 확대가 예상되어 구조적 성장을 예상한다.

자체 기획 중인 영화 <더문>, 텐트폴 영화 <외계인> 등을 통해 실적 개선을 꾀할 것으로 예상하여, 2021년 연결 매출액 413억원(YoY +57%), 영업이익 52억원(yoy +2,487%)을 전망한다. 향후 블라드 스튜디오와 텍스터픽처스를 통해 제작 역량을 이원화하여 효율적 리스크 관리와 안정적 수주 성장세를 이어갈 것으로 전망한다.

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	39.2	55.5	26.3	41.3	53.7
영업이익	2.1	-5.4	0.2	5.2	8.6
EBITDA	5.8	-0.5	4.2	8.1	11.6
세전이익	3.7	-5.3	0.0	6.1	9.5
순이익	2.8	-7.7	-3.4	4.5	7.2
지배주주지분순이익	2.8	-7.7	-3.4	4.5	7.2
EPS(원)	119	-313	-133	177	285
증감률(% YoY)	흑전	적전	적지	흑전	61.3
PER(배)	39.9	-24.6	-43.2	39.1	24.2
PBR(배)	1.85	3.43	2.79	3.08	2.74
EV/EBITDA(배)	14.7	-374.0	28.3	17.6	11.9
영업이익률(%)	5.4	-9.7	0.8	12.6	16.0
ROE(%)	5.4	-13.0	-6.3	8.2	12.0
순차입금비율(%)	-49.5	-36.0	-53.5	-54.9	-57.7

자료: 키움증권 리서치센터

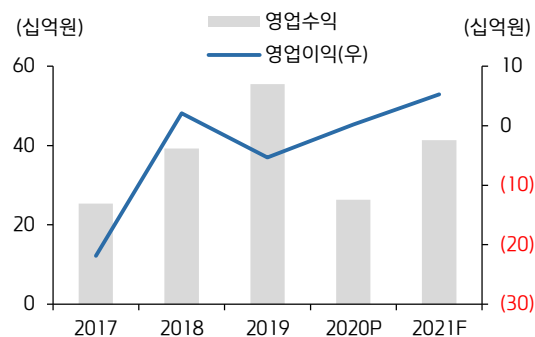
이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로 작성된 보고서입니다.

덱스터 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020P	2021F	2022F
영업수익	7.4	8.1	5.3	5.4	8.3	10.0	9.7	13.4	26.3	41.3	53.7
(YoY, %)	-57.7%	-46.6%	-48.8%	-55.7%	11.0%	22.9%	82.3%	146.1%	-52.5%	57.0%	30.0%
영업비용	7.3	7.3	5.9	5.7	8.0	9.6	8.4	10.1	26.2	36.1	45.1
(YoY, %)	401.8%	249.1%	4.5%	-89.0%	9.8%	31.5%	42.5%	77.9%	-57.0%	38.0%	25.0%
영업이익	0.1	0.8	-0.6	-0.2	0.2	0.4	1.3	3.3	0.2	5.2	8.6
(YoY, %)	-92.5%	흑전	적지	적지	72.4%	-52.4%	흑전	흑전	흑전	2487.5%	64.5%
OPM	1.8%	10.3%	-10.8%	-3.6%	2.8%	4.0%	13.4%	24.7%	0.8%	12.7%	16.0%
순이익	1.8	0.2	-0.5	-4.8	0.3	0.5	1.1	2.6	-3.4	4.5	7.2
(YoY, %)	11.2%	84.3%	적지	적지	-83.0%	185.3%	흑전	흑전	적지	흑전	61.2%
NPM	23.7%	2.0%	-9.6%	-88.8%	3.6%	4.6%	11.6%	19.4%	-13.0%	10.8%	13.4%

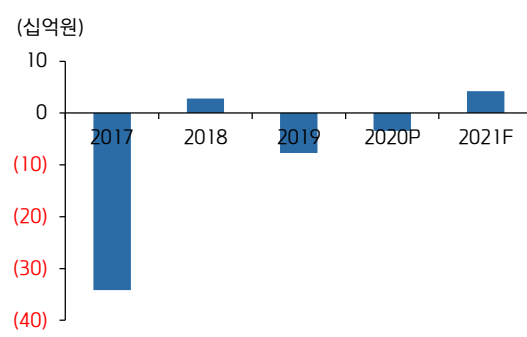
자료: 덱스터, 키움증권 리서치센터

덱스터 매출액 및 영업이익 추이 (K-IFRS 연결)



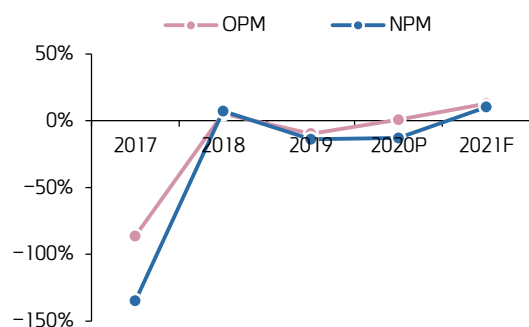
자료: 덱스터, 키움증권 리서치센터

덱스터 순이익 추이 (K-IFRS 연결)



자료: 덱스터, 키움증권 리서치센터

덱스터 OPM 및 NPM 추이 (K-IFRS 연결)



