



2020년 11월 18일 | 키움증권 리서치센터

2021년 소비재 전망 : 다시 만난 세계

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

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA 02)3787-4807 sjpark@kiwoom.com

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

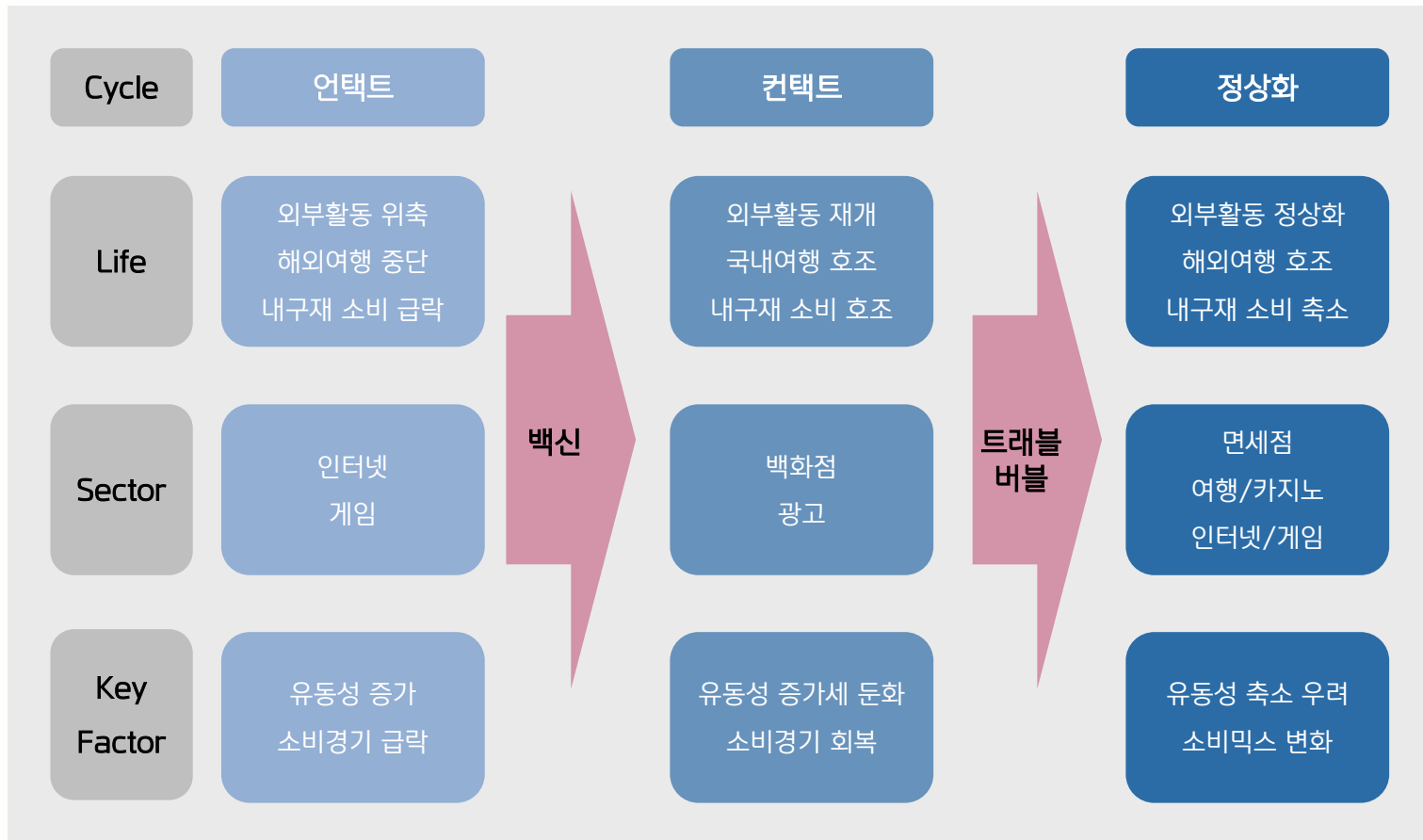
RA 조영환 02)3787-0335 yh.cho@kiwoom.com

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

Contents

- I. 유통: Welcome Contact
- II. 인터넷의 핵심 전망 Point
- III. 새로운 시도를 준비하는 게임
- IV. 집콕탈출
- V. 업체별 투자전략

★ Contact Cycle Flow



자료: 키움증권 리서치

Part | 유통: Welcome Contact





유통 Summary

>>> 오프라인 유통업체 업황 회복 국면 진입

- 언택트 우려 완화로 사람들의 외부활동 재개 되면서, 오프라인 유통업체 업황 회복 전망
- 내구재와 중고가 상품 중심으로 소비가 회복되면서, 백화점의 업황 회복 강도가 가장 클 것으로 전망
- 할인점은 산업 구조조정 심화되면서, 이마트의 기존점 성장률과 수익성이 구조적으로 상향될 것으로 전망
- 편의점은 백화점 대비 Beta가 약한 편이나, 내년 2~3월부터 기존점 성장률이 플러스 전환될 것으로 전망

>>> 중장기적으로는 해외여행 재개 시점 중요

- 출입국 규제가 완화되고 해외여행이 재개되면, 면세점 시장 수요가 급격하게 개선될 것으로 기대
- 대형 타이공 외에도 중소형 타이공과 여행객 수요가 더해지면서, GP Mix 개선 효과 나타날 것으로 전망
- 만약, 수요 회복이 늦어진다면, MS 측면에서 현대백화점에 가장 유리한 시나리오가 전개될 것으로 전망

>>> 유통 업종 투자전략

- 유통 업종 투자의견 Overweight 제시. 백화점 중심의 비중 확대 필요.
- 현대백화점: 백화점 기존점 성장률 회복, 신규 출점 모멘텀(대전/남양주/여의도), 면세점 MS 상승에 따른 실적 개선 기대
- 이마트: 경쟁사 점포 구조조정에 따른 할인점 기존점 성장률 및 수익성 회복, 쓱닷컴을 비롯한 자회사 턴어라운드 기대

유통: 2020년 리뷰

◎ 코로나19로 굴곡이 컸던 2020년 유통 업종

- 1월 중국 우한에서 시작된 코로나19가 한국으로 확산되면서 주식시장 급락과 함께 유통 업종지수도 급락
- 코로나19로 외부활동 위축 되면서 언택트 피해주로 부각. 이로 인해, 오프라인 유통 업체 중심의 유통 업종지수는 他 업종 대비 반등 강도가 약했음.
- 8~9월 서울/수도권 중심의 코로나19 2차 확산 이후, 유통 업종 지수는 저점에서 강하게 반등. 컨택트 전환에 따른 실적 추 정치 상향 가능성을 주가가 선행적으로 반영하면서, FW12M PER이 급격하게 상승하였고, PER 레벨이 작년 상단을 돌파하였음.
- **다만, PBR 레벨 측면에서는 아직 밸류에이션 여력이 있는 상황. 20년 매출의 기저가 낮고, 업체별 매출 성장을 개선 여력 있기 때문에, 유통 업종 지수는 추가적인 강세 가능성 有.**

MKF500 유통업 지수 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

MKF500 유통업 지수 밸류에이션 추이



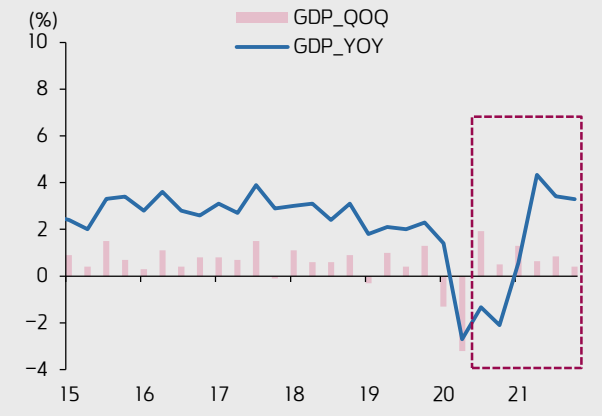
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

유통: 오프라인 유통업체 업황 회복 국면 진입

◎ 코로나19 이후, 소비경기 회복, 외부활동 재개 속에 해외여행 재개 시점 관심

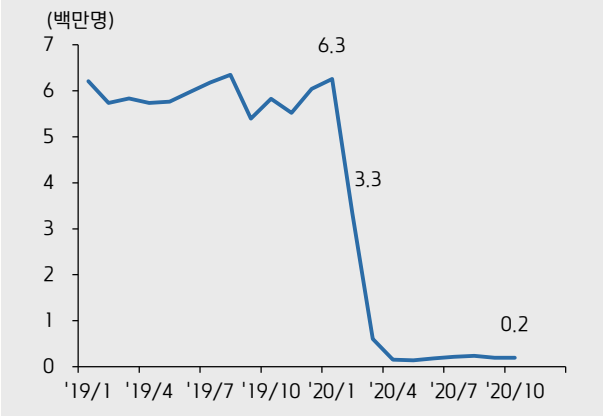
- 코로나19 사태로 단기에 급격하게 훼손되었던 오프라인 유통업체의 펀더멘털은 21년에 회복 국면 예상
- 더불어, 트래블 버블과 같은 제도 시행 등을 통해, 해외여행 관련 규제가 완화되면 면세점/호텔 업황 회복도 가속화 가능
- 유통업체 주가는 이러한 흐름을 선반영하기 시작. 중기적으로 주가 강세 국면 전개 예상.

한국 경제성장률과 전망치



자료: 한국은행, 키움증권 리서치
 주. 1) 2020년 4분기 이후는 당사 투자전략팀 전망치

인천공항 국제선 이용객수 추이



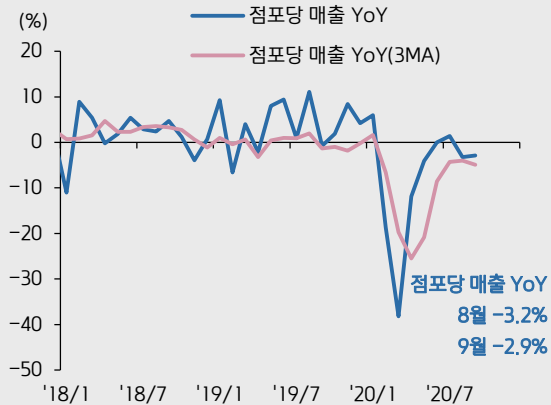
자료: 인천국제공항공사, 키움증권 리서치

유통: 오프라인 유통업체 업황 회복 국면 진입

◎ 백화점: 수요 회복 강도와 속도가 가장 인상적

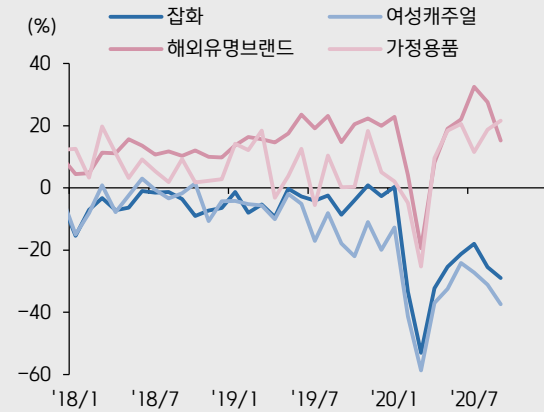
- 코로나19로 가장 피해가 컸던 백화점은 회복 강도와 속도 측면에서 他 오프라인 유통 업체를 아웃퍼폼 하고 있음. 8~9월 사회적 거리두기 확산으로 업황 회복이 일시적으로 둔화되었으나, 9월 중순 이후 매출이 빠르게 회복되고 있는 추세.
- **1) 상대적으로 업황 타격이 컸고, 2) 내구재와 중고가 상품을 중심으로 소비가 반등(해외여행 수요의 내수 환류 영향)하고 있기 때문**
- 특히, 겨울 의류는 구매단가가 높은 편이기 때문에, 4Q20~1Q21은 의류 수요도 상대적으로 강할 가능성 있음
- 기저효과 감안 시, 2Q21초까지 백화점의 기존점 성장을 회복과 상품 믹스 개선이 비교적 강도 높게 나타날 것으로 예상

