



키움증권 리서치센터

2021년 05월 31일 | 산업분석

2021 미디어, 엔터, 레저 하반기 전망

2021년 하반기에는 기존 디지털 트렌드의 강화와 확장, 콘텐츠 비즈니스의 회복이 주 포인트로 작용할 것이라 전망합니다. 콘텐츠의 재개는 산업별로 시기 및 규모의 차이가 발생할 것으로 보이지만, 전년 부진 영역에서의 회복으로 미디어, 엔터, 레저 모두 굿 시그널을 보유한 것으로 기대합니다. 하반기로 접어들수록 집콕탈출이 가져올 기회는 기업별 콘텐츠 비즈니스 강화에 의한 실적 차별성으로 연결될 것으로 판단하고, 해당 기업에 대한 세심한 고찰과 회복 탄력성에 집중해야 할 시기라 판단합니다.

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

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

Contents



Investment Summary 3

- > 코로나19의 그늘이 걷히며 미디어, 엔터, 레저 굿 시그널 기대 3
- > 미디어, 광고, 엔터테인먼트 : Overweight 3
- > 카지노, 여행 : Neutral 3
- > 하반기 Top Picks 4

I. 미디어 5

- > Beyond Korea가 속명인 미디어 산업의 핵심 일꾼 Drama 5
- > 투자 모멘텀 점검 및 하반기 투자 포인트 8

II. 광고 14

- > 디지털 광고 대세는 거스를 수 없지만, BTL 회복도 있다 14
- > 투자 모멘텀 점검 및 하반기 투자 포인트 16

III. 엔터테인먼트 20

- > K-POP은 이제 글로벌에서 음악으로 승부한다 20
- > 투자 모멘텀 점검 및 하반기 투자 포인트 22

IV. 카지노 28

- > 펀더멘털 훼손은 없다. 시간만 인내하면 된다 28
- > 투자 모멘텀 점검 및 하반기 투자 포인트 30

V. 여행 35

- > 2000년 수준으로 돌아간 출국자 하지만 회복 가능성은 충분 35
- > 투자 모멘텀 점검 및 하반기 투자 포인트 37

기업분석 41

- > 이노션 (214320) 42
- > 인크로스 (216050) 46
- > NEW (160550) 50
- > 강원랜드 (035250) 55
- > 롯데관광개발 (032350) 60
- > JYP Ent. (035900) 64

Compliance Notice

- 당사는 5월 31일 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.

집콕탈출이 가져올 기회

>>> 미디어, 엔터, 레저 동반 수혜 전망

코로나19의 그늘이 걷히며 미디어, 엔터테인먼트, 레저산업의 동반 수혜를 전망한다. 디지털화를 중심으로 성장했던 미디어 콘텐츠 산업의 갈 길은 여전히 밝다. 특히 K-Drama는 디즈니플러스와 애플티비플러스를 새로운 파트너로 맞으며 글로벌 OTT 확장 모멘텀을 더욱 강화시켰다. 디지털 광고 역시 이어온 성장 추세를 지속할 것으로 보여 디지털 모멘텀은 여전히 주된 포인트이다.

다만 콘텐츠에 대한 회복 시기 및 정도는 산업별로 차이가 발생할 것으로 보인다. 카지노, 여행, 엔터에서의 콘텐츠 파워는 미디어, 광고 보다 우위를 점할 것으로 보여 하반기로 접어들수록 콘텐츠 비즈니스에 대한 집중력이 필요한 시기이다.

>>> 미디어, 광고, 엔터: 투자 포인트 업그레이드

글로벌 OTT에 대한 프로그램 제작 공급은 콘텐츠 회사에게 공급 확장과 수익성 확보라는 두 가지 장점을 동시에 제공할 전망이다. 광고는 캡티브 광고주의 마케팅 확대가 디지털과 BTL로 동반 확대될 것으로 보여 하반기 높은 기저를 감안하더라도 높은 효율성을 낼 것으로 보인다. K-POP의 넓어진 글로벌 팬덤은 언택트 콘텐츠의 지속성과 콘서트 재개 시 확장성으로 이어져 빠른 실적 개선을 전망한다. 이에 관련 종목으로 이노션, 인크로스, NEW, JYP Ent.를 추천한다.

>>> 카지노, 여행: 전면회복을 조금만 더 기다리자

하반기 코로나19 방역 대응에 맞추어 콘텐츠 시장의 일부 확장이 발생할 것으로 판단한다. 수요 측면에서의 회복성과 회복 후 지속성을 감안할 때, 카지노 VIP의 소비 개선이 여행 수요보다 더욱 빠르게 나타날 것이라 전망한다.

백신 접종 등에 의한 인센티브 등이 지원되고 있지만 글로벌 이동제한이 전면적으로 해제된 것이 아니기에 일반 여행 수요 보다는 카지노와 같은 특수목적 수요에 먼저 관심을 가질 필요가 있다. 또한 여행 수요는 패키지과 FIT로 구분되어 발생할 수 있기에, 사회적 거리두기 단계 완화 등에 따른 수혜가 가능한 강원랜드와 국내 최대 여행지 제주도에 자리잡은 카지노 복합리조트를 보유한 롯데관광개발을 하반기 유망종목으로 추천한다.

Investment Summary

>>> 코로나19의 그늘이 걷히며 미디어, 엔터, 레저 곳 시그널 기대

2020년 코로나19는 미디어, 광고, 엔터, 카지노, 여행산업에 다양한 산업적 영향을 미쳤다. 글로벌 OTT로 인한 수요 및 공급 확장 수혜를 본 미디어 산업 외 광고, 엔터, 카지노, 여행산업은 매출 하락을 피할 수 없었다. 코로나19의 그늘이 걷히고 있는 현 상황에서 당분간 위드 코로나를 고려하여 회복 가능성 및 개선 정도에 초점을 가지고 하반기 흐름을 예상해 보았다.

5개 산업 모두 코로나19의 영향에서 점차 벗어나며 매출 회복을 통한 수익성을 개선하는 곳 시그널을 보유했다고 판단한다. 산업 및 기업이 처한 상황에 따라 회복의 정도와 시기는 여전히 차이가 발생할 가능성이 높다. 이에 따라 미디어, 광고, 엔터산업은 Overweight, 카지노 및 여행산업에는 Neutral의 투자의견을 제시한다.

>>> 미디어, 광고, 엔터테인먼트산업 : Overweight

미디어 산업은 방송국 중심의 편성보다는 OTT 공략이 성패를 좌우할 것으로 보이며, 기존 OTT 보다 가입자 확장이 더욱 절실한 신규 OTT와의 비즈니스 확장 여부가 중요할 것으로 판단한다. 특히 넷플릭스가 보여준 파괴력처럼 단숨에 게임 체인저 역할을 할 것으로 보이는 디즈니 플러스와의 콘텐츠 공급이 가장 중요한 포인트로 작용할 것이라 판단한다.

광고 산업은 글로벌 광고를 쏟아내고 있는 캡티브 광고주의 역할이 더욱 절실한 상황이다. 신규 제품 런칭에 의한 캡티브 광고주의 광고 대행 회복은 탄탄한 국내의 모습과 코로나19 방역상황에 따른 글로벌 차별화가 발생할 것으로 보인다. 지금까지 보인 디지털 광고의 성장 추세는 지속될 것으로 판단하고, 하반기로 접어들수록 BTL을 비롯한 전반적인 광고 경기 회복이 예상되어 상반기 보다 개선된 하반기를 전망한다.

앨범/음원 매출액 성장을 중심으로 한 K-POP 엔터테인먼트의 글로벌 성장은 지속될 것으로 판단한다. 코로나19에 오프라인 콘서트 대안으로 떠오른 언택트 콘서트는 정비를 통해 새롭게 팬들과 교류할 것으로 보이고 이를 통한 메타버스형 디지털 팬덤 문화 강화를 전망한다. 글로벌 확장 가속화는 초동 앨범 성장, 신작과 구작의 동시 흥행으로 연결되어 오프라인 콘서트 재개 시 컨택트 산업 중 가장 높은 레버리지를 발휘할 것으로 전망한다.

>>> 카지노, 여행산업 : Neutral

현재 로컬 VIP의 내방만으로 장기적인 카지노 산업의 경영안정성을 도모할 수는 없다. 하지만 펀더멘털의 훼손은 없다고 판단하고 외국인 입국자 방문 재개 시 수요의 탄력적인 회복을 전망한다. 외국인 카지노 보다는 국내 상황에 의존하는 내국인 카지노의 실적 개선이 먼저 나타날 것으로 판단한다.

중장기적 성장 관점에서 FIT에 대한 패키지 열위는 당분간 지속될 것으로 보인다. 하지만 패키지 여행은 해외 여행 회복 시 단기간 빠르게 수요를 되찾을 것으로 전망한다. 항공, 숙박 등 여행관련 인프라는 여전히 지켜지고 있어 해외 여행 재개와 함께 ASP 상승에 따른 실적 개선 효과가 두드러질 것으로 판단한다.

>>> 하반기 Top Picks

하반기 Top Picks 투자 의견 및 투자포인트

종목	투자 의견	목표주가	투자포인트
이노션	Buy (Maintain)	83,000 원 (상향)	- 2021E 매출총이익 6,546 억원, 영업이익 1,369 억원 달성 전망 - 주요 광고주의 차량 세그먼트 구체화로 성장 모멘텀 클 것으로 기대
인크로스	Buy (Maintain)	70,000 원	- 2021E 매출 515 억원, 영업이익 210 억원으로 고성장세 전망 - 광고 경기 회복에 따른 미디어렙 성장과 티딜 취급고 증가로 성장 추세 강화
NEW	Buy (Maintain)	24,000 원	- 2021E 매출 1,585 억원, 영업이익 22 억원으로 턴어라운드 전망 - 디즈니플러스와 5 년간 파트너십 통한 콘텐츠 제작 파이프라인 강화
강원랜드	Buy (Maintain)	38,000 원 (상향)	- 2021E 매출 7,480 억원, 영업손실 474 억원으로 손실 폭 축소 예상 - 2 분기 이후 거리두기 단계 개편과 입장인원 및 시간 확대 통한 턴어라운드 기대
롯데관광개발	Buy (Maintain)	29,000 원 (상향)	- 2021E 매출 2,943 억원, 영업손실 173 억원으로 손실 폭 축소 예상 - 카지노 정상 오픈, 해외 입국자 증가 등이 예상되는 22 년에 실적 개선 기대
JYP Ent.	Buy (Maintain)	53,000 원 (상향)	- 2021E 매출 1,634 억원, 영업이익 549 억원으로 성장 폭 확대 기대 - 음반/음원 고성장세 지속과 더불어 공연 재개 시 높은 레버리지 예상

자료: 키움증권 리서치센터

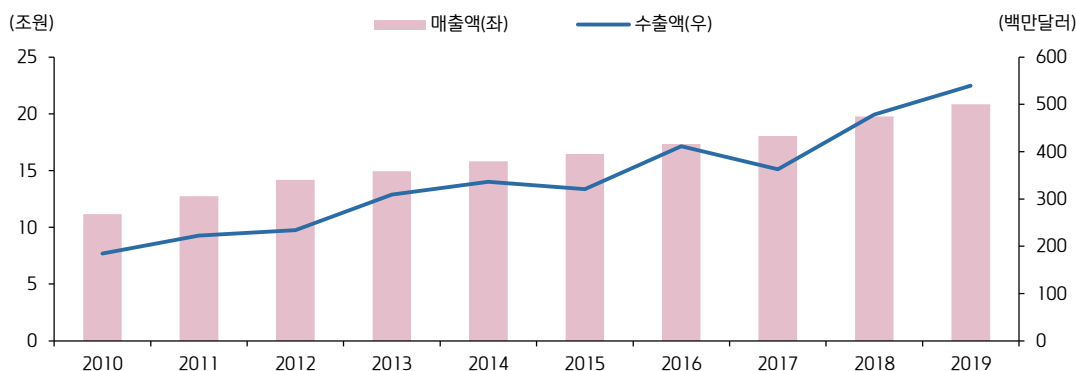
I. 미디어

>>> Beyond Korea가 속명인 미디어 산업의 핵심 일꾼 Drama

우리나라 드라마 산업의 지속적인 발전과 성장을 위해서는 국내 편성을 넘어선 수출 다변화가 필요한 것은 국내 타 산업의 수출전략 현주소와 다를 바가 없다. 국내 미디어 산업은 방송사의 편성 확대, 글로벌 OTT 확장에 따른 공급량 증가에 대한 수혜를 받으며 산업 성장이 지속되고 있다. 이에 따라 국내 방송영상산업 매출액은 2010년 11조원에서 2019년 21조원으로 두 배 가량 성장했고, 동기간 수출액은 1.8억달러에서 5.4억달러로 매출액 증가율을 상회하는 성장을 기록하며 수출 다변화가 발생하기 시작했다.

이는 작품당 제작비가 타 장르 대비 매우 높은 드라마 산업의 성장의 결과로 보인다. 2010년대 초 드라마, 다큐, 교양/시사 등 전체 장르 제작시간에서 10% 비중을 차지하던 드라마 부문은 지상파 외 CJ ENM, JTBC 등의 채널 영향력이 성장하며 2019년 23%로 큰 폭의 성장을 이뤄냈다. 제작시간은 두 배 성장이지만 편성 원가가 높은 드라마의 영향력을 감안할 때 방송 및 플랫폼 등 송출 서비스의 성장과 제작사의 동반 성장을 일궈냈을 것으로 판단한다.

국내 방송영상산업 매출액 및 수출액 추이



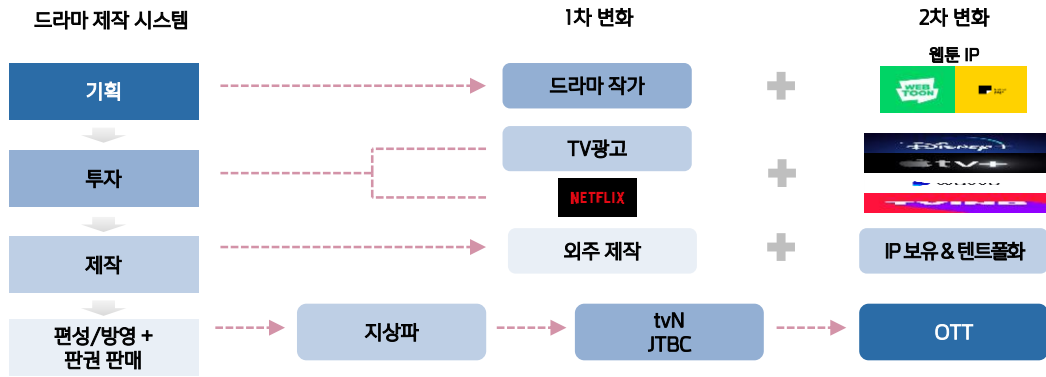
자료: 문화체육관광부, 키움증권 리서치센터

국내외 주요 OTT 콘텐츠 투자 계획

기업명	OTT	비고
SK 텔레콤	웨이브(Wavve)	- 2025년까지 총 1조원 규모 투자 - 제작 전문 인력 확보하고 콘텐츠 기획·개발 전담하는 스튜디오 설립
KT	시즌(Seezn)	- 2023년까지 3년 간 최소 4,000억원 이상 투자 - 원천 IP 1,000개 이상, 오리지널 드라마 콘텐츠 100개 이상 확보 목표 - 미디어 컨트롤타워 'KT 스튜디오지니' 설립
CJ ENM	티빙(Tving)	- 2023년까지 총 4,000억원 규모 투자 - 오리지널 시리즈 제작 확대 및 네이버 플러스 멤버십 연계 강화
Netflix	Netflix	- 2021년 총 5,500억원 규모 투자 - 콘텐츠 스튜디오 2곳 설립 및 신인 작가&제작자 발굴 - 영화, 드라마, 시트콤, 코미디 등 13편 오리지널 라인업 공개

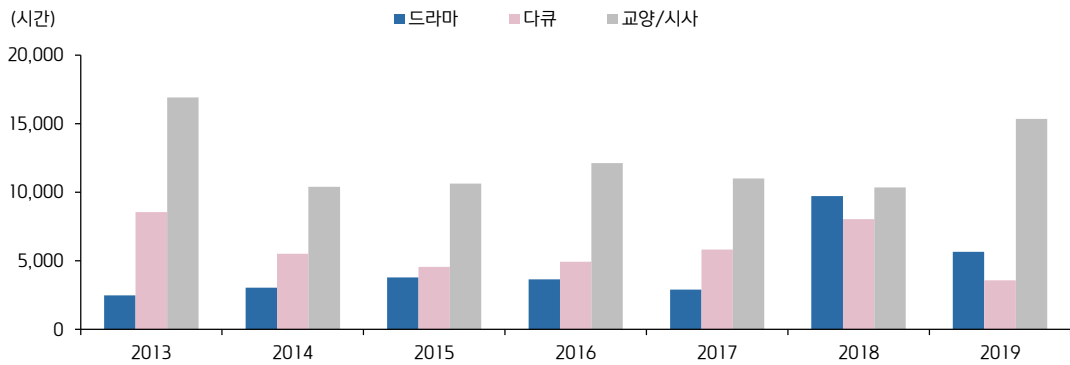
자료: 언론보도, 각사, 키움증권 리서치센터

드라마 제작 시스템 변화



자료: 키움증권 리서치센터

방송영상 독립제작사 장르별 제작시간



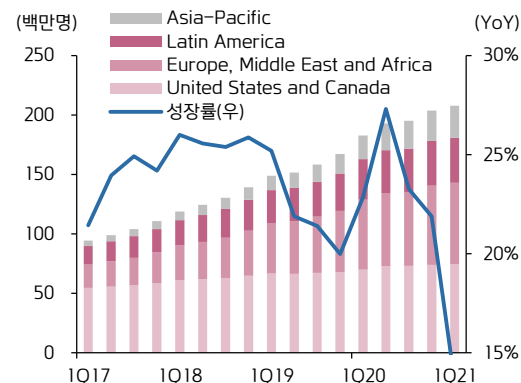
자료: 한국콘텐츠진흥원, 키움증권 리서치센터

국내 드라마 산업을 중흥 시킨 장본인은 넷플릭스라 해도 반론의 여지가 없다. 2021년 5,500억원 수준의 콘텐츠 투자액을 발표하기 이전 5년간 총 7,700억원을 투자한 넷플릭스는 드라마 중심의 작품 소싱에서 영화, 예능, 애니메이션 등으로 작품 장르를 확장하고 있다.

이는 국내는 물론 아시아, 글로벌에서 경쟁하고 있는 후발 글로벌 OTT의 성장과 무관하지 않다. 넷플릭스를 비롯한 글로벌 OTT는 정도의 차이는 발생하지만 미주, 유럽 등에서 기존 TV 서비스 대비 가성비 높은 가격 경쟁력을 통해 코드 커팅을 유발시키고, 아시아 등에서는 인기 오리지널 콘텐츠 확보를 통해 유저를 확장하는 전략을 유사하게 보여주고 있다.

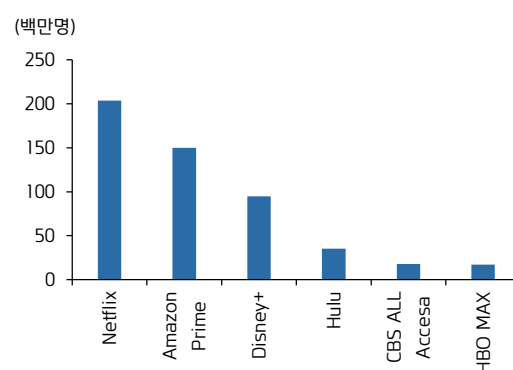
이를 위해 단편으로 서비스되는 영화와 흥미 위주의 예능 보다는 전체 상영시간이 더 길고 몰입감 높은 오리지널 드라마 제작에 전략적 초점을 맞추게 되었다. 특히 아시아 시장 공략을 위해 K-Drama가 핵심으로 자리잡게 되어 국내 미디어 제작사는 시즌제 및 텐트폴 드라마를 공급하며 공급 주도 성장의 수혜를 체감하고 있다.

넷플릭스 가입자 추이



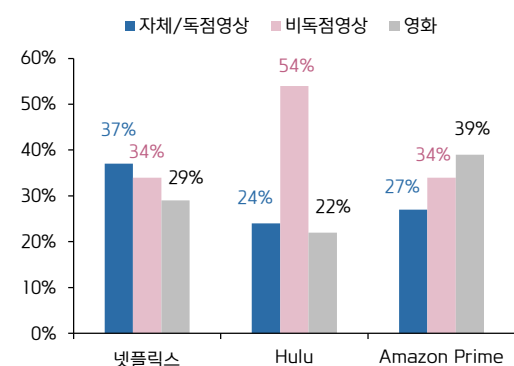
자료: 넷플릭스, 키움증권 리서치센터

글로벌 주요 OTT 가입자 추정



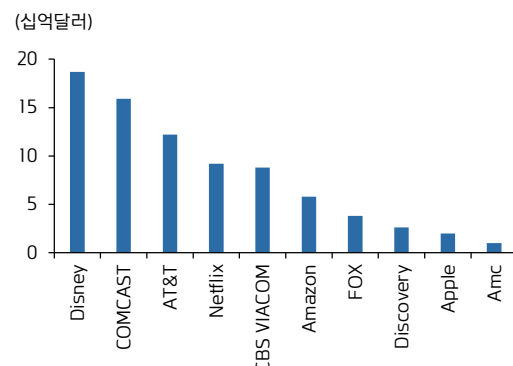
자료: 각사, 언론보도, 키움증권 리서치센터

글로벌 주요 OTT 서비스의 자체 영상 비중



자료: Hub Entertainment, 키움증권 리서치센터

해외 콘텐츠 플랫폼/제작사 투자비용 (2019 기준)



자료: Statista, 키움증권 리서치센터

>>> 투자 모멘텀 점검 및 하반기 투자 포인트

2021년은 시작부터 넷플릭스의 과감한 국내 콘텐츠 투자액 발표와 CJ ENM의 티빙, SKT와 지상파의 웨이브, KT의 미디어 강화 등 미디어 콘텐츠 산업에 중흥을 불러올 여러 이벤트가 발생하였다. 또한 글로벌에서 1억명 이상의 가입자를 유치한 디즈니플러스의 국내 상륙 준비가 본격화되며 공급이 주도하고 있던 시장의 틀을 더욱 확고하게 만들 것으로 판단한다.

올 하반기를 지나 내년 이후에도 콘텐츠 산업에 대한 중장기적 발전 가능성을 체크해 보면 다음과 같다.

첫째, 국내외 OTT가 주도하고 있는 공급 중심의 성장은 지속될 것인가

둘째, 공급이 확장되면서 콘텐츠는 어떤 방식으로 서비스 될 것인가

셋째, 웰메이드 콘텐츠 제작을 통해 수요를 확보하려면 콘텐츠 회사들이 강화해야 할 부분은

우선 플랫폼 및 채널 주도권을 선점하기 위한 노력은 전통매체와 뉴미디어 사이의 매체 경쟁에서 원천 IP 시장으로 확대 될 것으로 보이며, 이는 결국 히트한 오리지널 콘텐츠의 보유 여부가 중요 경쟁력으로 작용하여 결정될 것으로 판단한다. 이처럼 히트한 오리지널 콘텐츠 제작을 위해 필수적으로 제작비 투자 규모가 상향되고 글로벌 시청자를 사로잡기 위한 서사 개발과 원천 IP 확보는 지속될 것이다.

Disney+, Apple TV+, Amazon Prime Video, HBO max, iQIYI 등 글로벌 OTT와 웨이브, 티빙, 시즌, 쿠팡 플레이 등 국내 OTT의 투자액이 증가하며 넷플릭스로부터 시작한 오리지널 웰메이드 콘텐츠 제작 경쟁은 더욱 심화될 것으로 판단한다.

디즈니는 NEW와 협력을 공식화 하며 국내 작품에 대한 투자를 시작했다. 디즈니플러스에 제공될 NEW의 작품은 <무빙>과 <너와 나의 경찰수업>으로 추정되는데, 이에 대해 NEW는 자회사 스튜디오앤뉴의 드라마 2편 제작완성 및 납품 이행과 관련한 채무보증을 공시했다. 총 제작비 660억원과 40%에 육박하는 수준의 마진을 추정할 때 2022년 NEW는 상기에 추정되는 2편의 작품만으로도 900억원의 매출을 달성할 것으로 예상하여 드라마 확장과 디즈니 플러스의 본격적인 수혜를 통한 성장을 거듭할 것으로 전망한다.

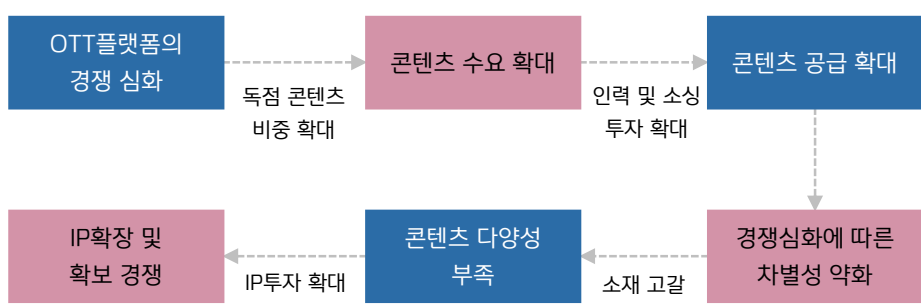
2021년 하반기는 방송국 중심의 기존 편성 시장 보다는 글로벌 및 국내 OTT 공략의 성공 여부가 콘텐츠 제작사의 성패를 좌우할 것으로 전망한다. OTT 편성은 기존 방송국의 연간 130편 내외의 편성 체력 감안 시 제작사의 안정적 제작 물량 확보와 TV 편성보다 우월한 수익 구조를 제공하기 때문에 콘텐츠 제작사의 OTT 쏠림은 지속적으로 초점이 맞춰질 수 밖에 없다. 이를 감안할 때 넷플릭스 외 국내 및 아시아 시장 확장을 위해 국내 신규 진출 예정인 글로벌 OTT와의 협력 확대를 통한 성장이 더욱 두드러질 것으로 전망한다.

글로벌 OTT와 국내 제작사 협력 현황

넷플릭스		디즈니플러스	
스튜디오드래곤	- 스튜디오드래곤 주식 4.99% 양도 - 3년간 20편 드라마 제작 판매	NEW	- 5년간 매년 오리지널 작품 1개 이상 공급
제이콘텐트리	- 3년간 20편 드라마 제작 판매		

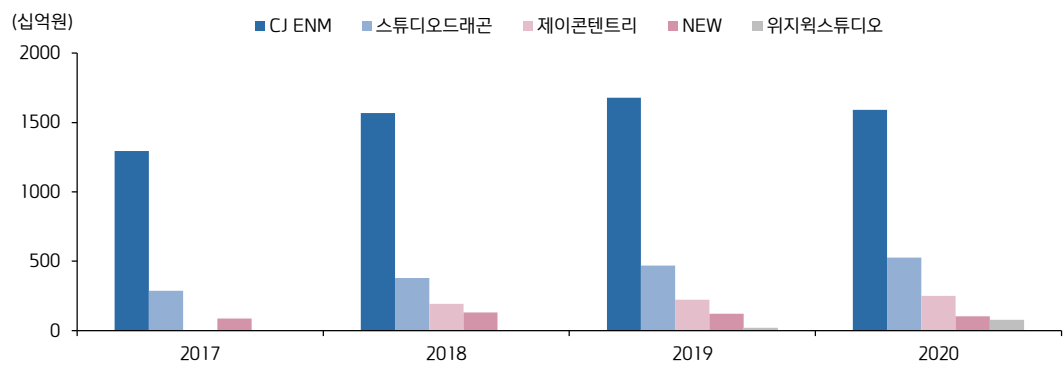
자료: 언론 보도, 각사, 키움증권 리서치센터

콘텐츠 산업의 밸류체인 패턴



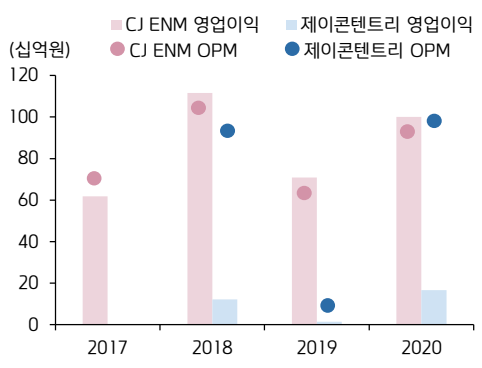
자료: 키움증권 리서치센터

주요 콘텐츠 기업 미디어 콘텐츠 부문 매출액 추이



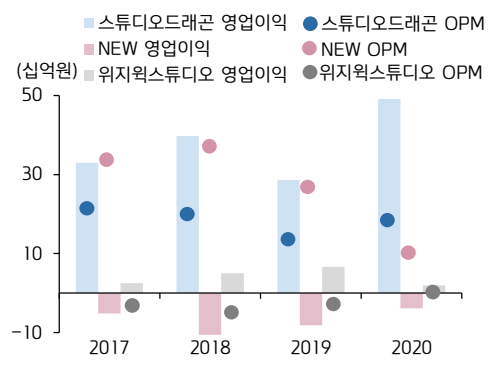
자료: 각사, 키움증권 리서치센터

방송채널 보유 제작사 영업이익 및 OPM 추이



자료: 각사, 키움증권 리서치센터

독립제작사 영업이익 및 OPM 추이



자료: 각사, 키움증권 리서치센터

2021년 넷플릭스 오리지널 주요 작품

타이틀	제작사	출연	연출/극본
승리호	비단길	송중기, 김태리, 유해진	조성희/조성희
낙원의 밤	(주)금월, 페퍼민트엔컴퍼니	엄태구, 전여빈, 차승원	박훈정/김현우
좋아하면 울리는 2	스튜디오드래곤	김소현, 정가람, 송강	김진우/차연수, 김서희
무브 투 헤븐: 나는 유품 정리사입니다	넘버쓰리픽처스, 페이지원필름	이제훈, 탕준상	김성호/윤지연
오징어 게임	싸이런픽처스	이정재, 박해수	황동혁/황동혁
마이네임	스튜디오산타클로스	한소희, 박희순, 안보현	김진민/김바다
지옥	클라이맥스 스튜디오	유아인, 박정민, 김현주	연상호/최규석
지금 우리 학교는	필름몬스터	윤찬영, 박지후, 조이현	이재규/천성일
킹덤: 아신전	바람픽처스, BA 엔터테인먼트, 스튜디오드래곤	전지현, 박병은	김성훈/김은희
내일 지구가 망해버렸으면 좋겠어	미스틱스토리	박세완, 신현승, 영재	권익준/서은정
D.P	클라이맥스 스튜디오	정해인, 구교환, 김성균	한준희/김보통
고요의 바다	아티스트 스튜디오	배두나, 공유, 이준	최항용/박은교

자료: 언론보도, 각사, 키움증권 리서치센터

디즈니플러스 방송 추정 작품

타이틀	제작사	출연	연출/극본
무빙	스튜디오앤뉴	조인성, 한효주	박인제/강풀
너와 나의 경찰 수업	스튜디오앤뉴	강다니엘	김병수/이하나

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

OTT가 새로운 서비스 매체로 떠오르면서 기존 TV와 OTT간의 오리지널 제작 경쟁은 더욱 치열해 질 것으로 판단한다. 국내외 OTT는 주력 매체로 발돋움 하기 위해 기존 롱폼 위주의 제작 구성에서 미드폼 및 숏폼으로 유연화를 꾀하며 TV와의 차별성을 더욱 강조할 것으로 보인다. 이는 향후 대작과 가성비 높은 콘텐츠로의 구분이 발생하며 콘텐츠 제작사의 제작원가의 집중과 효율성이 더욱 제고되는 포인트로 작용할 전망이다.