자료: 덱스터, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	39.2	55.5	26.3	41.3	53.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	39.2	55.5	26.3	41.3	53.7
판매비	37.1	60.8	26.2	36.1	45.1
영업이익	2.1	-5.4	0.2	5.2	8.6
EBITDA	5.8	-0.5	4.2	8.1	11.6
영업외손익	1.7	0.1	-0.2	0.9	0.9
이자수익	0.5	0.2	0.2	0.3	0.3
이자비용	1.5	0.2	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
외환관련손실	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
충속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.4	-0.4	-0.7	0.3	0.3
법인세차감전이익	3.7	-5.3	0.0	6.1	9.5
법인세비용	0.9	2.4	3.4	1.6	2.3
계속사업손익	2.8	-7.7	-3.4	4.5	7.2
당기순이익	2.8	-7.7	-3.4	4.5	7.2
지배주주순이익	2.8	-7.7	-3.4	4.5	7.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	54.7	41.6	-52.6	57.0	30.0
영업이익 증감율	흑전	-357.1	-103.7	2,500.0	65.4
EBITDA 증감율	흑전	-108.6	-940.0	92.9	43.2
지배주주순이익의 증감율	흑전	-375.0	-55.8	-232.4	60.0
EPS 증감율	흑전	적전	적지	흑전	61.3
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	5.4	-9.7	0.8	12.6	16.0
EBITDA Margin(%)	14.8	-0.9	16.0	19.6	21.6
지배주주순이익률(%)	7.1	-13.9	-12.9	10.9	13.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	11.9	8.2	10.0	11.7	14.7
당기순이익	2.8	-7.7	-3.4	4.5	7.2
비현금항목의 가감	4.0	13.3	12.8	9.9	10.6
유형자산감가상각비	3.4	4.7	3.8	2.8	3.0
무형자산감가상각비	0.3	0.2	0.2	0.1	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.3	8.4	8.8	7.0	7.6
영업활동자산부채증감	4.9	2.4	3.9	-1.2	-0.9
매출채권및기타채권의감소	3.1	2.5	2.4	-1.2	-1.0
채고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.8	-3.5	1.1	0.2	0.2
기타	1.0	3.4	0.4	-0.2	-0.1
기타현금흐름	0.2	0.2	-3.3	-1.5	-2.2
투자활동 현금흐름	4.0	-7.8	-6.1	-3.0	-3.5
유형자산의 취득	-1.5	-3.3	-2.5	-3.0	-3.5
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.5	-11.8	1.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-9.7	6.3	-5.7	-1.1	-1.2
기타	14.8	1.1	1.1	1.1	1.2
재무활동 현금흐름	-10.0	-13.4	-1.6	-2.0	-2.0
차입금의 증가(감소)	0.0	-11.5	0.0	0.0	0.0
차입금자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-10.0	-1.9	-1.9	-2.0	-2.0
기타현금흐름	0.0	0.0	-4.8	-4.6	-4.7
현금 및 현금성자산의 순증가	6.0	-13.1	-2.4	2.2	4.6
기초현금 및 현금성자산	15.2	21.2	8.2	5.8	8.0
기말현금 및 현금성자산	21.2	8.2	5.8	8.0	12.5

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	56.3	32.1	36.0	40.6	47.5
현금 및 현금성자산	21.2	8.2	8.6	10.7	15.3
단기금융자산	22.7	16.4	22.1	23.2	24.4
매출채권 및 기타채권	6.5	4.5	2.1	3.3	4.3
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	5.9	3.0	3.2	3.4	3.5
비유동자산	24.5	34.5	30.1	30.2	30.7
투자자산	7.2	19.0	18.0	18.0	18.0
유형자산	6.2	5.1	3.8	3.9	4.5
무형자산	1.2	1.0	0.8	0.7	0.7
기타비유동자산	9.9	9.4	7.5	7.6	7.5
자산총계	80.8	66.5	66.0	70.7	78.2
유동부채	15.2	7.8	9.1	9.3	9.5
매입채무 및 기타채무	2.3	3.1	4.1	4.3	4.5
단기금융부채	12.0	1.6	1.2	1.2	1.2
기타유동부채	0.9	3.1	3.8	3.8	3.8
비유동부채	2.4	3.4	1.9	1.9	1.9
장기금융부채	0.7	3.1	1.6	1.6	1.6
기타비유동부채	1.7	0.3	0.3	0.3	0.3
부채총계	17.6	11.2	11.0	11.2	11.4
자본지분	63.2	55.3	52.2	56.7	63.9
자본금	12.3	12.3	12.7	12.7	12.7
자본잉여금	74.3	54.6	54.6	54.6	54.6
기타자본	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-19.6	-7.8	-11.2	-6.7	0.5
비지배지분	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
자본총계	63.2	55.3	52.3	56.8	64.0

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	119	-313	-133	177	285
BPS	2,564	2,242	2,061	2,238	2,523
CFPS	288	225	370	567	703
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	39.9	-24.6	-43.2	39.1	24.2
PER(최고)	102.2	-30.8	-77.6		
PER(최저)	36.6	-14.8	-20.9		
PBR	1.85	3.43	2.79	3.08	2.74
PBR(최고)	4.74	4.30	5.02		
PBR(최저)	1.69	2.06	1.36		
PSR	2.86	3.42	5.55	4.23	3.25
PCFR	16.5	34.2	15.6	12.2	9.8
EV/EBITDA	14.7	-374.0	28.3	17.6	11.9
주요비율(%)					
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	3.3	-10.5	-5.1	6.5	9.7
ROE	5.4	-13.0	-6.3	8.2	12.0
ROIC	16.0	-17.5	-2571.0	53.6	76.6
매출채권회전율	3.6	10.1	8.0	15.1	14.0
재고자산회전율					
부채비율	27.8	20.2	21.0	19.7	17.9
순차입금비율	-49.5	-36.0	-53.5	-54.9	-57.7
이자보상배율, 현금	1.4	-22.5	1.2	37.3	61.4
총차입금	12.7	4.6	2.7	2.7	2.7
순차입금	-31.3	-19.9	-28.0	-31.2	-36.9
EBITDA	5.8	-0.5	4.2	8.1	11.6
FCF	11.4	0.9	-251.0	2.6	5.1

넵툰(217270)



Not Rated

주가(3/3) 27,150원

인터넷/게임 Analyst 김학준
02) 3787-5155/dilog10@kiwoom.com

올해 영원회귀를 통한 성장전략을 갖고 있는 넵툰은 하반기부터 실적개선이 이루어질 것으로 기대됩니다. 연말 정식출시까지 지속적인 개선작업이 이루어질 예정입니다. 퍼블리셔 선정 이후 유저 풀이 확대될 수 있다는 점에서 내년이 더욱 기대되는 업체입니다. 올해 하반기에 성장 수준에 대한 기대치를 가늠할 수 있을 것으로 판단됩니다.