백화점 점포당 매출 YoY 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

백화점 상품군별 매출 YoY 증감률 추이



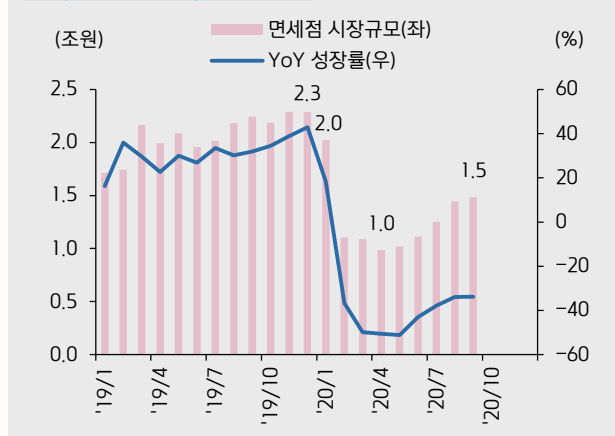
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

유통: 오프라인 유통업체 업황 회복 국면 진입

◎ 면세점: 중소형 다이공과 여행객 수요 회복 여부가 중요

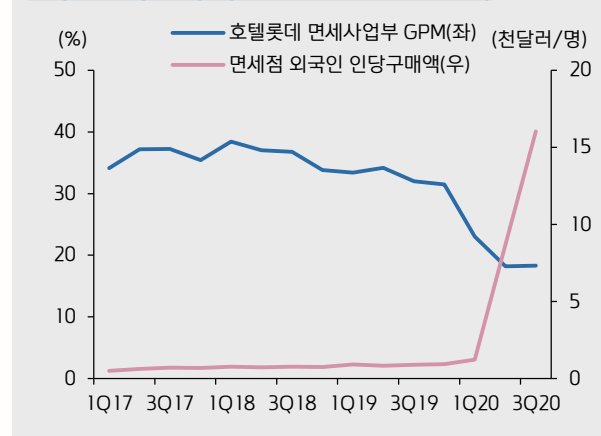
- 현재까지 면세점은 대형 다이공 중심의 수요 회복세를 보였으나, 향후에는 중소형 다이공과 여행객 수요 회복 여부가 중요.
- 구매볼륨이 크고 도매유통에 가까운 대형 다이공 고객으로만은 면세점이 높은 수익성을 달성하는데 한계가 있기 때문
- **중소형 다이공과 여행객 수요가 늘어나야 고객 믹스가 개선되고, 공항점 정상화가 가능해질 수 있음**
- 따라서, **향후 시내점 외국인 구매단가의 방향성과 해외여행 관련 규제 완화(트래블 버블 등) 가능성에 주목할 필요가 있음**

한국 면세점 시장규모 추이



자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치

대형 다이공 비중 증가로 면세점 GPM 하락



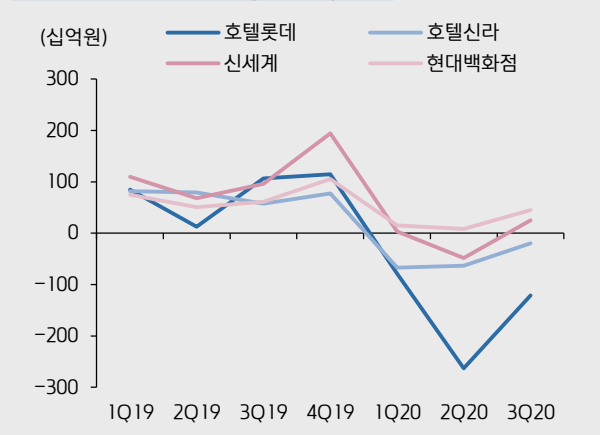
자료: 금융감독원 전자공시시스템, 한국면세점협회, 키움증권 리서치

유통: 오프라인 유통업체 업황 회복 국면 진입

◎ 면세점: 수익성 정상화가 늦어질 수록 백화점 업체가 유리

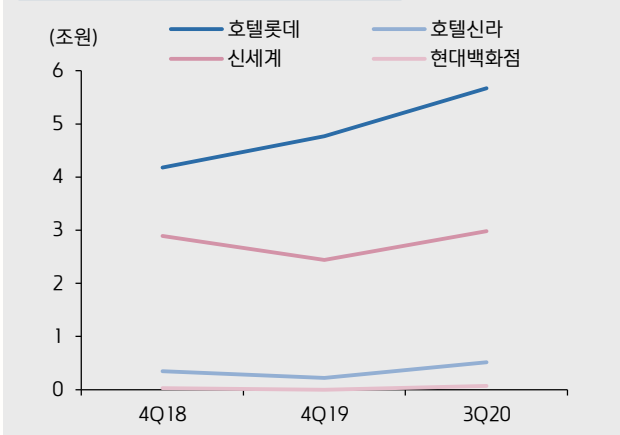
- 호텔롯데/호텔신라: 영업이익 적자 전환하면서 순차입금 크게 증가. 판촉 노력 약해진 상황
- 신세계/현대백화점: 순수 면세점 업체 대비 영업적자 폭이 작은 편. 백화점 사업이 Cash Cow 역할을 해주기 때문에, 판촉 노력을 어느 정도 견조하게 유지할 수 있음.
- 이에 따라, 재무구조가 가장 탄탄한 현대백화점이 면세점 시장에서 가장 공격적인 스탠스를 보이고 있음.
- 만약, 중소형 파이공과 여행객 수요 회복이 더디면, 백화점과 면세점을 동시에 하고 있는 현대백화점과 신세계가 유리
- 만약, 중소형 파이공과 여행객 수요 회복이 빠르면, 면세점 중심의 사업구조인 호텔롯데와 호텔신라가 유리

면세점 4社 연결기준 영업이익 추이



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

면세점 4社 연결기준 순차입금 추이



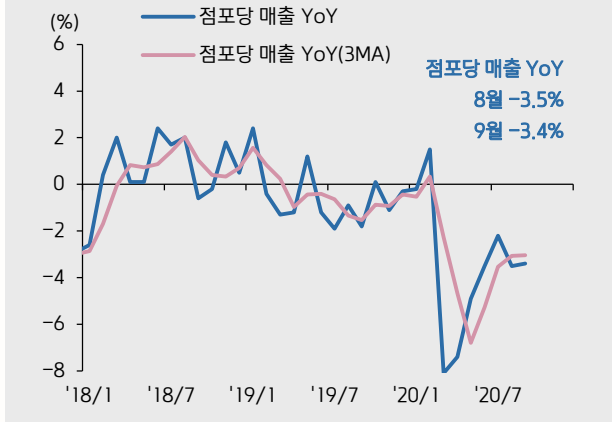
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

유통: 오프라인 유통업체 업황 회복 국면 진입

◎ 편의점: 21년 3월부터 동일점 성장률 플러스 전환 전망

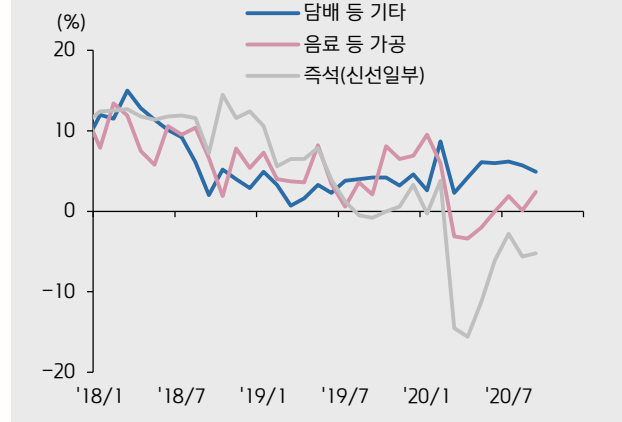
- 편의점은 코로나19에 따른 개학 지연과 여행 수요 감소 등으로 인해, 올해 특수 입지(학교/학원/관광지/병원 등)의 매출이 부진한 흐름을 보였음
- 편의점의 낮은 수요 변동성과 코로나19 이전 약했던 동일점 성장률 흐름을 감안하더라도, 21년 3월부터는 동일점 성장률이 플러스 전환할 것으로 기대. **올해 장마에 따른 낮은 기저 감안 시, 최소 3Q21까지는 수요 회복 국면 전개될 것으로 기대.**
- 수익성 측면에서는 상품 믹스 변화(가공식품/FF 증가 여부)와 특수 입지에 위치한 가맹점에게 지급되었던 지원금이 절감될 수 있는지 여부가 중요할 듯

편의점 점포당 매출 YoY 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

편의점 상품군별 매출 YoY 증감률 추이



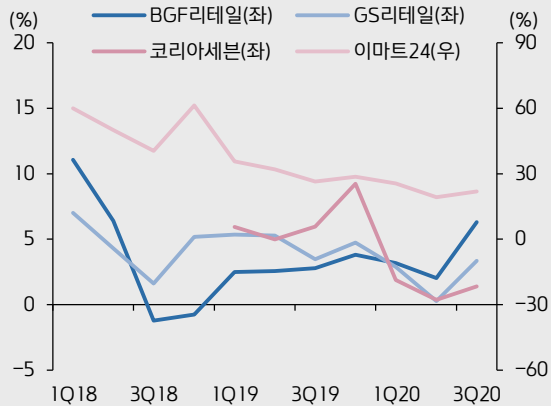
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

유통: 오프라인 유통업체 업황 회복 국면 진입

◎ 편의점: 중기적으로 시장조직 변화 가능성에 관심

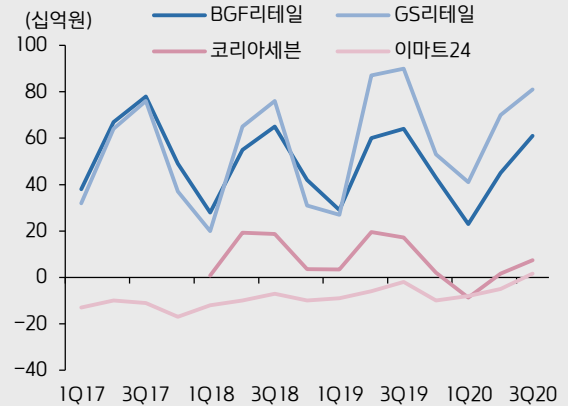
- 이마트24의 MS 상승이 지속되는 가운데, 코리아세븐(세븐일레븐)의 수익성이 코로나19 국면에서 크게 부진하였음
- 코리아세븐의 수익성이 악화되면서, 21년에 출점 경쟁 강도가 내려갈 가능성 있음. 출점 경쟁 과정에서 코리아세븐의 프로모션 여력이 약해질 가능성이 높기 때문.
- 이에 따라, 코리아세븐과 편의점 Top2의 매출 성장률 격차가 벌어지면서, 중기적으로 시장 조직이 Top 2 중심의 과점 체제로 변화할 것으로 전망

편의점 4사 매출 성장률 추이



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치
 주. 1) GS리테일은 편의점 사업부 기준

편의점 4사 영업이익 추이



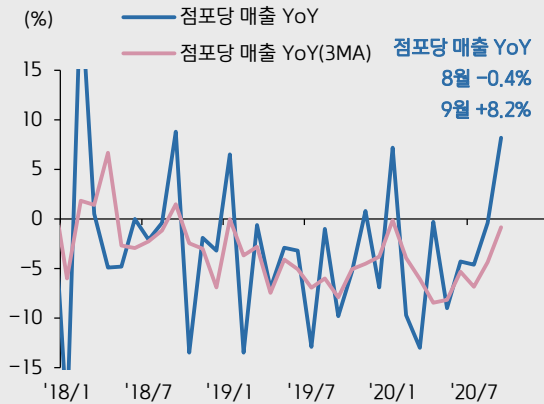
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치
 주. 1) GS리테일은 편의점 사업부 기준

유통: 오프라인 유통업체 업황 회복 국면 진입

◎ 할인점: 산업 구조조정 본격화

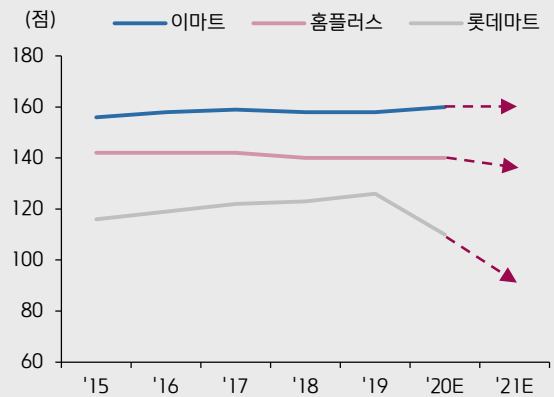
- 할인점은 코로나19 영향으로 구매건수가 예년 대비 부진하였지만, 1) 식료품 사재기, 2) 내구재(가전 등) 소비 증가 영향으로 구매단가가 크게 증가하면서, 업황 충격이 최소화되었음
- 따라서, **할인점은 업황의 변화 보다 산업 내 점유율 변화에 좀 더 초점을 맞출 필요가 있음. 홈플러스와 롯데마트가 점포를 매각 혹은 폐점하면서, 이마트와 점유율 격차가 벌어지고 있기 때문.**
- 특히, 이마트는 이커머스 채널에 대한 대응도 경쟁사 대비 앞서 있는 상황. 쓱닷컴은 식품 이커머스 시장점유율에서 쿠팡과 함께 Top 2에 위치하고 있는 것으로 추산.