여기서 더욱 주목해야 할 사항은 대작 콘텐츠 경쟁시대로 접어든 현재, 완성도 높은 작업을 위해 VFX 기술 접목은 더욱 많아지고 빨라질 것이란 점이다. 또한 기존 미디어 사업자는 물론 미디어 비주력 사업자의 오리지널 콘텐츠 투자도 함께 증가하고 있는 점을 고려하면 VFX 산업의 성장은 단기에 그치지 않을 것으로 보인다.

글로벌 스튜디오에서 적용되던 버추얼 스카우팅의 도입으로 국내 VFX 산업은 후반 공정에 대한 낮은 수익성 구조에서 탈피할 수 있는 중요한 터닝 포인트를 가질 수 있을 것으로 전망한다. 또한 프리 프로덕션은 물론 프로덕션 전체 단계를 총괄하는 콘텐츠 제작 헤게모니를 가지게 되어 제작 공정에 대한 보상 역시 높아질 것으로 판단한다.

버추얼 스튜디오는 기존 그린 월 및 블루 월에서 합성하는 공정을 LED 스크린을 통해 실사 촬영할 수 있는 장점을 보유하고 있어 VFX 및 전체 콘텐츠 제작 기간을 단축 시키는 효과를 가지고 온다. 또한 버추얼 프로덕션을 통한 콘텐츠 제작은 일반 실사 촬영과 다른 제작 특수성을 보유하기 때문에 영상 제작을 준비하는 프리 프로덕션부터 세세하고 정확한 기획이 필요하여 VFX 제작 인력의 관여 정도를 증가 시킨다.

이를 통해 콘텐츠 제작사는 일정 부분의 비용 증가가 발생하지만 보다 현실감 높은 촬영을 통해 작품 완성도를 높일 수 있고, 제작기간 단축으로 인한 비용의 절감을 달성할 수 있다. VFX 업체는 제작 공정 참여 확대로 인한 수주 금액 증가와 제작 공정 기간 단축을 통한 수익성 강화를 꾀할 수 있어 버추얼 스튜디오 도입은 제작사와 VFX 모두에게 필요한 상황이다.

국내 주요 VFX 제작사 현황과 주요 작품

기업명	설립연도	대표작
텍스터스튜디오	2011	〈미스터 고〉, 〈신과 함께-죄와 벌〉, 〈신과 함께-인과 연〉, 〈백두산〉 〈승리호〉
위지웍스튜디오	2016	〈물란〉, 〈시신령〉, 〈프라이멀〉, 〈승리호〉
NEW (엔진비주얼웨이브)	2019	〈SF8〉, 〈무빙〉, 〈너와나의 경찰수업〉
자이언트스텝	2009	〈Beyond Live Concert〉, 〈SAMSUNG 광고〉, 〈SM 코엑스 아티움〉, 〈평창올림픽〉

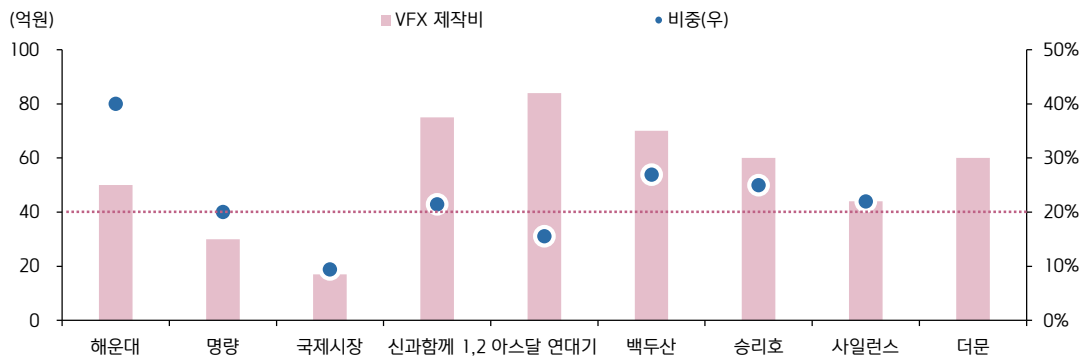
자료: 각사, 키움증권 리서치센터

하지만 VFX 산업이 테크와 아트의 복합 영역임을 고려할 때, 버추얼 프로덕션에 대한 동시 다발적인 시장참여는 발생하기 쉽지 않다고 판단한다. 기존 VFX 를 수행했던 기업을 중심으로 버추얼 스튜디오를 개관하며 핵심 경쟁력을 축적하고, 이를 확장하여 추가 버추얼 스튜디오를 확보하는 형태로 산업 발전이 생길 것으로 전망한다.

2021년 하반기에는 CJ ENM과 텍스터, 위지웍스튜디오, 자이언트스텝 등 시장 선도 기업의 버추얼 스튜디오가 개관할 전망이다. 텍스터는 영화 <더문>의 VFX 계약을 공시하며, 버추얼 스튜디오 건설에 따른 콘텐츠 제작 확장을 할 것으로 기대감을 높이고 있다. 위지웍스튜디오는 올 초 개장한 제2의 버추얼 스튜디오 외에 네이버 및 와이지엔터테인먼트와 합작 개발하는 대형 프로젝트도 계획하고 있어 국내 버추얼 스튜디오 시장은 초기부터 틀을 갖추며 성장할 것으로 판단한다.

따라서 현재 전체 제작비의 20% 수준에서 형성되고 있는 VFX 제작 비중과 10% 내외의 수익성은 앞으로 대작 콘텐츠 확장과 함께 중요도 증가와 실적 개선으로 나타날 것으로 전망한다. 특히 VFX를 내재화한 콘텐츠 제작사의 경우 경쟁사 대비 더 높은 마진율을 확보 할 수 있어 VFX 활용 증가에 따른 매출과 수익성 확장을 기대한다.

국내 주요 작품 VFX 투자 규모



자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

국내 버추얼 스튜디오 건설 및 투자 계획

기업명	상세 내용
위지웍스튜디오	- 국내 최초 디지털 콘텐츠 버추얼 스튜디오 XON - 2021년 3월 신규 XR 스테이지 오픈 - 네이버 및 와이지엔터테인먼트와 다목적 스튜디오 공동 개발 예정
CJ ENM	- 2021년 구축 계획 - 에픽게임즈와 업무 협약 맺고 언리얼 엔진 접목
텍스터	- 2021년 상반기 완공 목표, 투자 계획 43억원 - 에픽게임즈와 언리얼 엔진 접목
자이언트 스텝	- 2021년 상반기 예정 - LED Wall 솔루션 특허 출원 예정, 국내사와 공동 기술 개발 중
NEW	- 2023년 구축 예정 - 지자체 컨소시엄을 통한 대규모 버추얼 세트 개발

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

국내외 Peer Valuation table

(단위 : 십억원, 십억달러, 십억엔)

		CJ ENM	스튜디오 드래곤	제이 콘텐츠리	NEW	위자워 스튜디오	에이스토리	Disney	Toei Animation
		KOR	KOR	KOR	KOR	KOR	KOR	US	JP
매출액	2020	3,391.2	525.7	363.9	140.4	110.2	22.1	65.4	51.6
	2021E	3,673.6	574.3	546.5	152.5	146.8	-	67.8	55.4
	2022E	4,019.2	666.1	683.9	177.7	175.7	-	85.6	57.7
영업이익	2020	272.1	49.1	-56.8	-2.6	1.8	-0.9	3.8	15.5
	2021E	288.7	69.1	28.6	10.4	15.8	-	8.4	15.5
	2022E	335.6	91.2	75.9	17.6	25.4	-	15.0	16.5
순이익	2020	56.9	29.6	-134.9	-5.6	-1.3	-7.4	-2.9	11.1
	2021E	164.4	56.6	6.2	7.3	15.2	-	3.7	11.1
	2022E	193.4	73.1	35.9	13.1	24.8	-	8.9	11.9
EBITDA	2020	768.7	165.3	46.4	3.7	7.9	-0.6	10.0	16.1
	2021E	816.4	168.0	138.0	14.5	21.2	-	10.4	19.0
	2022E	816.4	168.0	138.0	14.5	21.2	-	10.4	19.0
ROE(%)	2020	3.2	6.7	-60.8	-3.0	1.5	-14.2	-5.1	13.9
	2021E	4.9	9.4	2.7	6.8	23.5	-	3.6	13.2
	2022E	5.5	11.2	14.7	11.1	29.3	-	9.4	13.2
PER(배)	2020	31.3	76.9	-	-	413.3	-	1,373.7	45.6
	2021E	21.0	51.4	152.1	39.5	24.5	-	86.1	45.4
	2022E	17.9	39.7	24.3	22.0	15.3	-	36.4	42.6
PBR(배)	2020	0.9	4.5	5.2	2.7	6.1	7.9	3.7	5.9
	2021E	1.0	4.7	4.6	2.6	5.3	-	3.7	5.5
	2022E	0.9	4.1	3.9	2.4	4.0	-	3.5	4.9
EV /EBITDA(배)	2020	4.8	16.2	33.4	73.3	32.0	-	18.7	9.9
	2021E	5.5	16.5	12.1	23.2	21.8	-	36.3	24.0
	2022E	5.3	14.4	9.8	17.6	14.9	-	22.1	20.2

자료: Bloomberg (5/31) consensus, 키움증권

II. 광고

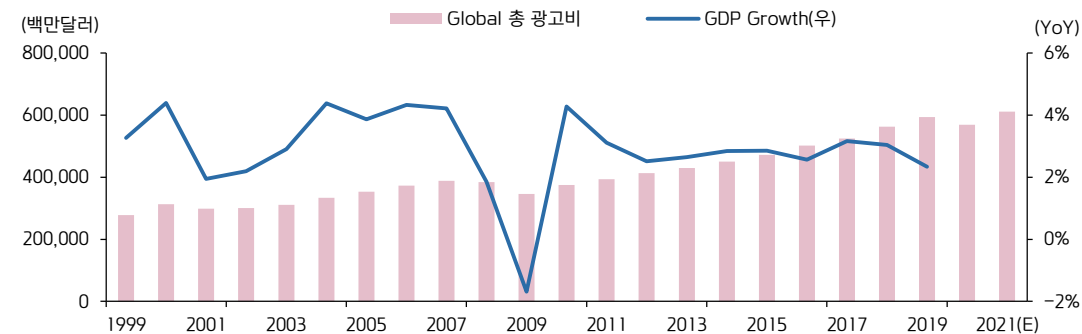
>>> 디지털 광고 대세는 거스를 수 없고, BTL 회복도 있다

글로벌 광고비는 지난 20년간 지속적인 성장 추세를 유지하다 2020년에 코로나19에 의한 역성장을 기록했다. 하지만 2008년 금융위기 이후 2009년의 일시적 광고비 하락에서 2010년 정상궤도로 접어든 것과 유사하게 2021년에는 하반기로 갈수록 빠른 회복력을 보일 것으로 전망한다.

코로나19는 컨택트 활동 부재를 야기 시켰고, 동시에 경기 하락에 대한 우려를 불러 일으켜 기업의 마케팅 및 광고 활동을 급격히 축소 시켰다. 이는 모든 매체와 플랫폼에서 코로나19 초기에 동일한 양상을 띠었다. BTL 감소는 대면 마케팅의 비대면 전환에 따른 디지털 광고 증가에도 불구하고 광고대행사의 매출액 감소를 야기시켰다.

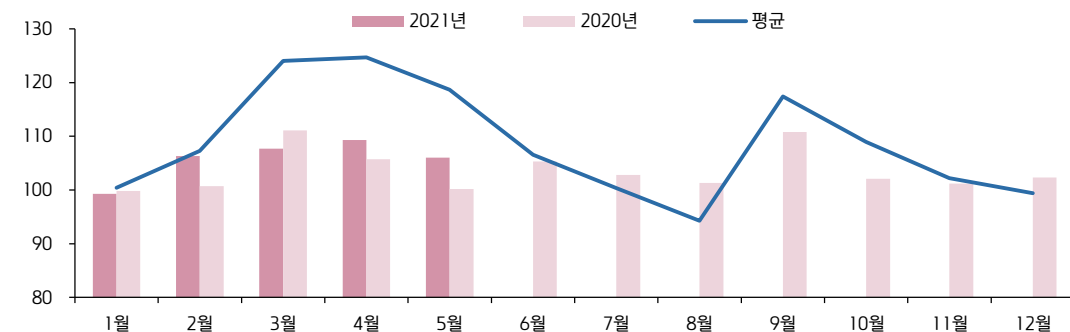
2021년에는 1년이 지난 코로나19에 대한 마케팅 적응력이 나타나 광고비 집행이 늘어나며 회복될 조짐을 보이고 있다. 코로나19 이전 수준까지 단번의 회복은 어렵겠지만, 디지털 광고 마케팅 강화와 제한적 BTL 마케팅이 시작되며 점진적 개선을 꾀할 것으로 전망한다.

글로벌 광고비 및 GDP 성장률 추이



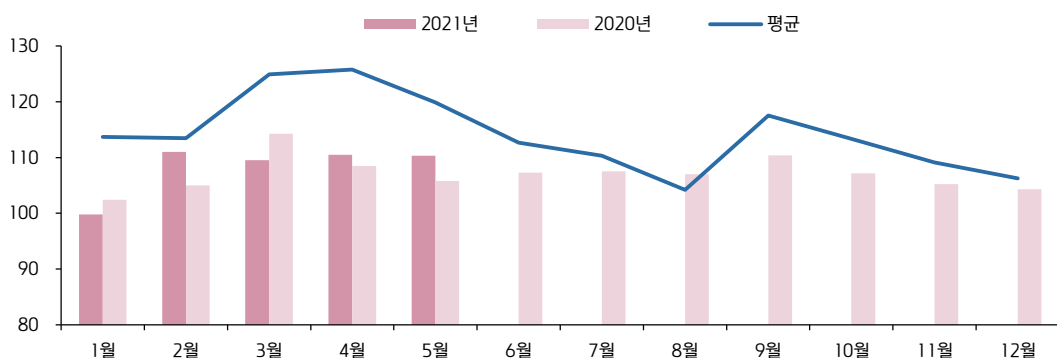
자료: WORLD BANK, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

광고경기전망지수(KAI) 추이 (2012년 ~ 현재) / 2021년 4월까지 추가



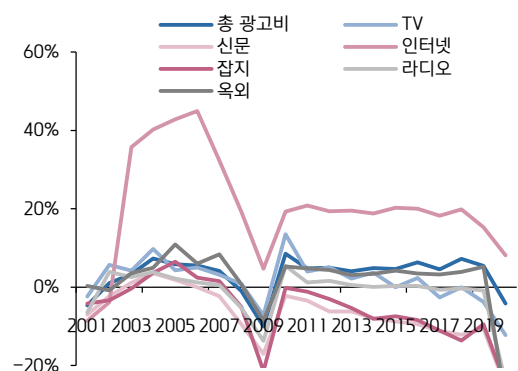
자료: 한국방송광고진흥공사, 키움증권 리서치센터

온라인-모바일 광고경기전망지수(KAI) 추이



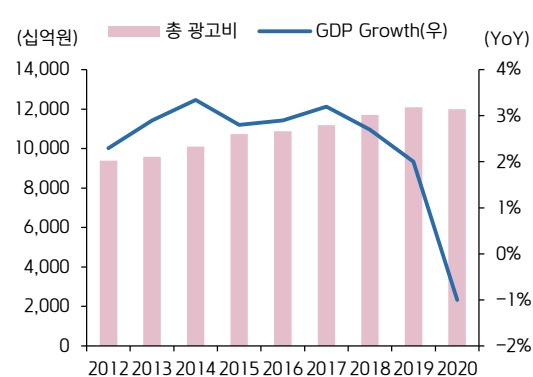
자료: 한국방송광고진흥공사, 키움증권 리서치센터

글로벌 광고시장 매체별 성장률



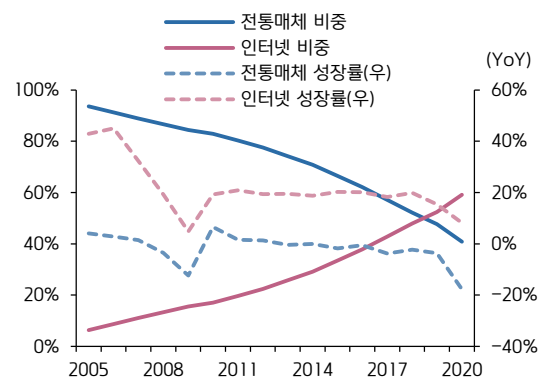
자료: WORLD BANK, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 광고비 및 GDP 성장률



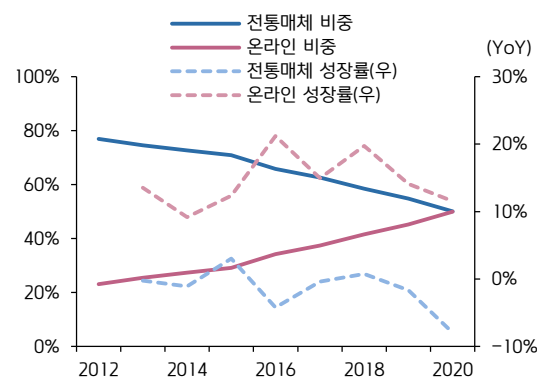
자료: 한국은행, 제일기획, 키움증권 리서치센터

글로벌 전통 vs 온라인 광고 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 전통 vs 온라인 광고 비중



자료: 한국방송광고진흥공사, 키움증권 리서치센터

>>> 투자 모멘텀 점검 및 하반기 투자 포인트

광고 및 마케팅 부문은 코로나19에 의한 경제 구조적 영향에서 크게 벗어나기는 아직 어려운 상황이다. 이로 인해 기존과 유사하게 투자 방향성을 설정하고 관련 내용을 확인해 보는 것이 중요하다고 판단한다.

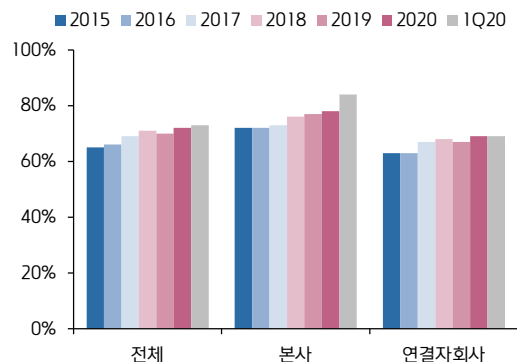
첫째, 글로벌 경기 및 경제상황과 연동한 광고 산업의 유기적 트렌드는 개선될 수 있는가
둘째, 비유기적 성장을 달성하기 위한 외형 및 수익성 확장 노력의 결실 확인이 가능한가

국내 종합광고대행사는 그룹 계열사의 인하우스 광고 대행사의 특징을 가지고 있다. 그렇기 때문에 캡티브 광고 물량은 성장을 주도할 때도 있지만 확장성을 제한하는 요소로 작용할 때도 있다. 코로나19가 강타한 2020년은 글로벌에서 광고 물량의 구조적 감소가 발생하며 매출 감소의 타격을 피할 수 없었다. 이 시기에는 어려울 때 효자 노릇한 캡티브 광고가 있었다.

2021년 하반기에는 주요 광고주의 국내외 마케팅 회복에 의한 실적 개선을 전망한다. 국내 광고 시장은 큰 변동성 없는 코로나19 확진자 상황이 유지되며 경기 위축 위험성 등에도 불구하고 마케팅 및 홍보비가 성장할 것으로 보여 BTL을 포함한 TV와 디지털 광고가 동시에 회복될 것으로 전망한다.

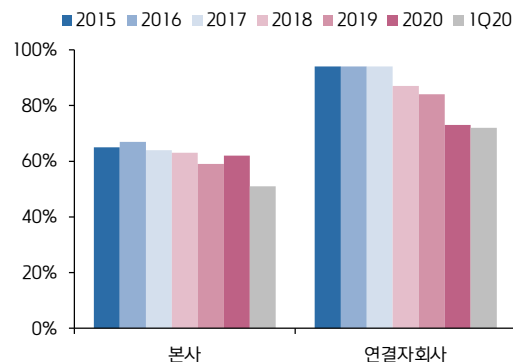
2021년 초반에도 확인했듯이 주요 광고주 대행 물량은 광고 대행사 실적에 지대한 영향을 미칠 것으로 판단한다. 글로벌 광고를 쏟아내고 있는 제일기획과 이노션의 캡티브 광고주의 활동성을 감안할 때 양사의 하반기 매출 성장은 다분히 긍정적이다. 또한 디지털 트랜스포메이션 강화를 위한 인수합병 등이 진행되며 디지털 강화 추세에 힘을 보태고 있고, BTL 광고도 코로나19 방역 상황에 따라 연말로 접어들수록 재개 가능성이 높아 상반기 보다 개선된 하반기 실적을 전망한다.

제일기획 Captive 비중 추이



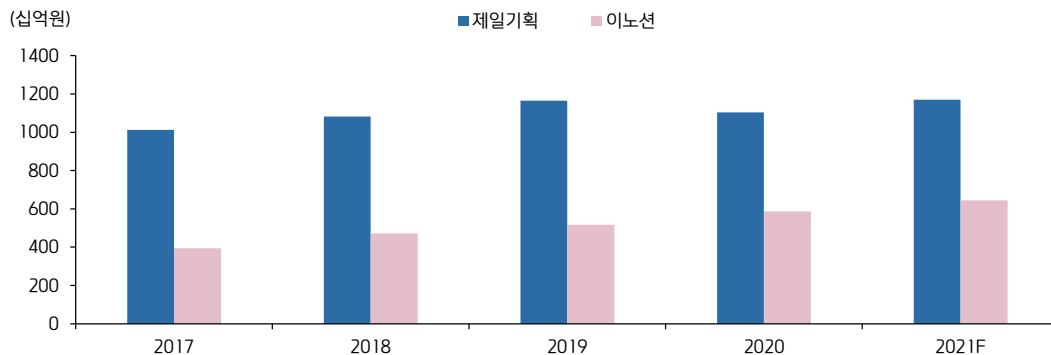
자료: 제일기획, 키움증권 리서치센터

이노션 Captive 비중 추이



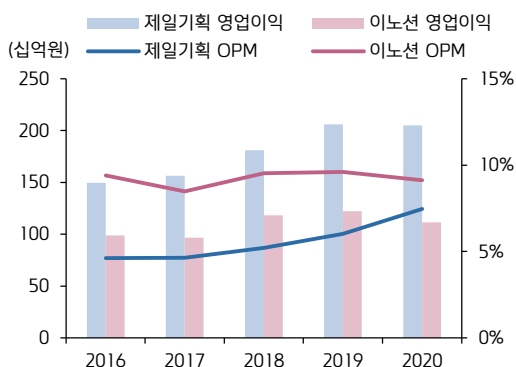
자료: 이노션, 키움증권 리서치센터

최근 5개년 종합광고대행사 매출총이익 추이 및 전망



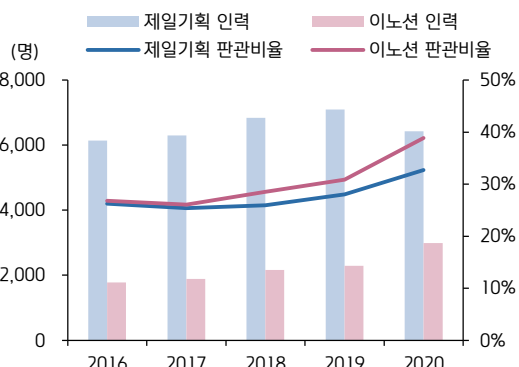
자료: 각사, 키움증권 리서치센터

최근 5개년 영업이익 및 OPM



자료: 각사, 키움증권 리서치센터

최근 5개년 인력추이 및 판관비율



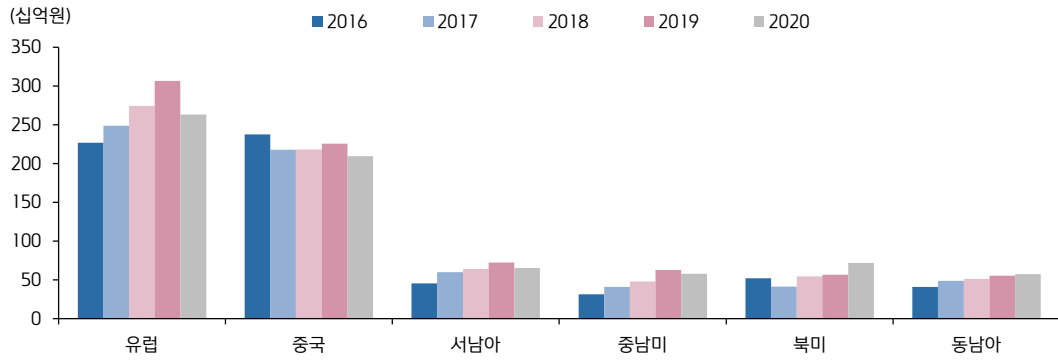
자료: 각사, 키움증권 리서치센터

주요 캡티브 광고주에 의존한 상황을 개선하고 탈피하기 위해 인수합병을 통한 비유기적 성장에도 꾸준한 초점을 맞추어야 하는 시기이다. 특히 비유기적 성장은 인지도가 완성된 국내 보다는 글로벌에서 더욱 두드러진 효과 발휘가 필요하다. 이노션은 2019년 하반기 인수한 웰컴그룹이 2020년 753억원의 매출총이익을 달성하였고 미주 외 지역의 광고주 개발을 담당하며 효과를 나타내고 있어 코로나19 회복 시 비유기적 성장에 대한 기대감이 높다.

완성도 높은 회사에 대한 인수합병을 진행하는 지난 사례를 본다면 제일기획과 이노션의 인수합병은 체결과 동시에 즉각적인 실적 개선 효과를 가져올 것으로 판단한다. 계열 및 비계열에 대한 동시 공략이 가능한 케이스 일수록 더욱 긍정적인 영향을 불러올 것이라 전망하고, 국내 보다는 글로벌 인수합병 발생 시 효과는 극대화 될 것으로 판단한다.

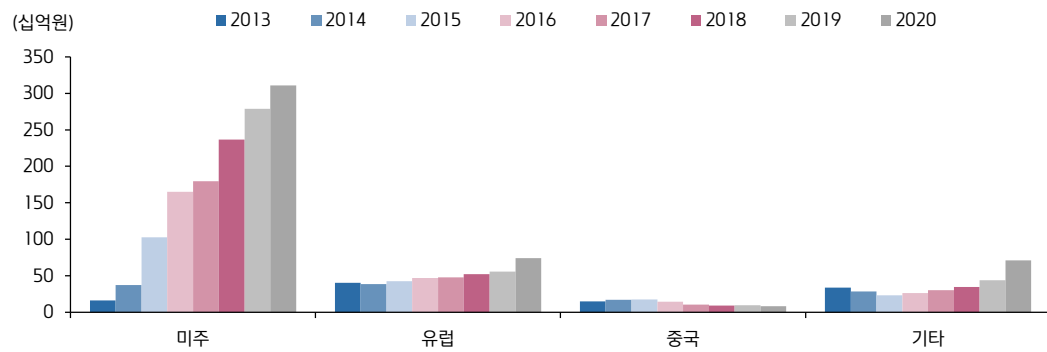
글로벌 광고 대행 부문은 백신 접종률에 따른 국가별 코로나19 상황이 가장 큰 영향을 미칠 것으로 보인다. 제일기획과 이노션의 주요 영업 포지션인 미주, 유럽, 중국은 신형 시장보다는 백신 접종 등이 선행적으로 조치되어 있어 해당 지역의 경기 하락에 대한 우려는 크지 않은 것으로 판단한다. 또한 국내와 유사하게 매체 및 플랫폼 개선은 물론 BTL의 제한적인 회복도 전망되어 전체 실적에 더욱 유의미한 성장의 깊이를 더할 것으로 판단한다.

제일기획 해외 지역별 매출총이익 추이



자료: 제일기획, 키움증권 리서치센터

이노션 해외 지역별 매출총이익 추이



자료: 이노션, 키움증권 리서치센터

국내외 Peer Valuation table

(단위 : 십억원, 십억달러, 십억파운드, 십억유로)

		제일기획	이노션	인크로스	WPP	Omnicom	Publicis	Interpublic
		KOR	KOR	KOR	UK	US	FRA	US
매출액	2020	2,747.9	1,221.1	39.4	12.0	13.2	10.8	9.1
	2021E	3,085.1	1,295.8	52.5	11.2	14.3	10.1	8.6
	2022E	3,304.0	1,430.9	66.9	11.7	14.7	10.4	9.0
영업이익	2020	204.9	111.5	14.8	-2.3	1.6	1.0	0.6
	2021E	240.4	131.1	23.1	1.4	2.1	1.6	1.3
	2022E	266.2	147.0	33.8	1.5	2.1	1.7	1.3
순이익	2020	157.4	63.5	12.3	-3.0	0.9	0.6	0.4
	2021E	167.4	77.6	18.3	0.9	1.3	1.1	0.8
	2022E	185.6	86.7	26.5	1.0	1.4	1.2	0.9
EBITDA	2020	277.1	149.2	16.2	-1.6	2.1	2.2	1.2
	2021E	269.0	156.1	24.6	1.8	2.3	2.2	1.6
	2022E	269.0	156.1	24.6	1.8	2.3	2.2	1.6
ROE(%)	2020	17.9	7.8	20.5	-46.0	34.4	7.9	16.2
	2021E	16.2	10.2	22.0	16.2	39.6	14.3	26.4
	2022E	16.8	10.9	26.3	16.9	38.0	14.2	24.3
PER(배)	2020	15.2	22.5	27.4	-	14.8	23.3	18.0
	2021E	16.8	17.0	23.8	13.9	13.7	12.2	15.7
	2022E	15.1	15.2	16.4	12.0	12.9	11.6	14.8
PBR(배)	2020	2.6	1.8	5.2	2.6	5.5	1.9	4.6
	2021E	2.6	1.7	4.7	2.1	5.4	1.7	4.1
	2022E	2.4	1.6	3.7	2.0	5.0	1.6	3.7
EV /EBITDA(배)	2020	6.2	4.9	21.5	7.5	6.8	5.0	7.5
	2021E	9.1	5.2	15.1	7.5	8.0	6.6	9.3
	2022E	8.2	4.6	9.9	6.9	7.7	6.0	8.6

자료: Bloomberg (5/31) consensus, 키움증권

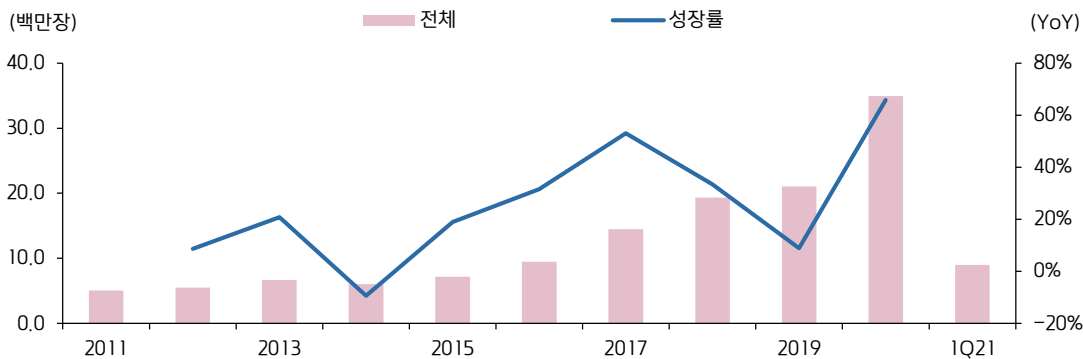
Ⅲ. 엔터테인먼트

>>> K-POP은 이제 글로벌에서 음악으로 승부한다

2019년 가온차트 Top100 기준 국내 음반 판매량은 2천 1백만장에서 2020년 3천 4백만장으로 165% 증가했다. 2020년에는 코로나19로 인한 K-POP 가수의 오프라인 활동이 부진했음에도 불구하고 아티스트와 팬의 기본적인 매개체인 음반 실적은 영향을 받지 않았다. 특히 글로벌 차트인 빌보드 Top100 및 Top200의 순위권에 입성하는 사례가 늘고 있어 글로벌 팬덤의 형성과 함께 음악적 성장을 확인할 수 있었다.