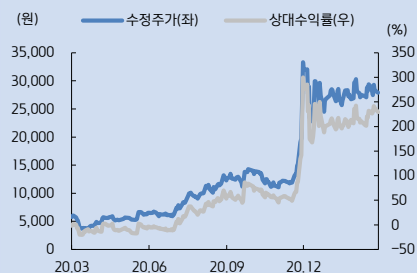
Stock Data

KOSDAQ (3/3)		930.80pt
시가총액		8,603억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	33,300원	3,350원
최고/최저가 대비	-18.5%	710.4%
주가수익률	절대	상대
	1M	-8.7%
	6M	120.7%
	1Y	372.2%
		-4.8%
		107.3%
		218.0%

Company Data

발행주식수	31,688 천주
일평균 거래량(3M)	1,169천주
외국인 지분율	0.1%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS (20E)	4,527원
주요 주주	카카오게임즈의 9인 52.1%

Price Trend



글로벌 IP 가능성을 보인 영원회귀

>>> 기초를 다지는 중인 영원회귀

배틀로얄장르와 Moba장르가 결합된 영원회귀는 작년 10월 출시 이후 스마트폰 기준 동시접속자 수 5.3만명까지 기록한 PC게임이다. 최근 비슷한 장르인 LoL의 E-sports 시즌이 돌입함에 따라 동시접속자 수가 2.2만명 내외로 하향안정화 되었다. 다만, 내용을 살펴보면 기존 70%수준에 달했던 한국유저의 감소가 영향이 컸던 것으로 추정되며 해외지역 유저비중(중국, 북미, 유럽, 일본 순서)은 확대되고 있다. 아직까지 게임의 폴리싱 작업이 이어지고 있으며 연말 수준이 되면 정식출시가 이루어질 것으로 전망된다.

>>> 유저지표가 가장 기본, 증가세를 지켜봐야

관건은 올해 영원회귀의 유저풀의 확대이다. 카카오게임즈의 투자로 계열 편입이 이루어짐에 따라 국내 및 해외 퍼블리셔 선정도 한층 속도를 낼 것으로 전망된다. 투자대금을 통한 마케팅이 본격적으로 진행된다면 본격적인 유저풀 확대를 기대해 볼 수 있을 것이다.

>>> 하반기부터 본격적인 매출 성장 기대

넵툰의 본격적인 실적 성장은 올해 하반기부터 진행될 것으로 전망된다. 2월부터 2종의 스킨판매가 진행되면서 매출이 발생되긴 하였지만 캐릭터, 스킨이 어느 정도 갖춰지고 배틀패스(구독형BM) 판매가 본격적으로 진행되는 하반기에는 실적 기여가 커질 것으로 기대된다. 2021년 연결 매출액 401억원(YoY +104.3%), 영업이익 3억원(흑자전환)을 기록할 것으로 전망된다. 영원회귀의 해외유저가 지속적으로 증가할 경우 글로벌 IP로의 발전과 재생산이 가능할 것으로 판단된다. 자산가치는 크래프톤 1%, 샌드박스 15.5%를 보유하고 있고 현금(약 2,200억원)까지 감안하면 영원회귀의 가치상승이 중요하다.

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	205	182	180	196	401
영업이익	-86	-184	-101	-81	3
EBITDA	-64	-160	-70	-70	9
세전이익	428	-389	-214	582	32
순이익	321	-369	-208	459	25
지배주주지분순이익	339	-336	-177	391	21
EPS(원)	1,801	-1,677	-796	1,664	56
증감률(% YoY)	흑전	적전	적지	흑전	-96.6
PER(배)	8.2	-6.0	-8.4	16.0	495.0
PBR(배)	3.30	2.98	2.28	5.90	3.57
EV/EBITDA(배)	-43.5	-15.3	-25.2	-81.1	693.5
영업이익률(%)	-42.0	-101.1	-56.1	-41.3	0.7
ROE(%)	54.2	-42.7	-25.0	44.4	1.0
순자입금비율(%)	0.1	47.5	43.4	-61.5	-87.2

자료: 키움증권 리서치센터

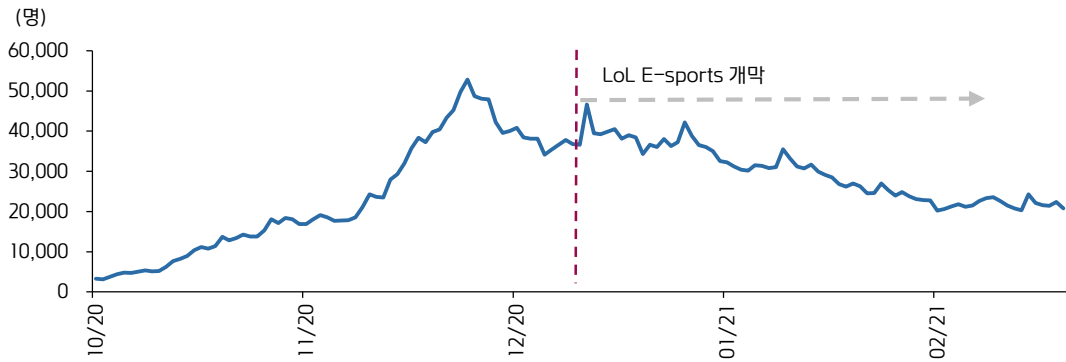
이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로 작성된 보고서입니다.