할인점 점포당 매출 YoY 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

할인점 3사 점포 수 추이 및 전망



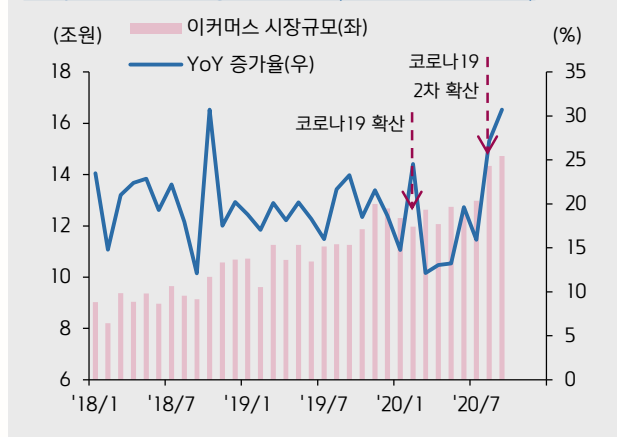
자료: 이마트, 언론보도, 키움증권 리서치(창고형 할인점 포함 기준)

유통: 오프라인 유통업체 업황 회복 국면 진입

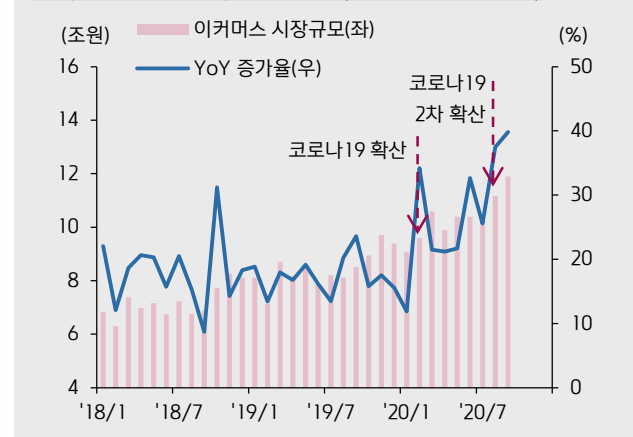
◎ 이커머스: 21년 시장 성장률 +15~20% 수준 전망

- 코로나19 확산으로 비대면 소비에 대한 수요가 증가하면서, 올해 9월 누계 시장규모는 전년동기 대비 +19% 성장. 특히, 서비스를 제외한 시장규모는 전년동기 대비 +27% 성장하면서, YoY 성장률이 크게 확대되는 추세.
- 20년 이커머스 시장규모는 160조원(+18% YoY), 서비스 매출을 제외한 시장규모는 128조원 전망(+26% YoY)
- **21년에는 언택트 현상이 완화로 인해, 재화 매출의 성장률이 둔화될 수 있음. 대신에 여행/문화/레저 수요 회복으로 서비스 매출액(20년 9월 YTD 성장률: -6% YoY)은 반등할 가능성이 높음.** 따라서, 전체 이커머스 시장 성장률은 +15~20% 수준으로 유지될 것으로 추산.
- **21년도 경쟁강도는 20년 대비 상승할 가능성 높음.** 20년은 코로나19로 인한 예상치 못한 수요 호조로 인해, 판촉 강도가 예년 대비 낮은 편이었기 때문. **다만, 쿠팡과 11번가의 IPO가 추진된다면, 경쟁강도가 좀 더 완화될 수 있을 것.**

한국 이커머스 시장규모 추이(서비스 매출 포함)



한국 이커머스 시장규모 추이(서비스 매출 제외)

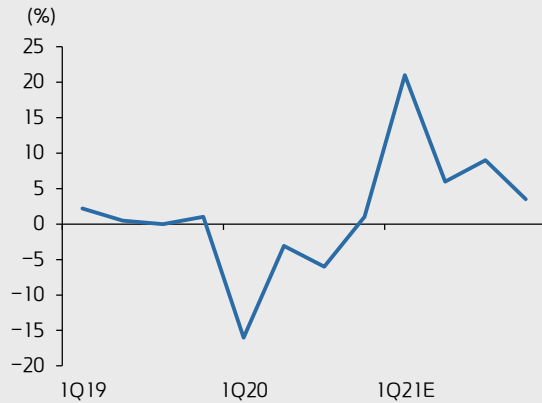


유통: 업종 투자전략

◎ 21년도 유통 업종 Top Pick: 현대백화점, 이마트

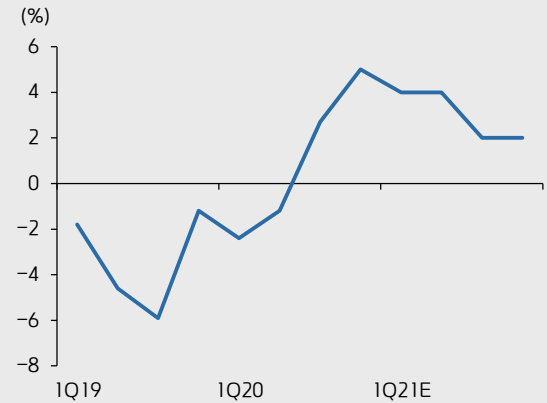
- 언택트 우려 완화되면서, 오프라인 유통 업체 실적 회복 전망. 백화점의 Beta가 가장 크게 나타날 것.
- 현대백화점: 백화점 기존점 성장률 회복, 신규 출점 모멘텀(대전/남양주/여의도), 면세점 MS 상승에 따른 실적 개선 기대
- 이마트: 경쟁사 점포 구조조정에 따른 할인점 기존점 성장률 및 수익성 회복, 쓱닷컴을 비롯한 자회사 턴어라운드 기대
- 편의점은 21년 2~3월부터 기존점 성장률 플러스 전환 전망. 면세점은 중소형 다이공 비중 증가, 공항점 매출 회복 여부가 중요할 듯.

현대백화점 기존점 성장률 추이 및 전망



자료: 현대백화점, 키움증권 리서치

이마트 기존점 성장률 추이 및 전망



자료: 이마트, 키움증권 리서치

유통: 업종 투자전략

주요 유통 업체 실적 전망 및 Valuation Table (단위: 십억원, 배)

종목명	BGF리테일	GS리테일	호텔신라	신세계	현대백화점	롯데쇼핑	이마트	
종목코드	282330	007070	008770	004170	069960	023530	139480	
종가(11/17, 원)	136,500	34,050	80,400	237,000	72,400	98,500	158,500	
시가총액(11/17, 조원)	2.36	2.62	3.16	2.33	1.69	2.79	4.42	
매출액	'19	5,946	9,007	5,717	6,394	2,199	17,622	19,063
	'20E	6,223	8,884	3,218	4,762	2,496	16,284	21,997
	'21E	6,717	9,324	4,002	5,453	3,747	16,159	23,514
영업이익	'19	197	239	296	468	292	428	151
	'20E	170	271	-126	102	167	332	236
	'21E	199	290	212	363	329	596	430
OPM	'19	3.3%	2.7%	5.2%	7.3%	13.3%	2.4%	0.8%
	'20E	2.7%	3.1%	-3.9%	2.1%	6.7%	2.0%	1.1%
	'21E	3.0%	3.1%	5.3%	6.7%	8.8%	3.7%	1.8%
순이익	'19	151	133	170	526	194	-943	234
	'20E	130	180	-161	-65	127	-235	561
	'21E	151	188	120	158	253	97	405
PER	'19	19.4	22.7	21.4	5.4	10.0	-4.2	15.2
	'20E	18.1	14.5	-19.9	-35.8	13.4	-12.3	7.9
	'21E	15.7	14.0	26.9	14.7	6.7	29.6	10.9
PBR	'19	4.71	1.39	3.95	0.72	0.46	0.36	0.40
	'20E	3.34	1.14	4.32	0.61	0.39	0.27	0.47
	'21E	2.88	1.09	3.75	0.59	0.37	0.27	0.46
ROE	'19	26.5%	6.2%	20.2%	14.2%	4.6%	-8.1%	2.8%
	'20E	19.6%	8.1%	-19.4%	-1.7%	3.0%	-2.2%	6.2%
	'21E	19.7%	8.0%	14.9%	4.0%	5.7%	0.9%	4.3%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

유통: 업종 투자전략

주요 유통 업체 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	YoY	1Q21E	YoY	2019	2020E	YoY	2021E	YoY
BGF리테일	매출액	14,970	13,931	15,492	16,828	15,980	6.7%	15,052	8.1%	59,461	62,230	4.7%	67,175	7.9%
	영업이익	445	185	446	637	435	-2.3%	248	34.5%	1,966	1,702	-13.4%	1,987	16.7%
	OPM	3.0%	1.3%	2.9%	3.8%	2.7%	-0.3%p	1.7%	0.3%p	3.3%	2.7%	-0.6%p	3.0%	0.2%p
	순이익	343	120	330	514	339	-1.1%	188	56.8%	1,514	1,304	-13.9%	1,506	15.5%
GS리테일	매출액	22,408	21,419	22,107	23,488	21,828	-2.6%	21,522	0.5%	90,069	88,841	-1.4%	93,235	4.9%
	영업이익	499	888	592	790	445	-10.7%	445	-49.9%	2,388	2,714	13.6%	2,901	6.9%
	OPM	2.2%	4.1%	2.7%	3.4%	2.0%	-0.2%p	2.1%	-2.1%p	2.7%	3.1%	0.4%p	3.1%	0.1%p
	순이익	72	549	393	676	187	161.1%	262	-52.3%	1,331	1,804	35.5%	1,877	4.0%
호텔신라	매출액	15,440	9,437	5,230	8,795	8,718	-43.5%	9,398	-0.4%	57,173	32,179	-43.7%	40,019	24.4%
	영업이익	776	-668	-634	-198	244	-68.6%	379	흑전	2,959	-1,257	적전	2,115	흑전
	OPM	5.0%	-7.1%	-12.1%	-2.3%	2.8%	-2.2%p	4.0%	11.1%p	5.2%	-3.9%	-9.1%p	5.3%	9.2%p
	순이익	380	-736	-678	-285	85	-77.8%	185	흑전	1,697	-1,614	적전	1,197	흑전
신세계	매출액	17,687	11,969	10,144	12,144	13,360	-24.5%	13,128	9.7%	63,942	47,616	-25.5%	54,527	14.5%
	영업이익	1,942	33	-486	252	1,217	-37.3%	981	2885%	4,678	1,016	-78.3%	3,633	257.6%
	OPM	11.0%	0.3%	-4.8%	2.1%	9.1%	-1.9%p	7.5%	7.2%p	7.3%	2.1%	-5.2%p	6.7%	4.5%p
	순이익	-1,907	-15	-1,134	-56	554	흑전	414	흑전	5,264	-651	적전	1,583	흑전
현대백화점	매출액	6,124	4,496	5,166	6,623	8,673	41.6%	8,849	96.8%	21,989	24,958	13.5%	37,471	50.1%
	영업이익	1,056	149	81	447	997	-5.6%	841	464.5%	2,922	1,674	-42.7%	3,292	96.6%
	OPM	17.2%	3.3%	1.6%	6.8%	11.5%	-5.7%p	9.5%	6.2%p	13.3%	6.7%	-6.6%p	8.8%	2.1%p
	순이익	612	162	85	284	737	20.4%	642	296.7%	1,941	1,267	-34.7%	2,530	99.7%
롯데쇼핑	매출액	43,140	40,767	40,459	41,059	40,550	-6.0%	39,997	-1.9%	176,220	162,835	-7.6%	161,591	-0.8%
	영업이익	436	521	14	1,110	1,670	283.5%	1,754	236.3%	4,279	3,316	-22.5%	5,960	79.7%
	OPM	1.0%	1.3%	0.0%	2.7%	4.1%	3.1%p	4.4%	3.1%p	2.4%	2.0%	-0.4%p	3.7%	1.7%p
	순이익	-10,085	-678	-2,372	-218	915	흑전	398	흑전	-9,096	-2,354	적지	975	흑전
이마트	매출액	48,332	52,108	51,880	59,077	56,902	17.7%	56,382	8.2%	190,629	219,966	15.4%	235,136	6.9%
	영업이익	-100	484	-474	1,512	837	흑전	1,174	142.4%	1,507	2,360	56.6%	4,301	82.3%
	OPM	-0.2%	0.9%	-0.9%	2.6%	1.5%	1.7%p	2.1%	1.2%p	0.8%	1.1%	0.3%p	1.8%	0.8%p
	순이익	808	488	3,158	1,130	829	2.7%	1,056	116.3%	2,339	5,606	139.7%	4,049	-27.8%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