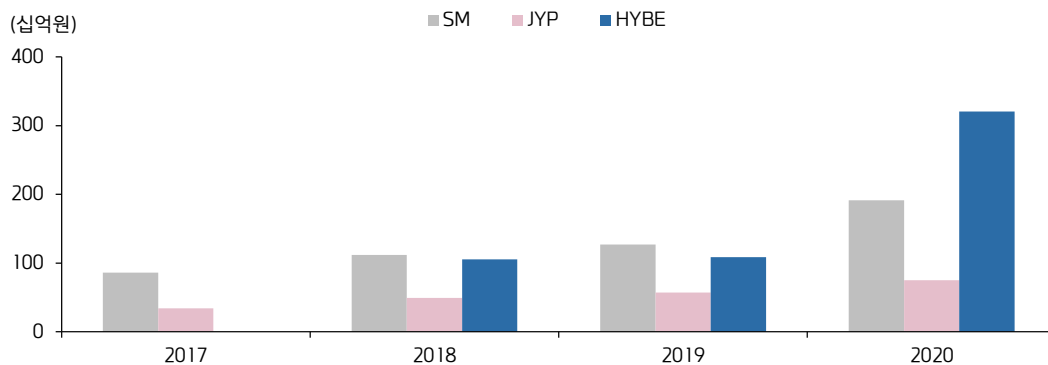
국내 주요 기획사의 앨범/음원 매출액은 코로나19로 인한 산업적 부진에도 불구하고 2020년 성장하는 모습을 보여주었다. 이는 팬덤의 특성을 고려할 때 당분간 아티스트의 성장과 함께 더욱 강화될 가능성이 높다. 콘서트 부진에 따른 해외매출의 감소는 불가피 하였지만, 초동 앨범 지표의 상승은 향후 오프라인 콘서트에 기대를 높일 수 있는 중요한 포인트로 작용할 것이다. 글로벌 팬덤 강화는 유튜브 및 음원 등 디지털 효과와 포스트 코로나의 컨택트 효과를 복합적으로 발생시킬 중요한 원동력이 될 것이다.

국내 음반 판매량 추이 (가온차트 Top 100 기준)



자료: 가온차트, 키움증권 리서치센터

국내 주요 기획사 앨범/음원 매출액 추이



자료: 각사, 키움증권 리서치센터

K-POP 빌보드 Hot100 및 Top200 차트인 현황

Hot 100		Top 200	
2019	2020	2019	2020
BTS 작은 것들을 위한 시 / 8위	BTS Dynamite / 1 위	BTS MAP OF THE SOUL: PERSONA / 1 위	BTS MAP OF THE SOUL: 7 / 1 위
BTS Make It Right / 76위	BTS Life Goes On / 1 위	SuperM SuperM-The 1 st Mini Album / 1 위	SuperM Super One / 2 위
블랙핑크 Kill This Love / 41위	블랙핑크 Ice Cream / 13 위	NCT127 NCT#127 WE ARE SUPERHUMAN / 11 위	NCT NCT RESONANCE Pt.1 / 6 위
핑크퐁 Baby Shark / 32위	블랙핑크 How you Like That / 33 위	블랙핑크 Kill This Love / 24 위	블랙핑크 THE ALBUM / 2 위

자료: 빌보드, 키움증권 리서치센터

기획사별 주요 아티스트 초동 추이

구분	직전앨범	최근앨범
SM	NCT NCT 2018 EMPATHY / 정규앨범 1집 106,089장	NCT 2020-RESONANCE, PT.1 / 정규앨범 2집 644,711장 (508% ↑)
	NCT 127 NCT # 127 NEO ZONE / 정규앨범 2집 276,628장	NCT # 127 NEO ZONE: THE FINAL ROUND / 정규앨범 2집 리패키지 256,748장 (7% ↓)
	NCT Dream RELOAD / 미니앨범 4집 412,458장	맛(HOT SAUCE) / 정규앨범 1집 1,010,766 (145% ↑)
JYP	ITZY Not Shy / 미니앨범 3집 144,355장	GUESS WHO / 미니앨범 4집 200,130장(39% ↑)
	StrayKids GO 생 / 정규앨범 1집 127,930장	IN 생 / 정규앨범 1집 리패키지 233,381장(82% ↑)
	TWICE MORE & MORE / 미니앨범 9집 332,416장	EYES WIDE OPEN / 정규앨범 2집 245,631장(26% ↓)
HYBE	BTS MAP OF THE SOUL: PERSONNA/미니앨범 6집 2,130,480장	MAP OF THE SOUL: 7 / 정규앨범 4집 3,378,633장(59% ↑)
YG	블랙핑크 KILL THIS LOVE / 미니앨범 2집 146,094장	THE ALBUM / 정규 1집 689,066장(372% ↑)

자료: 한터차트, 키움증권 리서치센터

>>> 투자 모멘텀 점검 및 하반기 투자 포인트

엔터테인먼트 산업의 원동력인 앨범과 음원은 K-POP의 글로벌 확장을 통해 더욱 강한 성장 근거를 보유하게 되었다. 아티스트가 창조하는 1차 저작물인 앨범과 음원은 2차 및 3차 콘텐츠 확장의 기반이 된다. 코로나19가 강타한 공연 및 오프라인 콘텐츠 시장은 엔터테인먼트 산업의 2차 및 3차 활동성 제약으로 번지게 되었다. 이에 하반기 엔터테인먼트 산업의 투자 모멘텀 및 관련 지표를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 아티스트 라인업 확장 및 앨범/음원의 성장이 지속적으로 가능한가

둘째, 언택트 공연과 디지털 활동량 증가는 오프라인 콘서트와 시너지 창출이 가능한가

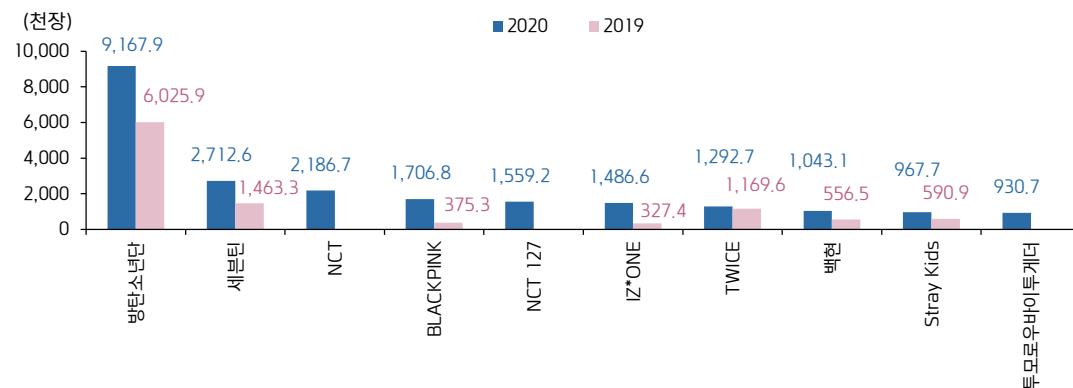
셋째, 디지털 콘텐츠 확장과 메타버스에서 엔터테인먼트 콘텐츠의 역할은

2019년 6백만장을 넘기며 압도적 국내 1위 음반판매량을 보인 BTS는 2020년에도 910만장을 판매해 국내 음반 산업을 이끌었다. 세븐틴도 146만장에서 271만장으로 성장해 소속사 하이브의 음반/음원 실적을 견인한 것으로 보인다. 트와이스도 116만장에서 129만장으로 앨범 판매량이 높아져 K-POP의 대표 아티스트의 성장성은 지속 유지될 것으로 보인다.

그리고 에스엠, JYP, 하이브, 와이지 등 국내 4대 기획사의 아티스트 라인업 역시 크게 훼손되지 않고 신인 그룹 런칭이 계획되어 있어 해외 확장을 통한 성장은 더욱 강화될 것으로 판단한다. 특히 과거 오디션 프로그램과 달리 각 기획사 별 데뷔에 대한 타겟이 분명하고 지역별 글로벌라이제이션을 선언한 오디션 프로그램의 하반기 등장은 기존 보다 파급력 높은 신인의 데뷔성가를 가져올 것으로 판단한다.

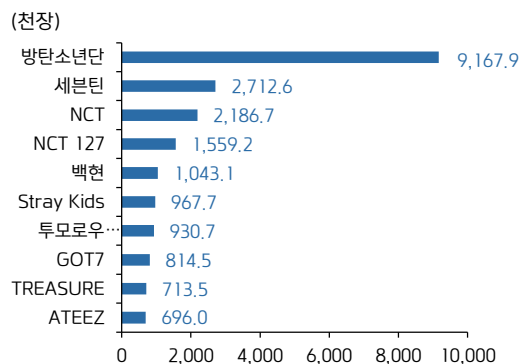
이미 Niziu를 통해 글로벌라이제이션에 성공한 JYP의 글로벌 비즈니스 모델은 하반기 보이그룹 오디션으로 집중될 전망이다. 트와이스에서 ITZY, Niziu로 연결된 걸그룹 라인업에 다소 약한 느낌을 보이고 있는 보이그룹은 오디션 프로그램을 통해 국내는 물론 일본 등에서 단기간 팬덤 및 인지도 확장을 통한 빠른 수익화 모델을 만들 것으로 전망한다.

2020년 가온차트 앨범 판매 순위 (전체)



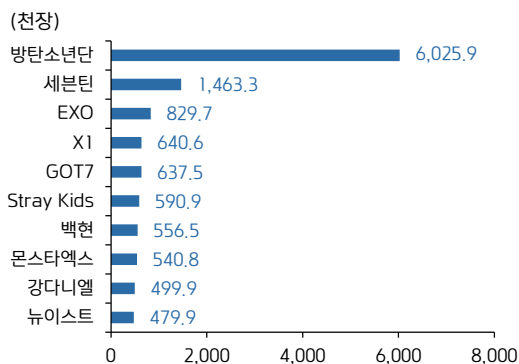
자료: 가온차트, 키움증권 리서치센터

2020년 가온차트 앨범 판매 순위 (남자 가수)



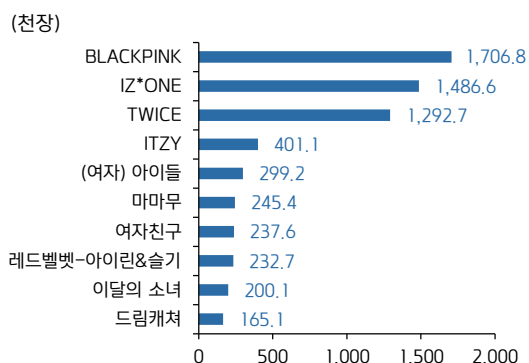
자료: 가온차트, 키움증권 리서치센터

2019년 가온차트 앨범 판매 순위 (남자 가수)



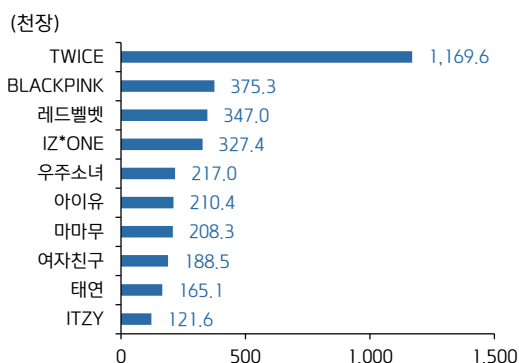
자료: 가온차트, 키움증권 리서치센터

2020년 가온차트 앨범 판매 순위 (여자 가수)



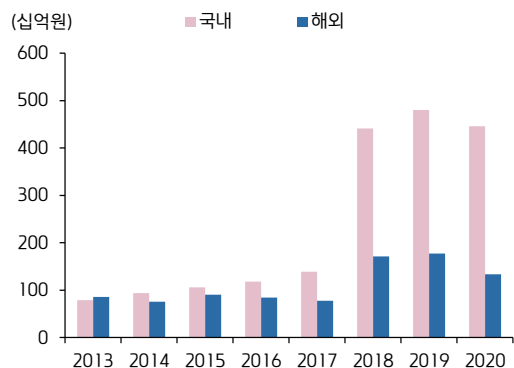
자료: 가온차트, 키움증권 리서치센터

2019년 가온차트 앨범 판매 순위 (여자 가수)



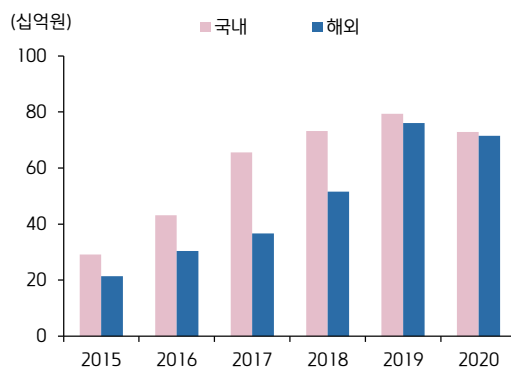
자료: 가온차트, 키움증권 리서치센터

SM Ent. 국내 및 글로벌 매출 추이



자료: 에스엠, 키움증권 리서치센터

JYP Ent. 국내 및 글로벌 매출 추이



자료: JYP Ent, 키움증권 리서치센터

주요 K-POP 오디션 프로그램 및 아티스트 현황

기획사	오디션 프로그램	아티스트	데뷔일	누적 앨범 판매량
CJ ENM	프로듀스 101 시즌 2	워너원	2017.8.7(활동종료)	약 350 만장
	프로듀스 48	아이즈원	2018.10.29(활동종료)	약 200 만장
	아이랜드(하이브 엔터 공동제작)	엔하이픈	2020.9.18	약 98 만장
	남미 K 팝 오디션 기획(HBO 맥스 공동 제작)			
JYP	식스틴	트와이스	2015.10.20	약 580 만장
	Nizi Project(소니 뮤직 재팬 공동 제작)	NiziU	2020.12.2	약 78 만장(일본 싱글)
YG	WIN: Who is Next?	위너	2014.8.17	약 82 만장
	Mix & Match	IKON	2015.9.15	약 64 만장
	YG 보석함	트레저	2020.8.7	약 100 만장
HYBE	美 K-POP AUDITION(UMG 공동제작)	-	-	-
SM	美 K-POP AUDITION(MGM 공동제작)	NCT Hollywood	-	-
MBC	MBC GIRL GROUP SURVIVAL SHOW	-	-	-

자료: 언론보도, 각사, 키움증권 리서치센터

2020년 코로나19에 영향을 받은 캐시카우 콘서트 부문은 언택트 콘서트로 일부 만회가 가능했다. 네이버와 에스엠이 공동 개최한 Beyond Live Concert는 상반기 에스엠 소속가수 6팀의 무대가 올리지며 언택트 콘서트의 포문을 열었고 하반기 국내 주요 기획사는 유사한 공연 포맷을 팬들에게 선보였다.

언택트 콘서트 티켓은 3 ~ 5만원 사이에서 기본 가격이 정해지고 패키지 옵션이 추가될 경우 5만원 이상으로 형성되는 모습을 보였다. 오프라인 콘서트와 비슷한 규모의 무대 설치, 네이버와 같은 플랫폼 서비스 주체에 대한 수수료 등 고정비 부담이 상당한 편이지만, 모객 인원에 대한 제한이 없어져 낮은 가격임에도 불구하고 수요 확장에 따른 수익을 거둔 것으로 판단한다.

특히 글로벌 동시 접속이 가능한 플랫폼을 사용함으로써 해외 팬덤의 유입이 국내 팬덤보다 크게 나타난 것은 매우 고무적이다. 이로 인해 향후 오프라인 콘서트가 재개되더라도 오프라인 콘서트와의 카니발라이제이션은 크지 않을 것으로 보인다. 더욱이 오프라인 콘서트 재개는 콘서트 공급 자체를 늘리는 효과도 발생하여 언택트 콘서트와의 상승 시너지를 전망한다.

기획사별 언택트 콘서트 개최 현황

	1H20	2H20	1H21
SM	V Live BLC (4~5 월) 슈퍼 M, NCT127 등 6 개팀	V Live BLC (11 월) 슈퍼주니어 V Live BLC (12 월) NCT	V Live BLC (1 월) 백현 V Live BLC (5 월) 태민, 샤이니
JYP	-	V Live BLC (8 월) TWICE V Live BLC (11 월) StrayKids	NTT Docomo Special Live (3 월) TWICE
HYBE(前 BigHit)	Bang Bang Con (4,6 월) BTS	Bang Bang Con (10 월) BTS G Con (11 월) 여자친구	IN-COMPLETE (1 월) 세븐틴 Bang Bang Con (4 월) BTS
Cube	-	Cube TV App (7 월) 여자아이들	-
FNC	-	V Live 뽀콘 (7 월),(10 월) 엔플라잉, SF9	-

자료: 언론보도, 각사, 키움증권 리서치센터

마지막으로 향후 구축될 것으로 전망하는 메타버스에서 엔터테인먼트는 핵심 콘텐츠로서 메타버스를 이끌 것으로 예상된다. 사회성 및 경제활동에 초점을 맞추어 메타버스 메인 콘텐츠를 예상하면, 게임과 SNS가 이 역할을 수행할 가능성이 매우 높다. 하지만 메인 콘텐츠외 부가 콘텐츠로서 엔터테인먼트 분야는 가장 주도적인 역할을 할 것으로 판단한다.

메타버스는 사회성이라는 측면에서 플랫폼과 유저간, 유저와 유저 사이의 인터랙티브 활동이 동반되어야 한다. 현재 엔터테인먼트 분야는 오프라인 콘텐츠를 디지털화 하며 플랫폼에서 아티스트와 팬과의 디지털 사회성을 발전시키고 있다. 유저간 커뮤니케이션은 이미 오프라인에서 잘 조직된 형태를 보이기에 디지털 전환에 대한 위험은 매우 낮은 상황이다.

또한 경제활동 측면에서 엔터테인먼트 비즈니스 구조는 팬덤 로열티에 의한 비정기적이긴 하지만 구독경제 시스템과 대등한 꾸준한 소비 여력을 가지고 있다. 팬덤에 의한 덕질 및 플렉스 등이 빈번하게 나타나 꾸준한 소비와 초과 소비가 동시에 발생하고 있는 장점을 보유하고 있다.

메타버스에서 AR(증강현실) / VR(가상현실) / XR(혼합현실)로 구현될 엔터테인먼트 콘텐츠는 리얼리티 보다 대규모 서비스를 진행하며 가성비 높은 사용자 만족도를 보일 것으로 전망한다. 또한 디지털로 서비스 되는 특징을 감안할 때 기존 오프라인 팬덤은 자연스럽게 구독 경제 모델을 보이며 메타버스로 전환될 것으로 판단한다. 이에 여타 산업에서의 크로스보더 전략이 더욱 적극적으로 추진되며 성장을 가속화 시켜 글로벌 확장에 따른 리레이팅을 예상한다.

메타버스에서 엔터테인먼트



자료: 에스엠, SKT, 자이언트스텝, 키움증권 리서치센터



자료: 로블록스, 키움증권 리서치센터

네이버 <NOW>



자료: 네이버, 자이언트스텝, 키움증권 리서치센터

에스엠 디어유



자료: 에스엠, 키움증권 리서치센터

국내외 Peer Valuation table

(단위 : 십억원)

		에스엠	JYP Ent.	HYBE	와이지 엔터테인먼트	큐브엔터	에프엔씨엔터
		KOR	KOR	KOR	KOR	KOR	KOR
매출액	2020	579.9	144.4	796.3	255.3	36.9	72.4
	2021E	658.6	174.9	1,238.5	347.3	-	-
	2022E	753.2	219.1	1,811.4	443.3	-	-
영업이익	2020	6.5	44.1	145.5	6.0	0.5	-7.3
	2021E	48.2	58.4	238.3	35.9	-	-
	2022E	66.6	71.2	371.3	53.0	-	-
순이익	2020	-70.2	29.5	85.7	9.4	-0.2	-7.6
	2021E	22.4	43.5	180.9	29.2	-	-
	2022E	35.4	52.4	287.8	37.7	-	-
EBITDA	2020	78.2	48.2	180.5	21.9	3.8	-1.5
	2021E	89.5	63.1	275.9	51.9	-	-
	2022E	89.5	63.1	275.9	51.9	-	-
ROE(%)	2020	-13.3	18.1	12.5	6.0	6.4	-12.2
	2021E	5.1	21.6	12.0	8.4	-	-
	2022E	7.6	21.3	16.2	9.5	-	-
PER(배)	2020	-	40.9	89.6	42.3	80.1	-
	2021E	43.6	31.5	58.4	31.4	-	-
	2022E	28.6	26.1	38.3	25.3	-	-
PBR(배)	2020	2.2	6.9	8.0	2.4	4.0	1.5
	2021E	2.2	6.2	6.7	2.5	-	-
	2022E	2.1	5.2	5.7	2.3	-	-
EV /EBITDA(배)	2020	6.9	24.3	27.1	34.6	30.8	-
	2021E	9.5	20.3	32.1	17.8	-	-
	2022E	8.1	16.6	20.7	13.6	-	-

자료: Bloomberg (5/31) consensus, 키움증권

IV. 카지노

>>> 펀더멘털 훼손은 없다. 시간만 인내하면 된다

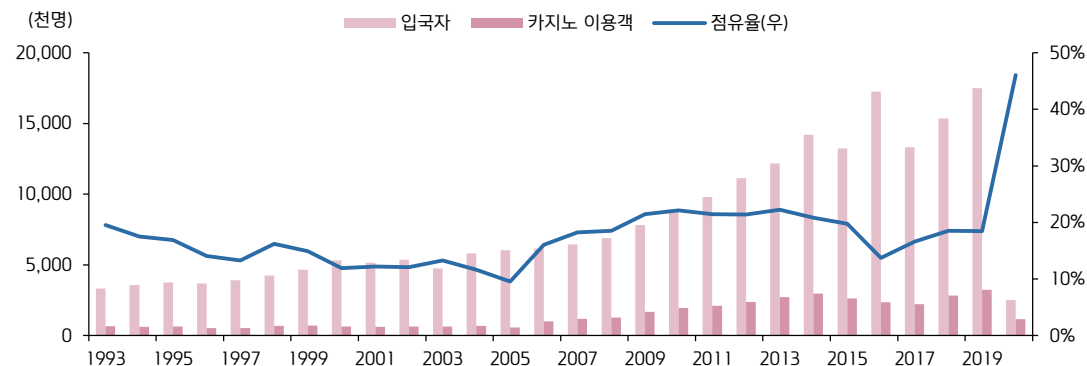
2020년 외국인 입국자는 총 2,519천명을 기록했다. 수치상 2019년 17,502천명 대비 15% 수준에 불과하고 이들 대부분도 관광 목적이 아닌 비즈니스, 교육 등에서 발생했을 것으로 추정한다. 작년 카지노 이용객은 로컬 VIP 입장에 힘입어 1,160천명을 기록하며 외국인 입국자 대비 46%의 비중을 달성했지만 이 비율은 외국인 입국이 증가하며 감소할 것으로 전망해 국내 외국인 카지노의 중장기적 외국인 확장으로 해석하기엔 무리가 있다.

국내 카지노 시장은 내국인 출입이 가능한 강원랜드 카지노와 외국인 전용 카지노로 구분된다. 내국인 카지노는 우리나라 사회적 거리두기 단계, 외국인 카지노는 글로벌 여행 제한에 영향을 받으며 2020년을 힘겹게 버텼다.

카지노 시장은 입장 여부가 가장 중요한 변수이며, 입장이 가능할 경우 카지노 방문객의 카지노 소비성향 및 규모는 경제 상황 등 외부 변수에 큰 영향을 받지 않을 것으로 판단한다. 따라서 입장 활성화가 가장 중요한 포인트임은 분명하고 각각의 카지노 별로 복합리조트 구축 여부와 카지노 설립 형태에 따른 비용 효율화 정책이 추가적으로 고려되어야 할 것이다.

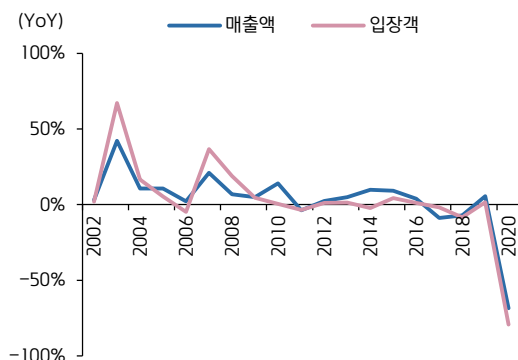
코로나19 이전 외국인 입국자 체력과 외부 변수의 카지노 수요 비탄력성을 감안할 때 빠른 반등을 전망하지만, 현재 감소한 입장객 및 매출 상황은 고정비 투여가 큰 카지노 산업의 특수성을 고려할 때 로컬 VIP 내방만으로는 장기적 경영안전성을 도모할 수 없는 상황임에는 분명하다.

외국인 입국자 및 입국자 대비 카지노 이용객 현황



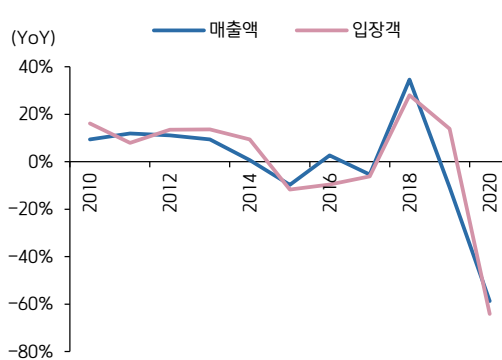
자료: 문화체육관광부, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

내국인 입장 가능 카지노 매출액 및 입장객 성장률



자료: 문화체육관광부, 키움증권 리서치센터

외국인 전용 카지노 매출액 및 입장객 성장률



자료: 문화체육관광부, 키움증권 리서치센터

국내 카지노 업체 현황

시도	업체명	법인명	운영형태 (등급)	20년 매출액 (백만원)	19년 매출액 (백만원)	YoY (%)	20년 입장객 (명)
서울	파라다이스카지노 워커힐점	(주)파라다이스	임대(5성)	174,053	291,233	-40.2	252,000
	세브력카지노 서울강남코엑스점	그랜드코리아레저(주)	임대(컨벤션)	86,493	188,005	-54.0	153,550
	세브력카지노 서울강북힐튼점	그랜드코리아레저(주)	임대(5성)	77,791	221,460	-64.9	230,064
	세브력카지노 부산롯데점	그랜드코리아레저(주)	임대(5성)	21,739	83,638	-74.0	61,256
부산	파라다이스카지노 부산지점	(주)파라다이스	임대(5성)	24,678	76,332	-67.7	49,213
인천	파라다이스카지노 (파라다이스시티)	(주)파라다이스세가사미	직영(5성)	126,933	376,924	-66.3	171,503
강원	알펜시아카지노	(주)지바스	임대(5성)	26	244	-89.3	1,153
대구	호텔인터불고대구카지노	(주)골든클라운	임대(5성)	16,788	20,723	-19.0	65,355
제주	공즈카지노	길상창휘(유)	임대(5성)	9,494	32,187	-70.5	40,035
	파라다이스카지노 제주지점	(주)파라다이스	임대(5성)	9,817	40,433	-75.7	52,491
	아람만카지노	(주)청해	임대(5성)	3,151	7,651	-58.8	11,371
	로얄팔레스카지노	(주)건하	임대(5성)	1,202	16,795	-92.8	2,561
	엘티카지노	(주)엘티엔터테인먼트	임대(5성)	1,346	4,695	-71.3	1,601
	제주션카지노	(주)지앤엘	직영(5성)	1,892	8,234	-77.0	3,676
	랜드카지노(제주신화월드)	람정엔터테인먼트코리아(주)	임대(5성)	42,354	62,453	-32.2	55,075
	메가력카지노	(주)메가력	임대(5성)	38	17,897	-99.8	63
외국인 대상 : 12개 법인, 16개 영업장				597,794	1,448,868	-58.7	1,160,967
강원	강원랜드카지노	(주)강원랜드	직영(5성)	443,549	1,481,555	-70.1	599,265
내/외국인 대상 : 13개 법인, 17개 영업장				1,041,344	2,930,423	-64.5	1,760,232

자료: 문화체육관광부, 키움증권 리서치센터

주1. 2021년 4월 기준. 업체명 및 법인명이 변경된 경우 최종 업체, 법인명 사용

>>> 투자 모멘텀 점검 및 하반기 투자 포인트

카지노 산업은 국내는 물론 해외에서도 VIP 고객이 차지하는 비중이 매우 크다. 특히 국내 외국인 카지노의 경우 중국과 일본 VIP 고객은 전체 고객에서 70% 수준의 절대적인 비중을 차지한다. 이는 마케팅의 연속성을 유지할 수 있는 장점이 있는 뿐만 아니라, 중국과 일본의 연휴 등 계절적 변동성에도 유연하게 대응할 수 있어 외국인 카지노의 보다 정확한 마케팅 포인트를 잡아주는 효과가 있다. 다만 현재는 이와 같은 효과 발생이 힘든 상황으로 위드 코로나 상황에서 카지노 기업의 상황을 판단해 보면 다음과 같다.

첫째, 카지노 VIP는 코로나19 이전 수준 내지는 초과 가능한 회복 수준을 보일 것인가

둘째, 카지노 복합리조트의 효과는 다시 재기할 수 있는가

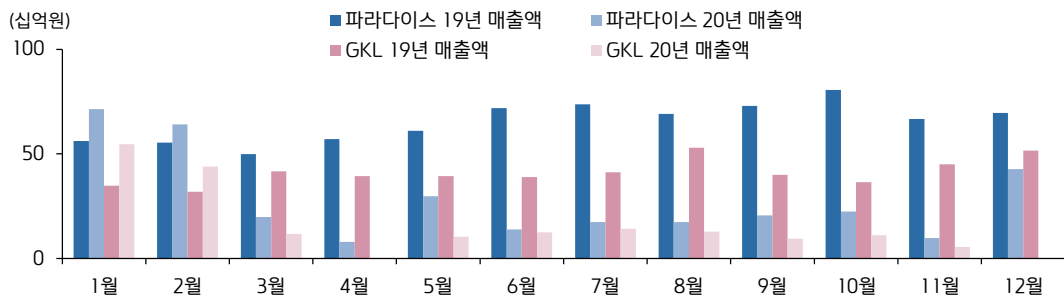
우리나라 외국인 카지노에 미치는 중국 및 일본 VIP의 영향력은 매우 크다. 사드사태 이후 주춤하긴 했지만 2019년 하반기부터 회복한 중국 VIP는 2019년 4분기부터 코로나19가 발생하기 시작한 2020년 1월 실적까지 최고 달성 레벨을 가능하게 한 주 요인이었다. 일본 VIP는 파라다이스세가사미가 건설한 영종도 파라다이스시티의 개장과 더불어 그 비중을 급속하게 확대하며 국내 외국인 카지노의 양축을 담당하고 있다.

다만, 현재는 외국인 입국에 대한 제한이 발생하며 국내 외국인 카지노는 로컬 VIP에만 의존하는 영업을 펼치고 있다. 2020년 코로나19 발생에 따른 영향이 시작된 이후 파라다이스와 GKL은 월 합산 300억 수준의 카지노 매출액을 달성했다. 순수한 로컬 VIP에 의한 카지노 매출로서 외국인 입국자에 대한 매출은 매우 미미한 것으로 판단한다.

강원랜드는 2021년 1분기 휴장에서 벗어난 이후 일 매출 20억 수준을 유지하고 있다. 사회적 거리두기 단계 제한에 따라 동시 체류인원 6,000명에서 20%로 제한하고 있으며, 이마저도 추첨을 통해 입장을 허용하는 등 영업 제한 상황은 지속되고 있다. 하지만 휴장 리스크만 없다면 강원랜드는 사회적 거리두기 단계 완화가 되며 매출 및 손실 회복을 달성할 것으로 전망한다. 초과 수준의 회복까지 단정지을 수는 없지만 2020년 완료된 영업환경(일 영업시간 2시간 연장, 카지노 테이블 20대 추가 가동)이 모멘텀으로 작용하여 실적 개선을 이끌 것으로 판단한다.