넵툰 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2019	2020P	2021F
영업수익	40.0	49.3	47.9	43.2	51.5	51.2	44.7	49.1	180.4	196.4	401.2
(YoY, %)	-21%	18%	6%	-2%	28.7%	3.8%	-6.7%	13.6%	-0.7%	8.9%	104.3%
영업비용	75.2	69.5	67.6	69.3	70.3	68.9	64.2	73.5	281.6	276.9	398.3
(YoY, %)	-17%	-22%	-27%	-26%	-6.6%	-0.8%	-5.0%	6.0%	-23.0%	-1.6%	43.8%
영업이익	-35.1	-20.3	-19.7	-26.1	-18.8	-17.8	-19.6	-24.4	-101.2	-80.5	2.9
(YoY, %)	적자유지	적자유지	적자유지	적자유지	적자유지	적자유지	적자유지	적자유지	적자유지	적자유지	흑자전환
OPM											0.7%

자료: 넵툰, 키움증권 리서치센터

영원회귀 동시접속자 수 추이



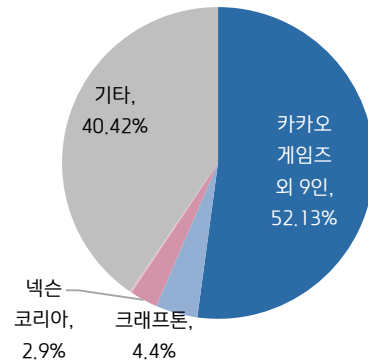
자료: Steam, 키움증권 리서치센터

2월부터 판매가 시작된 영원회귀 스킨



자료: 넵툰, 키움증권 리서치센터

넵툰 최대주주로 변경된 카카오게임즈



자료: 넵툰, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	205	182	180	196	401
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	205	182	180	196	401
판매비	291	365	282	277	398
영업이익	-86	-184	-101	-81	3
EBITDA	-64	-160	-70	-70	9
영업외손익	514	-206	-113	663	29
이자수익	1	3	2	24	72
이자비용	2	4	4	4	4
외환관련이익	1	1	1	1	1
외환관련손실	4	1	2	2	2
종속 및 관계기업손익	-1	-10	-87	-57	-27
기타	519	-195	-23	701	-11
법인세차감전이익	428	-389	-214	582	32
법인세비용	107	-20	-6	123	7
계속사업손익	321	-369	-208	459	25
당기순이익	321	-369	-208	459	25
지배주주순이익	339	-336	-177	391	21
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	11.8	-11.2	-1.1	8.9	104.6
영업이익 증감률	흑전	114.0	-45.1	-19.8	-103.7
EBITDA 증감률	흑전	150.0	-56.3	0.0	-112.9
지배주주순이익의 증감률	흑전	-199.1	-47.3	-320.9	-94.6
EPS 증감률	흑전	적전	적지	흑전	-96.6
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-42.0	-101.1	-56.1	-41.3	0.7
EBITDA Margin(%)	-31.2	-87.9	-38.9	-35.7	2.2
지배주주순이익률(%)	165.4	-184.6	-98.3	199.5	5.2

현금흐름표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-50	-134	-59	653	179
당기순이익	321	-369	-208	459	25
비현금항목의 가감	-373	229	154	303	104
유형자산감가상각비	3	4	9	0	0
무형자산감가상각비	19	20	22	10	6
지분법평가손익	-1	-20	-190	-57	-27
기타	-394	225	313	350	125
영업활동자산부채증감	2	6	-4	-6	-11
매출채권및기타채권의감소	1	2	-1	-2	-7
채고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	1	3	-4	-3	-3
기타	0	1	1	-1	-1
기타현금흐름	0	0	-1	-103	61
투자활동 현금흐름	-141	-425	34	446	26
유형자산의 취득	-5	-2	-3	0	0
유형자산의 처분	0	0	1	0	0
무형자산의 순취득	0	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-90	-840	-25	414	0
단기금융자산의감소(증가)	-29	-16	37	7	1
기타	-17	433	24	25	25
재무활동 현금흐름	168	547	53	18	1,992
차입금의 증가(감소)	74	308	-64	0	0
자본금자본잉여금의 증가(감소)	100	233	100	2	1,975
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-6	6	17	16	17
기타현금흐름	-1	0	0	-180	-179.79
현금 및 현금성자산의 순증가	-23	-12	27	937	2,016
기초현금 및 현금성자산	90	67	55	82	1,019
기말현금 및 현금성자산	67	55	82	1,019	3,035

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
유동자산	123	142	127	1,059	3,082
현금 및 현금성자산	67	55	82	1,019	3,035
단기금융자산	31	46	9	2	0
매출채권 및 기타채권	23	22	23	25	32
채고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2	19	13	13	15
비유동자산	979	1,155	1,029	547	514
투자자산	97	927	865	393	366
유형자산	9	8	7	6	6
무형자산	331	217	140	129	124
기타비유동자산	542	3	17	19	18
자산총계	1,103	1,296	1,157	1,607	3,596
유동부채	67	446	376	372	370
매입채무 및 기타채무	27	30	26	23	20
단기금융부채	29	399	328	328	328
기타유동부채	11	17	22	21	22
비유동부채	211	162	161	161	161
장기금융부채	69	29	33	33	33
기타비유동부채	142	133	128	128	128
부채총계	278	608	537	533	531
자본지분	850	725	688	1,073	3,062
자본금	95	107	117	119	196
자본잉여금	445	667	804	804	2,701
기타자본	29	25	25	25	25
기타포괄손익누계액	3	-14	-20	-28	-35
이익잉여금	278	-60	-238	153	174
비자본지분	-25	-37	-68	0	4
자본총계	825	688	620	1,073	3,066