Part II 인터넷의 핵심 전망 Point





인터넷/게임 Summary

>>> 인터넷업종: 공격적인 확장의 시기

- 언택트 우려 완화로 사람들의 외부활동 재개 되면서, 오프라인 회복 전망
- 장기적 관점에서 사용자 확대를 위한 투자가 집중될 것으로 전망
- 광고는 대형광고주의 복귀로 부분적 회복세를 보이고 커머스는 카테고리 확대를 위한 경쟁이 심화될 것으로 전망
- 콘텐츠의 해외 확대를 위한 투자가 집중될 것으로 전망되며 웹툰 및 동영상제작콘텐츠의 확대를 예상

>>> 게임업종: 유효기간이 발생한 게임의 급성장기

- 외부활동의 증가는 콘텐츠의 Time Spending을 감소시킴에 따라 콘텐츠 내 경쟁이 심화될 것으로 전망
- 즉, 백신 보급전까지는 여전히 호조세를 유지하고 있어 해당 기간 내 신작 성과가 중요한 시점
- 신작의 해외성과가 있다면 전반적인 Re-rating이 가능하겠지만 없다면 구조적 변화인 Cross Play 게임 출시까지 기다려야

>>> 투자전략

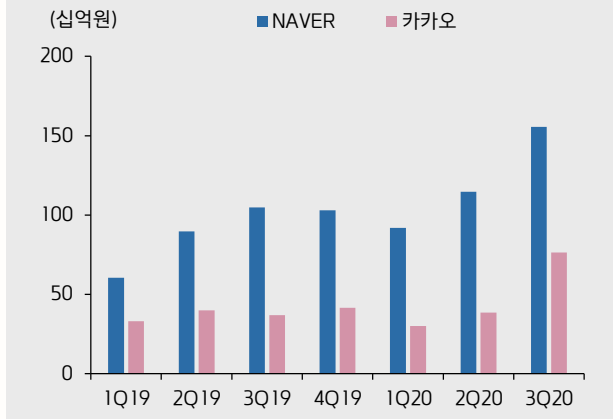
- 투자 의견 Overweight 제시. 인터넷 업종 상저하고 흐름 전망, 게임업종은 상고하저 전망.
- NAVER: 내년엔 일본과의 방향성 설정, 해외지역 사용자 지표 확대 기대, 신규 성장 모멘텀(클라우드)이 강점
- 엔씨소프트: 다양한 대형신작의 내년 출시와 더불어 Cross Play에 대한 준비도 진행

2021년 소비경기 회복 전망으로 인터넷업종 내 실적 개선세 지속

◎ 백신개발에 따른 경기회복세 전망, 인터넷업종의 매출 성장세도 지속 전망

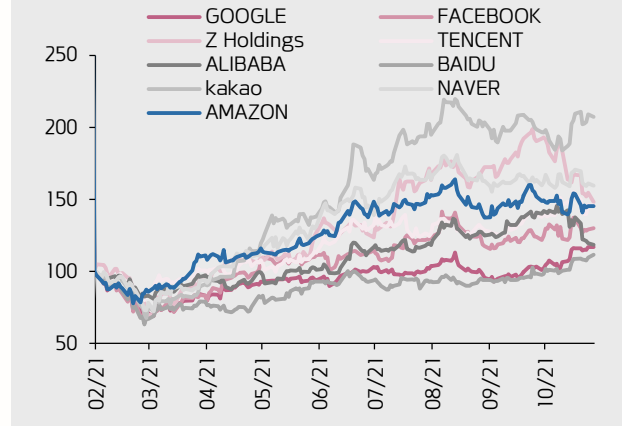
- 백신개발 및 보급으로 경기회복세가 전망됨에 따라 언택트 업종의 단기적 주가부진 가능성 존재
- 인터넷업체들은 사업 확대의 마지막 기회로 보고 2020년 하반기~2021년 상반기까지 투자가 집중되는 현상이 나타날 것으로 전망
- 특히 신사업과 성장사업을 중심으로 마케팅 비용이 급증, 핀테크, 웹툰, 모빌리티 등 사용자지표를 확대하기 위한 작업이 진행 중
- 이에 신사업을 중심으로 매출의 높은 증가세가 전망되지만 투자 및 비용 증가도 동반될 것으로 보여짐에 따라 기존 사업들의 성장세가 이익수준을 좌우할 것으로 전망
- 특히 광고를 중심으로 한 성장 폭이 이익의 바로미터가 될 것

NAVER, 카카오 마케팅비용 추이



자료: 각사, 키움증권 리서치센터

글로벌 인터넷 Peer들의 수익률 추이(기준=100, 2/21)



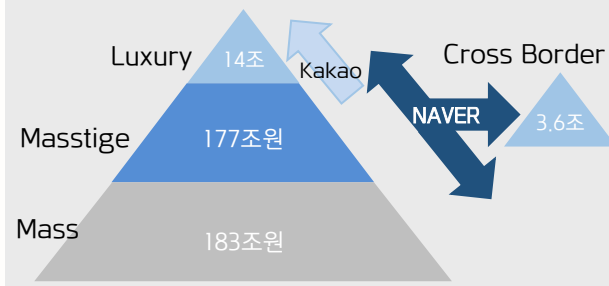
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

핵심 Point I - 커머스

◎ 2020년 화두는 커머스, 2021년 화두는 Live, 지구 커머스가 될 것

- 2020년은 커머스의 성장이 급격하게 이루어진 해
- 셋다온과 같은 이슈가 발생하지 않는 이상 21년은 20년과 같은 성장성은 나타나기 어려움
- 즉, 경쟁심화가 나타날 것으로 전망되는 가운데 경쟁의 핵심은 콘텐츠와 카테고리가 될 것
- 콘텐츠는 판매방식의 변화를 의미하며 대표적으로 Live방송, 동영상콘텐츠 PPL과 같은 방식으로 진행될 것으로 전망
- 카테고리 확대는 현재도 확대되고 있지만 내년에는 크로스보더 등의 지역확장이 이루어질 것으로 기대, 이번 11번가와 아마존과의 제휴에서 나타나듯이 한 플랫폼에서 다양한 물품을 구매하는 형태로 진화할 것으로 전망

NAVER와 카카오의 21년 커머스 확대전략



자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

빠르게 확대되는 Live 커머스



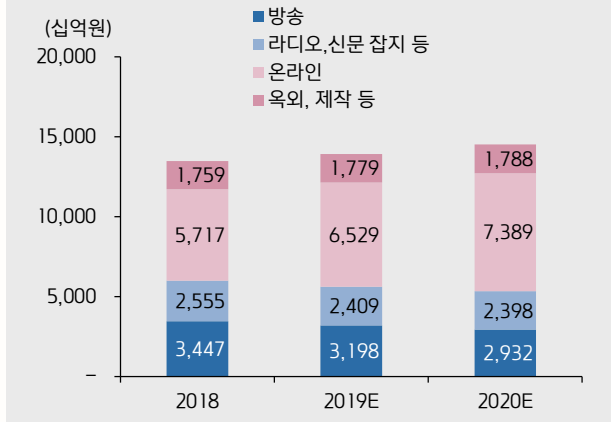
자료:각사, 키움증권 리서치센터

핵심 Point II - 광고

◎ 기존 포털광고는 회복세가 낮을 것으로 전망, 킬러카테고리 인벤토리가 관건

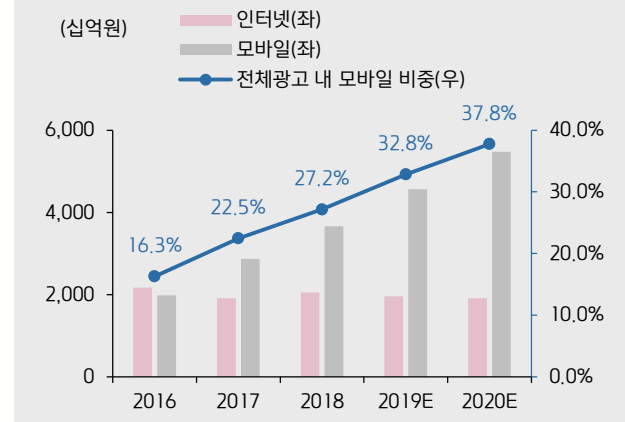
- 2020년 대형브랜드의 광고는 회복세를 보이고 있으나 큰 수준은 아님
- 2021년에도 코로나19의 영향이 일부 유지될 것으로 전망되는 가운데 경기회복이 나타난다 하더라도 마케팅비용은 보수적으로 집행될 것으로 전망
- 이에 성과형 광고, 특히 모바일을 중심으로 광고 쏠림 현상이 심화될 것으로 전망
- 인터넷업체들의 경우 모바일 트래픽이 확대되는 지면을 중심으로 인벤토리 확대에 나설 것으로 전망(Ex. 카카오샵탭 등)

매체별 광고비 현황 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

모바일과 인터넷 광고비 추이

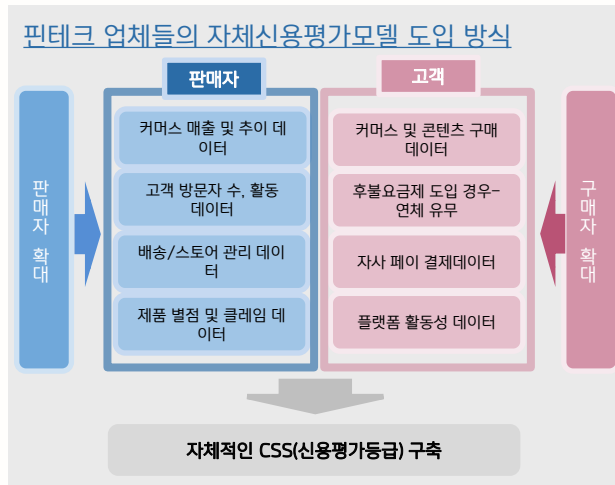


자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

핵심 Point III - 핀테크

◎ 간편결제 오프라인의 확대와 금융서비스 경쟁 심화 전망

- 코로나19로 인해 오프라인 업체들의 디지털 전환이 가속화되고 있음
- 기존 프랜차이즈를 중심으로 한 오프라인 간편결제 확대(삼성페이 제외)가 2021년 일반 지역 중소기업인들에게까지 확대될 것으로 전망
- 커머스 및 결제데이터를 통한 신용평점모델의 도입이 진행될 것으로 전망되며 이를 바탕으로 한 소액대출서비스가 진행될 것
- 더불어 결제의 확대가 Point적립의 증가로 이어져 이를 바탕으로 한 서비스가 확대될 것으로 전망
- 결제의 경험이 보험, 펀드상품 투자 등으로 이루어지게하는 프로세스가 진행될 것으로 기대



자료: 키움증권 리서치센터

결제 Point적립을 소액 금융상품모델로 전환

이젠 알테크 하세요
pay 증권

첫 투자금 2,000원 100% 드림!
결제마다 받는 알로 펀드 투자해 보세요.