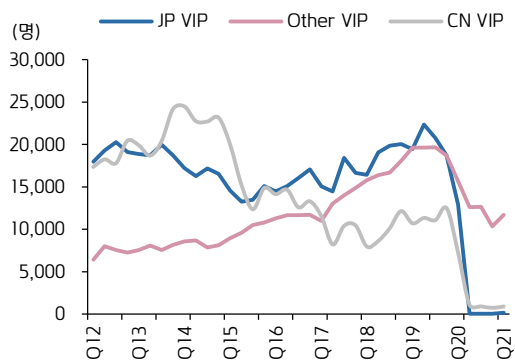
이와 마찬가지로 외국인 카지노 역시 카지노 수요에 대한 외부 변수 비탄력성은 유사하다고 판단하여 외국인 입국 시 빠른 반등을 예상한다. 카지노 단일 모델 보다는 시장 분위기 완화에 따른 관광 입국자 수요까지 흡수할 수 있는 복합리조트 카지노의 빠른 반등을 전망한다.

파라다이스, GKL 2019 ~ 2020년 월별 매출액



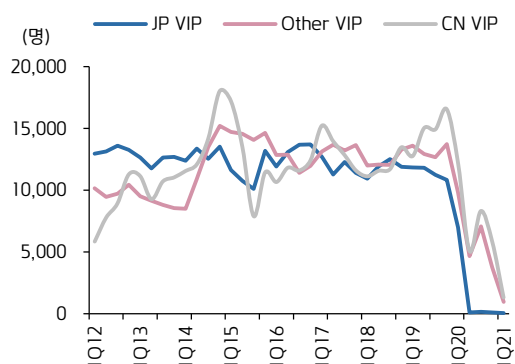
자료: 문화체육관광부, 파라다이스, GKL, 키움증권 리서치센터

파라다이스 국적별 VP 고객 추이



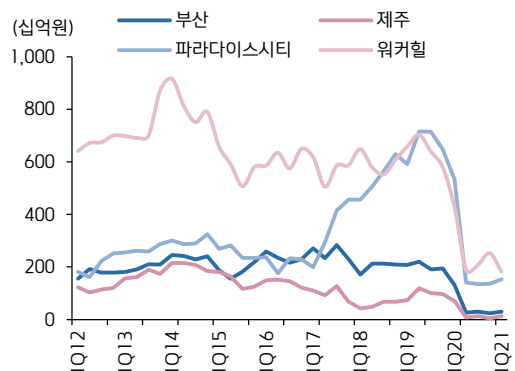
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

GKL 국적별 VP 고객 추이



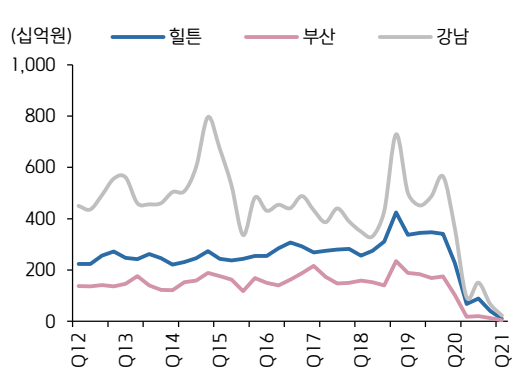
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

파라다이스 업장별 드랍액 추이



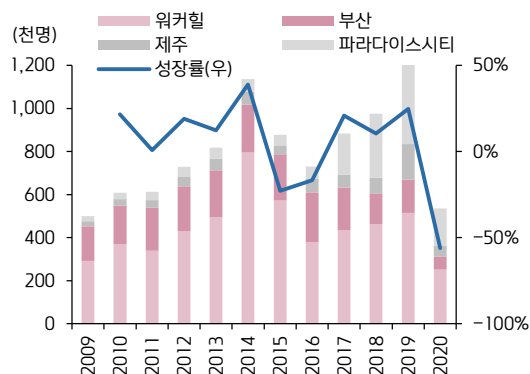
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

GKL 업장별 드랍액 추이



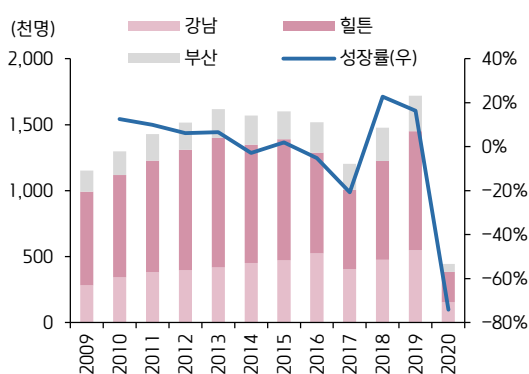
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

파라다이스 입장객 추이



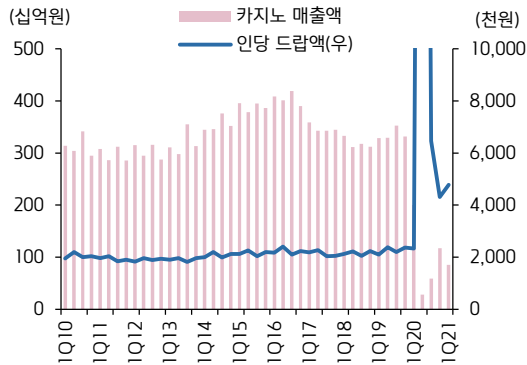
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

GKL 입장객 추이



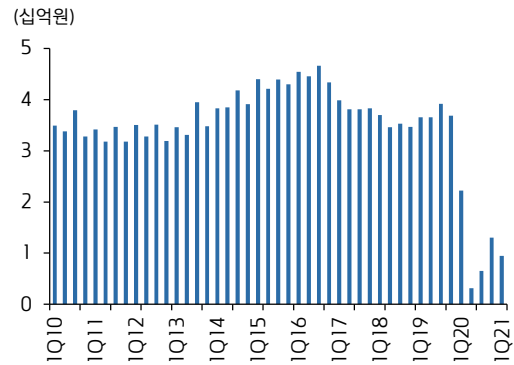
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

강원랜드 분기별 카지노 매출액 및 드랍액 추이



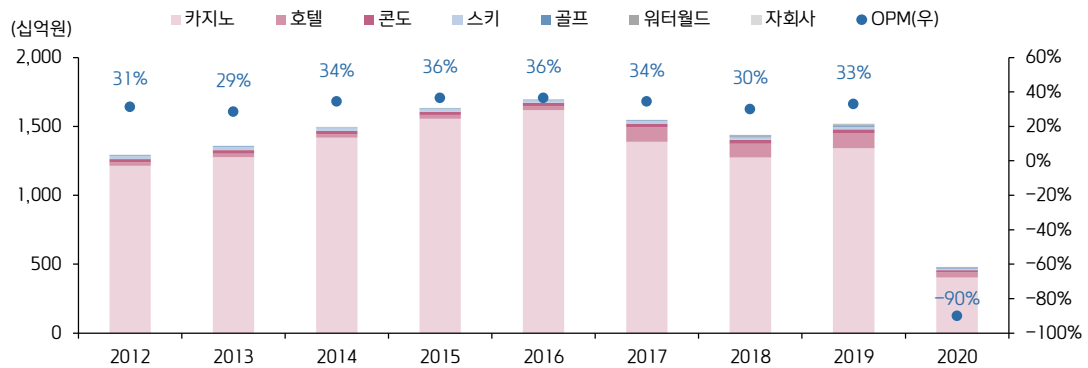
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드 일별 카지노 매출액 추이



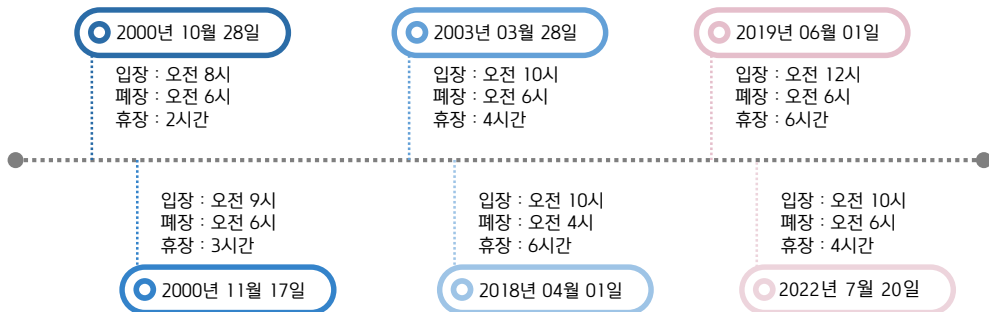
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드 부문별 매출액 및 OPM 추이



자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드 영업시간 변경 히스토리



자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

카지노 복합리조트는 코로나19 상황에서도 이후 상황에서도 주요한 매출 포인트로 작용할 것이라 판단한다. 우선 위드 코로나 상황에서는 부족한 카지노 매출을 보완할 내국인 여행 효과가 발생한다. 외국인 VIP가 입국하는 시점에서 카지노 복합리조트는 다음과 같은 긍정적 효과를 가지고 올 수 있다.

우선, 카지노 VIP 콤프 제공에 대한 빠른 대응과 안정적 공급을 가능하게 한다. 둘째로 콤프 및 프로모션 등으로 모객된 카지노 VIP는 호텔 부문의 매출로 연결되어 카지노와의 시너지를 발생시킨다. 외국인 입국인 가능한 환경에서는 카지노 VIP와 일반 관광객의 복합리조트 진입이 원활해 진다. 이는 평일 객실 숙박과 카지노 Mass 확장으로 이어지는 선순환이 발생하게 된다.

국내 카지노 복합리조트는 카지노 설립관련 법령, 기존 복합리조트 프로젝트 진행 등을 감안할 때 단기간 그 규모가 마카오와 같은 형태로 발전되기는 힘들 것으로 보여 거점형 카지노 복합리조트 모델을 전망한다. 이에 기존 업체들 간의 고객 카니발라이제이션은 일정 부분 발생할 것으로 보이고 파라다이스시티 그랜드 오픈에서 보여주었던 마케팅 및 프로모션의 공격적 집행에 따른 수익성 악화 가능성도 존재한다.

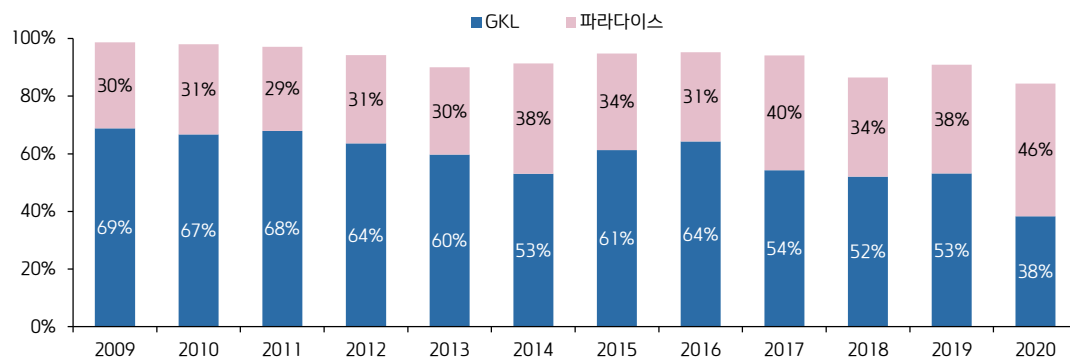
롯데관광개발이 새로 진입하는 카지노 시장에 기존 업체인 파라다이스와 GKL의 매출 경쟁이 심화되기는 하겠지만 코로나19로 인한 충분한 고객 모객이 쉽지 않은 상황에서 공격적 마케팅의 위험성은 낮은 것으로 판단한다. 즉 로컬 VIP 시장으로 유지되는 기간에는 3개 업체간 고객 순환이 이루어질 것으로 보이고, 해외 입국 시 본격적 경쟁 심화를 전망한다. 이 때 카지노 복합리조트 모델인 롯데관광개발과 파라다이스가 상대적 경쟁우위를 보유한 것으로 판단한다.

국내 카지노 복합리조트 현황

구분	제주 드림타워	파라다이스 시티	제주 신화월드	하이원 리조트
위치	제주 제주시	인천국제공항 IBC-1	제주 서귀포	강원도 정선
카지노	외국인 전용	외국인 전용	외국인 전용	내국인 출입 가능
주요시설	호텔, 외국인 전용 카지노, 컨벤션, 수영장, 스파, 사우나 등	호텔, 외국인 전용 카지노, 스파, 컨벤션, 아레나, K-스튜디오 등	호텔, 리조트, 컨벤션, 워터파크, 외국인 전용 카지노 등	호텔, 리조트, 내국인 카지노, 컨벤션, 워터파크, 골프장, 스키장 등
사업자	롯데관광개발	(주)파라다이스세가사미	람정제주개발	(주)강원랜드

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

파라다이스, GKL 외국인 전용 카지노 입장객 점유율



자료: 문화체육관광부, 키움증권 리서치센터

국내외 Peer Valuation table

(단위 : 십억원, 십억달러, 십억홍콩달러)

		강원랜드	파라 다이스	GKL	롯데 관광개발	LVS Sands	MGM Resorts	Caesars Entertain ment	Galaxy	SJM Holdings
		KOR	KOR	KOR	KOR	US	US	US	HK	HK
매출액	2020	478.6	453.9	184.5	16.8	3.6	5.2	3.5	12.9	7.5
	2021E	796.7	504.8	162.0	217.7	7.2	8.8	8.9	31.2	22.5
	2022E	1,448.8	853.0	442.0	464.3	11.1	11.8	10.8	51.1	39.8
영업이익	2020	-431.6	-86.2	-88.8	-71.4	-1.7	-0.6	-0.4	-5.2	-3.3
	2021E	-32.1	-43.5	-92.0	-23.7	0.8	0.1	1.7	3.1	-1.3
	2022E	425.8	84.3	86.0	153.2	3.1	1.2	2.6	11.5	3.1
순이익	2020	-275.9	-118.2	-64.3	-82.0	-1.7	-1.0	-1.8	-4.0	-3.0
	2021E	13.0	-55.3	-69.0	-99.8	0.1	-0.8	-0.6	5.6	-1.2
	2022E	324.5	14.0	69.0	47.9	1.8	0.1	0.3	12.6	2.6
EBITDA	2020	-354.3	14.3	-50.2	-53.4	-0.5	1.3	0.2	-2.4	-2.3
	2021E	42.1	62.4	-61.0	41.3	2.0	1.7	2.8	7.6	1.3
	2022E	42.1	62.4	-61.0	41.3	2.0	1.7	2.8	7.6	1.3
ROE(%)	2020	-4.9	-11.2	-22.9	-51.1	-54.8	-30.0	-72.2	-	-11.3
	2021E	0.5	-5.5	-15.2	-49.2	13.7	-11.8	-9.7	7.1	-6.8
	2022E	9.8	0.3	15.3	23.5	44.4	1.4	10.0	15.9	10.1
PER(배)	2020	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2021E	234.7	-	-	-	202.6	-	-	56.1	-
	2022E	17.5	113.7	16.9	31.5	23.6	299.8	63.7	21.8	20.0
PBR(배)	2020	1.8	1.5	2.6	8.0	16.5	3.3	4.8	-	2.1
	2021E	1.9	1.6	2.8	8.5	10.6	3.9	4.9	4.0	2.3
	2022E	1.7	1.6	2.4	6.5	11.2	3.9	4.6	3.5	2.1
EV /EBITDA(배)	2020	-	245.9	-	-	-	-	29.9	-	-
	2021E	119.7	52.9	-	54.7	26.9	19.2	14.0	34.5	51.9
	2022E	10.3	17.5	7.9	9.9	12.3	10.8	10.1	15.9	10.8

자료: Bloomberg (5/31) consensus, 카움증권

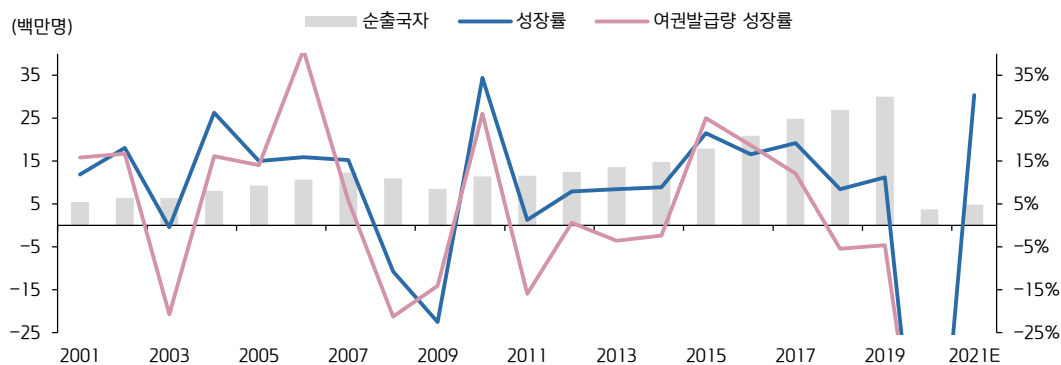
V. 여행

>>> 2000년 수준으로 돌아간 출국자 하지만 회복 가능성은 충분

2000년 4,828천명을 기록했던 순출국자(총출국자에서 승무원 제외)는 2019년 26,772천명을 기록하며 2009년 금융위기에 의한 감소가 발생했던 것을 제외하고 꾸준한 성장세를 보였다. 2020년 3,679천명으로 집계된 순출국자는 2021년 하반기에 출국자가 개선될 경우 4,800천명 수준을 달성할 것으로 전망한다.

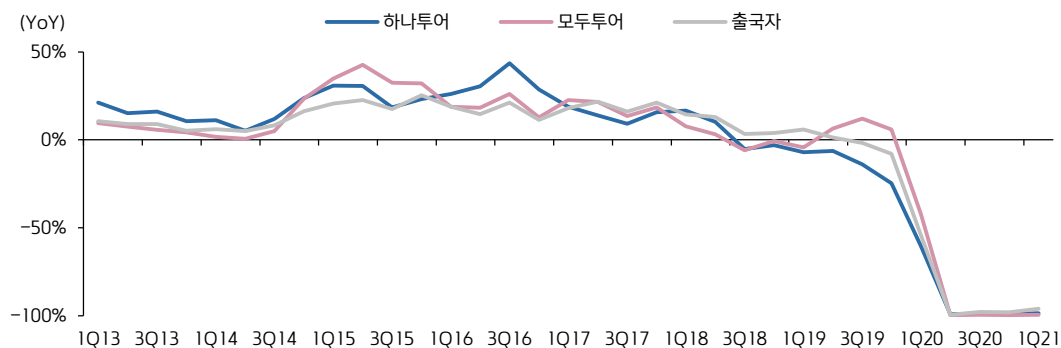
코로나19는 글로벌 및 국내 경제에 광범위한 영향을 미쳤다. 여행시장은 소득 증가와 높은 상관관계를 가지며 동반 성장하는 모습을 보이는 것이 일반적임으로 코로나19에 의한 부정적 영향도 고려해야 할 시점이다. 2020년은 코로나19 확산 저지를 위해 글로벌 이동제한이 발생하였고 이에 따른 여행 시장 위축이 나타났다. 하지만 국내 시장은 실질GDP 성장률 보다 출국자 증가율이 대체로 높은 수준을 유지하였기에 코로나19에서 회복된다면 이연 수요를 바탕으로 한 회복은 충분할 것으로 전망한다.

순출국자수 추이 및 전망



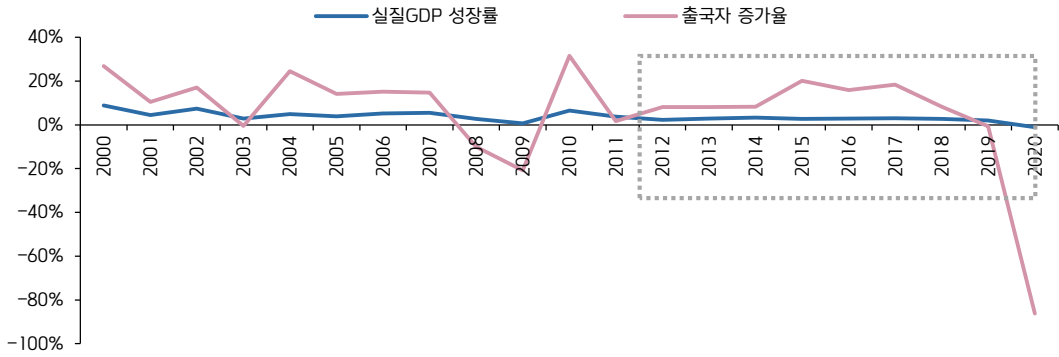
자료: 외교통상부, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

순출국자, 하나투어&모두투어 송출객 증가율



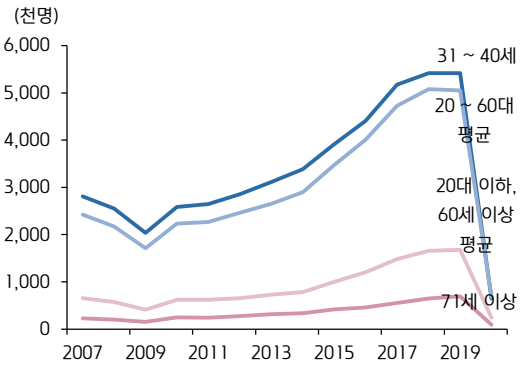
자료: 한국관광공사, 각사, 키움증권 리서치센터

실질GDP 성장율과 총출국자 증가율



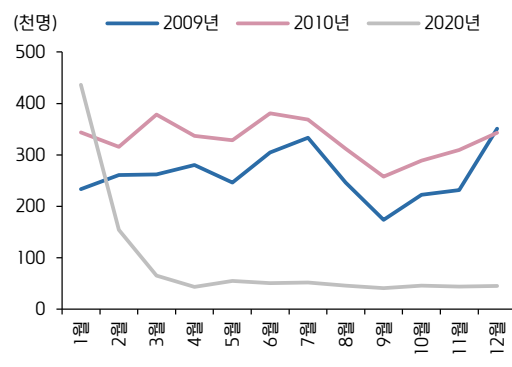
자료: 통계청, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

연도별 연령대별 여행객 추이



자료: 관광정보시스템, 키움증권 리서치센터

월별 여권 발급량 추이



자료: 외교통상부, 키움증권 리서치센터

>>> 투자 모멘텀 점검 및 하반기 투자 포인트

2021년은 코로나19로 인한 출국자 부진의 여파가 지속될 것으로 전망한다. 국내 백신 접종률 및 해외 출국 후 복귀 시 위험도 등을 감안하면 인바운드 시장보다 아웃바운드 시장의 회복은 더딜 것으로 보여 국내 여행사의 실적 및 투자 모멘텀을 아래와 같이 점검해 보았다.

첫째, 코로나19 이후에 패키지는 OTA 공습에 따른 FIT 시장과 경쟁력을 갖출 수 있는가

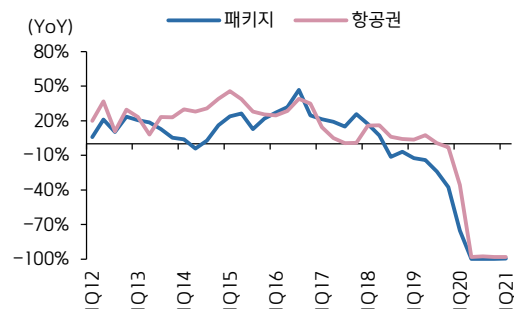
둘째, 패키지 중심의 구조와 마크업 체계 손익이 다변화되거나 개선되며 성장 동력이 될 수 있는가

셋째, 코로나19로 인한 인프라 훼손이 빠르게 회복되어 이연수요를 캐치업 할 수 있는가

우선 패키지에 대한 여행 자체로 성장 가능성에 대해 살펴보면, 2019년까지 평균적으로 월별 하나투어 250천명, 모두투어 100천명의 패키지 송출객을 모집했다. 년 환산 시 하나투어 300만명, 모두투어 120만명의 해외여행객에 대해 서비스 한 것으로 보인다. 또한 항공권을 포함한 양사의 M/S를 합산하면 30%가 넘어 국내 여행의 1/3 책임지고 있는 거대 여행사의 면모를 확인할 수 있어 회복에 대한 잠재력은 높은 것을 확인할 수 있다.

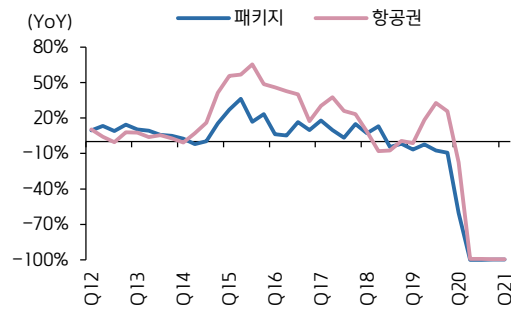
이에 패키지는 FIT에 비해 단기간 열위는 발생하겠지만 기본 수요와 항공권에서 패키지로의 잠재적 전환 수요 감안 시 구조적 성장 추세는 유지할 것이라 판단한다. 하반기 연말에 접어들며 패키지 여행이 재개된 다면 허니문, 골프, 성지순례 등의 특수 목적 수요를 중심으로 일반 휴양형 수요와 함께 전반적 시장 회복을 이끌 것으로 전망한다.

하나투어 패키지 및 항공권 성장률



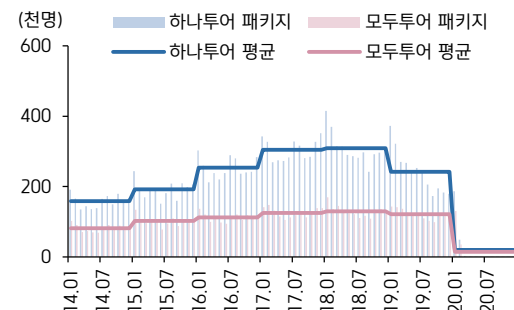
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

모두투어 패키지 및 항공권 성장률



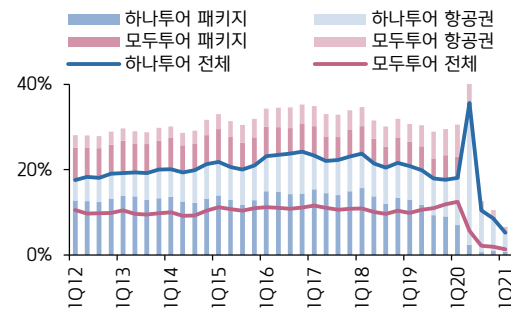
자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터

하나투어&모두투어 월별 패키지 송출객수 추이



자료: 하나투어, 모두투어, 키움증권 리서치센터

하나투어&모두투어 송출객 M/S 추이



자료: 하나투어, 모두투어, 키움증권 리서치센터

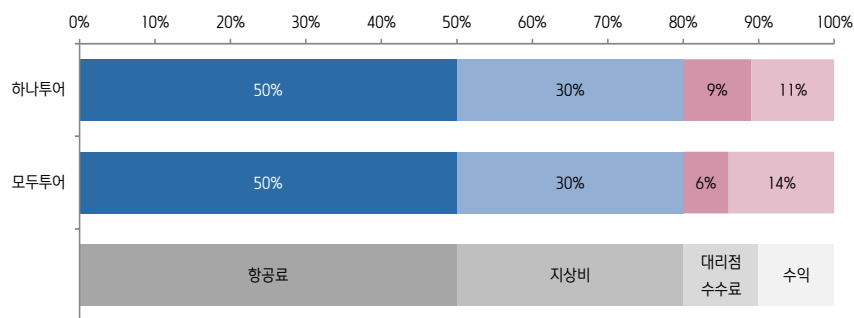
연결기준 매출액에서 패키지가 차지하는 비중은 하나투어와 모두투어 양사 모두 절반을 훌쩍 넘는다. 수수료 체계를 띄고 있는 패키지 중심의 비즈니스 구조를 탈피하기 위해서 하나투어는 해외 진출, 면세점, 호텔 부문으로 사업확장을 꾀했고, 모두투어 역시 호텔 등으로 진출을 단행했다. 하지만 코로나19는 글로벌 여행 제한을 가져왔고 패키지 본업은 물론 국내외 부가 사업의 부진을 동반했다.

현재 하나투어는 여행 관련 사업의 철수와 슬림화를 통해 패키지 본업으로 집중을 선택했다. 또한 OTA에 대응하기 위한 패키지 상품의 디지털화 및 유연화를 추진하고 개발하였다. 하나투어의 부진 사업의 철수는 단기적으로 비용 감축을 통한 손익 개선에 이바지할 것으로 보이고, 중장기적인 여행시장 개선과 더불어 수익성 위주의 회복 형태를 보일 것으로 전망한다.

여행상품 구성 형태는 여행사의 직접 제공 재화 및 서비스 보다 유관 산업에서 소싱하는 비중이 커 관련 비즈니스와 수수료 구조의 체계를 가진다. 판매 역시 본사 및 본사 외의 채널에서 대행하기에 대리점 및 클라이언트들과 수수료 배분 형태의 손익 구조를 띄게 되어 구조적 변화가 생기지 않는 한 이와 같은 구조는 유지될 것으로 보인다.

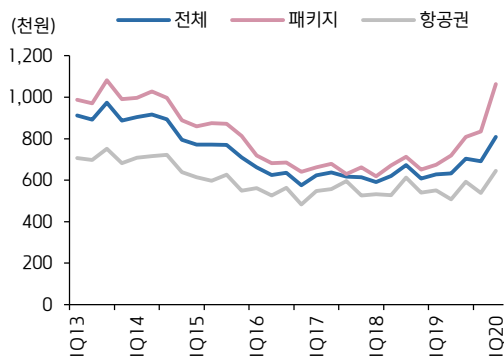
여행 재개 시 국내 여행사의 ASP는 이연 수요의 회복을 통해 기존보다 단기적으로 높은 수준을 보일 것으로 전망한다. Q의 회복이 충분히 이루어지지 않더라도 P의 개선을 통한 실적 개선 효과는 충분히 발생할 것으로 판단한다.

원천별 패키지 상품가격 구성비율



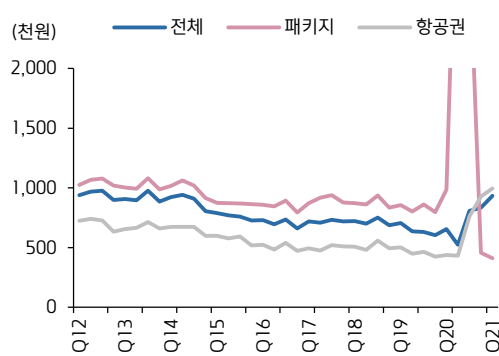
자료: 하나투어, 모두투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 평균판매단가(ASP) 추이



자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

모두투어 평균판매단가(ASP) 추이



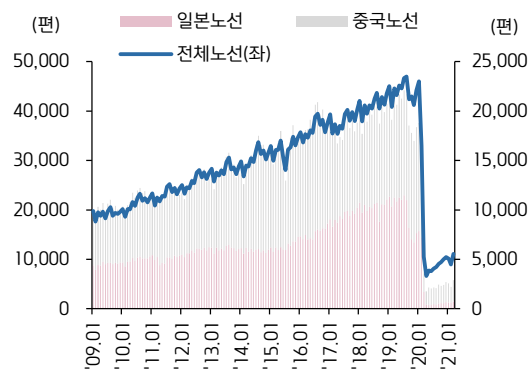
자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터

더욱 단기적 관점에서 여행산업의 회복을 판단해 보면, 국내 아웃바운드 시장은 먼저 국내외 코로나19 방역상황 및 이에 따른 여행 자유도 증가와 면밀히 연결되어 있다. 글로벌 해외여행 시장은 백신 접종률이 높아지며 점점 기대감이 높아질 것이라 판단하는데, 현재 백신 접종 완료자에 대한 백신 인센티브 제도가 각국에서 시행되고 있고 있고 국내도 5월부터 도입하고 있다.