투자지표

(단위 : 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,801	-1,677	-796	1,664	56
BPS	4,464	3,390	2,945	4,527	7,811
CFPS	-274	-702	-242	3,246	342
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	8.2	-6.0	-8.4	16.0	495.0
PER(최고)	12.3	-11.2	-17.4		
PER(최저)	4.0	-4.8	-7.3		
PBR	3.30	2.98	2.28	5.90	3.57
PBR(최고)	4.97	5.55	4.70		
PBR(최저)	1.59	2.39	1.97		
PSR	13.53	11.14	8.28	31.92	26.21
PCFR	-53.8	-14.4	-27.8	8.2	81.7
EV/EBITDA	-43.5	-15.3	-25.2	-81.1	693.5
주요비율(%)					
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	40.6	-30.8	-17.0	33.2	1.0
ROE	54.2	-42.7	-25.0	44.4	1.0
ROIC	7.0	-36.0	-56.1	-42.4	1.5
매출채권회전율	8.8	8.1	8.1	8.3	14.1
채고자산회전율	20,800	12,853	24,040	29,090	37,466
부채비율	33.8	88.4	86.6	49.7	17.3
순차입금비율	0.1	47.5	43.4	-61.5	-87.2
이자보상배율, 현금	-51.3	-48.7	-24.1	-19.1	0.7
총차입금	98	428	361	361	361
순차입금	1	327	269	-660	-2,675
EBITDA	-64	-160	-70	-70	9
FCF	62	-168	-79	-59	-3

조이스티(067000)



Not Rated

주가(3/3) 8,400원

인터넷/게임 Analyst 김학준

02) 3787-5155/dilog10@kiwoom.com

전쟁시뮬레이션 장르를 통해 안정적인 성장세를 이루고 있는 조이스티는 올해 기존작의 높은 성장세와 신작의 점진적 성장세로 큰 폭의 실적 개선이 기대됩니다. 게임업체들 중 유일하게 실적전망공시를 했다는 점에서 그 자신감을 엿볼 수 있습니다. 내년에는 자체 IP를 활용한 PC/콘솔 시장에도 진출할 계획이기 때문에 기업가치 Level Up은 지속될 것으로 전망됩니다.

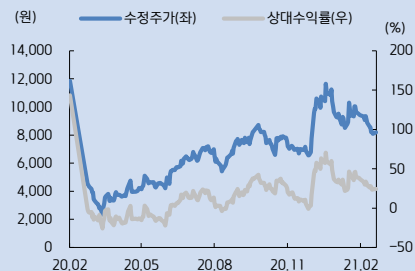
Stock Data

KOSDAQ (3/3)		930.80pt
시가총액		3,760억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	11,650원	2,350원
최고/최저가 대비	-27.9%	257.4%
주가수익률	절대	상대
1M	-16.4%	-12.8%
6M	25.9%	18.2%
1Y	93.8%	33.9%

Company Data

발행주식수	44,763 천주
일평균 거래량(3M)	743천주
외국인 자본율	7.0%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS (20E)	867원
주요 주주	엔드림 외 2인 36.2%

Price Trend



계단식 성장 발판 위에 자체IP 강화

>>> 전쟁시뮬레이션 장르의 예측가능한 Life Cycle

매출원에서 전쟁시뮬레이션장르가 다수 포진된 조이스티의 특징은 기존 게임업체들과는 다르게 출시 초기 매출은 낮지만 시간이 지남에 따라 매출이 점진적으로 확대된다는 점이다. 이러한 특성상 게임 출시 전 기대치가 주가에 반영되지 않는 모습을 보이고 있다. 하지만 확률형 아이템을 배제하고 유저 활동지표 및 마케팅비용 분석 등으로 게임의 성장 및 Life Cycle 수준을 예측할 수 있다는 점은 동사의 강점이다. 이를 바탕으로 동사는 국내 게임업체 중 유일하게 2021년도 실적전망공시를 내놓았다. 이는 5년이 지난 <캐리비언해적>의 매출이 현재 최고 실적을 달성했다는 것에서 확인할 수 있다.

>>> 신작을 통한 성장세 지속

2020년을 이끌었던 <캐리비언해적>, <토탈워페어>의 성장 외에도 <크로스파이어>, <테라>의 실적기여가 기대되며 감소했던 MMORPG<블레스>의 매출도 아시아 런칭을 통해 일부 회복될 것으로 전망된다. 이외 신작으로 <NEO>, <프로젝트M>, <킹오브파이터즈> 등 서브컬처 및 전쟁시뮬레이션 게임이 준비되고 있어 성장 기대치를 높일 수 있다.

>>> 계단식 매출성장 기대, 22년에는 자체 IP 강화

올해 실적을 견인할 것은 <토탈워페어>가 될 것이다. 연초에 받은 투자로 마케팅을 진행할 계획이기 때문이다. 보통 전쟁시뮬레이션은 대규모 마케팅이 수반되면 일정수준 이상의 성장이 따라온다. 2021년은 매출액 2,655억원(YoY +60.5%), 영업이익 374억원(YoY +80.9%)을 기록할 것으로 전망된다. 추가로 2022년에는 자체 IP인 <프리스타일-풋볼>의 PC/콘솔 버전이 출시 준비 중이다. 자체 IP의 흥행은 영업이익률 개선을 의미하기에 기대해 볼 만 하다.

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	922	872	1,031	1,653	2,755
영업이익	-27	-54	85	206	364
EBITDA	9	-25	125	235	356
세전이익	-28	-43	3	114	297
순이익	-115	-79	-19	113	232
지배주주지분순이익	-115	-78	-13	110	225
EPS(원)	-337	-228	-38	253	502
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	98.7
PER(배)	-14.1	-15.6	-74.1	43.5	16.3
PBR(배)	4.77	4.57	3.70	12.69	4.85
EV/EBITDA(배)	153.3	-45.3	7.8	6.3	8.0
영업이익률(%)	-2.9	-6.2	8.2	12.5	13.2
ROE(%)	-29.0	-25.7	-4.9	34.2	39.4
순자임금비용(%)	-55.8	-23.4	10.4	-55.6	-105.9

자료: 카움증권 리서치센터

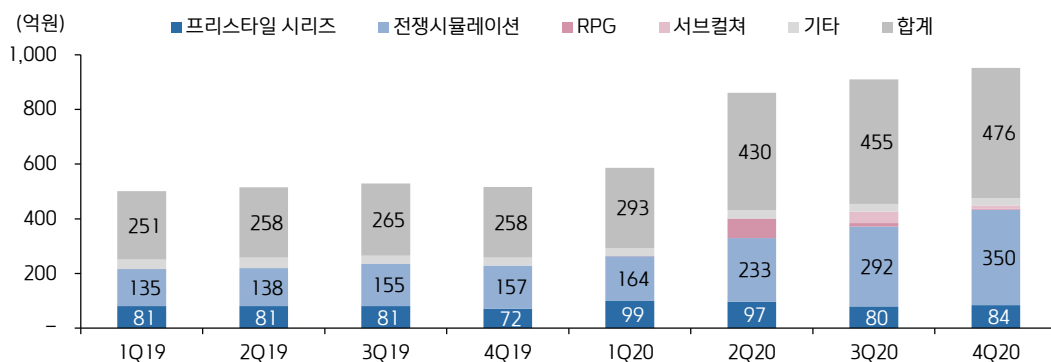
이 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안」의 일환으로 작성된 보고서입니다.