결제 알로 투자

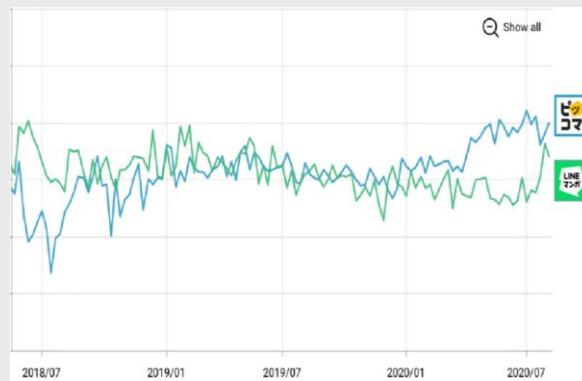
자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

핵심 PointIV-웹툰

◎ 성숙기의 한국시장, 해외시장 공략이 관건

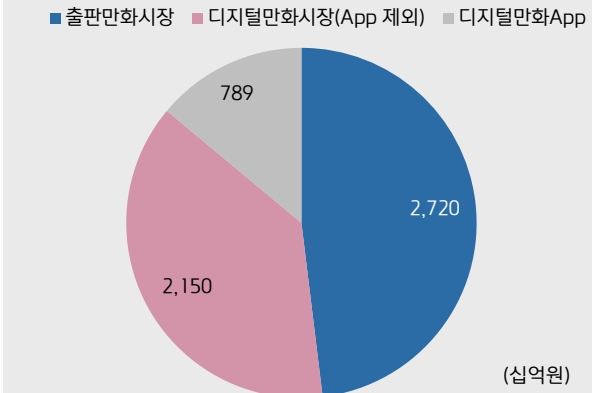
- 한국은 이미 웹툰 및 웹소설의 성숙시장으로 Q의 성장보다는 P(ARPU)의 성장만 남아있어 성장세가 크지 않을 것으로 전망
- 반면, 해외시장은 웹툰 공급이 2020년에 본격화됨에 따라 급성장할 수 있는 시장으로 변모
- 코로나19영향이 남아있을 내년 상반기까지 NAVER와 카카오가 공격적으로 사업을 진행할 것으로 전망
- NAVER는 북미/유럽/일본 시장을 동시다발적으로 확대하고 있으며 카카오는 일본시장에서 1위 지위를 확보함에 따라 일본 생태계 조성 및 다른 해외지역 진출을 계획할 것으로 전망
- 두 업체 모두 일본시장에서의 공격적인 투자(마케팅, 무료코인 등)가 동반될 것으로 전망됨에 따라 이익률보다는 외형성장에 초점
- 2020년 거래액이 NAVER는 8,000억원, 카카오는 9,000억원 수준, 2021년에도 고성장이 예상됨에 따라 각기 1조원 수준을 넘을 것으로 전망

일본 내 치열한 경쟁을 벌이는 웹툰 WAU



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

일본 만화시장규모



자료:카카오, 키움증권 리서치센터

핵심 Point V - 동영상콘텐츠

◎ 제작콘텐츠를 중심으로 플랫폼 활성화 준비 중

- NAVER는 SM, CJ E&M과의 지분투자를 통해 콘텐츠 공급에 활성화
- V LIVE와 NAVER TV의 콘텐츠 강화를 진행하고 있으며 독점 제작콘텐츠 공급이 확대될 것으로 기대
- 카카오TV도 웹툰, 게임 IP를 통한 오리지널 드라마제작이 활성화되고 있음
- 콘텐츠의 활성화를 통한 유저의 확대는 국내뿐만 아니라 해외를 Target으로 이루어질 것으로 전망
- 우선은 동남아를 중심으로 플랫폼 확장이 나타나겠지만 일본 및 북미/유럽지역으로의 확대도 기대

슈퍼주니어를 시작으로 다시 시작된 비온드라이브



자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

카카오M의 오리지널 콘텐츠 제작



자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

사용자 경험 확대에 집중하는 2021년

- ◎ 백신의 보급이 진행된다 하더라도 2021년 하반기, 이전까지 경험 확대에 집중
 - 화이자와 모더나의 백신개발 소식으로 내년 상반기 언택트에 대한 주가흐름은 낮아질 수 있음
 - 인터넷업체들은 내년 상반기까지 사용자 경험 확대를 위한 적기로 판단하고 마케팅 및 투자를 집중할 계획이기 때문에 매출 성장대비 이익률 성장은 낮을 수 있음
 - 하지만 사용자의 경험은 인터넷 업체들의 중요한 자산으로 자리매김할 것이며 관련된 서비스의 성장세를 뒷받침 할 것으로 기대
 - 결국 언택트 업종에 대한 주가 부진은 일시적으로 나타날 수 있지만 장기적인 성장모멘텀이 확인된다면 다시 인터넷업종에 대한 관심이 확대될 것으로 전망

- ◎ Top Pick으로 NAVER 제시
 - Line과 Z Holdings와의 경영통합이 내년 3월에 진행되며 NAVER의 기존 사업과의 연계가 윤곽을 나타낼 시점
 - CJ그룹과의 지분교환을 통한 커머스, 콘텐츠 강화로 약점 부분을 보완
 - 단기적으로 마케팅 및 투자 등으로 이익률 반등이 어렵겠지만 대부분 해외에서 발생되고 있으며 해외지역에서의 사용자지표가 개선될 경우 기대치로 전환될 것으로 전망
 - 내년부터 공공부문 클라우드시스템이 확대될 것으로 전망됨에 따라 신규 성장동력 확보가 기대됨

Part III 새로운 시도를 준비하는 게임

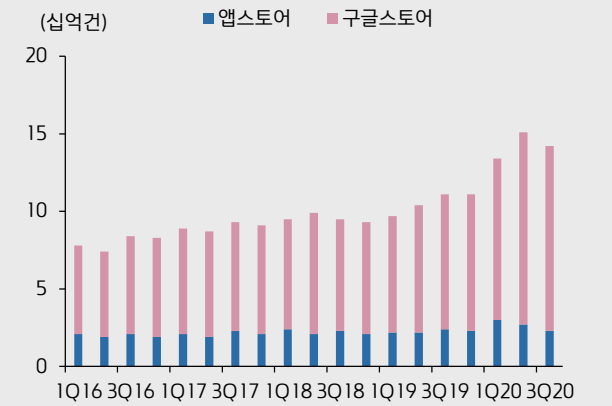


유효기간이 발생한 게임 급성장기

◎ 코로나백신 개발로 높아진 게임 사용시간의 유지는 유효기간이 발생

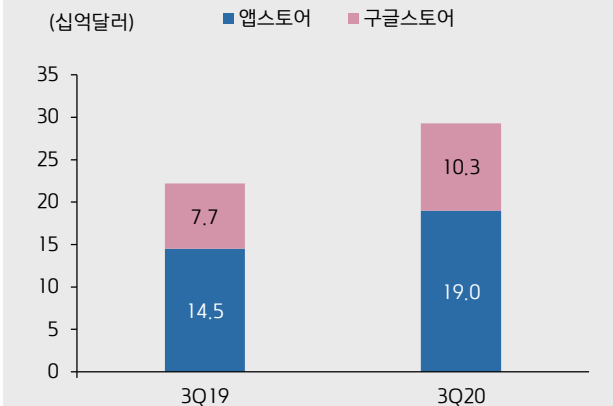
- 외부활동과 직결되는 게임 및 콘텐츠의 사용시간은 코로나19로 급격하게 높아졌지만 백신개발로 복귀할 가능성이 존재
- 모든 콘텐츠들의 Time Spending이 높아진 가운데 복귀할 경우 콘텐츠의 경쟁력이 결과를 좌우
- 백신접종이 마무리되는 내년 하반기까지가 황금기가 될 것으로 전망
- 2020년 3Q까지는 14억건의 다운로드가 발생(2Q 15억건) 여전히 높은 수준의 다운로드가 유지 중
- 게임 결제금액도 3Q 약 300억달러 수준으로 YoY +32% 성장

3Q에도 유지된 높은 수준의 게임다운로드



자료: Sensor Tower, 키움증권 리서치센터 추정

3Q 게임 및 앱 결제금액도 높은 수준을 유지 중



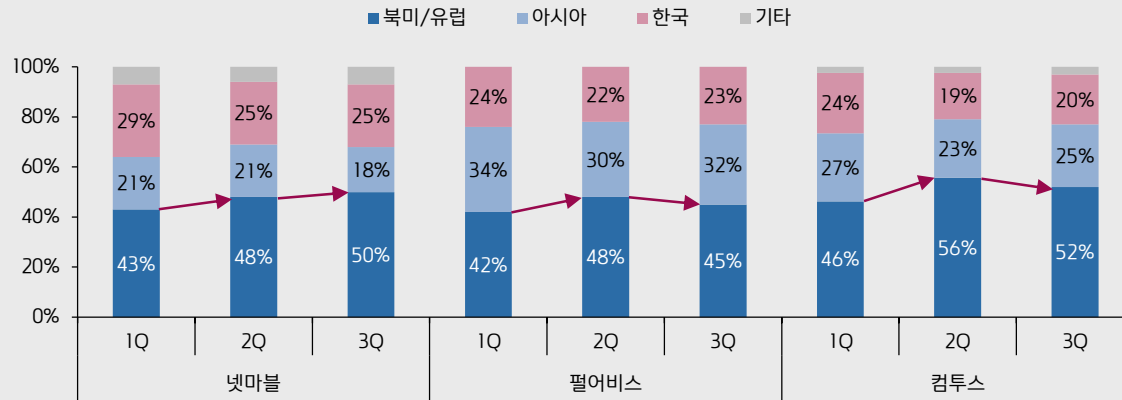
자료: Sensor Tower, 키움증권 리서치센터 추정

시간과의 전쟁

◎ 긍정적인 것은 20년 4Q ~ 21년 상반기에 다수의 대형신작이 출시

- 북미/유럽을 중심으로 여전히 높은 성과를 유지하고 있음
- 코로나 대유행이 겨울사이 진행될 것으로 전망됨에 따라 동기간 내 신작출시의 성과를 기대할 수 있음
- 당초 하반기에 출시될 것으로 전망되었던 게임들이 코로나19로 인한 개발기간 지연이 발생하면서 내년 상반기에 집중
- 북미/유럽을 중심으로 한 신작에 대한 기대치는 내년 상반기까지 유효할 것으로 전망

여전히 높게 유지되는 북미/유럽 매출 비중



자료: 각사, 키움증권 리서치센터

신작 출시 일정 및 지역

주요 게임들의 출시 일정

게임	개발사 및 퍼블리셔	출시 예정일	디바이스/장르	IP
트릭스터M	엔씨소프트	2020년 12월	Mobile/MORPG	트릭스터
블소2(한국)	엔씨소프트	2021년 1Q	Mobile/ MMORPG	블레이드앤소울
리니지2M(대만)	엔씨소프트	2021년 1Q	Mobile/MMORPG	리니지2
프로젝트TL	엔씨소프트	2021년	PC, Consol/MMORPG	신규
아이온2(한국)	엔씨소프트	2021년 하반기	Mobile/MMORPG	아이온
세븐나이츠2(한국)	넷마블	2020년 11월 18일	Mobile/MMORPG	Mobile, 세븐나이츠
마블헬름오브챔피언스(G)	넷마블	2020년 4Q	Mobile/ActionRPG	영화, 마블
블레이드&소울:레볼루션(G)	넷마블	2021년 1Q	Mobile/MMORPG	블레이드앤소울
제2의나라(동아시아)	넷마블	2021년 1Q	Mobile/MMORPG	애니메이션, 지브리
세븐나이츠:레볼루션(한국, 일본)	넷마블	2021년 1H	Mobile/ MMORPG	Mobile, 세븐나이츠
붉은사막(G)	펄어비스	2021년 4Q~	PC, Consol/MMORPG	신규
플랜B	펄어비스	2022년~	PC, Consol/FPS MMO	신규
도깨비	펄어비스	2022년~	PC, Consol/MMORPG	신규
서머너즈워:백년전쟁(G)	컴투스	2021년 2월	Mobile/MMORPG	Mobile, 서머너즈워
서머너즈워:크로니클(G)	컴투스	2021년 2Q	Mobile/MMORPG	Mobile, 서머너즈워
OOTP Mobile(G)	컴투스	2021년	Mobile/Sports	PC,OOTP
WD모바일게임	컴투스	2021년	Mobile/RPG	Consol
엘리온(국내)	크래프톤/카카오게임즈	2020년 12월 10일	PC/MMORPG	22년 글로벌
오딘(국내)	라이언하트/카카오게임즈	2021년 1H	Mobile, PC/MMORPG	신규
프로젝트H	더블유게임즈	2021년	Mobile/RPG	신규
프로젝트N	더블유게임즈	2021년	Mobile/ Casual	신규