해외여행에 대한 기대감은 어느 때 보다 높아 여행 미실 시에 대한 우려가 있더라도 최근 여행사가 내놓은 상품은 다이나믹한 여행 수요자를 중심으로 인기를 얻고 있다. 항공, 숙박 등 해외여행 기본 인벤토리를 구성하는 부분 역시 수요 회복에 적시 대응이 가능할 것으로 판단하여 공급 부족에 따른 해외여행 시장 축소는 발생하지 않을 것으로 보인다.

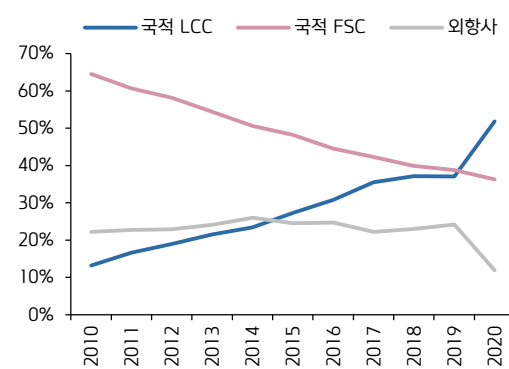
다만 국내 해외 여행의 2/3 수준을 담당하고 있는 일본, 중국, 동남아에 대한 지역별 회복 사향이 관건으로 보여 관련 국가의 여행 여부 체크는 반드시 필요할 것으로 판단한다.

국제선 월별 항공기 운항 편수



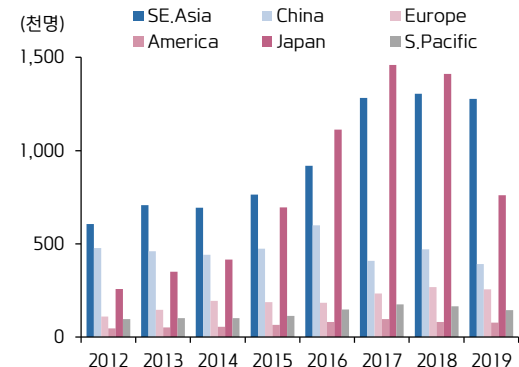
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

국제선 유상여객 수 점유율 추이



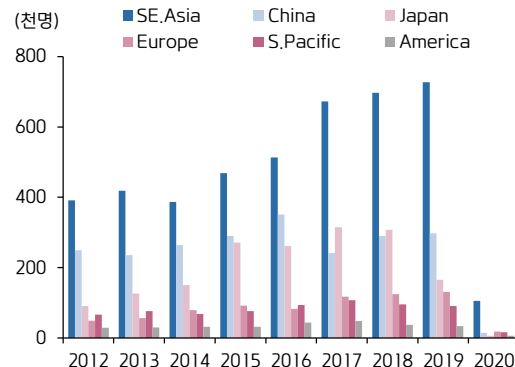
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

하나투어 지역별 패키지 송출객 현황



자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

모두투어 지역별 패키지 송출객 현황



자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터

국내외 Peer Valuation table

(단위 : 십억원, 십억달러, 십억홍콩달러)

		하나투어	모두투어	Airbnb	Booking Holdings	Expedia	Ctrip	Carnival	Royal Caribbean	Norwegian
		KOR	KOR	US	US	US	HK	US	US	US
매출액	2020	109.6	54.8	3.4	6.8	5.2	2.7	5.6	2.2	1.3
	2021E	94.4	50.3	5.4	9.3	8.1	3.9	3.5	2.3	1.0
	2022E	474.1	256.2	7.0	14.5	11.3	5.4	17.8	10.2	5.8
영업이익	2020	-114.9	-21.1	-3.6	-0.6	-2.7	-0.2	-8.9	-4.6	-3.5
	2021E	-88.9	-12.0	-0.3	2.1	0.6	0.1	-4.8	-2.3	-1.7
	2022E	54.4	32.2	0.3	4.7	1.6	0.8	1.8	1.5	0.7
순이익	2020	-172.0	-64.5	-4.6	0.1	-2.7	-0.5	-10.2	-5.8	-4.0
	2021E	-90.6	-6.8	-1.0	1.4	-0.1	0.4	-6.1	-3.4	-2.2
	2022E	30.0	20.7	0.0	3.8	1.0	1.0	0.4	0.3	0.1
EBITDA	2020	-55.3	-11.6	-3.4	0.0	-1.5	0.0	-6.4	-3.2	-2.7
	2021E	-73.9	-6.0	0.7	2.2	1.2	0.3	-2.3	-1.1	-1.0
	2022E	-73.9	-6.0	0.7	2.2	1.2	0.3	-2.3	-1.1	-1.0
ROE(%)	2020	-97.3	-78.2	-	16.4	-120.7	3.9	-51.8	-56.5	-80.0
	2021E	-88.3	-17.0	-33.6	21.9	-7.0	2.6	-33.4	-46.2	-57.6
	2022E	45.1	45.8	-15.2	66.9	55.4	5.6	-0.8	5.3	-0.6
PER(배)	2020	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2021E	-	-	-	70.9	-	78.6	-	-	-
	2022E	40.5	26.1	11,700.0	25.6	29.7	26.4	116.8	72.3	98.5
PBR(배)	2020	12.1	9.3	27.0	20.3	25.2	1.5	1.7	2.6	2.7
	2021E	18.5	8.9	26.0	14.0	22.0	1.7	2.1	3.5	3.6
	2022E	14.4	6.1	24.2	11.8	16.3	1.6	2.1	3.6	3.7
EV /EBITDA(배)	2020	-	-	-	80.6	-	703.4	470.3	-	-
	2021E	-	-	115.6	44.4	27.8	-	-	-	-
	2022E	19.5	14.0	68.4	18.7	13.3	-	14.5	14.7	14.8

자료: Bloomberg (5/31) consensus, 키움증권



기업분석

이노션
(214320)

BUY(Maintain)/목표주가 83,000원
2분기부터 성장 엔진 본격 가동

인크로스
(216050)

BUY(Maintain)/목표주가 70,000원
티딜 고도화가 보여줄 성장성

NEW
(160550)

BUY(Maintain)/목표주가 24,000원
디즈니 효과는 드라마로 끝나지 않는다

강원랜드
(035250)

BUY(Maintain)/목표주가 38,000원
가장 빠른 실적 저점 확인

롯데관광개발
(032350)

BUY(Maintain)/목표주가 29,000원
카지노 그랜드 오픈이 기다려진다

JYP Ent.
(035900)

BUY(Maintain)/목표주가 53,000원
컨택트 재개 시 가장 높은 레버리지

이노션 (214320)



BUY(Maintain)

목표주가 83,000원(상향)

주가(5/31) 67,100원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

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

2021년에는 제네시스, 아이오닉5의 공격적 마케팅 확장, 기아차 CI 변경 본격화 등이 2분기부터 발생하며 상저하고의 패턴을 보일 것으로 전망합니다. 코로나19에도 불구하고 매출 및 수익성을 지켜 낸 웰컴그룹을 중심으로 한 비유기적 성장 모멘텀은 전사적 디지털 트랜스포메이션 전략과 함께 중장기적 시너지를 창출할 것이라 판단합니다.

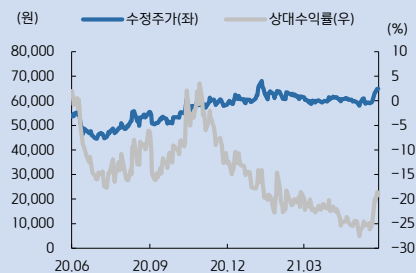
Stock Data

KOSPI (5/31)	3,203.92pt	
시가총액	13,420억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	68,100 원	44,550원
최고/최저가 대비	-1.5%	50.6%
주가수익률	절대	상대
	1M	10.1%
	6M	-6.9%
	1Y	-23.1%

Company Data

발행주식수	20,000 천주
일평균 거래량(3M)	56천주
외국인 지분율	30.2%
배당수익률(21E)	2.8%
BPS (21E)	39,973원
주요 주주	정성이 외 3 인 28.7%

Price Trend



2분기부터 성장 엔진 본격 가동

>>> 1분기 영업이익 203억원(yoy -25.4%)

코로나19에 따른 광고 경기의 더딘 회복, 오토쇼 등 BTL 대행 감소와 비우호적 환율 영향 등이 작용하여 1분기 매출총이익 1,395억원(yoy -3.5%)을 기록했다. 유럽과 중국을 제외한 전지역에서 매출총이익이 역성장하였고 디지털 관련 인력 증가에 따른 인건비 증가 영향이 더해져 영업이익 감소가 나타났지만 이는 광고 경기 회복 등에 따라 개선될 가능성이 높아 분기 손익 저점을 지난 것으로 판단한다.

>>> 2분기부터 성장 엔진 본격 가동

주요 광고주의 전략 차종 광고 부진에 따른 역성장을 보였던 1분기와 달리 2분기에는 아이오닉5 정식 런칭, 스타리아, K8 등의 광고가 집행될 것으로 보인다. 하반기로 접어들면 글로벌에서 제네시스 광고 마케팅이 집중될 것으로 전망되며, 코로나19 백신 접종 확대를 통한 BTL 회복 개선 기대감도 높다.

최근 퍼포먼스 마케팅 대행사인 디퍼플을 인수하여 국내 시장에서의 디지털 트랜스포메이션 강화에 나섰다. 이와 같은 디지털 포커싱은 국내는 물론 글로벌로 확장하며 비계열 광고주 영입과 주요 광고주 대행 영역을 넓힐 것으로 전망한다.

>>> 위기와 기회가 공존하지만 기대가 더 크다

2021년 연결 매출총이익 6,546억원(yoy +11.7%), 영업이익 1,369억원(yoy +22.7%, OPM 10.5%)을 기록할 것으로 전망한다. 2021년은 여전히 코로나19의 그늘 아래 놓여 있어 가파른 경기 회복에 의한 광고 산업 개선이 나타나기 힘든 점도 있다. 하지만 주요 광고주의 차량 세그먼트가 더욱 구체화되며 마케팅 강화 효과에 의한 성장 모멘텀이 더 클 것으로 판단한다. 이에 투자의견 BUY와 2021F 지배주주순이익의 기준 EPS에 Target PER 19.5 배를 적용하여 목표주가를 83,000원으로 상향한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,274.3	1,221.1	1,307.5	1,416.2	1,536.6
영업이익	121.9	111.5	136.9	155.1	164.1
EBITDA	145.2	149.2	174.1	192.6	203.5
세전이익	128.1	117.7	150.1	166.1	174.3
순이익	94.6	84.3	113.1	125.9	132.2
지배주주지분순이익	73.6	63.5	85.2	96.9	101.8
EPS(원)	3,681	3,174	4,260	4,847	5,088
증감률(% YoY)	-4.2	-13.8	34.2	13.8	5.0
PER(배)	19.3	18.8	14.0	12.3	11.7
PBR(배)	1.86	1.55	1.49	1.42	1.34
EV/EBITDA(배)	6.7	4.8	4.5	4.5	4.7
영업이익률(%)	9.6	9.1	10.5	11.0	10.7
ROE(%)	9.9	8.3	10.9	11.8	11.8
순차입금비용(%)	-59.8	-62.0	-54.2	-43.7	-33.2

자료: 키움증권 리서치센터

이노션 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
총매출액	344.0	236.5	282.5	358.1	264.2	289.5	309.4	444.4	1,221.1	1,307.5	1,416.2
(YoY, %)	10.6%	-21.7%	-6.4%	-0.4%	-23.2%	22.4%	9.5%	24.1%	-4.2%	7.1%	8.3%
매출원가	199.6	107.0	139.2	189.4	124.7	132.4	143.4	252.4	635.1	652.8	706.2
(YoY, %)	1.1%	-39.8%	-21.1%	-8.4%	-37.5%	23.8%	3.0%	33.2%	-16.2%	2.8%	8.2%
매출총이익	144.5	129.5	143.3	168.7	139.5	157.2	166.0	192.0	586.0	654.6	710.0
(YoY, %)	27.1%	4.2%	14.4%	10.4%	-3.5%	21.3%	15.8%	13.8%	13.6%	11.7%	8.5%
GPM	42.0%	54.8%	50.7%	47.1%	52.8%	54.3%	53.7%	43.2%	48.0%	50.1%	50.1%
본사	25.2	24.8	28.4	43.7	24.5	30.4	32.2	47.1	122.0	134.1	142.6
매체대행	11.8	13.8	15.4	26.7	14.3	16.9	18.2	26.3	67.7	75.8	81.1
광고제작	3.3	4.0	6.1	7.5	3.3	4.3	6.8	8.7	20.9	23.0	25.3
옥외광고	2.0	1.8	2.0	1.1	1.4	1.7	1.9	2.0	6.9	7.0	7.2
프로모션	5.4	2.5	2.9	4.3	2.8	4.3	2.6	6.5	15.1	16.2	16.6
기타	2.6	2.7	2.1	4.0	2.7	3.2	2.7	3.6	11.4	12.2	12.4
해외	119.4	104.9	115.6	125.2	115.0	127.0	134.2	145.5	465.1	521.6	568.5
유럽	19.3	17.2	18.4	19.5	19.7	20.9	21.2	20.8	74.4	82.6	89.2
미주	78.5	71.3	77.7	83.4	76.0	84.7	90.8	93.6	310.9	345.1	379.6
중국	2.0	2.0	1.4	2.9	2.0	2.3	2.1	2.6	8.4	9.0	9.6
기타	19.5	14.3	18.1	19.5	17.2	19.0	20.1	28.6	71.4	84.9	90.0
판관비	117.3	113.6	116.3	127.3	119.2	125.0	127.8	145.8	474.5	517.8	554.8
(YoY, %)	32.0%	18.8%	20.2%	13.3%	1.6%	10.1%	9.9%	14.5%	20.5%	9.1%	7.2%
영업이익	27.2	16.0	27.0	41.4	20.3	32.2	38.2	46.2	111.5	136.9	155.1
(YoY, %)	9.5%	-44.4%	-5.1%	2.5%	-25.4%	101.4%	41.4%	11.8%	-8.9%	22.7%	13.3%
OPM	7.9%	6.8%	9.6%	11.6%	7.7%	11.1%	12.3%	10.4%	9.1%	10.5%	11.0%
순이익	22.7	13.4	20.7	27.5	16.7	27.1	31.6	37.7	84.3	113.1	125.9
(YoY, %)	7.8%	-44.4%	-9.6%	3.8%	-26.2%	101.7%	53.0%	37.1%	-10.9%	34.2%	11.3%
NPM	6.6%	5.7%	7.3%	7.7%	6.3%	9.4%	10.2%	8.5%	6.9%	8.7%	8.9%

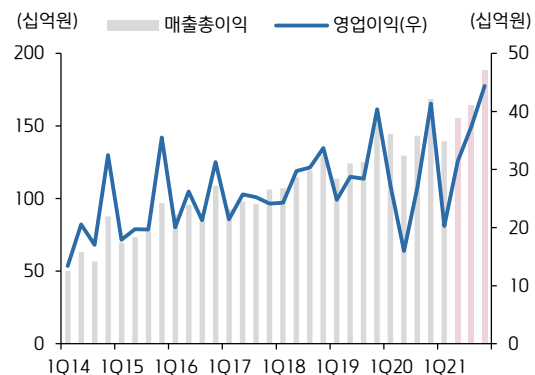
자료: 이노션, 키움증권 리서치센터

현대·기아차 주요 신차 출시 라인업

	현대차		기아차		제네시스	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
국내	아반떼 투싼	아이오닉5	쏘렌토 카니발	K7 스포티지 CV	G80 GV70	G90 eG80
미국	아반떼	투싼 아이오닉5	쏘렌토 K5	카니발 스포티지 CV	GV80	G80 GV70 eG80
유럽	i20	투싼 아이오닉5	쏘렌토	스포티지 CV		

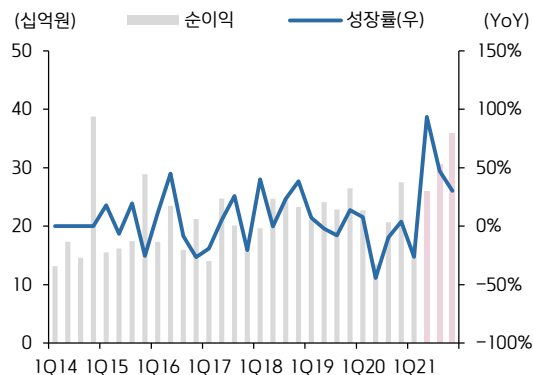
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

분기별 매출총이익 및 영업이익 전망



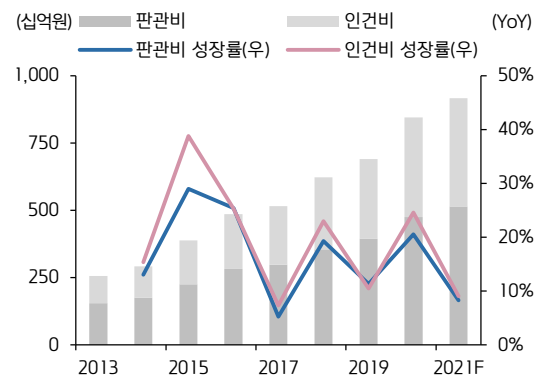
자료: 이노션, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

분기별 순이익 추이 및 전망



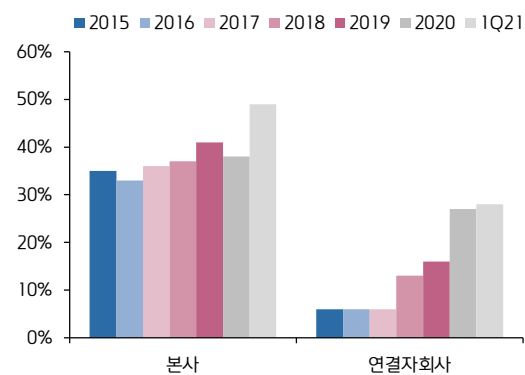
자료: 이노션, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

판관비 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)



자료: 이노션, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

Non-Captive 매출총이익 비중 추이



자료: 이노션, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,274.3	1,221.1	1,307.5	1,416.2	1,536.6
매출원가	758.3	635.1	652.8	706.2	760.9
매출총이익	516.0	586.0	654.6	710.0	775.7
판매비	394.1	474.5	517.8	554.8	611.6
영업이익	121.9	111.5	136.9	155.1	164.1
EBITDA	145.2	149.2	174.1	192.6	203.5
영업외손익	6.2	6.2	13.3	11.0	10.2
이자수익	12.5	6.3	6.0	5.4	4.6
이자비용	1.8	3.4	3.4	3.4	3.4
외환관련이익	4.4	4.2	4.0	4.0	4.0
외환관련손실	4.1	6.5	2.8	2.8	2.8
중속 및 관계기업손익	1.4	1.4	2.0	2.1	2.1
기타	-6.2	4.2	7.5	5.7	5.7
법인세차감전이익	128.1	117.7	150.1	166.1	174.3
법인세비용	33.5	33.5	37.0	40.2	42.2
계속사업순손익	94.6	84.3	113.1	125.9	132.2
당기순이익	94.6	84.3	113.1	125.9	132.2
지배주주순이익	73.6	63.5	85.2	96.9	101.8
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	2.8	-4.2	7.1	8.3	8.5
영업이익 증감률	3.1	-8.5	22.8	13.3	5.8
EBITDA 증감률	15.7	2.8	16.7	10.6	5.7
지배주주순이익 증감률	-4.2	-13.7	34.2	13.7	5.1
EPS 증감률	-4.2	-13.8	34.2	13.8	5.0
매출총이익률(%)	40.5	48.0	50.1	50.1	50.5
영업이익률(%)	9.6	9.1	10.5	11.0	10.7
EBITDA Margin(%)	11.4	12.2	13.3	13.6	13.2
지배주주순이익률(%)	5.8	5.2	6.5	6.8	6.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	136.4	105.1	118.2	70.4	72.4
당기순이익	94.6	84.3	113.1	125.9	132.2
비현금항목의 가감	58.7	80.1	74.3	78.3	82.8
유형자산감가상각비	21.0	31.1	30.4	29.9	31.9
무형자산감가상각비	2.3	6.6	6.9	7.6	7.4
지분법평가손익	-1.4	-1.4	-3.0	-3.1	-3.1
기타	36.8	43.8	40.0	43.9	46.6
영업활동자산부채증감	6.7	-38.0	-39.6	-100.3	-106.4
매출채권및기타채권의감소	-1.0	39.1	-62.9	-79.2	-87.8
채고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	15.4	-26.8	-15.6	-9.5	-5.7
기타	-7.7	-50.3	38.9	-11.6	-12.9
기타현금흐름	-23.6	-21.3	-29.6	-33.5	-36.2
투자활동 현금흐름	-51.7	7.9	-74.9	-55.7	-71.2
유형자산의 취득	-8.1	-6.9	-60.0	-55.0	-70.0
유형자산의 처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.7	-0.7	-20.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	-1.8	5.6	-3.6	-3.3	-2.8
단기금융자산의감소(증가)	129.0	15.7	14.5	13.5	12.5
기타	-169.3	-5.8	-5.8	-5.9	-5.9
재무활동 현금흐름	-61.2	-74.9	-56.7	-56.7	-56.7
차입금의 증가(감소)	0.0	-2.3	0.0	0.0	0.0
차입금이자비용의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-46.7	-51.8	-36.0	-36.0	-36.0
기타	-14.5	-20.8	-20.7	-20.7	-20.7
기타현금흐름	8.9	-21.1	-1.8	-1.8	-1.8
현금 및 현금성자산의 순증가	32.3	17.1	-15.3	-43.9	-57.4
기초현금 및 현금성자산	357.0	389.2	406.3	391.1	347.2
기말현금 및 현금성자산	389.2	406.3	391.1	347.2	289.8

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,571.3	1,579.6	1,623.1	1,656.6	1,687.5
현금 및 현금성자산	389.2	406.3	391.1	347.2	289.9
단기금융자산	213.6	197.9	183.4	169.9	157.4
매출채권 및 기타채권	891.9	889.6	952.5	1,031.7	1,119.5
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	76.6	85.8	96.1	107.8	120.7
비유동자산	504.2	464.4	512.7	540.6	581.2
투자자산	25.6	21.4	27.0	32.4	37.3
유형자산	31.8	29.3	58.9	84.0	122.1
무형자산	323.8	307.3	320.5	317.9	315.4
기타비유동자산	123.0	106.4	106.3	106.3	106.4
자산총계	2,075.5	2,044.0	2,135.8	2,197.2	2,268.7
유동부채	1,063.0	1,051.8	1,036.2	1,026.7	1,021.0
매입채무 및 기타채무	983.6	944.6	929.1	919.6	913.8
단기금융부채	18.9	27.4	27.4	27.4	27.4
기타유동부채	60.5	79.8	79.7	79.7	79.8
비유동부채	231.5	208.2	257.5	257.5	257.5
장기금융부채	116.6	91.0	91.0	91.0	91.0
기타비유동부채	114.9	117.2	166.5	166.5	166.5
부채총계	1,294.5	1,260.0	1,293.7	1,284.2	1,278.5
지배지분	763.7	769.3	799.5	841.4	888.1
자본금	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	132.8	132.4	132.4	132.4	132.4
기타자본	-26.1	-35.8	-35.8	-35.8	-35.8
기타포괄손익누계액	-8.2	-25.8	-44.8	-63.8	-82.8
이익잉여금	655.1	688.5	737.7	798.6	864.4
비지배지분	17.3	14.7	42.6	71.6	102.0
자본총계	781.0	784.0	842.1	913.0	990.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	3,681	3,174	4,260	4,847	5,088
BPS	38,184	38,463	39,973	42,069	44,407
CFPS	7,664	8,218	9,371	10,207	10,749
DPS	1,500	1,800	1,800	1,800	1,800
주가배수(배)					
PER	19.3	18.8	15.2	13.4	12.8
PER(최고)	20.5	24.3	16.5		
PER(최저)	16.6	13.0	13.4		
PBR	1.86	1.55	1.62	1.54	1.46
PBR(최고)	1.98	2.00	1.76		
PBR(최저)	1.60	1.07	1.43		
PSR	1.11	0.98	0.99	0.92	0.84
PCFR	9.3	7.3	6.9	6.4	6.0
EV/EBITDA	6.7	4.8	5.1	5.0	5.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	31.7	42.7	31.8	28.6	27.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.1	3.0	2.8	2.8	2.8
ROA	5.0	4.1	5.4	5.8	5.9
ROE	9.9	8.3	10.9	11.8	11.8
ROIC	45.4	21.5	22.9	20.3	17.5
매출채권회전율	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
재고자산회전율					
부채비율	165.8	160.7	153.6	140.7	129.1
순차입금비율	-59.8	-62.0	-54.2	-43.7	-33.2
이자보상배율, 현금	68.0	32.6	40.0	45.3	48.0
총차입금	135.5	118.4	118.4	118.4	118.4
순차입금	-467.3	-485.8	-456.0	-398.7	-328.9
EBITDA	145.2	149.2	174.1	192.6	203.5
FCF	127.7	75.9	20.8	-5.2	-17.7

인크로스 (216050)



BUY(Maintain)

목표주가 70,000원

주가(5/31) 54,600원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

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

2021년에는 국내 광고 경기 회복에 따른 미디어업 부문 성장도 훌륭할 것으로 판단합니다. 티딜 취급고 역시 이어온 증가 추세를 지속할 것으로 보이고, 쿠폰 등 마케팅 비용, 운영 수수료 개선이 나타나며 연간 실적 개선을 뒷받침할 것으로 전망합니다. 티딜의 브랜드 마케팅 개시가 되면 취급고 증가에 따른 성장 추세는 더욱 강화될 것으로 판단합니다.

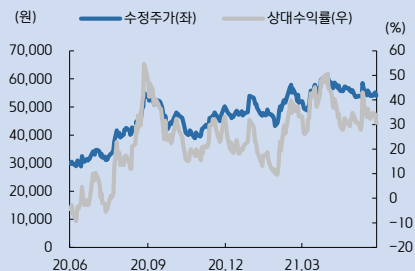
Stock Data

KOSDAQ (5/31)		981.78pt
시가총액		4,339억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	61,500 원	27,250원
최고/최저가 대비	-11.2%	100.4%
주가수익률	절대	상대
	1M	-2.5%
	6M	10.0%
	1Y	75.6%

Company Data

발행주식수	8,057 천주
일평균 거래량(3M)	61천주
외국인 지분율	17.0%
배당수익률(21E)	0.0%
BPS (21E)	11,226원
주요 주주	SK 텔레콤 외 1 인
	34.6%

Price Trend



티딜 고도화가 보여줄 성장성

>>> 1분기 영업이익 38억원(yoy +132%)

주요 광고주의 게임 신작 출시, 티딜 명절효과가 더해져 전년동기 대비 매출과 영업이익이 모두 성장했다. 티딜 고도화에 따른 인건비 중심의 매출원가 상승이 발생하였지만 추후 티딜의 영업확장을 고려한 선 투자로 손익에 큰 영향을 미치지 않을 것으로 판단한다. 1분기 비수기에도 서프라이즈를 만들어 낸 미디어렐 부문은 2분기 이후에도 국내 광고 경기 회복 수혜를 받을 것으로 판단한다.

>>> 티딜 고도화가 보여줄 성장성

2020년 런칭한 티딜의 취급고는 작년 2분기부터 30억원, 45억원, 103억원으로 성장하는 모습을 보였다. 티딜에 대한 플랫폼 및 브랜드 마케팅이 본격화 되지 않은 시점에서도 1분기에는 명절효과가 더해져 172억원의 취급고를 기록하며 성장에 대한 기대감을 높였다. 티딜은 MD 확장을 통한 상품 경쟁력은 물론 쿠폰 및 타겟팅 고도화에 따라 지속 가능한 비즈니스 성장 모델을 구축할 것으로 판단한다. 또한 티딜 운영과 관련한 쿠폰 등 마케팅 비용, 운영 수수료 등이 티딜 시스템 참여도 증가에 따라 동시에 우호적으로 개선될 가능성도 남아 있어 수익성 확보는 지속될 것으로 전망한다.