조이시티 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2019	2020P	2021F
영업수익	251	258	265	258	293	430	455	476	1,031	1,653	2,755
(YoY, %)	-2%	19%	35%	26%	16.7%	66.7%	71.7%	84.5%	18.2%	60.3%	66.7%
영업비용	249	249	222	225	242	386	399	419	946	1,447	2,391
(YoY, %)	0%	7%	2%	-1%	-2.8%	55.0%	79.7%	86.2%	2.0%	53.0%	65.2%
영업이익	2	9	42	33	50	45	55	56	85	206	364
(YoY, %)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	2400%	400%	31%	70%	흑자전환	142.4%	76.7%
OPM	0.8%	3.5%	15.8%	12.8%	17.1%	10.5%	12.1%	11.8%	8.2%	12.5%	13.2%

자료: 조이시티, 키움증권 리서치센터

조이시티의 장르별 분기 매출추이



자료: 조이시티, 키움증권 리서치센터

상반기 출시 예정인 전쟁시뮬레이션 <프로젝트NEO>



자료: 조이시티, 키움증권 리서치센터

하반기 출시 예정인 서브컬처게임 <프로젝트M>



자료: 조이시티, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	922	872	1,031	1,653	2,755
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	922	872	1,031	1,653	2,755
판매비	949	927	946	1,447	2,391
영업이익	-27	-54	85	206	364
EBITDA	9	-25	125	235	356
영업외손익	-1	11	-82	-92	-67
이자수익	1	3	3	6	15
이자비용	0	0	2	2	2
외환관련이익	8	7	9	8	8
외환관련손실	24	3	5	3	3
종속 및 관계기업손익	1	1	0	0	0
기타	13	3	-87	-101	-85
법인세차감전이익	-28	-43	3	114	297
법인세비용	87	36	22	1	65
계속사업손익	-115	-79	-19	113	232
당기순이익	-115	-79	-19	113	232
지배주주순이익	-115	-78	-13	110	225
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	27.1	-5.4	18.2	60.3	66.7
영업이익 증감률	-187.9	100.0	-257.4	142.4	76.7
EBITDA 증감률	-85.1	-377.8	-600.0	88.0	51.5
지배주주순이익의 증감률	흑전	-32.2	-83.3	-946.2	104.5
EPS 증감률	적지	적지	적지	흑전	98.7
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-2.9	-6.2	8.2	12.5	13.2
EBITDA Margin(%)	1.0	-2.9	12.1	14.2	12.9
지배주주순이익률(%)	-12.5	-8.9	-1.3	6.7	8.2

현금흐름표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	63	-101	28	340	565
당기순이익	-115	-79	-19	113	232
비현금항목의 가감	133	95	165	122	141
유형자산감가상각비	3	2	17	17	-12
무형자산감가상각비	34	27	22	12	4
지분법평가손익	-12	-5	-1	0	0
기타	108	71	127	93	149
영업활동자산부채증감	90	-85	-83	100	244
매출채권및기타채권의감소	56	17	-48	-85	-150
채고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	55	-37	49	168	382
기타	-21	-65	-84	17	12
기타현금흐름	-45	-32	-35	5	-52
투자활동 현금흐름	1	-57	-98	-183	-384
유형자산의 취득	-2	-1	-3	0	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	0	-1	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-10	-43	-13	-22	-22
단기금융자산의감소(증가)	58	-31	-51	-131	-331
기타	-45	19	-31	-30	-31
재무활동 현금흐름	-1	159	-15	3	132
차입금의 증가(감소)	-1	160	0	0	0
차입금자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	18	147
자기주식처분(취득)	0	-1	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	-15	-15	-15
기타현금흐름	2	1	-1	-52	-51.59
현금 및 현금성자산의 순증가	66	2	-86	108	261
기초현금 및 현금성자산	122	187	189	103	211
기말현금 및 현금성자산	187	189	103	211	472

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
유동자산	350	387	392	697	1,428
현금 및 현금성자산	187	189	103	211	472
단기금융자산	3	33	85	216	547
매출채권 및 기타채권	106	77	141	225	376
채고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	54	88	63	45	33
비유동자산	157	165	258	251	280
투자자산	73	116	129	151	173
유형자산	11	10	10	-7	5
무형자산	70	35	19	7	2
기타비유동자산	3	4	100	100	100
자산총계	506	552	649	948	1,708
유동부채	161	286	350	518	900
매입채무 및 기타채무	84	58	131	299	681
단기금융부채	1	160	171	171	171
기타유동부채	76	68	48	48	48
비유동부채	6	1	49	49	49
장기금융부채	0	0	43	43	43
기타비유동부채	6	1	6	6	6
부채총계	167	287	399	567	949
지배지분	339	266	258	385	756
자본금	59	59	59	77	224
자본잉여금	330	334	334	334	334
기타자본	-187	-183	-179	-179	-179
기타포괄손익누계액	2	4	4	4	4
이익잉여금	134	52	39	149	374
비지배지분	0	-1	-7	-4	3
자본총계	339	265	250	381	760