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

내년 하반기 우려는 크로스플랫폼이 커버

◎ 내년 하반기 Time Spending 감소 우려는 크로스플랫폼 게임이 커버할 것으로 전망

- Time Spending 감소로 국내업체들의 장기적 경쟁심화가 우려되지만 새로운 시도가 도입이 될 경우 기대로 바뀔 수 있음
- 9월에 출시된 중국업체 미호요의 원신이라는 게임이 글로벌 게임업체들에게 큰 영향을 주었음
- 원신은 PC, Mobile, Consol의 크로스플랫폼으로 글로벌 동시 출시를 진행하였고 크로스플레이어를 지원하고 있음
- 이에 10월 모바일게임순위 1위를 달성하였으며 PC와 Consol까지 감안할 경우 대성공의 신화를 쓰고 있음
- 국내업체들도 최근 Consol개발에 나서는 등 크로스플랫폼을 위한 작업을 진행 중에 있으며 일부 크로스플레이어를 지원하고 있음
- 2021년 붉은사막을 시작으로 크로스플랫폼의 글로벌 동시출시가 진행될 것으로 보이며 2022년부터는 주요업체들의 경우 크로스플레이어가 기본이 되는 게임출시가 연달아 나올 것으로 전망되어 2022년에 대한 기대치가 높아질 것으로 전망

크로스플랫폼으로 성과를 보인 원신



자료: miHoYo, 키움증권 리서치센터

국내업체들의 크로스플랫폼 전략

업체명	플랫폼	대표작
엔씨소프트	PC, Mobile, Consol	프로젝트TL
	PC, Mobile 우선	2022년 신규
넷마블	PC, Mobile, Consol	세븐나이츠
	모든 플랫폼 동시 공략	2021년 연말부터
펄어비스	PC, Mobile, Consol	붉은사막
	글로벌 크로스플레이 동시 출시	2021년 연말
컴투스	Mobile, PC	OOTP
	개별 플랫폼 확장 정책	
크래프톤	PC, Mobile, Consol	테라
	점진적 확장 정책	

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

RPG장르의 확장성 기대

◎ 단기적으로 RPG장르의 확장성은 국내업체들의 가능성을 확인

- 원신의 성과가 고무적인 것은 오픈월드형 RPG의 북미/유럽 가능성을 확인했다는 것에 있음
- 10월 미국에서 모바일게임 순위 6위에 오르면서 가능성을 입증
- 국내개발 RPG가 북미/유럽에서 부분적인 성과를 거두었고 MMORPG는 기억에 남을만한 성과를 거두지 못했다는 점에서 이번 원신의 성과는 향후 신작에 대한 기대를 확대시켜줄 수 있는 요인
- 성공요인에는 다양한 플랫폼의 크로스플레이가 존재하지만 모바일을 통한 성과도 입증됨에 따라 내년 신작 기대치를 높일 수 있음
- 특히 2021년말부터는 국내업체들도 크로스플레이가 가능한 MMORPG들을 글로벌리 출시할 계획이기 때문에 개발가능한 업체들의 밸류가 상승할 것으로 전망

글로벌 모바일게임 순위(10월)

순위	10월 글로벌(Google&iOS)	장르
1	Genshin Impact	MORPG
2	Pokemon GO	AR
3	ROBLOX	Adventure
4	Honour of Kings	Moba
5	Monster Strike	RPG

6	Coin Master	카지노
7	Rise of Kingdoms	전략
8	PUBG Mobile	Battle Royale
9	Candy Crush Saga	퍼즐
10	Homescapes	퍼즐

자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

미국 모바일게임 순위(10월)

순위	10월 미국(Google&iOS)	장르
1	ROBLOX	Adventure
2	Candy Crush Saga	퍼즐
3	Pokemon GO	AR
4	Coin Master	카지노
5	Homescapes	퍼즐

6	Genshin Impact	MORPG
7	Gardenscapes	퍼즐
8	Call of Duty	전략
9	Clash of Clans	전략
10	PUBG Mobile	Battle Royale

자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

게임업종 상반기 강세 전망

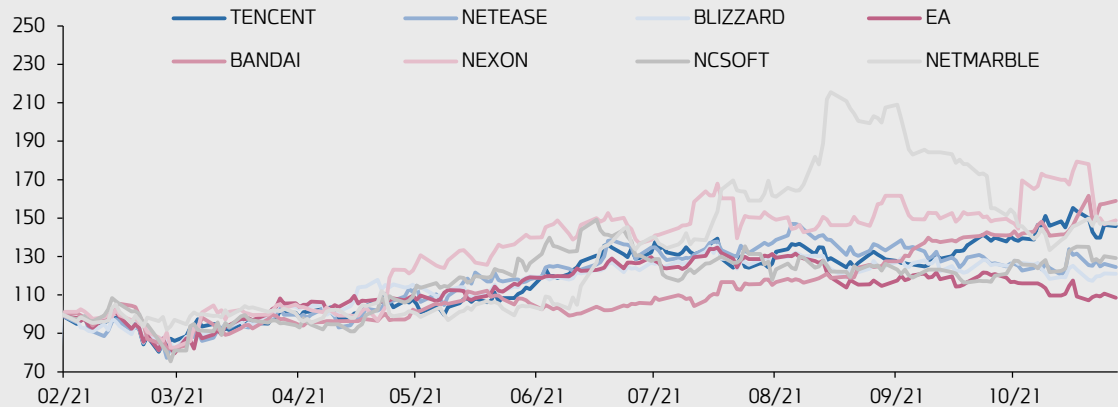
◎ 글로벌 성공작이 등장할 경우 게임업종 Re-rating 가능

- 게임은 전통적으로 신작의 성과에 따라 업종 내 전체 가능성을 평가받는 경향이 존재
- 단기적으로 백신개발로 언택트에 대한 관심이 줄어들고 Time Spending 감소우려가 존재하지만 내년 상반기까지 이어지는 신작출시에서 큰 성과가 나타날 경우 기대치가 다시 확대될 수 있음
- 국내보다는 해외에서의 성과가 업종 내 Re-rating을 가져올 것으로 전망되며 내년 글로벌 신작에 대한 기대를 가질 필요가 있음
- 만약 신작 성과가 연이어 기대에 못 미칠 경우 크로스플레이 게임들의 출시 전까지 전반적인 기대치가 감소할 수 있음

◎ Top Pick으로 엔씨소프트 제시

- 1Q 불소2와 리니지2M대만을 비롯하여 2021년에 프로젝트TL 및 아이온2까지 풍부한 라인업 보유

글로벌 게임업종 Peer들의 수익률 추이(기준=100, 2/21)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Part IV 집콕탈출





Summary

>>> 21년 광고/미디어/엔터업종 소비 경기 회복과 언택트+콘텐츠 효과 복합 발생

- 소비경기 회복에 따른 광고 경기 회복으로 탄탄한 디지털 광고 지속 성장과 BTL 재개의 구조적 성장 예상
- 광고주는 멀티 플레이 역량 + 통합 컨설팅으로 영역 파괴하며 인건비 효율성의 극대화를 통한 코스트 절감과 커버리지 영역 확대
- 대면 콘텐츠 부진에 따른 미디어의 반사 수혜는 지속되며 글로벌 OTT향 수출 주도 성장 모멘텀 강화
- 콘서트 대체재 보다는 아티스트 팬덤이 레벨업되며 핵심 팬덤인 초동 앨범 증가로 앨범 판매 증가 및 콘서트 재개 시 성공 예상
- New Platform은 K-POP의 글로벌화를 더욱 강화하며 콘텐츠 매출 비중이 확대되어 수익성 레벨업 발생

>>> 21년 카지노/여행업종 코로나19 대응 레벨에 따른 회복 시점 차별화 전망

- 코로나19로 인해 급감한 글로벌 이동은 트래블 버블 → 강화된 방역하의 글로벌 이벤트 → 제한적 일반여행 허용으로 회복
- 외국인VIP 재입국 및 거리두기 단계 조정에 따른 휴장 여부에 가장 민감. 내국인 카지노는 증가한 국내여행 수요 흡수
- 대규모 장치 산업의 성격을 띄는 카지노의 인건비 및 운영비 감소는 제한적으로 비용 절감에 따른 손실 축소는 어려움
- 여행주는 부실 자회사 정리 및 휴직 등 인건비 축소를 통한 손실이 감소되었으나 바뀐 여행 트렌드 대응을 위한 플랫폼 전환 필요

>>> 업종별 투자전략

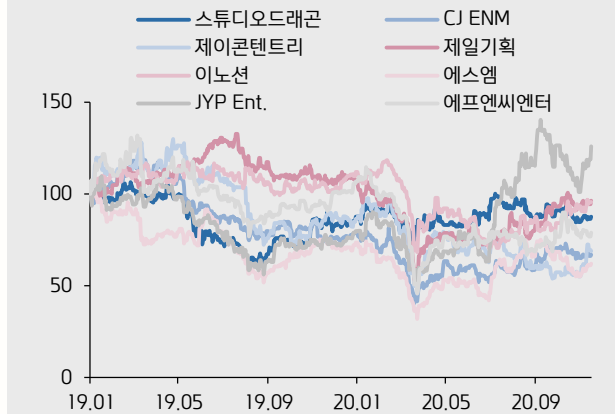
- 광고/미디어/엔터업종 투자의견 Overweight, 여행/카지노업종 투자의견 Neutral 제시
- 이노션: 광고 경기 회복과 캡티브 마케팅 영역 및 규모 확대, 효율화된 인건비를 중심으로 한 영업 레버리지 기대
- 스튜디오드래곤: 글로벌 OTT 판매 증가로 판권 가격 상승에 따른 매출 및 수익성 개선 전망. 중국 재개방 시 수익성 추가 레벨업
- 에스엠: 글로벌 아티스트로 성장한 NCT의 수익화 본격 시작 및 중국 재개방 시 즉각 대응이 가능한 아티스트 라인업 수혜
- GKL: 글로벌 이동제한 완화에 따른 외국인VIP 증가 예상, 중국 또는 일본과의 트래블 버블 체결 시 단기간 매출 회복 전망

2020년 미디어/엔터/레저 주요종목 주가 동향

◎ 코로나19로 인한 집콕 생활, 콘텐츠의 부진 언택트의 선전

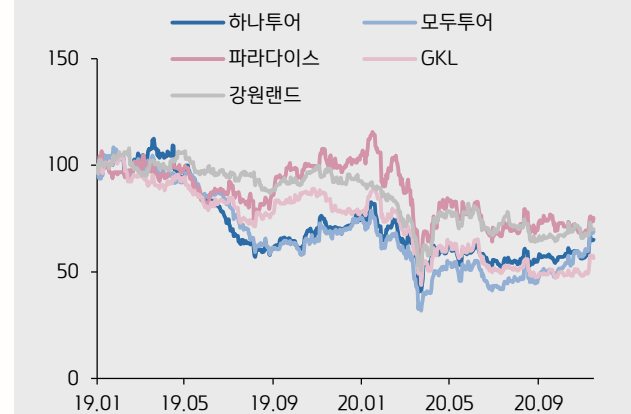
- 광고: 전통 광고매체 부진과 코로나19 영향으로 종합광고대행사의 주가 저조, 디지털 역량과 비용 효율성 제고에 따라 차별화
- 미디어: 편성 시장 성장 제한이 발생하며 매출 증가 탄력성 부진, 20년도 넷플릭스의 폭발적 성장과 비대면 문화 확산으로 반등
- 엔터: 20년 코로나19 영향으로 콘서트 부진 발생, 팬덤 강화에 따른 앨범 급증과 하반기 빅히트 상장 등 K-POP 모멘텀 받으며 상승
- 카지노: 19년 하반기 부터 중국VIP 입장 늘어나며 주가 반등했으나 20년 코로나19 영향으로 글로벌 이동제한의 타격 발생
- 여행: 19년도 한-일 갈등의 여파와 20년도 코로나19 등 악재 영향으로 여행 수요 감소하며 저조한 주가 흐름 발생

미디어/광고/엔터 종목별 주가 동향



자료: Bloomberg, 키움증권

여행/카지노 종목별 주가 동향



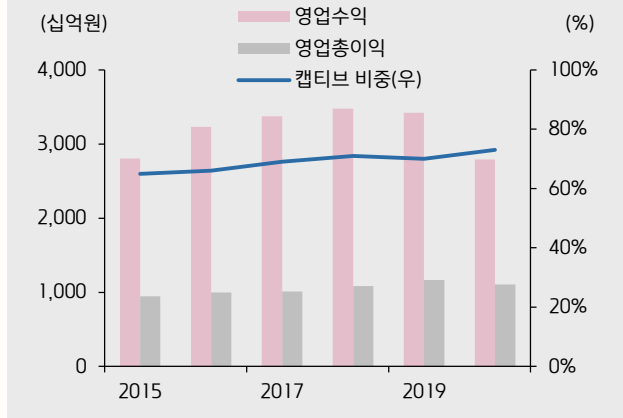
자료: Bloomberg, 키움증권

광고, 광고주 예산 조정 언제까지일까?