>>> 하반기로 갈수록 기대되는 실적

2021년 연결 매출액 515억원(yoy +30%), 영업이익 210억원(yoy +41%, OPM 40.8%)을 기록할 것으로 전망한다. 티딜 마케팅 및 MD 확장을 위한 원가 추가 부담이 예상되지만, 티딜 브랜드 마케팅 후 취급고 성장에 따른 수익성 개선을 가져올 것이라 판단한다. 이에 투자 의견 BUY와 사업부문별 가치합산 방식을 적용하여 목표주가 70,000원은 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	34.5	39.4	51.5	64.6	78.1
영업이익	12.2	14.8	21.0	31.3	40.2
EBITDA	13.3	16.2	23.2	32.6	41.8
세전이익	12.2	14.8	21.6	32.1	41.5
순이익	9.3	12.3	16.1	23.6	30.5
지배주주지분순이익	9.3	12.3	16.1	23.6	30.5
EPS(원)	1,157	1,528	1,995	2,923	3,780
증감률(% YoY)	6.8	32.0	30.6	46.5	29.3
PER(배)	21.7	35.4	27.1	18.5	14.3
PBR(배)	3.08	5.84	4.81	3.82	3.02
EV/EBITDA(배)	13.2	24.2	14.7	8.6	5.4
영업이익률(%)	35.4	37.6	40.8	48.5	51.5
ROE(%)	14.5	17.5	19.5	23.1	23.6
순차입금비용(%)	-42.5	-59.1	-103.5	-136.0	-145.0

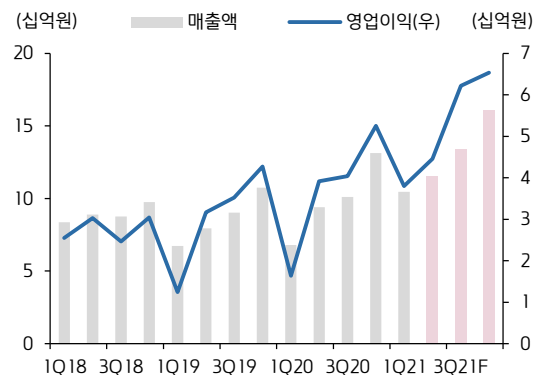
자료: 키움증권 리서치센터

인크로스 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	6.8	9.4	10.1	13.1	10.5	11.5	13.4	16.1	39.4	51.5	64.6
(YoY, %)	0.8%	18.5%	11.9%	22.1%	53.9%	22.6%	32.9%	22.3%	14.4%	30.5%	25.4%
미디어렙	5.5	7.4	8.0	10.4	8.2	8.2	8.8	9.5	31.3	34.7	38.6
애드네트워크	0.6	1.2	1.1	1.4	0.8	1.1	1.1	1.3	4.2	4.3	4.3
기타	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9	3.3	3.4	3.5
T-Deal	0.0	0.1	0.2	0.7	0.6	1.4	2.7	4.4	0.9	9.1	18.2
매출원가	3.8	4.2	4.9	5.6	5.4	5.5	5.6	6.9	18.5	23.4	25.7
(YoY, %)	-10.1%	13.1%	13.3%	24.0%	43.2%	30.5%	14.2%	23.0%	10.3%	26.5%	9.9%
매출총이익	3.0	5.2	5.2	7.5	5.1	6.0	7.9	9.1	20.9	28.0	38.8
(YoY, %)	18.8%	23.2%	10.6%	20.7%	67.2%	16.2%	50.3%	21.7%	18.3%	34.1%	38.4%
GPM	44.6%	54.9%	51.8%	57.0%	48.4%	52.0%	58.5%	56.8%	53.0%	54.5%	60.1%
판매비	1.4	1.2	1.2	2.2	1.3	1.5	1.6	2.6	6.1	7.0	7.5
(YoY, %)	6.8%	22.0%	-1.7%	16.1%	-9.2%	23.8%	38.3%	15.5%	11.0%	16.0%	7.0%
영업이익	1.6	3.9	4.0	5.3	3.8	4.5	6.2	6.5	14.8	21.0	31.3
(YoY, %)	31.4%	23.6%	14.8%	22.9%	132.4%	13.7%	53.8%	24.4%	21.6%	41.5%	48.9%
OPM	24.0%	41.7%	40.0%	40.0%	36.3%	38.6%	46.3%	40.6%	37.6%	40.8%	48.5%
순이익	1.3	3.1	4.1	3.7	3.2	3.3	4.6	4.8	12.3	15.9	23.5
(YoY, %)	25.9%	24.9%	40.2%	32.4%	134.8%	6.7%	11.9%	29.9%	32.1%	29.5%	47.8%
NPM	19.7%	33.1%	40.8%	28.4%	30.1%	28.8%	34.4%	30.1%	31.2%	30.9%	36.5%

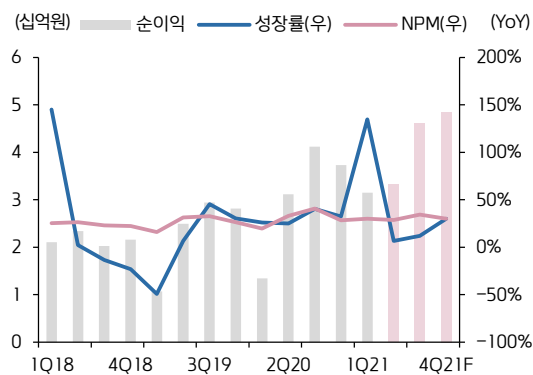
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

분기별 매출액 및 영업이익 전망



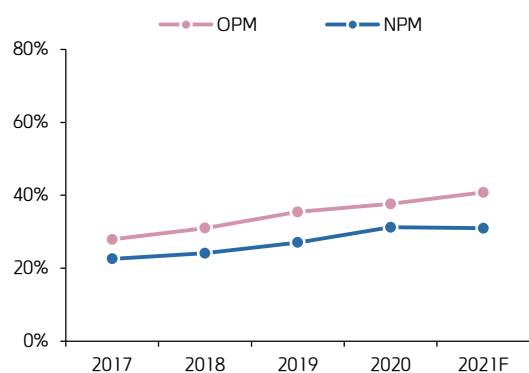
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

분기별 순이익 추이 및 전망



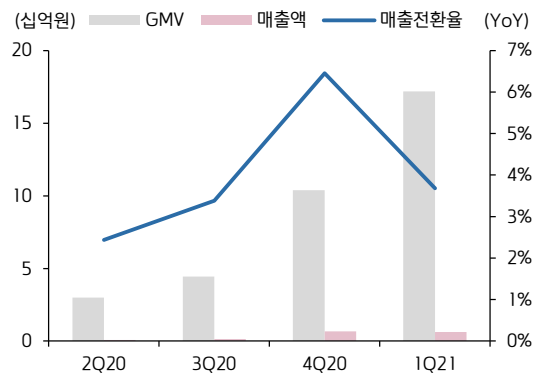
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

OPM 및 NPM 추이 및 전망



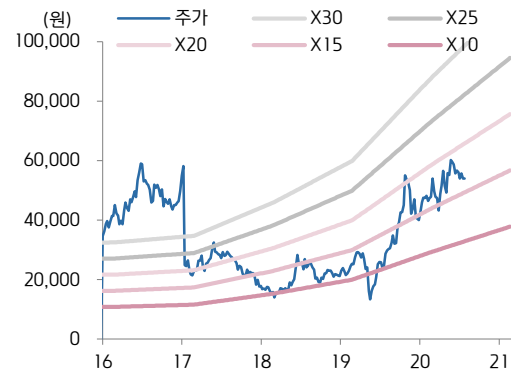
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

티딜 GMV 및 매출액, 매출전환율 추이



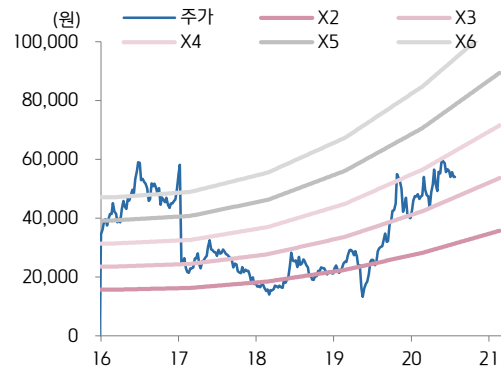
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	34.5	39.4	51.5	64.6	78.1
매출원가	16.8	18.5	23.4	25.7	29.4
매출총이익	17.7	20.9	28.0	38.8	48.7
판매비	5.5	6.1	7.1	7.6	8.5
영업이익	12.2	14.8	21.0	31.3	40.2
EBITDA	13.3	16.2	23.2	32.6	41.8
영업외손익	0.0	-0.1	0.6	0.8	1.3
이자수익	0.7	0.4	0.8	1.3	1.7
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
기타	-0.5	-0.4	-0.4	-0.7	-0.6
법인세차감전이익	12.2	14.8	21.6	32.1	41.5
법인세비용	2.9	2.5	5.6	8.5	11.0
계속사업손익	9.3	12.3	16.1	23.6	30.5
당기순이익	9.3	12.3	16.1	23.6	30.5
지배주주순이익	9.3	12.3	16.1	23.6	30.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-3.5	14.2	30.7	25.4	20.9
영업이익 증감율	10.0	21.3	41.9	49.0	28.4
EBITDA 증감율	14.9	21.8	43.2	40.5	28.2
지배주주순이익 증감율	7.8	32.3	30.9	46.6	29.2
EPS 증감율	6.8	32.0	30.6	46.5	29.3
매출총이익률(%)	51.3	53.0	54.4	60.1	62.4
영업이익률(%)	35.4	37.6	40.8	48.5	51.5
EBITDA Margin(%)	38.6	41.1	45.0	50.5	53.5
지배주주순이익률(%)	27.0	31.2	31.3	36.5	39.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2.4	24.6	52.6	63.9	56.7
당기순이익	9.3	12.3	16.1	23.6	30.5
비현금항목의 가감	5.2	5.2	8.0	9.7	12.0
유형자산감가상각비	0.8	1.0	2.0	1.2	1.4
무형자산감가상각비	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.1	3.9	5.8	8.3	10.5
영업활동자산부채증감	-10.1	9.2	33.4	38.0	23.7
매출채권및기타채권의감소	-26.5	-11.0	7.8	3.5	-20.3
채고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	17.9	19.1	27.2	34.7	44.3
기타	-1.5	1.1	-1.6	-0.2	-0.3
기타현금흐름	-2.0	-2.1	-4.9	-7.4	-9.5
투자활동 현금흐름	-0.1	-2.3	-2.6	-2.5	-2.5
유형자산의 취득	0.0	-1.1	-1.3	-1.4	-1.5
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.3	0.1	-0.5	-0.1	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.1	-0.7	-0.4	-0.6	-0.7
기타	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3
재무활동 현금흐름	-6.8	-4.3	-0.6	-0.6	-0.6
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-6.7	-3.7	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.1	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
기타현금흐름	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-4.5	18.1	49.1	60.6	53.4
기초현금 및 현금성자산	13.0	8.5	26.5	75.7	136.2
기말현금 및 현금성자산	8.5	26.5	75.7	136.2	189.6

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	133.7	165.7	207.7	265.6	340.3
현금 및 현금성자산	8.5	26.5	75.7	136.2	189.6
단기금융자산	20.3	21.0	21.4	22.1	22.7
매출채권 및 기타채권	97.3	108.2	100.4	96.8	117.1
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	7.6	10.0	10.2	10.5	10.9
비유동자산	10.5	13.6	13.4	13.6	13.5
투자자산	4.8	4.8	5.3	5.4	5.4
유형자산	1.5	2.4	1.7	1.8	1.9
무형자산	2.2	1.7	1.5	1.3	1.2
기타비유동자산	2.0	4.7	4.9	5.1	5.0
자산총계	144.3	179.3	221.0	279.2	353.8
유동부채	77.5	101.1	126.9	161.7	206.0
매입채무 및 기타채무	74.3	94.8	122.0	156.7	201.0
단기금융부채	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
기타유동부채	2.6	5.5	4.1	4.2	4.2
비유동부채	1.0	3.7	3.7	3.7	3.7
장기금융부채	0.3	2.7	2.7	2.7	2.7
기타비유동부채	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0
부채총계	78.5	104.8	130.6	165.4	209.7
지배지분	65.7	74.5	90.4	113.8	144.1
자본금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금	40.8	40.6	40.6	40.6	40.6
기타자본	-13.6	-16.7	-16.7	-16.7	-16.7
기타포괄손익누계액	-1.1	-1.2	-1.3	-1.5	-1.6
이익잉여금	35.6	47.8	63.9	87.4	117.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	65.7	74.5	90.4	113.8	144.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,157	1,528	1,995	2,923	3,780
BPS	8,160	9,251	11,226	14,129	17,889
CFPS	1,800	2,173	2,994	4,129	5,265
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	21.7	35.4	27.1	18.5	14.3
PER(최고)	26.5	38.5	31.8		
PER(최저)	11.8	7.4	21.3		
PBR	3.08	5.84	4.81	3.82	3.02
PBR(최고)	3.76	6.36	5.66		
PBR(최저)	1.67	1.22	3.78		
PSR	5.87	11.03	8.45	6.74	5.57
PCFR	14.0	24.9	18.0	13.1	10.3
EV/EBITDA	13.2	24.2	14.7	8.6	5.4
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	7.6	8.0	9.4	9.6
ROE	14.5	17.5	19.5	23.1	23.6
ROIC	31.7	42.0	184.5	-83.1	-50.5
매출채권회전율	0.4	0.4	0.5	0.7	0.7
재고자산회전율					
부채비율	119.4	140.6	144.4	145.3	145.5
순차입금비율	-42.5	-59.1	-103.5	-136.0	-145.0
이자보상배율, 현금	215.2	109.0	154.0	229.5	295.4
총차입금	0.9	3.5	3.5	3.5	3.5
순차입금	-27.9	-44.0	-93.6	-154.8	-208.9
EBITDA	13.3	16.2	23.2	32.6	41.8
FCF	-0.2	21.5	49.9	61.0	53.3

NEW (160550)



BUY(Maintain)

목표주가 24,000원

주가(5/31) 10,550원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

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

국내 런칭할 디즈니플러스에 가장 먼저 공급 계약을 체결한 동사는 5년간 파트너십의 수혜를 톡톡히 볼 것으로 전망합니다. 이와 더불어 영화, VFX로의 시너지가 발생하며 콘텐츠 제작 파이프라인은 더욱 강화될 것으로 보입니다. OTT에 장기 공급되는 텐트폴 콘텐츠의 수익성은 핵심 지표로 작용하여 동사에 대한 리레이팅 기회를 가져올 것으로 판단합니다.

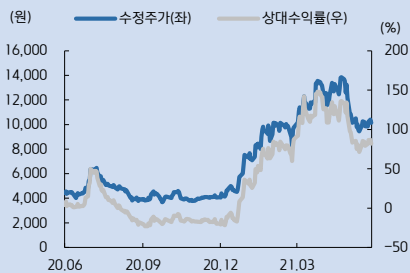
Stock Data

KOSDAQ (5/31)	981.78pt	
시가총액	2,944억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	13,850 원	3,680원
최고/최저가 대비	-23.8%	186.7%
주가수익률	절대	상대
1M	-13.2%	-13.0%
6M	159.2%	134.0%
1Y	151.2%	88.2%

Company Data

발행주식수	27,906 천주
일평균 거래량(3M)	840천주
외국인 지분율	11.1%
배당수익률(21E)	0.0%
BPS (21E)	3,901원
주요 주주	김우택 외 2 인 36.6%

Price Trend



디즈니 효과는 드라마로 끝나지 않는다

>>> 1분기 영업손실 15억원(적자지속)

1분기에는 영화 <낙원의 밤>이 넷플릭스에 공급되고 SBS에서 방영된 드라마 <날아라 개천용>의 편성분이 반영되어 매출액 308억원(yoy +3.6%)을 기록했다. 매출과 연동된 제작비는 영화와 드라마 편성이 발생하며 증가할 가능성이 높지만 판관비의 안정적 유지도 함께 나타나 탑라인 증가에 따른 영업이익 개선이 두드러질 것으로 전망한다.

>>> 디즈니 효과는 드라마로 끝나지 않을 전망

디즈니에 공급하는 자회사의 드라마 2편은 총 660억원의 제작비가 투입되고, 40%에 근접한 마진을 확보한 것으로 추정되어 5년 장기 콘텐츠 파트너십은 매출과 수익성을 동시에 안겨줄 것으로 전망한다. 이로 인해 자회사 스튜디오앤 뉴의 제작역량 강화와 텐트폴 작품에 높은 기여를 하는 VFX 자회사 엔진 크리에이티브의 실적 개선에 대한 기대감이 높다. 이미 넷플릭스에 2편의 영화를 공급한 동사는 디즈니플러스 국내 런칭 시 드라마 외 영화 부문의 추가 공급이 가능한 점은 국내 경쟁사 대비 강점으로 작용할 전망이다.

>>> 길게 보면 더 커진다

2021년 연결 매출액 1,585억원(yoy +13%), 영업이익 22억원(흑전, OPM 1.4%)을 기록할 것으로 전망한다. 드라마 <무빙> 등이 디즈니플러스에 서비스 될 것으로 예상하는 2022년은 OTT 공급 마진이 추가되며 300억원에 가까운 실적을 달성할 것으로 판단한다. 디즈니에 대한 콘텐츠 공급은 드라마의 성장뿐만 아니라 영화의 추가 확장, VFX 수주 내재화 등이 복합적으로 달성될 것으로 보여, 이에 투자 의견 BUY와 2022F EBITDA에 Target EV/EBITDA 19.5배를 적용하여 목표주가 24,000원은 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	149.2	140.4	158.5	281.6	323.3
영업이익	-8.1	-3.8	2.2	29.6	29.0
EBITDA	-2.3	2.5	7.9	36.0	36.1
세전이익	-10.7	-8.1	5.0	32.6	32.3
순이익	-11.1	-9.8	3.9	24.7	24.5
지배주주지분순이익	-8.6	-5.6	3.5	22.2	22.0
EPS(원)	-309	-199	127	797	789
증감률(% YoY)	적지	적지	흑전	529.2	-1.0
PER(배)	-12.9	-37.8	77.9	12.4	12.5
PBR(배)	1.00	1.99	2.53	2.10	1.80
EV/EBITDA(배)	-68.4	108.7	43.3	9.0	8.4
영업이익률(%)	-5.4	-2.7	1.4	10.5	9.0
ROE(%)	-7.5	-5.1	3.3	18.5	15.5
순차입금비용(%)	31.8	44.9	49.5	25.8	7.9

자료: 키움증권 리서치센터

NEW 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	29.7	24.1	47.9	38.7	30.8	39.1	39.3	49.3	140.4	158.5	281.6
(YoY, %)	75.3%	-39.6%	41.1%	-33.6%	3.6%	62.3%	-17.9%	27.2%	-5.9%	12.9%	77.7%
매출원가	21.2	17.4	35.6	30.2	23.2	28.9	28.4	36.4	104.5	117.0	209.1
(YoY, %)	97.1%	-53.5%	29.3%	-33.0%	9.3%	66.2%	-20.0%	20.5%	-13.6%	12.0%	78.7%
매출총이익	8.5	6.7	12.3	8.5	7.6	10.2	10.8	12.8	36.0	41.4	72.5
(YoY, %)	37.2%	173.2%	91.9%	-35.9%	-10.5%	52.2%	-11.9%	51.0%	27.1%	15.2%	74.8%
GPM	28.6%	27.7%	25.7%	22.0%	24.7%	26.0%	27.6%	26.1%	25.6%	26.1%	25.7%
판매비	9.6	7.9	7.8	14.6	9.1	8.8	10.3	11.1	39.8	39.2	42.9
(YoY, %)	20.9%	-2.8%	-14.4%	28.8%	-5.2%	11.5%	32.1%	-24.1%	9.2%	-1.5%	9.3%
영업이익	-1.1	-1.2	4.5	-6.1	-1.5	1.4	0.5	1.8	-3.8	2.2	29.6
(YoY, %)	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	-89.1%	흑전	적지	흑전	1231.4%
OPM	-3.6%	-4.8%	9.3%	-15.7%	-4.7%	3.6%	1.2%	3.6%	-2.7%	1.4%	10.5%
순이익	-1.2	-7.9	3.9	-4.6	0.5	1.2	0.5	1.5	-9.8	3.8	24.6
(YoY, %)	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-86.6%	흑전	적지	흑전	547.3%
NPM	-3.9%	-33.0%	8.2%	-11.8%	1.8%	3.2%	1.3%	3.0%	-7.0%	2.4%	8.7%

자료: NEW, 키움증권 리서치센터

NEW 주요 드라마 라이브러리

채널	작품명	기간	주연	회차	최고시청률
KBS	태양의 후예	16.2.24~16.4.14	송혜교, 송중기, 진구	16부	38.8%
JTBC	미스 함무라비	18.5.21~18.7.16	고아라, 김명수, 성동일	12부	5.3%
JTBC	뷰티 인사이드	18.10.1~18.11.20	서현진, 이민기	16부	5.3%
JTBC, Netflix	보좌관	19.6.14~19.7.13	이정재, 신민아, 이엘리아	10부	5.3%
JTBC, Netflix	보좌관2	19.11.11~19.12.10	이정재, 신민아, 이엘리아	10부	5.3%
tvN	오 마이 베이비	20.5.13~20.7.2	장나라, 고준	16부	3.0%
JTBC	우아한 친구들	20.7.10~20.9.5	유준상, 송윤아, 배수빈, 한다감 등	17부	5.1%
SBS, Wavve	날아라 개천용	20.10.30~21.1.23	권상우, 정우성	20부	6.7%
tvN	어느 날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	21.5.10~21.6.29	박보영, 서인국, 이수혁 등	16부	4.4%
tvN	악마판사	21.7.3~21.8.22	지성, 김민정, 박진영 등	16부	

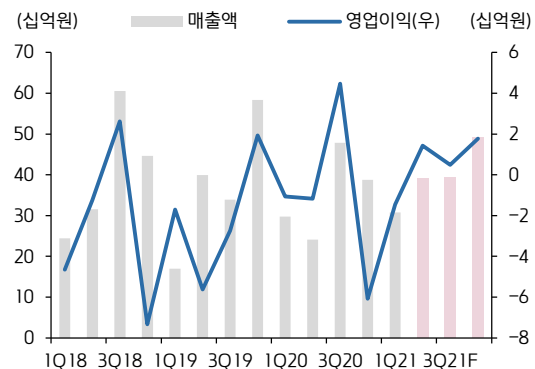
자료: NEW, 닐슨코리아, 키움증권 리서치센터

NEW 주요 영화 라이브러리

작품명	개봉일	감독	출연	제작비	누적 관객수
엄력	2018.1.31	연상호	류승룡, 심은경, 박정민, 정유미 등	130억원	99 만
바람바람바람	2018.4.5	이병헌	이성민, 신하균, 송지호, 이엘 등	60억원	120만
독전	2018.5.22	이해영	조진웅, 류준열, 김성령	110억원	521만
허스토리	2018.6.27	민규동	김희애, 김해숙	25억원	34만
목격자	2018.8.15	조규장	이성민, 김상호, 진경, 궤시양	70억원	253만
안시성	2018.9.19	김광식	조인성, 남주혁, 박성웅 등	215억원	545만명
창궐	2018.10.25	김성훈	현빈, 장동건 등	170억원	160만명
스윙키즈	2018.12.19	강형철	도경수, 박혜수, 오정세 등	153억원	147만명
생일	2019.4.3	이종언	설경구, 전도연 등	62억원	120만명
나의 특별한 형제	2019.5.1	육상호	신하균, 이광수, 이솜 등	56억원	148만명
비스트	2019.6.26	이정호	이성민, 유재명, 전해진, 최다니엘 등	86억원	20만명
힘을내요 미스터리	2019.9.11	이계벽	차승원, 엄채영, 박해준, 김혜옥 등	89억원	118만명
가장보통의연애	2019.10.2	김한결	김래원, 공효진	67억원	293만명
시동	2019.12.18	최정열	마동석, 박정민, 정해인, 염정아 등	90억원	331만명
정직한 후보	2020.2.12	장유정	라미란, 김무열, 나문희, 윤경호 등	70억원	153만명
반도	2020.7.15	연상호	강동원, 이정현, 권해효, 김민재 등	210억원	381만명
콜	2020.11.27	이충현	박신혜, 전종서, 김성령, 이엘 등	90억원	Netflix
낙원의 밤	2021.4.9	박훈정	엄태구, 전여빈, 박호산, 차승원 등		Netflix

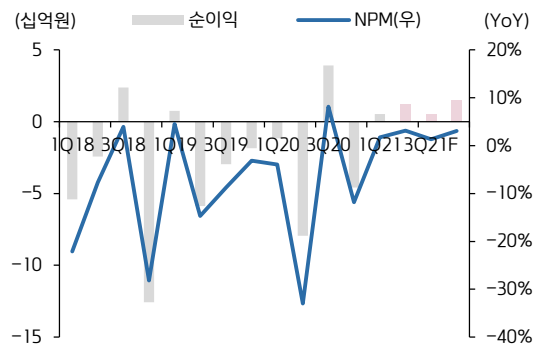
자료: NEW, 영화진흥위원회, 키움증권 리서치센터

분기별 매출액 및 영업이익 전망



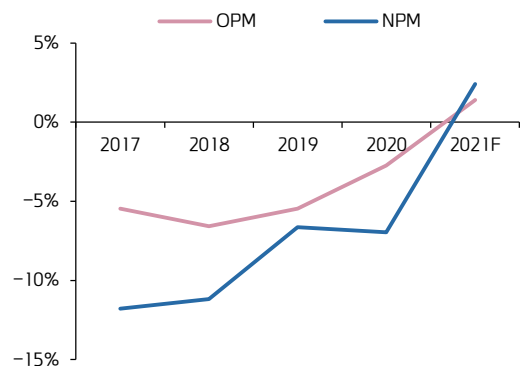
자료: NEW, 키움증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

분기별 순이익 추이 및 전망



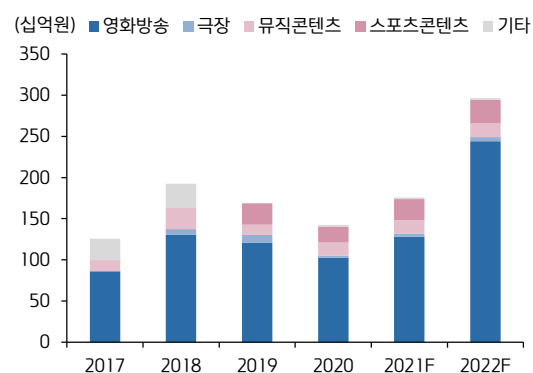
자료: NEW, 키움증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

OPM 및 NPM 추이 및 전망



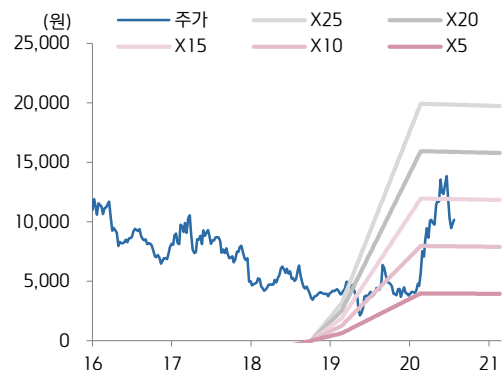
자료: NEW, 키움증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

부문별 매출 추이 및 전망



자료: NEW, 키움증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결기준

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	149.2	140.4	158.5	281.6	323.3
매출원가	120.9	104.5	117.0	209.1	248.4
매출총이익	28.3	36.0	41.4	72.5	75.0
판매비	36.5	39.8	39.2	42.9	45.9
영업이익	-8.1	-3.8	2.2	29.6	29.0
EBITDA	-2.3	2.5	7.9	36.0	36.1
영업외손익	-2.6	-4.3	2.8	3.0	3.3
이자수익	0.8	0.5	0.4	0.7	0.9
이자비용	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
외환관련이익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
중속 및 관계기업손익	0.3	0.0	1.0	1.0	1.0
기타	-1.0	-2.2	4.0	3.9	4.0
법인세차감전이익	-10.7	-8.1	5.0	32.6	32.3
법인세비용	0.4	1.7	1.1	7.9	7.8
계속사업손익	-11.1	-9.8	3.9	24.7	24.5
당기순이익	-11.1	-9.8	3.9	24.7	24.5
지배주주순이익	-8.6	-5.6	3.5	22.2	22.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-7.5	-5.9	12.9	77.7	14.8
영업이익 증감율	흑전	-53.1	-157.9	1,245.5	-2.0
EBITDA 증감율	흑전	-208.7	216.0	355.7	0.3
지배주주순이익의 증감율	흑전	-34.9	-162.5	534.3	-0.9
EPS 증감율	적지	적지	흑전	529.2	-1.0
매출총이익율(%)	19.0	25.6	26.1	25.7	23.2
영업이익률(%)	-5.4	-2.7	1.4	10.5	9.0
EBITDA Margin(%)	-1.5	1.8	5.0	12.8	11.2
지배주주순이익률(%)	-5.8	-4.0	2.2	7.9	6.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-24.2	1.3	19.6	48.3	45.4
당기순이익	-11.1	-9.8	3.9	24.7	24.5
비현금항목의 가감	11.0	18.2	17.3	24.6	25.0
유형자산감가상각비	4.0	4.3	3.9	5.0	5.9
무형자산감가상각비	1.9	2.0	1.8	1.4	1.1
지분법평가손익	-3.0	-3.0	-1.7	-1.7	-1.7
기타	8.1	14.9	13.3	19.9	19.7
영업활동자산부채증감	-24.0	-4.4	1.5	8.8	5.5
매출채권및기타채권의감소	-11.1	7.8	-3.0	-10.0	-5.4
채고자산의감소	-0.1	-0.6	-0.1	-0.8	-0.3
매입채무및기타채무의증가	4.9	-9.0	3.5	12.3	5.6
기타	-17.7	-2.6	1.1	7.3	5.6
기타현금흐름	-0.1	-2.7	-3.1	-9.8	-9.6
투자활동 현금흐름	-21.9	-28.6	-15.6	-15.6	-10.6
유형자산의 취득	-8.3	-1.0	-15.0	-15.0	-10.0
유형자산의 처분	0.7	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.8	-1.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-9.8	-11.4	-3.4	-3.4	-3.4
단기금융자산의감소(증가)	0.1	-18.8	-0.6	-0.6	-0.6
기타	-2.8	3.4	3.4	3.4	3.4
재무활동 현금흐름	43.4	-10.2	0.0	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	3.8	-10.2	0.0	0.0	0.0
자본금자본잉여금의 증가(감소)	0.0	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	39.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	-11.8	-11.8	-11.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-2.7	-37.4	-7.8	20.9	22.9
기초현금 및 현금성자산	66.1	63.4	26.0	18.1	39.0
기말현금 및 현금성자산	63.4	26.0	18.1	39.0	61.9

자료 : 카움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	162.7	127.9	116.5	142.5	166.2
현금 및 현금성자산	63.4	26.0	18.1	39.0	61.9
단기금융자산	0.1	18.9	19.4	20.0	20.6
매출채권 및 기타채권	31.9	23.6	26.6	36.6	42.0
채고자산	0.5	0.9	1.0	1.8	2.1
기타유동자산	66.8	58.5	51.4	45.1	39.6
비유동자산	150.7	147.9	160.7	172.7	179.1
투자자산	45.2	56.6	60.1	63.5	66.9
유형자산	72.0	61.6	72.7	82.7	86.8
무형자산	15.7	12.3	10.5	9.1	8.0
기타비유동자산	17.8	17.4	17.4	17.4	17.4
자산총계	313.3	275.8	277.2	315.2	345.3
유동부채	166.5	146.6	144.1	157.4	163.0
매입채무 및 기타채무	78.1	50.7	54.2	66.5	72.2
단기금융부채	78.9	81.9	81.9	81.9	81.9
기타유동부채	9.5	14.0	8.0	9.0	8.9
비유동부채	24.9	15.8	15.8	15.8	15.8
장기금융부채	23.4	13.9	13.9	13.9	13.9
기타비유동부채	1.5	1.9	1.9	1.9	1.9
부채총계	191.5	162.4	159.9	173.2	178.9
자본지분	111.0	105.3	108.9	131.1	153.1
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	92.8	92.6	92.6	92.6	92.6
기타자본	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
기타포괄손익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	5.3	-0.3	3.2	25.5	47.5
비자본지분	10.8	8.0	8.4	10.9	13.3
자본총계	121.9	113.4	117.3	142.0	166.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	-309	-199	127	797	789
BPS	3,979	3,774	3,901	4,698	5,487
CFPS	-2	302	762	1,768	1,771
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-12.9	-37.8	80.2	12.7	12.9
PER(최고)	-21.9	-39.6	119.3		
PER(최저)	-10.5	-8.8	53.2		
PBR	1.00	1.99	2.60	2.16	1.85
PBR(최고)	1.70	2.09	3.87		
PBR(최저)	0.81	0.47	1.73		
PSR	0.74	1.49	1.79	1.01	0.88
PCFR	-	24.9	13.3	5.7	5.7
EV/EBITDA	-68.4	108.7	44.3	9.2	8.6
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	-3.9	-3.3	1.4	8.3	7.4
ROE	-7.5	-5.1	3.3	18.5	15.5
ROIC	-5.6	-3.1	1.6	19.6	19.4
매출채권회전율	5.3	5.1	6.3	8.9	8.2
재고자산회전율	418.5	198.3	164.8	198.9	166.2
부채비율	157.1	143.3	136.3	122.0	107.4
순차입금비율	31.8	44.9	49.5	25.8	7.9
이자보상배율, 현금	-3.1	-1.5	0.8	11.3	11.0
총차입금	102.3	95.7	95.7	95.7	95.7
순차입금	38.8	50.9	58.1	36.7	13.2
EBITDA	-2.3	2.5	7.9	36.0	36.1
FCF	-33.3	-3.3	-6.0	22.6	24.5



BUY(Maintain)

목표주가 38,000원(상향)

주가(5/31) 28,750원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

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

2분기에는 휴장 리스크가 현저히 줄어들며 코로나19로 인한 실적 저점이 1분기일 가능성을 높였습니다. 사회적 거리두기 단계 개편에 따른 입장인원 확대가 발생한다면 현재 일평균 매출액과 낮은 영업 변동비를 고려할 때 3분기 이후에는 손실 회복을 넘어 턴어라운드까지 가능할 것으로 전망합니다.

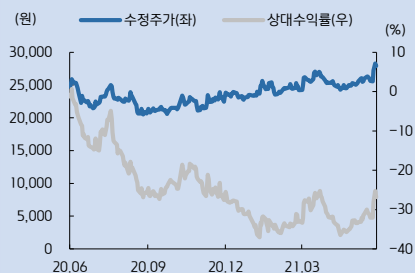
Stock Data

KOSPI (5/31)		3,203.92pt	
시가총액		61,508억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	28,750 원	20,500원	
최고/최저가 대비	0.0%	40.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	13.6%	11.6%
	6M	28.1%	3.6%
	1Y	-26.4%	-19.3%

Company Data

발행주식수	213,941 천주
일평균 거래량(3M)	1,010천주
외국인 지분율	20.2%
배당수익률(21E)	3.2%
BPS (21E)	14,197원
주요 주주	한국광해관리공단 36.3%

Price Trend



가장 빠른 실적 저점 확인

>>> 1분기 영업손실 596억원(적자지속)

2월 중순까지 강화되었던 사회적 거리두기 단계에 따른 휴장으로 카지노 매출액 854억원 포함 1분기 매출액 974억원(yoy -58.7%)를 기록했다. 매출관련 변동비는 매출 부진에 따라 낮은 수준을 기록했지만 인건비 등 고정비 부담은 여전하였다. 하지만 매출 회복 시 대규모 추가 비용 집행이 발생하지 않을 것으로 보여 1분기 코로나19로 인한 실적 저점을 확인한 것으로 판단한다.