투자지표

(단위 : 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-337	-228	-38	253	502
BPS	996	781	757	867	1,690
CFPS	52	45	429	543	832
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-14.1	-15.6	-74.1	43.5	16.3
PER(최고)	-30.0	-28.1	-132.3		
PER(최저)	-12.6	-14.4	-54.2		
PBR	4.77	4.57	3.70	12.69	4.85
PBR(최고)	10.18	8.21	6.60		
PBR(최저)	4.28	4.22	2.70		
PSR	1.75	1.39	0.92	2.89	1.33
PCFR	91.2	80.1	6.5	20.3	9.8
EV/EBITDA	153.3	-45.3	7.8	6.3	8.0
주요비율(%)					
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	-21.0	-15.0	-3.2	14.2	17.4
ROE	-29.0	-25.7	-4.9	34.2	39.4
ROIC	10.8	-66.3	-391.3	229.5	-302.5
매출채권회전율	6.7	9.5	9.5	9.0	9.2
재고자산회전율					
부채비율	49.4	108.2	159.5	148.7	124.9
순차입금비율	-55.8	-23.4	10.4	-55.6	-105.9
이자보상배율, 현금	-249.2	-615.5	50.3	121.5	214.5
총차입금	1	160	214	214	214
순차입금	-189	-62	26	-212	-805
EBITDA	9	-25	125	235	356
FCF	139	-115	-519	334	520



Not Rated

주가(3/3) 25,700원

스몰캡 Analyst 김상표

02) 3787-5293/spkim@kiwoom.com

RA 도기범

02) 3787-3753/kibum.do@kiwoom.com

와이더플래닛은 2010년에 설립하였으며 2021년 2월 3일 코스닥 시장에 신규상장 하였습니다. 당사는 소비자의 온라인/오프라인 행태를 빅데이터 분석 및 인공지능에 기반하여 광고를 추천하는 프로그래매틱 마케팅/광고 플랫폼 사업을 영위 중이며, ①마케팅플랫폼 'TargetingGates'(DSP)와 ②데이터플랫폼 'Molecule'(DMP)를 제공하고 있습니다. 대규모 플랫폼 인프라 구축 실행투자에 따른 후행매출 제고 시점은 올해 하반기로, 소비 행태/기호 빅데이터 적재/분석 및 인공지능 예측 정확도 측면에서 규모의 경제 단계로 진입할 것으로 기대합니다.

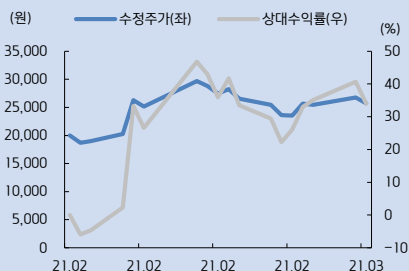
Stock Data

KOSDAQ (3/3)	930.80pt	
시가총액	1,751억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	29,700원	18,700원
최고/최저가 대비	-13.5%	37.4%
주가수익률	절대	상대
1M	28.5%	34.0%
6M	-	-
1Y	-	-

Company Data

발행주식수	6,792천주
일평균 거래량(3M)	2,776천주
외국인 지분율	0.9%
배당수익률(19A)	0.0%
BPS (19A)	422원
주요 주주	구교식 외 2인 31.3%

Price Trend



기술지표의 고도화

>>> 자체 DMP를 활용한 정교한 타겟팅

와이더플래닛은 소비자를 파악하여 가장 구매 확률이 높은 광고 콘텐츠를 매체 지면에 노출하고 구매 확률을 높여 광고주의 비용 대비 최대의 효과를 달성할 수 있도록 도와주는 마케팅플랫폼(DSP)을 제공하고 있다. DSP가 진성소비를 가려내기 위한 핵심 요소는 매체와 오디언스에 대한 데이터 분석이다. 상기 데이터를 관리하고 제공하는 데이터플랫폼이 DMP이며, DMP는 데이터의 양이 많이 적재될수록 보다 정교한 타겟팅을 가능하게 한다. 당사는 독립적으로 DMP를 구축하여 현재 4,300만명의 소비행태 빅데이터를 보유하고 있다. 누적된 데이터를 자체적으로 활용할 뿐만 아니라, 신규 소비 행태/기호 데이터를 지속적으로 유입시켜 재차 인공지능 모델의 고도화로 이어지는 선순환 구조를 갖추고 있다.

>>> 고도화를 통한 수익성 지표 상승

타겟 마케팅 시장의 핵심 KPI는 ①CTR(반응률 지표)의 증가, ②CPC(클릭당 과금)의 증가, ③매체비용(RTB)의 감소다. CTR이 높을수록 동사의 매체비용은 감소하며 광고주의 ROAS, ROI는 상승한다. 이러한 상승은 광고주로부터 매출로 인식하는 CPC의 상승으로 이어진다. 당사는 핵심 경쟁력으로 20년 12월 기준 모바일 CTR 1.01%를 달성, 이는 글로벌 Top-Tier 수준의 예측 및 추천 모델을 구축했다고 판단할 수 있다.

>>> 플랫폼 기반 타겟 마케팅 산업의 성장

국내/외 마케팅 산업 생태계는 마케팅 효과/효율을 제고하려는 기업과 맞춤형 정보를 원하는 소비자 니즈로 인해 '프로그래매틱 마케팅' 방식으로 급속하게 전이 및 성장 중이다. 국내 디스플레이 광고산업 중 타겟 마케팅 시장 비중은 20% 이내로 글로벌 수준(68%) 대비 현저히 낮다. 광고주는 결국 ROAS, ROI가 보다 높은 플랫폼으로 포지션을 드라이브하는 특성상 국내 타겟 마케팅 시장 또한 글로벌 트렌드와 유사한 시장규모를 형성할 것으로 판단한다. 시장규모가 확대됨에 따라 동사의 핵심 경쟁력을 바탕으로 시장점유율 또한 성장할 것으로 기대한다.