◎ 소비경기 회복되며 광고선전비 축소에서 성장으로 전환 전망

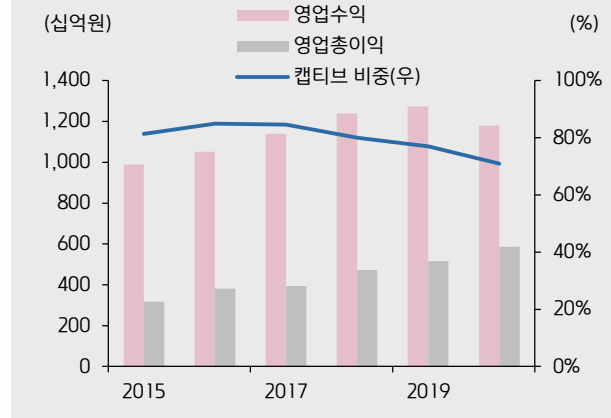
- 코로나19로 인해 대규모 컨택트 이벤트 개최는 불가능. 이로 인한 BTL 축소가 발생하여 매출 규모 감소
- BTL이 디지털 광고로 전환되었지만 전환 규모는 매우 제한적. 디지털 광고 시장도 포화단계
- 2021년 광고주 예산은 코로나19 시대에 맞춤형으로 변화되며 증가하는 모습 전망
- 뉴미디어 성장에 따라 TV광고 전망은 불투명하지만 디지털 + 고객 맞춤형 소규모 BTL 예상
- 코로나19 방역 수준 높아지며 언택트에서 컨택트로 대면 비즈니스 회복 가능성 존재

제일기획 영업수익, 영업총이익 및 캠티브 비중



자료: 제일기획, 키움증권

이노션 영업수익, 영업총이익 및 캠티브 비중



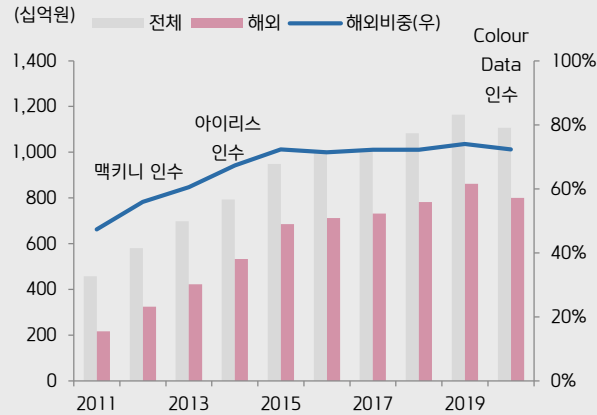
자료: 이노션, 키움증권

광고, 여전히 불안한 코로나19 해외광고 지역적 차별화 발생

◎ 글로벌 코로나19 방역 수준 차이는 해당 지역 경제 및 광고 경기와 민감하게 연결

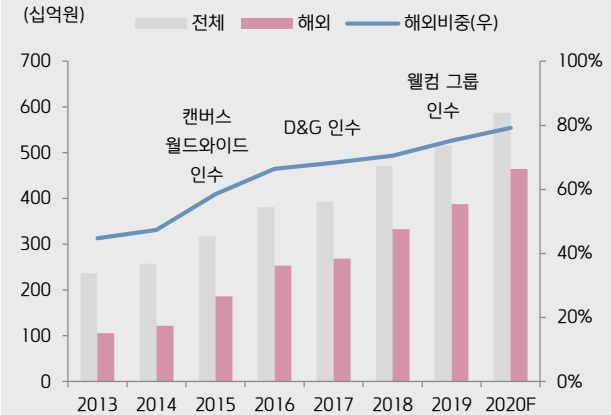
- 유럽, 미국, 중국의 방역이 가장 중요한 포인트이며 해당 지역 회복에 따라 차별화 발생
- 캠퍼브 광고주의 성적 + 코로나19로 인한 경기 위축 상황 복합적 고려
- 이노션은 현대 • 기아차의 글로벌 진출확대(미국&중국, 제네시스), 브랜딩(제네시스, 아이오닉) 효과 발생
- 글로벌 M&A는 여전히 진행 중이며 광고 경기 회복과 맞물려 시너지 확보 기대

제일기획 해외 매출총이익 및 핵심 자회사 합병시기



자료: 제일기획, 키움증권

이노션 해외 매출총이익 및 핵심 자회사 합병시기



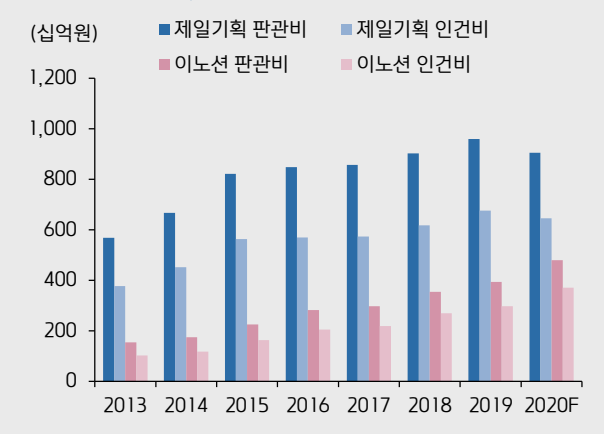
자료: 이노션, 키움증권

광고, 단순 인건비 중심에서 멀티 플레이로 레벨업

◎ 멀티 플레이 역량 + 통합 컨설팅으로 영역 파괴하며 인건비 효율성의 극대화

- 광고는 고객사의 판매 증진, 비용 효율화 등 마케팅 영역을 넘어서는 전략 컨설팅 측면으로 진화
- 컨설팅 역량이 강화되며 캡티브 리테일을 중심으로 온·오프라인 등의 멀티 플레이 역량 고도화
- 멀티 플레이 역량 강화 효과는 인건비 절감에서 핵심 역량 내재화로 연결되어 인력 효율화 레벨업
- 2020년 부진한 탑라인을 비용 효율화로 대응했다면, 광고 경기 회복되며 레버리지를 발생시킬 전망

제일기획 이노션, 판관비 및 인건비



자료: 제일기획, 이노션, 키움증권

글로벌 Top10 광고회사 매출액 순위 변화

순위	2012	2018
1	WPP	WPP
2	Omnicom Group	Omnicom Group
3	Publicis Group	Publicis Group
4	Interpublic Group	Interpublic Group
5	Dentsu	Dentsu
6	Havas	Accenture Interactive
7	Hakuhodo DY Holdings	PwC Digital Services
8	Aegis Group	Deloitte Digital
9	MDC Partners	IBM IX
10	Epsilon	Cognizant Interactive

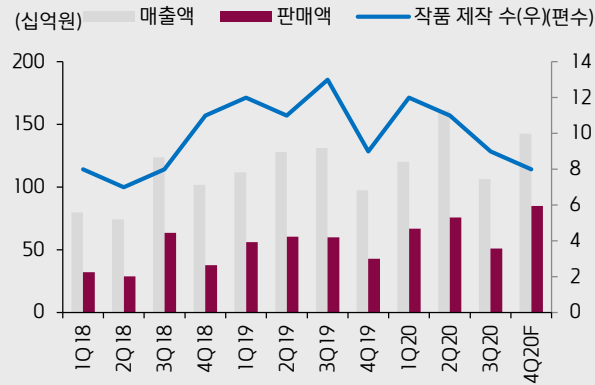
자료: Adage, 키움증권

미디어, 수출 효자 K-Drama의 활약 지속이 반드시 필요

◎ 국내 드라마 편성의 한계는 존재, 글로벌 다각화가 필수

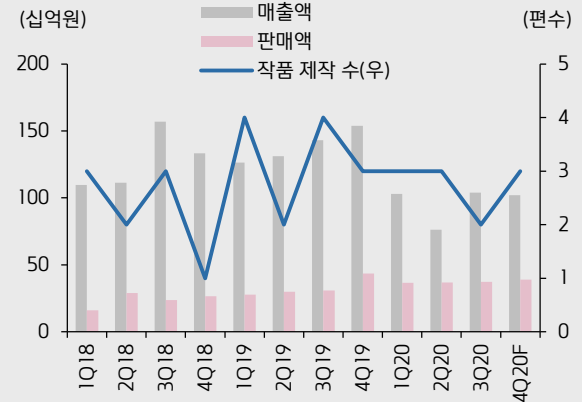
- 국내 방송 채널 수 및 국내 OTT의 드라마 콘텐츠 제작 투자 감안 시 수출 지속은 필수 요소
- 글로벌 다각화는 현재 진행형. 국내 드라마의 수출 ➔ 글로벌 OTT 오리지널 및 동시방영으로 확장
- 아시아권에서의 독보적 콘텐츠 위상과 확보된 국내 드라마의 인기는 향후 더욱 성장
- 현재 넷플릭스 중심의 글로벌 판매는 중국 및 글로벌 OTT 추가되며 레벨업 전망
- 신규 지역 및 판매 채널 추가 시 경쟁 강도 증가에 따라 판매가도 상승하며 매출과 이익 성장 동반할 것

스튜디오드래곤 매출액, 판매액, 작품 제작 수



자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

제이콘텐트리 매출액, 판매액, 작품 제작



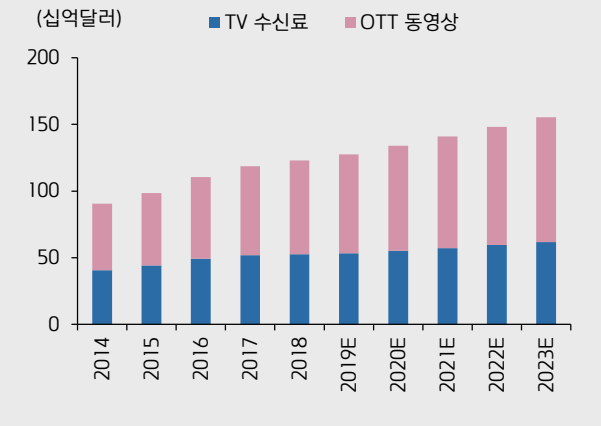
자료: 제이콘텐트리, 키움증권

미디어, TV를 기본으로 국내·외 OTT로 확장

◎ 국내 드라마 제작사의 글로벌 콘텐츠 공급은 이제 시작

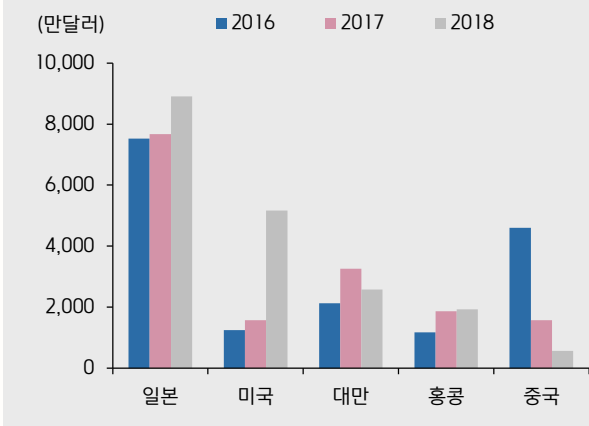
- 국내외 광고시장은 시청자 미디어 이용행태 변화에 따라 TV 중심의 광고비에서 ➔ 디지털 광고비 + 구독료 모델로 변화
- 하지만 여전히 Mass Media 지위를 가지고 있는 TV 영향력은 상당기간 지속될 것
- 향후 콘텐츠 판매는 막강한 콘텐츠 투자여력을 지닌 OTT 플랫폼항으로 더욱 가속화될 전망
- Multi-OTT로 진화하며 개인별 및 가구당 OTT 서비스 가입률 증가되어 OTT간 IP 확보 경쟁은 더욱 심화
- 아시아권에서의 독보적 콘텐츠 위상과 확보된 국내 드라마의 인기는 향후 더욱 성장