>>> 휴장 리스크가 낮아지며 실적 개선 전망

1분기 카지노는 45일 영업으로 일평균 매출액 20억원 수준을 달성했다. 현행 단계가 6월 13일까지 연장되며 2분기 휴장 리스크는 3주로 줄어들었다. 이에 따라 일평균 카지노 매출액이 현재와 유사한 20억원을 유지할 경우 1,500억원 수준의 카지노 매출액 달성이 유력하다. 7월부터 백신접종 등을 고려해 사회적 거리두기 단계 체계가 완화된 내용으로 적용될 가능성이 높아 휴장 리스크가 현저히 낮아지며营业을 통한 실적 개선을 전망한다.

>>> 포스트 코로나에 성장 예상

2021년 연결 매출액 7,480억원(yoy +56.3%), 영업손실 474억원(적지)을 기록할 것으로 전망한다. 현행 사회적 거리두기가 당분간 유지되더라도 현재 방문객의 높은 매출 기여도 감안 시 휴장만 하지 않는다면 손실 확대는 나타나지 않을 것으로 전망한다. 또한 1.6조 초반으로 결정된 매출총량, 작년부터 재개된 2시간 영업 연장 및 카지노 테이블 20대 확대로 코로나 이전 보다 성장할 수 있는 가능성을 열어 놓았다. 이에 투자이견 BUY와 2022F 지배주주순이익 기준 EPS에 Target PER 19.3배를 적용하여 목표주가를 38,000원으로 상향한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,520.1	478.6	748.0	1,578.0	1,918.1
영업이익	501.2	-431.6	-47.4	530.7	741.0
EBITDA	573.5	-354.3	28.4	600.8	808.2
세전이익	488.9	-404.5	-19.8	573.9	793.1
순이익	334.7	-275.9	-14.9	421.1	582.0
지배주주지분순이익	334.7	-275.9	-14.9	421.1	581.9
EPS(원)	1,564	-1,289	-70	1,968	2,720
증감률(% YoY)	12.6	적전	적지	흑전	38.2
PER(배)	18.9	-18.2	-400.9	14.2	10.3
PBR(배)	1.70	1.55	1.97	1.83	1.64
EV/EBITDA(배)	8.0	-10.2	159.5	7.0	4.6
영업이익률(%)	33.0	-90.2	-6.3	33.6	38.6
ROE(%)	9.2	-7.9	-0.5	13.4	16.8
순차입금비용(%)	-47.3	-43.2	-47.3	-53.2	-61.0

자료: 키움증권 리서치센터

강원랜드 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	236.0	34.6	76.6	131.3	97.4	166.7	207.4	276.4	478.6	748.0	1,578.0
(YoY)	-37.5%	-90.5%	-81.1%	-64.8%	-58.7%	381.4%	170.7%	110.5%	-68.5%	56.3%	111.0%
카지노	200.0	28.3	58.9	117.2	85.4	151.6	179.0	237.6	404.3	653.6	1,438.1
호텔	17.9	2.0	8.0	9.0	5.7	7.5	10.1	14.6	36.8	37.9	64.5
콘도	7.5	1.5	4.9	2.3	2.7	3.0	5.8	7.1	16.1	18.5	31.5
스키	9.8	0.4	0.6	1.1	3.2	0.6	0.9	13.2	12.0	18.0	18.5
골프	0.0	2.2	3.8	1.5	0.2	3.0	4.6	1.4	7.5	9.1	10.0
유티월드	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	6.4	2.0	0.7	9.0	13.6
머신제조	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.7	0.7
자회사	0.2	0.2	0.4	0.3	0.1	0.3	0.4	0.4	1.1	1.2	1.2
매출원가	158.1	118.3	115.0	153.2	131.9	148.9	171.9	222.3	544.5	675.0	928.5
(YoY)	-12.5%	-12.7%	-38.7%	-34.3%	-16.5%	25.9%	49.5%	45.1%	-26.1%	24.0%	37.6%
카지노	88.3	64.5	63.2	78.4	72.5	93.8	111.3	132.2	294.5	409.8	650.5
호텔	35.3	27.6	26.1	30.3	26.0	28.2	30.7	36.4	119.3	121.3	130.9
콘도	16.6	13.0	13.3	12.8	14.3	12.9	12.9	19.1	55.6	59.2	63.1
스키	11.2	6.2	7.0	10.5	9.2	6.0	7.1	11.6	35.0	34.0	36.7
골프	1.1	2.1	2.0	0.9	1.3	2.4	2.5	2.0	6.1	8.1	9.3
유티월드	5.2	4.1	2.8	2.0	2.8	5.1	7.2	4.6	14.1	19.7	19.8
머신제조	0.5	0.4	0.6	0.0	0.5	0.1	0.1	0.1	1.4	0.8	0.3
자회사	-0.1	0.2	0.0	18.3	5.4	0.3	0.2	16.3	18.5	22.2	17.8
매출총이익	78.0	-83.6	-38.4	-21.8	-34.5	17.8	35.5	54.1	-65.9	73.0	649.5
(YoY)	-60.4%	-136.6%	-117.6%	-115.6%	-144.2%	-121.3%	-192.5%	-347.7%	-108.4%	-210.7%	789.9%
GPM	33.0%	-241.5%	-50.1%	-16.6%	-35.4%	10.7%	17.1%	19.6%	-13.8%	9.8%	41.2%
판매비	264.7	20.2	26.5	54.3	25.1	27.1	29.7	38.5	365.7	120.4	118.8
(YoY)	269.2%	-64.0%	-66.4%	-28.2%	-90.5%	34.3%	12.2%	-29.1%	29.7%	-67.1%	-1.4%
영업이익	-186.8	-103.8	-64.9	-76.1	-59.6	-9.3	5.8	15.6	-431.6	-47.4	530.7
(YoY)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전
OPM	-79.1%	-299.7%	-84.7%	-58.0%	-61.2%	-5.6%	2.8%	5.7%	-90.2%	-6.3%	33.6%
순이익	-156.1	-45.5	-40.9	-33.3	-40.8	-1.4	10.0	17.3	-275.9	-14.9	421.1
(YoY)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전
NPM	-66.1%	-131.5%	-53.3%	-25.4%	-41.9%	-0.8%	4.8%	6.2%	-57.6%	-2.0%	26.7%

자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드 휴장 및 개장 히스토리

	Mass	VIP
2020.1Q	1.1 ~ 2.22 (53일) 개장 2.23 ~ 3.31 (38일) 휴장	
2020.2Q	4.1 ~ 6.30 (91일) 휴장	4.1 ~ 5.7 (37일) 휴장 5.8 ~ 6.30 (54일) 개장
2020.3Q	7.1 ~ 7.19 (19일) 휴장 7.20 ~ 8.21 (33일) 개장 8.22 ~ 9.30 (40일) 휴장	7.1 ~ 8.21 (52일) 개장 8.22 ~ 9.30 (40일) 휴장
2020.4Q	10.1 ~ 10.11 (11일) 휴장 10.12 ~ 12.7 (57일) 개장 12.8 ~ 12.31 (24일) 휴장	
2021.1Q	1.1 ~ 2.14 (45일) 휴장 2.15 ~ 3.31 (45일) 개장	
2021.2Q	4.1 ~ 현재 개장	

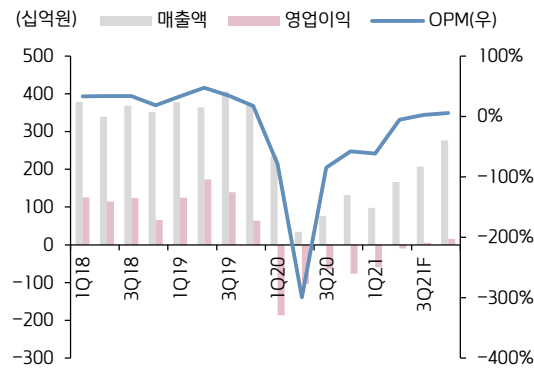
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드 주요 지표 추이 및 전망

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
입장객(천명)	434.3	2.4	40.1	122.5	87.2	121.1	235.4	333.5	599.3	777.3	2,396.9
(YoY)	-41.7%	-99.6%	-94.9%	-82.4%	-79.9%	5024.0%	487.4%	172.2%	-79.3%	29.7%	208.4%
드랩액(십억원)	1,011.5	145.0	259.0	528.6	417.2	551.0	648.5	827.1	1,944.0	2,443.8	5,416.5
(YoY)	-35.5%	-90.9%	-84.9%	-68.0%	-58.8%	280.1%	150.4%	56.5%	-70.2%	25.7%	121.6%
인당 드랩(백만원)	2.3	61.3	6.5	4.3	4.8	4.5	2.8	2.5	3.2	3.1	2.3
(YoY)	10.8%	2479.2%	194.8%	81.8%	105.4%	-92.6%	-57.4%	-42.5%	43.8%	-3.1%	-28.1%
홀드율	21.9%	22.0%	24.5%	23.9%	23.6%	23.9%	23.9%	24.1%	22.8%	23.9%	24.4%
(YoY, %p)	-1.2%	-0.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.9%	-0.5%	0.2%	0.1%	1.1%	2.1%
테이블(대)	180	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
VIP	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
일반	160	180	180	180	180	180	180	180	160	160	160
슬롯머신(대)	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360

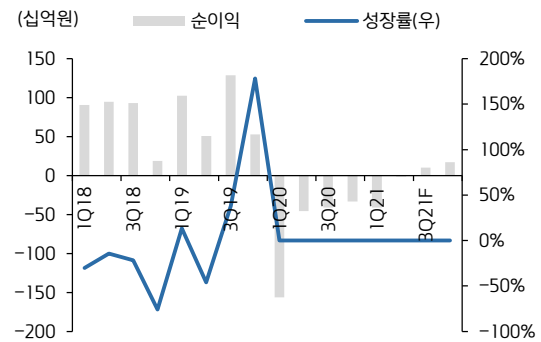
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

분기별 매출액 및 영업이익 전망



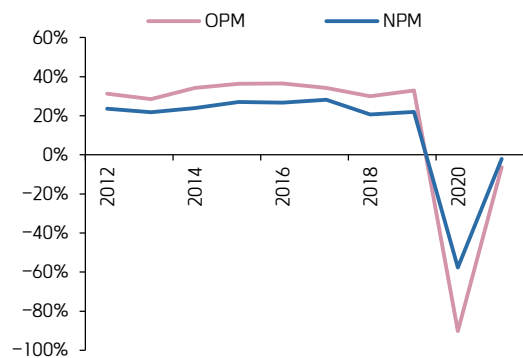
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

분기별 순이익 추이 및 전망



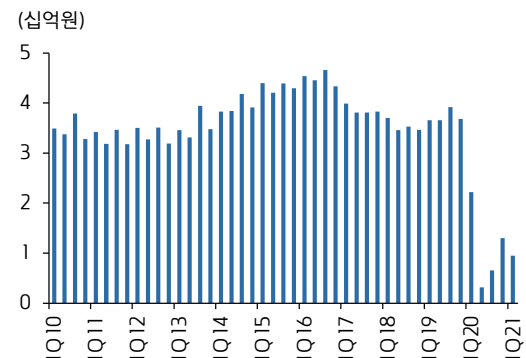
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

OPM 및 NPM 추이 및 전망



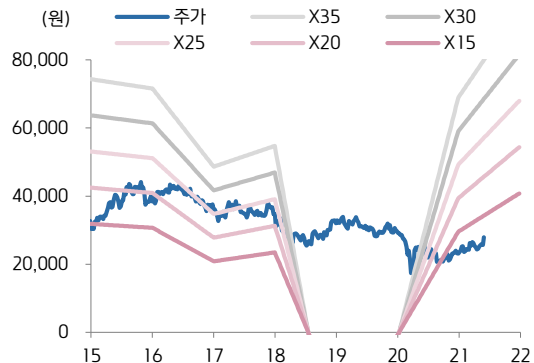
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

분기별 카지노 평균 일 매출액 추이



자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,520.1	478.6	748.0	1,578.0	1,918.1
매출원가	736.7	544.5	675.0	928.5	1,051.9
매출총이익	783.4	-65.9	73.0	649.5	866.2
판매비	282.3	365.7	120.4	118.8	125.1
영업이익	501.2	-431.6	-47.4	530.7	741.0
EBITDA	573.5	-354.3	28.4	600.8	808.2
영업외손익	-12.2	27.1	27.6	43.1	52.1
이자수익	43.6	27.1	27.9	33.7	42.9
이자비용	2.0	1.9	2.2	2.5	2.8
외환관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
중속 및 관계기업손익	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
기타	-54.0	1.5	1.5	11.5	11.6
법인세차감전이익	488.9	-404.5	-19.8	573.9	793.1
법인세비용	154.3	-128.6	-4.9	152.8	211.1
계속사업손익	334.7	-275.9	-14.9	421.1	582.0
당기순이익	334.7	-275.9	-14.9	421.1	582.0
지배주주순이익	334.7	-275.9	-14.9	421.1	581.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	5.7	-68.5	56.3	111.0	21.6
영업이익 증감율	16.4	-186.1	-89.0	-1,219.6	39.6
EBITDA 증감율	15.4	-161.8	-108.0	2,015.5	34.5
지배주주순이익의 증감율	12.6	-182.4	-94.6	-2,926.2	38.2
EPS 증감율	12.6	적전	적지	흑전	38.2
매출총이익률(%)	51.5	-13.8	9.8	41.2	45.2
영업이익률(%)	33.0	-90.2	-6.3	33.6	38.6
EBITDA Margin(%)	37.7	-74.0	3.8	38.1	42.1
지배주주순이익률(%)	22.0	-57.6	-2.0	26.7	30.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	407.9	-655.7	-176.0	376.9	562.5
당기순이익	334.7	-275.9	-14.9	421.1	582.0
비현금항목의 가감	167.1	-36.0	-97.2	49.4	95.9
유형자산감가상각비	72.1	76.7	75.2	69.3	66.4
무형자산감가상각비	0.2	0.6	0.6	0.8	0.8
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	94.8	-113.3	-173.0	-20.7	28.7
영업활동자산부채증감	-40.1	-295.7	-94.6	28.0	55.7
매출채권및기타채권의감소	5.5	3.9	-6.3	-12.9	-6.8
재고자산의감소	-2.5	1.5	-0.8	-0.6	-0.8
매입채무및기타채무의증가	-4.6	-12.9	28.2	32.4	34.1
기타	-38.5	-288.2	-115.7	9.1	29.2
기타현금흐름	-53.8	-48.1	30.7	-121.6	-171.1
투자활동 현금흐름	-211.3	844.6	-62.9	-14.7	-14.9
유형자산의 취득	-79.6	-59.0	-40.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.4	-0.8	-1.5	-1.0	-1.0
투자자산의감소(증가)	-55.3	518.3	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-115.8	365.4	-42.0	-14.4	-14.6
기타	40.8	20.7	20.6	20.7	20.7
재무활동 현금흐름	-184.8	-183.6	-1.1	-183.6	-183.6
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차분금자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-182.5	-182.5	0.0	-182.5	-182.5
기타	-2.3	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
기타현금흐름	0.0	0.0	240.6	118.3	120.3
현금 및 현금성자산의 순증가	11.8	5.4	0.7	296.9	484.4
기초현금 및 현금성자산	48.9	60.7	66.1	66.7	363.6
기말현금 및 현금성자산	60.7	66.1	66.7	363.6	848.0

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,878.2	1,498.2	1,548.8	1,874.5	2,381.9
현금 및 현금성자산	60.7	66.1	66.7	363.6	848.0
단기금융자산	1,766.8	1,401.4	1,443.4	1,457.9	1,472.5
매출채권 및 기타채권	34.3	12.4	18.7	31.6	38.4
재고자산	3.6	2.2	3.0	3.6	4.4
기타유동자산	12.8	16.1	17.0	17.8	18.6
비유동자산	2,559.9	2,143.5	1,988.9	1,941.8	1,895.6
투자자산	1,036.3	518.0	518.0	518.0	518.0
유형자산	1,370.6	1,349.4	1,314.2	1,264.9	1,218.5
무형자산	3.9	3.8	4.7	4.9	5.1
기타비유동자산	149.1	272.3	152.0	154.0	154.0
자산총계	4,438.1	3,641.6	3,537.7	3,816.3	4,277.5
유동부채	651.3	330.0	407.0	439.3	493.5
매입채무 및 기타채무	490.9	276.2	304.4	336.7	370.9
단기금융부채	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6
기타유동부채	158.0	51.2	100.0	100.0	120.0
비유동부채	69.0	64.6	93.4	113.4	133.4
장기금융부채	65.6	61.6	71.6	81.6	91.6
기타비유동부채	3.4	3.0	21.8	31.8	41.8
부채총계	720.4	394.6	500.4	552.8	626.9
지배지분	3,717.7	3,247.0	3,037.3	3,263.5	3,650.5
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타자본	-174.1	-174.1	-174.1	-174.1	-174.1
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	-12.4	-24.8	-37.2
이익잉여금	3,655.5	3,184.8	2,987.4	3,226.0	3,625.5
비지배지분	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
자본총계	3,717.8	3,247.0	3,037.3	3,263.5	3,650.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,564	-1,289	-70	1,968	2,720
BPS	17,377	15,177	14,197	15,254	17,063
CFPS	2,345	-1,458	-524	2,199	3,168
DPS	900	0	900	900	900
주가배수(배)					
PER	18.9	-18.2	-400.9	14.2	10.3
PER(최고)	22.1	-23.1	-411.0		
PER(최저)	17.7	-12.4	-332.0		
PBR	1.70	1.55	1.97	1.83	1.64
PBR(최고)	1.99	1.96	2.01		
PBR(최저)	1.59	1.05	1.63		
PSR	4.17	10.51	7.98	3.78	3.11
PCFR	12.6	-16.1	-53.3	12.7	8.8
EV/EBITDA	8.0	-10.2	159.5	7.0	4.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	54.5	0.0	-1,225.5	43.3	31.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.0	0.0	3.2	3.2	3.2
ROA	7.7	-6.8	-0.4	11.5	14.4
ROE	9.2	-7.9	-0.5	13.4	16.8
ROIC	47.4	-45.4	8.6	41.8	64.2
매출채권회전율	38.9	20.5	48.1	62.8	54.9
재고자산회전율	635.3	165.1	290.4	476.6	477.1
부채비율	19.4	12.2	16.5	16.9	17.2
순차입금비율	-47.3	-43.2	-47.3	-53.2	-61.0
이자보상배율, 현금	255.6	-230.1	-21.9	215.8	269.3
총차입금	68.0	64.2	74.2	84.2	94.2
순차입금	-1,759.4	-1,403.2	-1,435.9	-1,737.3	-2,226.2
EBITDA	573.5	-354.3	28.4	600.8	808.2
FCF	314.9	-696.3	26.2	464.6	645.6

롯데관광개발 (032350)



BUY(Maintain)

목표주가 29,000원(상향)

주가(5/31) 22,100원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

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

포스트 코로나에도 카지노 복합리조트의 파급력은 지속될 것으로 전망합니다. 국내 최대 휴양지로서 제주도에 입지한 동사의 제주 드림타워 리조트는 카지노 VIP와 국내외 여행객 외에 MICE 등 컨벤션 효과까지 복합적으로 작용하며 카지노와 비카지노가 동반 성장할 것으로 전망합니다.

Stock Data

KOSPI (5/31)		3,203.92pt
시가총액		15,310억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	22,100 원	12,250원
최고/최저가 대비	0.0%	80.4%
주가수익률	절대	상대
	1M	19.8% 17.7%
	6M	31.9% 6.7%
	1Y	70.3% 1.0%

Company Data

발행주식수	69,276 천주	
일평균 거래량(3M)	766천주	
외국인 지분율	5.5%	
배당수익률(21E)	0.0%	
BPS (21E)	2,674원	
주요 주주	김기병 외 5 인	55.9%

Price Trend



카지노 그랜드 오픈이 기다려진다

>>> 1분기 영업손실 378억원(적자지속)

1분기 호텔 타워1 750객실이 오픈된 가운데 ADR 255천 원, OCC 34%로 객실 및 F&B 매출 109억원을 달성했다. 여전히 여행 및 크루즈 부진은 지속되었고, 호텔 오픈에 따른 감가상각비 및 차입에 대한 이자비용이 부담으로 작용했다. 호텔 타워2 및 카지노가 오픈하더라도 현재 준비 상황을 볼 때 운영 변동비 정도만 추가적으로 발생할 것으로 전망하여 시설 추가 오픈에 따라 매출이 성장하며 손익이 개선될 것으로 판단한다.

>>> 기다려지는 카지노 그랜드 오픈

1분기 객실과 F&B 매출이 5:5 수준으로 발생한 호텔은 휴가시즌 및 카지노 오픈과 더불어 타워2 추가 오픈, 객실 점유율이 증가하며 성장을 지속할 것으로 보인다. 2분기 내 그랜드 오픈을 준비 중인 카지노는 호텔 부문의 견조함 덕분에 로컬VIP의 제한적 상황에도 불구하고 이익 실현이 가능할 것으로 전망한다. 기존 카지노VIP 외 전략적 정켓VIP 모객을 통한 성장을 거듭할 것으로 보여 카지노 오픈은 더욱 기다려지는 상황이다.

>>> 레벨업이 분명한 2022년

2021년 연결 매출액 2,943억원(yoy +1654%), 영업손실 173억원(적지)을 기록할 것으로 전망한다. 하지만 카지노 정상 오픈, 해외 입국자 증가 등이 예상되는 2022년에는 호텔 부문의 BEP 레벨 달성이 어렵지 않을 것으로 보이고, 카지노 매출 증가를 통한 이익 개선이 큰 폭으로 확대되어 6,000억 수준의 매출 달성을 전망한다. 이에 투자의견 BUY와 2021F 2H ~ 2022F 1H EBITDA에 Target EV/EBITDA 17배를 적용하여 목표주를 29,000원으로 상향한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	88.4	16.8	294.3	600.6	711.7
영업이익	-16.2	-71.4	-17.3	132.4	155.5
EBITDA	-11.5	-53.4	51.1	202.8	226.2
세전이익	-13.8	-81.5	-47.2	68.9	92.0
순이익	-14.7	-82.1	-55.0	51.4	68.6
지배주주지분순이익	-14.5	-81.9	-54.9	51.3	68.5
EPS(원)	-213	-1,183	-793	741	989
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	33.5
PER(배)	-67.3	-12.7	-25.0	26.8	20.1
PBR(배)	3.21	4.53	7.77	5.96	4.56
EV/EBITDA(배)	-89.4	-33.3	42.7	10.3	8.8
영업이익률(%)	-18.3	-425.0	-5.9	22.0	21.8
ROE(%)	-4.9	-30.4	-27.0	25.2	25.7
순차입금비용(%)	13.9	328.1	464.9	315.1	204.1

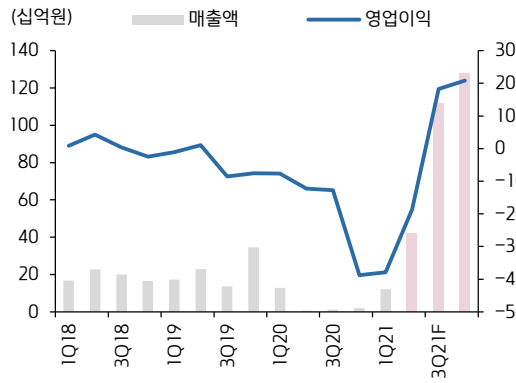
자료: 카움증권 리서치센터

롯데관광개발 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
영업수익	12.9	0.6	1.2	2.1	12.2	42.3	111.6	128.1	16.8	294.3	600.6
(YoY, %)	-25.4%	-97.3%	-91.1%	-94.0%	-5.2%	6821.1%	9044.7%	6099.6%	-81.0%	1654.7%	104.1%
별도	11.2	0.3	0.9	1.7	12.6	32.0	68.5	80.4	14.0	193.7	321.4
중속회사	1.7	0.3	0.4	0.4	-0.4	10.3	43.1	47.7	2.7	100.6	279.2
카지노	1.3	-0.0	0.0	0.0	0.0	9.9	42.6	46.6	1.3	99.1	277.5
영업비용	20.5	12.9	14.0	40.8	50.0	60.9	93.4	107.3	88.2	311.6	468.2
(YoY, %)	11.4%	-41.2%	-37.2%	-2.9%	144.3%	372.7%	568.4%	162.9%	-15.7%	253.5%	50.3%
별도	17.4	11.0	12.4	38.2	48.3	49.5	68.7	80.1	79.0	246.6	299.6
중속회사	3.1	1.9	1.6	2.6	1.7	11.4	24.6	27.3	9.1	65.0	168.6
카지노	2.3	1.2	0.9	0.9	0.0	6.0	18.6	20.2	5.3	44.8	138.2
영업이익	-7.6	-12.3	-12.7	-38.8	-37.8	-18.6	18.3	20.8	-71.4	-17.3	132.4
(YoY, %)	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
OPM	-59.1%	-2006.7%	-1044.4%	-1875.4%	-310.2%	-43.9%	16.4%	16.2%	-425.7%	-5.9%	22.0%
순이익	-12.5	-11.7	-10.8	-47.0	-54.5	-34.6	3.6	30.5	-82.1	-55.0	51.4
(YoY, %)	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
NPM	-97.3%	-1922.2%	-883.4%	-2274.5%	-446.8%	-81.8%	3.2%	23.8%	-489.4%	-18.7%	8.6%

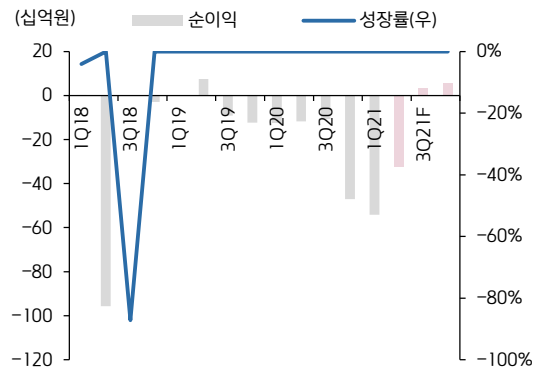
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

분기별 매출액 및 영업이익 전망



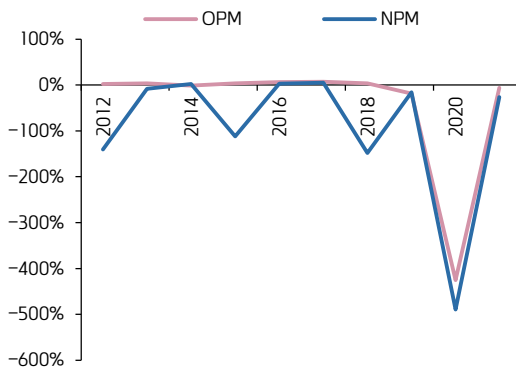
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

분기별 순이익 추이 및 전망



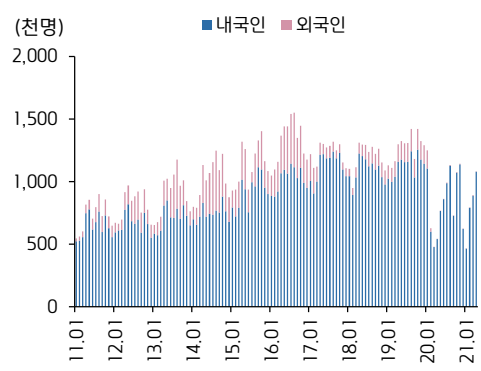
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

OPM 및 NPM 추이 및 전망



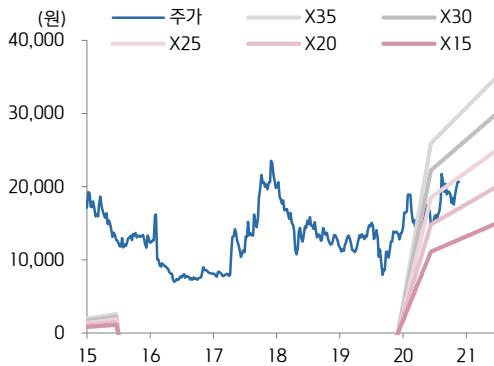
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

월별 제주도 입도객 추이



자료: 제주관광협회, 키움증권 리서치센터

12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터
주, K-IFRS 연결기준

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	88.4	16.8	294.3	600.6	711.7
매출원가	65.6	16.5	0.0	0.0	0.0
매출총이익	22.8	0.3	294.3	600.6	711.7
판매비	39.0	71.7	311.6	468.2	556.1
영업이익	-16.2	-71.4	-17.3	132.4	155.5
EBITDA	-11.5	-53.4	51.1	202.8	226.2
영업외손익	2.4	-10.2	-29.8	-63.5	-63.6
이자수익	1.4	0.5	0.0	0.0	0.0
이자비용	1.1	9.2	37.1	37.2	37.3
외환관련이익	2.3	4.1	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
중속 및 관계기업손익	0.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
기타	-0.1	-4.1	8.7	-24.9	-24.9
법인세차감이익	-13.8	-81.5	-47.2	68.9	92.0
법인세비용	0.9	0.5	7.8	17.5	23.4
계속사업손익	-14.7	-82.1	-55.0	51.4	68.6
당기순이익	-14.7	-82.1	-55.0	51.4	68.6
지배주주순이익	-14.5	-81.9	-54.9	51.3	68.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	16.2	-81.0	1,651.8	104.1	18.5
영업이익 증감율	-639.3	340.7	-75.8	-865.3	17.4
EBITDA 증감율	-380.4	364.3	-195.7	296.9	11.5
지배주주순이익의 증감율	흑전	464.8	-33.0	-193.4	33.5
EPS 증감율	적지	적지	적지	흑전	33.5
매출총이익율(%)	25.8	1.8	100.0	100.0	100.0
영업이익율(%)	-18.3	-425.0	-5.9	22.0	21.8
EBITDA Margin(%)	-13.0	-317.9	17.4	33.8	31.8
지배주주순이익율(%)	-16.4	-487.5	-18.7	8.5	9.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-23.3	-114.5	-24.9	128.6	145.1
당기순이익	-14.7	-82.1	-55.0	51.4	68.6
비현금항목의 가감	5.4	30.5	118.3	130.2	136.4
유형자산감가상각비	3.6	16.7	68.0	70.1	70.3
무형자산감가상각비	1.0	1.2	0.4	0.4	0.3
지분법평가손익	-0.2	-1.2	0.0	0.0	0.0
기타	1.0	13.8	49.9	59.7	65.8
영업활동자산부채증감	-14.3	-50.0	-43.6	1.5	0.4
매출채권및기타채권의감소	-5.8	-21.4	34.0	-3.1	-1.1
채고자산의감소	-4.0	0.2	2.5	-1.5	-0.6
매입채무및기타채무의증가	-8.9	-17.4	-93.2	1.2	1.2
기타	4.4	-11.4	13.1	4.9	0.9
기타현금흐름	0.3	-12.9	-44.6	-54.5	-60.3
투자활동 현금흐름	-38.1	-578.9	-36.3	-36.3	-36.3
유형자산의 취득	-211.7	-552.5	-35.0	-35.0	-35.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.5	-3.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-10.1	-9.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	176.6	-13.5	-0.7	-0.7	-0.8
기타	7.6	-0.5	-0.6	-0.6	-0.5
재무활동 현금흐름	64.6	735.3	93.7	-6.3	-6.3
차입금의 증가(감소)	69.0	741.6	100.0	0.0	0.0
차입금자본잉여금의 증가(감소)	0.0	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	-4.4	-6.3	-6.3	-6.3	-6.3
기타현금흐름	0.0	0.0	4.5	6.8	6.9
현금 및 현금성자산의 순증가	3.2	41.9	37.1	92.9	109.4
기초현금 및 현금성자산	13.1	16.3	58.2	95.3	188.3
기말현금 및 현금성자산	16.3	58.2	95.3	188.3	297.7

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	53.1	124.8	126.2	224.5	336.5
현금 및 현금성자산	16.3	58.2	95.3	188.2	297.7
단기금융자산	10.3	23.7	24.5	25.2	25.9
매출채권 및 기타채권	14.7	36.9	2.9	6.0	7.1
채고자산	4.2	4.0	1.5	3.0	3.6
기타유동자산	7.6	2.0	2.0	2.1	2.2
비유동자산	521.9	1,073.7	1,042.7	1,007.4	971.7
투자자산	22.5	31.5	31.5	31.5	31.5
유형자산	446.1	988.1	955.1	920.0	884.7
무형자산	46.5	50.2	49.8	49.4	49.1
기타비유동자산	6.8	3.9	6.3	6.5	6.4
자산총계	575.0	1,198.5	1,168.9	1,231.9	1,308.2
유동부채	250.7	212.4	124.1	129.3	131.5
매입채무 및 기타채무	158.4	117.2	24.0	25.2	26.4
단기금융부채	65.8	87.1	88.1	89.1	90.1
기타유동부채	26.5	8.1	12.0	15.0	15.0
비유동부채	18.6	760.0	871.2	875.2	878.2
장기금융부채	3.1	736.7	838.7	840.7	842.7
기타비유동부채	15.5	23.3	32.5	34.5	35.5
부채총계	269.3	972.3	995.4	1,004.5	1,009.8
자본지분	308.9	229.5	177.0	230.8	301.8
자본금	34.6	34.6	34.6	34.6	34.6
자본잉여금	526.3	526.3	526.3	526.3	526.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	12.3	14.0	16.4	18.9	21.4
이익잉여금	-264.3	-345.5	-400.4	-349.1	-280.6
비지배지분	-3.3	-3.4	-3.5	-3.4	-3.3
자본총계	305.7	226.1	173.6	227.4	298.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	-213	-1,183	-793	741	989
BPS	4,460	3,313	2,556	3,332	4,357
CFPS	-136	-744	914	2,621	2,959
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-67.3	-12.7	-25.0	26.8	20.1
PER(최고)	-80.0	-16.6	-27.9		
PER(최저)	-48.2	-5.8	-18.4		
PBR	3.21	4.53	7.77	5.96	4.56
PBR(최고)	3.81	5.93	8.67		
PBR(최저)	2.30	2.05	5.71		
PSR	11.04	61.97	4.67	2.29	1.93
PCFR	-105.3	-20.2	21.7	7.6	6.7
EV/EBITDA	-89.4	-33.3	42.7	10.3	8.8
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	-2.7	-9.3	-4.6	4.3	5.4
ROE	-4.9	-30.4	-27.0	25.2	25.7
ROIC	-4.6	-10.8	-1.8	10.2	12.5
매출채권회전율	7.5	0.6	14.8	134.2	108.5
재고자산회전율	41.4	4.1	108.2	268.5	216.9
부채비율	88.1	430.1	573.5	441.7	338.3
순차입금비율	13.9	328.1	464.9	315.1	204.1
이자보상배율, 현금	-14.5	-7.8	-0.5	3.6	4.2
총차입금	69.0	823.9	926.9	929.9	932.9
순차입금	42.4	741.9	807.1	716.5	609.3
EBITDA	-11.5	-53.4	51.1	202.8	226.2
FCF	-235.1	-658.0	-27.5	135.6	152.1

JYP Ent. (035900)



BUY(Maintain)

목표주가 53,000원(상향)

주가(5/31) 39,600원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

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

갓7 해체의 충격보다는 트와이스의 글로벌 확장, 스트레이키즈 및 잇지, 니쥬의 성장 모멘텀으로 레벨업된 모습을 보여줄 것이라 판단합니다. 특히 국내 기획사 중 가장 효율적이고 성공적으로 글로벌라이제이션에 성공한 모델인 니쥬는 보이그룹 및 지역 확장으로 연결되어 동사의 지속가능한 발전 우위 포인트로 작용할 것이라 전망합니다.