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	0.0	0.0	0.0	33.8	34.9
영업이익	0.0	0.0	0.0	-0.5	-2.4
EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.6	-1.1
세전이익	0.0	0.0	0.0	-0.5	-2.5
순이익	0.0	0.0	0.0	-1.4	-2.5
지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	-1.2	-2.5
EPS(원)				-300	-554
증감률(% YoY)	NA	NA	NA	NA	적지
PER(배)				0.0	0.0
PBR(배)				0.00	0.00
EV/EBITDA(배)					
영업이익률(%)	0.0	0.0	0.0	-1.5	-6.9
ROE(%)				23.2	183.3
순차입금비용(%)	0.0	0.0	0.0	-100.0	-116.7

자료: 키움증권 리서치센터

이 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안」의 일환으로 작성된 보고서입니다.

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
매출액	0.0	0.0	0.0	33.8	34.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	20.4	22.5
매출충이익	0.0	0.0	0.0	13.4	12.4
판매비	0.0	0.0	0.0	13.9	14.8
영업이익	0.0	0.0	0.0	-0.5	-2.4
EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.6	-1.1
영업외손익	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
이자수익	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
외환관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
법인세차감전이익	0.0	0.0	0.0	-0.5	-2.5
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업손익	0.0	0.0	0.0	-0.5	-2.5
당기순이익	0.0	0.0	0.0	-1.4	-2.5
지배주주순이익	0.0	0.0	0.0	-1.2	-2.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	NA	NA	NA	3.3
영업이익 증감율	NA	NA	NA	NA	380.0
EBITDA 증감율	NA	NA	NA	NA	-283.3
지배주주순이익 증감율	NA	NA	NA	NA	108.3
EPS 증감율	NA	NA	NA	NA	적지
매출충이익율(%)	0.0	0.0	0.0	39.6	35.5
영업이익율(%)	0.0	0.0	0.0	-1.5	-6.9
EBITDA Margin(%)	0.0	0.0	0.0	1.8	-3.2
지배주주순이익율(%)	0.0	0.0	0.0	-3.6	-7.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
영업활동 현금흐름	0.0	0.0	0.0	-1.6	-1.1
당기순이익	0.0	0.0	0.0	-1.4	-2.5
비현금항목의 가감	0.0	0.0	0.0	1.6	1.8
유형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.8	1.1
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.8	0.4
영업활동자산부채증감	0.0	0.0	0.0	-1.7	-0.4
매출채권및기타채권의감소	0.0	0.0	0.0	-0.8	0.6
채고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	0.0	-0.9	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0
투자활동 현금흐름	0.0	0.0	0.0	-0.7	0.2
유형자산의 취득	0.0	0.0	0.0	-1.1	-0.5
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.1
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.5
단기금융자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	1.3	0.3
재무활동 현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.1	1.5
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
현금 및 현금성자산의 순증가	0.0	0.0	0.0	-2.2	0.6
기초현금 및 현금성자산	0.0	0.0	0.0	6.4	4.2
기말현금 및 현금성자산	0.0	0.0	0.0	4.2	4.7

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
유동자산	0.0	0.0	0.0	7.6	8.1
현금 및 현금성자산	0.0	0.0	0.0	4.2	4.7
단기금융자산	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2
매출채권 및 기타채권	0.0	0.0	0.0	3.1	2.5
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.0	0.0	0.0	0.1	0.7
비유동자산	0.0	0.0	0.0	4.5	4.1
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0
유형자산	0.0	0.0	0.0	2.5	3.0
무형자산	0.0	0.0	0.0	1.1	0.9
기타비유동자산	0.0	0.0	0.0	0.4	0.2
자산총계	0.0	0.0	0.0	12.1	12.2
유동부채	0.0	0.0	0.0	16.0	7.7
매입채무 및 기타채무	0.0	0.0	0.0	4.9	4.8
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	9.5	1.4
기타유동부채	0.0	0.0	0.0	1.6	1.5
비유동부채	0.0	0.0	0.0	1.2	2.1
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	1.2	1.5
부채총계	0.0	0.0	0.0	17.2	9.8
지배지분	0.0	0.0	0.0	-5.2	2.4
자본금	0.0	0.0	0.0	0.4	2.9
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	1.5	9.2
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	0.0	0.0	0.0	-7.3	-9.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	0.0	0.0	-5.2	2.4

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
주당지표(원)					
EPS				-300	-554
BPS				-1,291	422
CFPS				41	-153
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER				0.0	0.0
PER(최고)					
PER(최저)					
PBR				0.00	0.00
PBR(최고)					
PBR(최저)					
PSR				0.00	0.00
PCFR				0.0	0.0
EV/EBITDA					
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)				0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)					
ROA				-11.6	-20.7
ROE				23.2	183.3
ROIC				-64.8	-266.6
매출채권회전율				22.1	12.6
채고자산회전율					
부채비율				-333.9	400.1
순차입금비율				-100.0	-116.7
이자보상배율, 현금				-7.8	-32.1
총차입금	0.0	0.0	0.0	9.5	2.0
순차입금	0.0	0.0	0.0	5.2	-2.8
EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.6	-1.1
FCF	0.0	0.0	0.0	-2.4	-2.0

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 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.

투자이견 변동내역 (2개년)

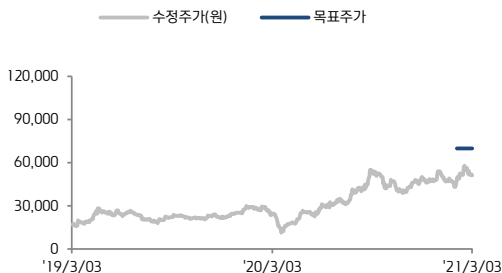
종목명	일자	투자이견	목표 주가	과리율(%)	
				평균 가격 대상 사점	최고 주가 대비
인크로스	2021-02-03	BUY(Initiate)	70,000원	6개월	-24.64
(216050)	2021-03-03	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-17.29

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자이견	목표 주가	과리율(%)	
				평균 가격 대상 사점	최고 주가 대비

목표주가 추이 (2개년)

인크로스 (216050)



투자이견 및 적응기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%