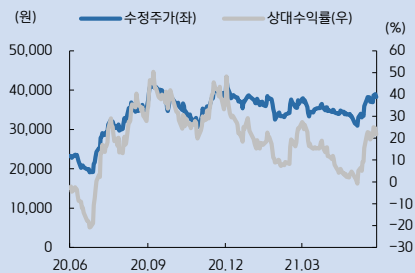
Stock Data

KOSDAQ (5/31)	981.78pt	
시가총액	14,057억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	43,250 원	19,100원
최고/최저가 대비	-8.4%	107.3%
주가수익률	절대	상대
1M	20.4%	20.6%
6M	4.3%	-5.8%
1Y	-32.8%	-18.8%

Company Data

발행주식수	35,497 천주
일평균 거래량(3M)	618천주
외국인 지분율	24.5%
배당수익률(21E)	0.4%
BPS (21E)	6,152원
주요 주주	박진영 외 3 인 18.3%

Price Trend



컨택트 재개 시 가장 높은 레버리지

>>> 1분기 영업이익 138억원(yoy +2.5%)

스트레이키즈를 제외한 음반활동이 없었음에도 불구하고 글로벌 음반/음원 성장에 따라 1분기 매출액 323억원(yoy -4.9%)과 창사 최대 영업이익을 달성했다. 트와이스 글로벌 실적, 유튜브 매출 성장, 중국 음원 공급 계약 등이 반영되며 콘텐츠 매출 비중확대가 나타나 원가율 개선이 두드러졌다. 글로벌 시장에서의 성장성을 감안할 때 이와 같은 추세는 지속될 것으로 전망한다.

>>> 컨택트 재개 시 가장 높은 레버리지 기대

트와이스 팬덤이 국내와 일본을 넘어 글로벌로 확대되고 있고, 스트레이키즈와 잇지의 신인 모멘텀이 현실화 되는 과정에 있다. 갓7의 해체에도 불구하고 2PM 복귀로 단숨에 일본 동공연이 가능한 아티스트 라인업을 확보한 것도 컨택트 재개 시 높은 레버리지를 낼 포인트이다. 작년 4분기 글로벌라이제이션의 본모기를 보여준 니쥬는 4월 발매한 싱글 2집의 판매량이 46만장으로 성장하며 콘서트와 엠디 포텐셜에 다시 한번 무게감을 실어주었다. 이는 니쥬의 보이그룹 버전, 라우드 프로젝트 등으로 확장되며 탄력적인 신인 모멘텀을 지속 유지할 것으로 판단한다.

>>> 위기와 기회가 공존하지만 기대가 더 크다

코로나19로 인한 콘서트 부재에 따른 티켓과 엠디 매출 감소는 여전히 불가피하다. 하지만 글로벌에서의 앨범/음원 성장이 뒷받침되며 신보와 구보의 시너지가 발생하고 있는 것은 고무적이다. 이를 통해 유튜브 및 글로벌 스트리밍에서의 선전이 기대되고, 2분기부터 아티스트 컴백이 더욱 활발해 지며 성장을 견인할 것으로 보인다. 이에 투자이견 BUY와 2022F 지배주주순이익 기준 EPS에 Target PER 35배를 적용하여 목표주가를 53,000원으로 상향한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	155.4	144.4	163.4	194.3	212.0
영업이익	43.5	44.1	54.9	73.3	85.7
EBITDA	47.0	48.2	59.4	77.7	90.4
세전이익	43.0	38.0	54.6	73.3	86.6
순이익	31.2	29.6	41.6	53.8	63.5
지배주주지분순이익	31.3	29.5	41.4	53.6	63.3
EPS(원)	883	832	1,167	1,510	1,784
증감률(% YoY)	28.9	-5.7	40.3	29.3	18.1
PER(배)	27.4	46.2	32.8	25.3	21.4
PBR(배)	5.39	7.46	6.22	5.10	4.19
EV/EBITDA(배)	16.3	26.3	20.3	15.0	12.2
영업이익률(%)	28.0	30.5	33.6	37.7	40.4
ROE(%)	21.9	17.3	20.7	22.1	21.5
순차입금비용(%)	-59.3	-53.5	-69.2	-73.9	-79.4

자료: 키움증권 리서치센터

JYP Ent. 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	34.0	34.1	34.6	41.7	32.3	39.5	41.3	50.3	144.4	163.4	194.3
(YoY)	28.9%	-12.8%	-24.1%	-6.0%	-4.9%	15.6%	19.5%	20.6%	-7.1%	13.2%	18.9%
음반	5.8	16.5	12.1	13.5	7.2	15.7	17.1	25.1	47.8	65.2	66.9
음원	4.7	5.8	5.7	10.9	7.8	7.6	8.0	8.6	27.1	32.0	32.4
매니지먼트	23.5	11.9	16.9	17.3	17.3	16.2	16.3	16.6	69.5	66.3	95.1
매출원가	13.8	18.1	16.5	19.1	11.3	21.5	21.7	19.9	67.5	74.4	85.0
(YoY)	-2.9%	-17.8%	-25.8%	-8.6%	-18.1%	18.6%	31.3%	4.4%	-14.9%	10.2%	14.2%
매출총이익	20.2	16.0	18.1	22.6	21.0	17.9	19.7	30.4	76.9	89.0	109.3
(YoY)	65.9%	-6.5%	-22.5%	-3.6%	4.1%	12.2%	8.7%	34.2%	1.1%	15.7%	22.8%
GPM	59.5%	46.8%	52.3%	54.2%	65.1%	45.4%	47.6%	60.4%	53.3%	54.5%	56.2%
판매비	6.8	6.9	7.0	12.1	7.3	7.4	8.0	11.4	32.8	34.1	36.0
(YoY)	5.7%	-9.7%	-18.9%	21.4%	7.5%	7.2%	15.1%	-5.8%	0.4%	4.1%	5.5%
영업이익	13.4	9.1	11.1	10.5	13.8	10.5	11.6	19.0	44.1	54.9	73.3
(YoY)	132.3%	-3.9%	-24.6%	-22.1%	2.5%	16.0%	4.7%	80.4%	1.6%	24.4%	33.6%
OPM	39.6%	26.5%	32.2%	25.2%	42.6%	26.6%	28.2%	37.7%	30.6%	33.6%	37.7%
순이익	11.3	4.7	7.7	5.9	12.0	7.5	8.3	13.7	29.6	41.6	53.8
(YoY)	78.6%	-32.4%	-34.0%	-5.2%	6.4%	59.9%	8.1%	132.2%	-5.1%	40.4%	29.3%
NPM	33.3%	13.8%	22.3%	14.2%	37.2%	19.0%	20.2%	27.3%	20.5%	76.2%	73.4%

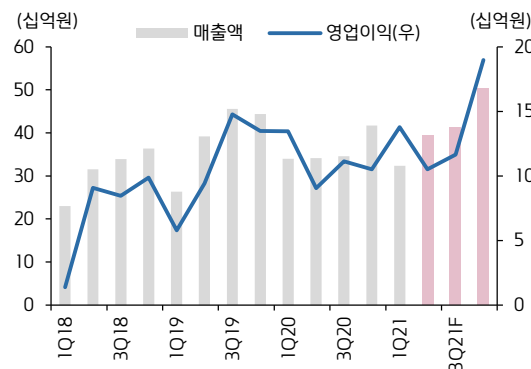
자료: JYP Ent, 키움증권 리서치센터

JYP Ent. 아티스트별 주요 활동 내역

그룹명	활동내역	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F
TWICE	Album	미니 8집: 37만 (초동 15만)			미니 9집: 56만 (초동 33만)		정규 2집: 48만 (초동 24만)		6월 컴백 예정
	Concert	해외: 7.13~8.17/6회 (동남아, 북미)	해외: 10.12~12.1/11회 (일본 5개도시)	해외: 2.11~23/4회 (일본 2개도시)		온라인: 8.9/1회 (Beyond LIVE)		온라인: 3.6/1회 (일본)	
	Youtube	구독자수: 5,730,000 월 평균 조회수: 20,166,658	구독자수: 6,260,000 월 평균 조회수: 23,869,293	구독자수: 6,630,000 월 평균 조회수: 19,806,809	구독자수: 7,780,000 월 평균 조회수: 59,921,274	구독자수: 8,540,000 월 평균 조회수: 32,199,651	구독자수: 9,540,000 월 평균 조회수: 56,112,261	구독자수: 10,300,000 월 평균 조회수: 193.6M	
	Global Chart	Oricon Weekly: 3위			Billboard 200: 200위 Oricon Weekly: 1위		Billboard 200: 72위 Oricon Weekly: 3위		
GOT7	Album		미니 10집: 30만 (초동 22만)		미니 11집: 44만 (초동 28만)		정규 4집: 34만 (초동 27만)		
	Concert	해외: 7.3~8.25/7회 (북중미 7개도시) 해외: 7.30~9.8/11회 (일본, 태국)	해외: 10.8~26/6회 (유럽 등 6개도시)						해체
	Youtube	구독자수: 4,260,000 월 평균 조회수: 9,210,556	구독자수: 4,490,000 월 평균 조회수: 9,511,551	구독자수: 4,670,000 월 평균 조회수: 7,163,512	구독자수: 5,040,000 월 평균 조회수: 12,250,973	구독자수: 5,340,000 월 평균 조회수: 7,486,082	구독자수: 5,670,000 월 평균 조회수: 8,717,780		
	Global Chart		Oricon Weekly: 16위		Oricon Weekly: 20위		Oricon Weekly: 21위		
STRAY KIDS	Album		미니 5집: 18만 (초동 8만)		정규 1집: 24만 (초동 13만)	정규 1집 리패키지: 33만 (초동 23만)			
	Concert	해외: 7.28~8.4/4회 (유럽 4개도시)	국내: 11.23~24/2회 (올림픽홀)	해외: 1.29~2.16/8회 (미주 8개도시)			온라인: 11.22/1회 (Beyond LIVE)		
	Youtube	구독자수: 2,110,000 월 평균 조회수: 17,479,596	구독자수: 2,400,000 월 평균 조회수: 11,721,377	구독자수: 2,640,000 월 평균 조회수: 10,704,097	구독자수: 3,170,000 월 평균 조회수: 19,404,469	구독자수: 4,290,000 월 평균 조회수: 36,159,060	구독자수: 5,150,000 월 평균 조회수: 38,760,962	구독자수: 5,870,000 월 평균 조회수: 85,216,245	
	Global Chart		Oricon Weekly: 28위		Oricon Weekly: 6위				
ITZY	Album	미니 1집: 11만 (초동 3만)		미니 2집: 13만 (초동 6만)		미니 3집: 22만 (초동 14만)			미니 4집 컴백 (초동 20만)
	Concert								
	Youtube	구독자수: 1,710,000 월 평균 조회수: 17,129,752	구독자수: 1,890,000 월 평균 조회수: 8,181,757	구독자수: 2,330,000 월 평균 조회수: 20,792,382	구독자수: 2,930,000 월 평균 조회수: 30,970,156	구독자수: 3,750,000 월 평균 조회수: 38,846,818	구독자수: 4,160,000 월 평균 조회수: 24,108,571	구독자수: 4,620,000 월 평균 조회수: 74,860,056	
	Global Chart	Oricon Weekly: 12위		Oricon Weekly: 13위		Oricon Weekly: 8위			Billboard 200: 148 위
NiziU	Album						싱글 1집: 38만		싱글 2집 컴백
	Concert								
	Youtube				구독자수: 449,000 월 평균 조회수: 8,772,565	구독자수: 1,400,000 월 평균 조회수: 40,808,746	구독자수: 1,660,000 월 평균 조회수: 25,236,751	구독자수: 1,750,000 월 평균 조회수: 23,500,354	
	Global Chart						Oricon Weekly: 1 위		Oricon Weekly: 1 위

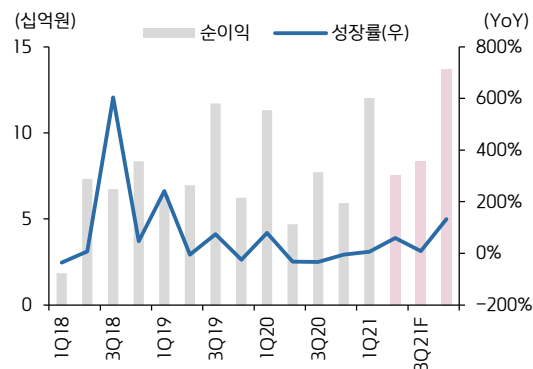
자료: JYP Ent, 언론보도, SocialBlade, 키움증권 리서치센터

분기별 매출액 및 영업이익 전망



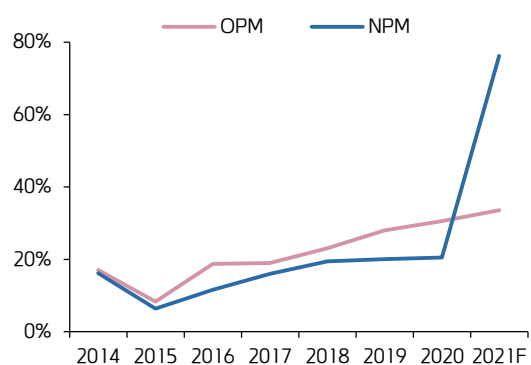
자료: JYP Ent., 키움증권 리서치센터
주. K-IFRS 연결기준

분기별 순이익 추이 및 전망



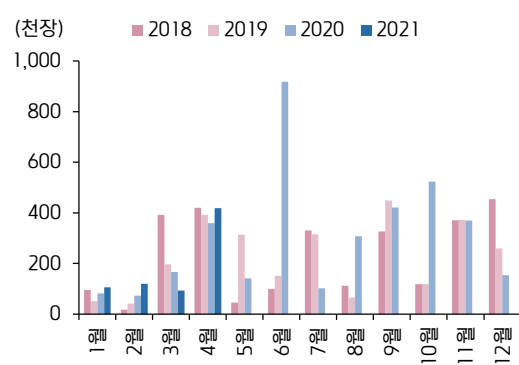
자료: JYP Ent., 키움증권 리서치센터
주. K-IFRS 연결기준

OPM 및 NPM 추이 및 전망



자료: JYP Ent., 키움증권 리서치센터
주. K-IFRS 연결기준

월별 앨범판매량 추이



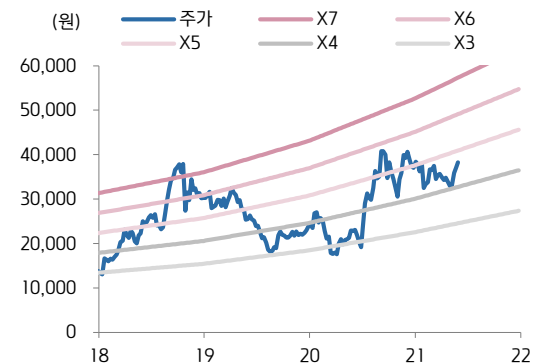
자료: 가온차트, 키움증권 리서치센터

12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터
주. K-IFRS 연결기준

12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터
주. K-IFRS 연결기준

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	155.4	144.4	163.4	194.3	212.0
매출원가	79.4	67.5	74.4	85.0	88.0
매출총이익	76.1	76.9	89.0	109.3	124.0
판매비	32.6	32.8	34.1	36.0	38.3
영업이익	43.5	44.1	54.9	73.3	85.7
EBITDA	47.0	48.2	59.4	77.7	90.4
영업외손익	-0.4	-6.1	-0.3	0.0	0.9
이자수익	1.5	1.5	2.3	3.0	3.8
이자비용	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
외환관련손실	0.7	2.2	1.1	1.1	1.1
종속 및 관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-1.9	-6.0	-1.8	-2.2	-2.1
법인세차감전이익	43.0	38.0	54.6	73.3	86.6
법인세비용	11.8	8.4	13.0	19.5	23.0
계속사업손익	31.2	29.6	41.6	53.8	63.5
당기순이익	31.2	29.6	41.6	53.8	63.5
지배주주순이익	31.3	29.5	41.4	53.6	63.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	24.5	-7.1	13.2	18.9	9.1
영업이익 증감율	51.3	1.4	24.5	33.5	16.9
EBITDA 증감율	57.2	2.6	23.2	30.8	16.3
지배주주순이익 증감율	31.3	-5.8	40.3	29.5	18.1
EPS 증감율	28.9	-5.7	40.3	29.3	18.1
매출총이익률(%)	49.0	53.3	54.5	56.3	58.5
영업이익률(%)	28.0	30.5	33.6	37.7	40.4
EBITDA Margin(%)	30.2	33.4	36.4	40.0	42.6
지배주주순이익률(%)	20.1	20.4	25.3	27.6	29.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	50.9	22.1	66.0	64.0	78.7
당기순이익	31.2	29.6	41.6	53.8	63.5
비현금항목의 가감	16.5	16.9	17.2	23.0	25.9
유형자산감가상각비	3.3	3.7	3.8	4.0	4.1
무형자산감가상각비	0.3	0.4	0.7	0.4	0.5
지분법평가손익	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	13.0	12.9	12.7	18.6	21.3
영업활동자산부채증감	6.1	-11.7	18.0	4.0	8.6
매출채권및기타채권의감소	1.2	-6.0	-2.6	-4.2	-2.4
채고자산의감소	0.8	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
매입채무및기타채무의증가	1.0	1.1	8.1	8.9	11.3
기타	3.1	-6.6	12.6	-0.6	-0.2
기타현금흐름	-2.9	-12.7	-10.8	-16.8	-19.3
투자활동 현금흐름	-58.8	-20.3	-6.6	-20.2	-20.3
유형자산의 취득	-1.7	-3.7	-5.0	-5.0	-5.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.2	-0.3	-0.7	-0.7	-0.7
투자자산의감소(증가)	-11.7	-0.9	8.8	-4.7	-4.7
단기금융자산의감소(증가)	-43.8	-9.3	-3.5	-3.6	-3.8
기타	-1.4	-6.2	-6.2	-6.2	-6.1
재무활동 현금흐름	1.0	-5.5	-5.5	-5.4	-5.4
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-4.0	-5.1	-5.1	-5.1	-5.1
기타	5.0	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3
기타현금흐름	0.5	-0.4	-3.4	4.0	4.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-6.3	-4.1	50.6	42.4	56.9
기초현금 및 현금성자산	45.0	38.7	34.5	85.1	127.5
기말현금 및 현금성자산	38.7	34.5	85.1	127.5	184.5

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	116.3	127.0	183.8	234.3	297.6
현금 및 현금성자산	38.7	34.5	85.2	127.6	184.5
단기금융자산	59.8	69.1	72.5	76.2	80.0
매출채권 및 기타채권	14.3	19.5	22.0	26.2	28.6
채고자산	0.7	0.4	0.5	0.6	0.7
기타유동자산	2.8	3.5	3.6	3.7	3.8
비유동자산	91.6	97.0	96.8	102.8	108.6
투자자산	22.1	23.0	14.3	18.9	23.6
유형자산	38.8	40.5	41.8	42.8	43.7
무형자산	29.0	30.8	30.8	31.1	31.3
기타비유동자산	1.7	2.7	9.9	10.0	10.0
자산총계	207.8	223.9	280.7	337.1	406.2
유동부채	43.1	33.3	54.2	62.6	73.8
매입채무 및 기타채무	18.6	19.5	27.7	36.6	47.9
단기금융부채	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5
기타유동부채	23.3	12.3	25.0	24.5	24.4
비유동부채	2.3	4.4	4.4	4.4	4.4
장기금융부채	1.0	2.5	2.5	2.5	2.5
기타비유동부채	1.3	1.9	1.9	1.9	1.9
부채총계	45.5	37.7	58.5	66.9	78.2
자본지분	158.9	182.7	218.4	266.3	323.9
자본금	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9
자본잉여금	76.9	77.0	77.0	77.0	77.0
기타자본	-12.0	-12.1	-12.1	-12.1	-12.1
기타포괄손익누계액	0.6	-0.1	-0.7	-1.3	-2.0
이익잉여금	75.5	99.9	136.3	184.8	243.0
비자본지분	3.4	3.6	3.7	3.9	4.1
자본총계	162.3	186.2	222.1	270.2	328.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	883	832	1,167	1,510	1,784
BPS	4,477	5,146	6,152	7,501	9,123
CFPS	1,346	1,310	1,656	2,162	2,518
DPS	155	154	154	154	154
주가배수(배)					
PER	27.4	46.2	32.8	25.3	21.4
PER(최고)	38.6	52.4	33.4		
PER(최저)	18.5	18.3	26.0		
PBR	5.39	7.46	6.22	5.10	4.19
PBR(최고)	7.61	8.47	6.35		
PBR(최저)	3.64	2.95	4.92		
PSR	5.51	9.44	8.31	6.99	6.41
PCFR	17.9	29.3	23.1	17.7	15.2
EV/EBITDA	16.3	26.3	20.3	15.0	12.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	16.4	17.2	12.3	9.5	8.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
ROA	17.0	13.7	16.5	17.4	17.1
ROE	21.9	17.3	20.7	22.1	21.5
ROIC	60.3	62.6	71.9	103.3	133.9
매출채권회전율	11.2	8.6	7.9	8.1	7.7
재고자산회전율	143.1	253.5	342.0	349.9	336.1
부채비율	28.0	20.2	26.4	24.8	23.8
순차입금비용	-59.3	-53.5	-69.2	-73.9	-79.4
이자보상배율, 현금	884.3	471.9	586.7	783.9	916.5
총차입금	2.2	3.9	3.9	3.9	3.9
순차입금	-96.3	-99.7	-153.8	-199.8	-260.5
EBITDA	47.0	48.2	59.4	77.7	90.4
FCF	38.0	21.8	58.6	56.4	70.5

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.

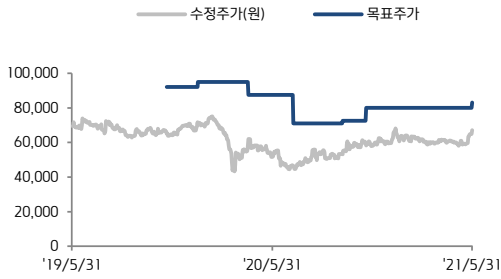
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
이노션 (214320)	2019-11-20	BUY(Initiate)	92,000원	6개월	-26.68	-22.07
	2020-01-16	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-25.71	-24.84
	2020-02-04	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-33.57	-21.05
	2020-04-17	BUY(Maintain)	87,500원	6개월	-33.73	-29.14
	2020-05-14	BUY(Maintain)	87,500원	6개월	-39.07	-29.14
	2020-07-08	BUY(Maintain)	71,000원	6개월	-32.22	-27.04
	2020-08-12	BUY(Maintain)	71,000원	6개월	-28.13	-21.41
	2020-10-06	BUY(Maintain)	72,500원	6개월	-19.93	-15.45
	2020-11-18	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-25.54	-21.88
	2020-12-14	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-24.87	-18.00
	2021-01-08	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-23.50	-14.88
	2021-04-09	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-23.80	-14.88
인크로스 (216050)	2021-05-31	BUY(Maintain)	83,000원	6개월		
	2021-02-03	BUY(Initiate)	70,000원	6개월	-24.64	-17.29
	2021-03-03	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-21.95	-12.14
	2021-04-09	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-21.35	-12.14
	2021-05-12	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-21.36	-12.14
NEW (160550)	2021-05-31	BUY(Maintain)	70,000원	6개월		
	2019-10-01	BUY(Maintain)	6,000원	6개월	-7.37	130.83
	담당자 변경	BUY(Re-Initiate)	24,000원	6개월	-57.05	-49.38
	2021-05-31	BUY(Maintain)	24,000원	6개월		
강원랜드 (035250)	2019-09-09	Outperform(Initiate)	33,500원	6개월	-9.99	-4.63
	2019-11-11	Outperform(Maintain)	36,500원	6개월	-17.89	-13.70
	2020-01-10	BUY(Upgrade)	36,500원	6개월	-27.64	-13.70
	2020-04-17	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.41	-18.71
	2020-05-13	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.63	-15.32
	2020-06-10	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-22.95	-15.32
	2020-07-20	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-26.06	-15.32
	2021-01-19	BUY(Maintain)	29,500원	6개월	-15.15	-8.31
	2021-04-27	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-18.28	-15.97
	2021-05-12	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-22.07	-16.76
	2021-05-31	BUY(Maintain)	38,000원	6개월		
롯데관광개발 (032350)	2021-02-26	BUY(Initiate)	26,000원	6개월	-24.96	-16.35
	2021-04-27	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-25.70	-16.35
	2021-05-31	BUY(Maintain)	29,000원	6개월		
JYP Ent. (035900)	2020-04-20	BUY(Initiate)	29,000원	6개월	-21.44	11.90
	2020-07-21	BUY(Maintain)	41,000원	6개월	-20.57	-10.12
	2020-08-19	BUY(Maintain)	43,500원	6개월	-16.81	-2.41
	2020-11-18	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-20.41	-9.90
	2021-01-21	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-24.95	-9.90
	2021-05-31	BUY(Maintain)	53,000원	6개월		

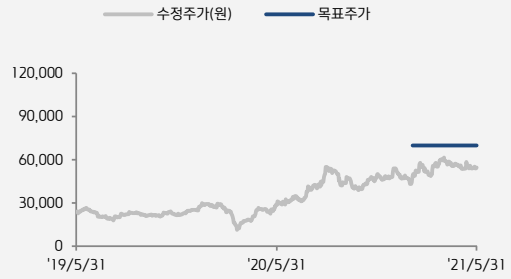
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

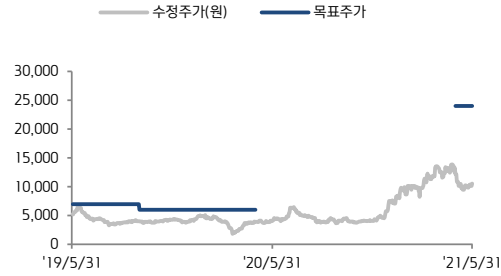
이노션 (214320)



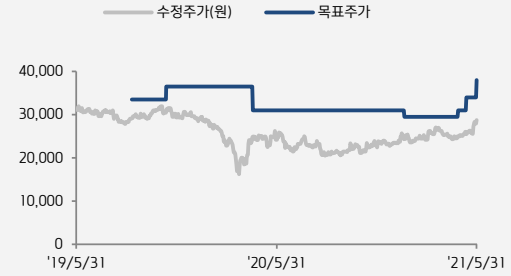
인크로스 (216050)



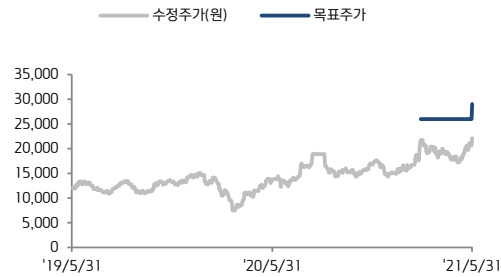
NEW (160550)



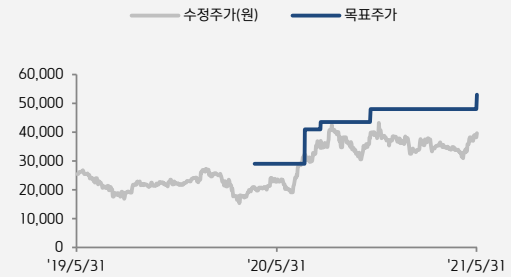
강원랜드 (035250)



롯데관광개발 (032350)



JYP Ent. (035900)



투자 의견 및 적용 기준

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

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

투자등급 비율 통계 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%