아시아 OTT 시장 전망



자료: 한국콘텐츠진흥원, 키움증권

주요 국가별 드라마 방송프로그램(완성품) 수출 추이



자료: 정보통신정책연구원, 키움증권

미디어, 중국 여전히 포텐셜을 기대할만 하다

◎ 중국 수출은 원가 없는 추가 마진 확보

- 중국 수출은 2017년 이후 거의 발생하지 않았기에 신작과 구작 모두 판매 대상이 가능함
- 중국 OTT의 동남아시아 진출 등을 감안하면 넷플릭스에 판매되지 않은 구작이 우선될 것으로 예상
- 중국 OTT는 아시아 시장에서 가입자 확보가 필수임으로 K-Drama 확대가 필수
- 구작 라이브러리의 경쟁 심화는 중국 OTT 오리지널 신규 제작 등의 기회로 연결될 것으로 전망
- 지상파 보다는 PP 중심으로 드라마 제작을 늘려가며 중국 수출로 연결되는 상황 가속

스튜디오드래곤 넷플릭스 방영 리스트

	2019	2020
전체 작품	31	25
방영	9 (오리지널 1개 포함)	9 (오리지널 1개 포함)
방영율	29%	36%
주요 미방영작 (최고시청률)	호텔 델루나(12.0%) 보이스3 (전편 시즌 등록) 구해줘2 (전편 시즌 등록)	구미호뎐 (5.3%) 악의꽃 (5.7%) 화양연화 (5.4%)

자료: 스튜디오드래곤, 키움증권
주, 2020.11.17 편성 및 작품 중영일 기준

제이콘텐트리 넷플릭스 방영 리스트

	2019	2020
전체 작품	12	12
방영	12	10
방영율	100%	83.3%
주요 미방영작 (최고시청률)	-	검사내전 (5.0%) 날씨가 좋으면 찾아가겠어요 (2.7%)

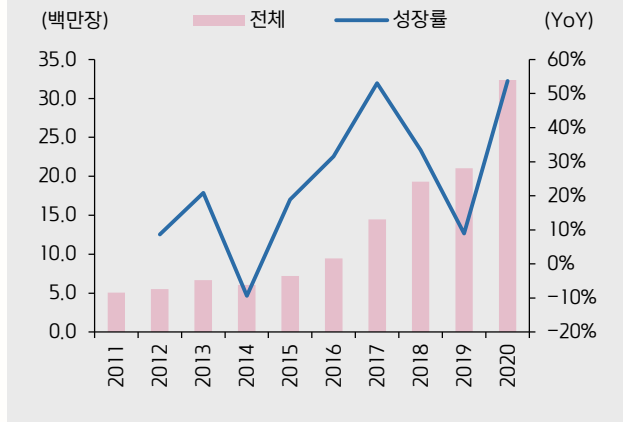
자료: 제이콘텐트리, 키움증권
주, 2020.11.17 편성 및 작품 중영일 기준

엔터, K-POP 아티스트 글로벌 레벨업 증명된 앨범 강세 지속

◎ 콘서트 대체재 보다는 아티스트 팬덤 레벨업에 따른 앨범 판매 성장 지속 전망

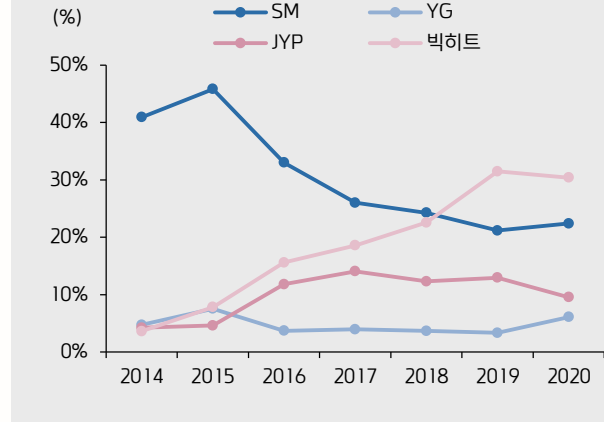
- 코로나19 초기 콘서트 대체재로서 앨범 소비했지만 1년 정도 장기화된 현재는 아티스트의 팬덤 레벨업 증명
- BTS 빌보드 Top100, 블랙핑크 유튜브브 신기록 등 K-POP은 저변 확대에서 글로벌 신드롬을 불러 일으키고 있음
- **보이그룹의 강세는 BTS, NCT, 세븐틴 등으로 이어지며 아시아권에서 확실한 우위와 미국, 유럽 공략으로 연결**
- 레벨업이 발생한 팬덤은 상당기간 유지되어 2019년 부터 이어온 앨범 고성장 지속 전망

가온차트 Top 100 앨범 판매량 추이



자료: 가온차트, 키움증권

국내 엔터사 앨범 판매량 점유율



자료: 가온차트, 키움증권

엔터, 콘서트 응원봉을 다시 켜 시간은 반드시 온다

◎ 핵심 팬덤인 초동 앨범 증가로 콘서트 재개에 대한 기대감은 더욱 높아짐

- 코로나19 이전 아티스트 활동은 1년 2번의 앨범 컴백 + 컴백 방송활동 + 국내 및 해외 콘서트 + 팬미팅 등으로 구성
- 오프라인 콘서트 미개최에 따른 진행된 온라인 콘서트는 글로벌 팬덤이 유입되며 시장 성장의 가능성 확인
- 오프라인 정규 투어 + 온라인 전용 이벤트(온라인 콘서트, 컴백 쇼케이스, 랜선 팬미팅 등)로 구분될 전망
- 개최가 누적될 수록 온라인 콘서트도 오프라인 콘서트의 티켓 + MD 판매로 매출 및 이익 규모 확대한 것과 유사한 흐름 예상
- 온라인 플랫폼은 팬덤 로열티와 매스 트래픽을 동시에 얻을 수 있는 구조로 성장하여 콘텐츠와 상시 부가 매출 강화

초동 앨범 현황

	직전앨범	신규앨범
NCT	NCT 2018 EMPATHY/ 정규앨범 1집	NCT 2020-RESONANCE, PT.1/ 정규앨범 2집
(SM)	106,089장	644,711장 (508% ↑)
BTS	MAP OF THE SOUL : PERSONNA/미니앨범 6집	MAP OF THE SOUL : 7/ 정규앨범 4집
(빅히트)	2,130,480장	3,378,633장(59% ↑)
블랙핑크	KILL THIS LOVE / 미니앨범 2집	THE ALBUM/ 정규 1집
(YG)	146,094장	689,066장(372% ↑)

자료: 한터차트, 키움증권

주요 아티스트 언택트 콘서트 개최 현황

	1H20	2H20
SM	V Live BLC (4~5월) 슈퍼M, NCT127 등 6개팀	V Live BLC (11월) 슈퍼주니어
JYP	-	V Live BLC (8월) TWICE V Live BLC (11월) StrayKids
BigHit	Bang Bang Con (4,6월) BTS	Bang Bang Con (10월) BTS
Cube	-	Cube TV App (7월) 여자아이들
FNC	-	V Live 뽀콘 (7월),(10월) 엔플라잉, SF9

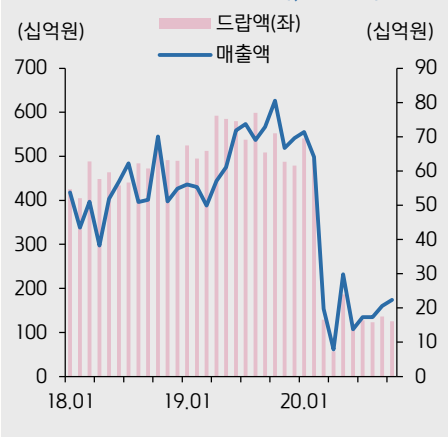
자료: 각사, 키움증권

카지노, 외국인VIP 방문 위해 자체적으로 할 수 있는 건 없다

◎ 외국인VIP 입국 전까지는 필요한 방어 모드

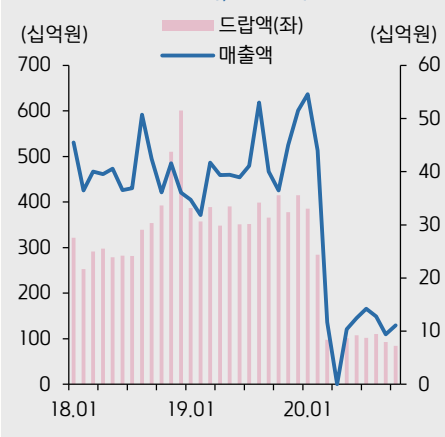
- 로컬VIP 카지노 방문은 코로나19 이전 규모와 비슷하게 유지되며 매출 발생
- 국가간 이동 제한이 발생하는 현 시점의 카지노 매출 상승은 제한적
- 인당 드랍액은 중국 및 일본VIP가 로컬VIP 보다 더 높은 상황으로 해당 지역 방문 재개 시 매출증가와 수익성 개선 전망
- **트래블 버블 체결 시 중국 또는 일본 포함 여부가 중요하나 한 국가만 시행 되더라도 충분한 매출 상승 발생**
- **카지노 영업과 관련한 콤프, 프로모션, 관광진흥기금, 개별소비세 등 변동비는 매출 하락에 따라 축소**
- 시장형 공기업 형태인 강원랜드, GKL는 탄력적 인력운영 제한되며 인건비 절감 어려움 발생
- 파라다이스는 희망퇴직, 휴직, 특별고용지원금 등을 통해 인건비 절감, 다만 대규모 금융 비용은 여전히 존재

파라다이스 카지노 매출액, 드랍액



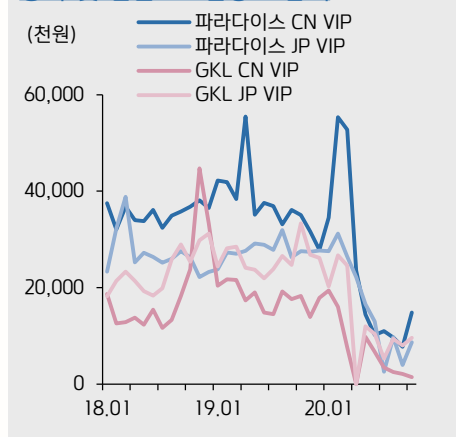
자료: 파라다이스, 키움증권

GKL 카지노 매출액, 드랍액



자료: GKL, 키움증권

중국 및 일본VIP 인당 드랍액



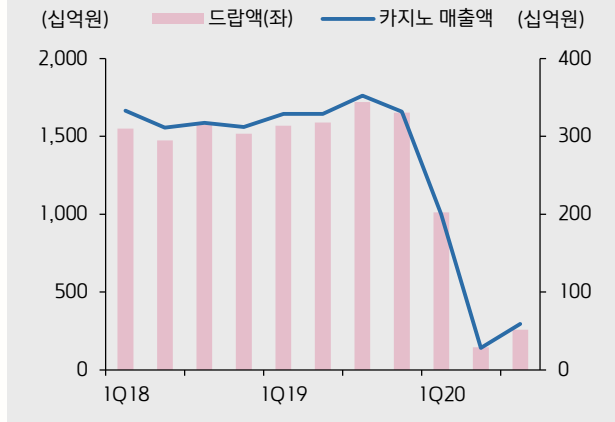
자료: 파라다이스, GKL, 키움증권

카지노, 국내 여행은 해외 여행의 확실한 대체재

◎ 거리두기 단계 조정에 따른 휴장 여부에 가장 민감하나 해외 여행 대체재로 국내 여행은 여전히 필요

- 코로나19 이전 1일 평균 8,500명 입장, 동시 체류 인원 증가가 모객 증가에 따른 매출 개선의 가장 중요한 포인트
- 문체부 카지노 운영상황 긍정적 개선, 고액 베팅 테이블 20대 및 운영시간 2시간 증가 효과 발생
- 강원랜드의 매출 회복 여부는 코로나19 거리두기 단계에 따른 휴장이 발생하지 않는다면 지속 개선될 것임
- 해외 여행 대체재로 겨울 스키 성수기를 통해 관광객 증가와 이에 따른 카지노 유입 증가 기대
- 2021년 카지노 재허가 시 현 운영상황(테이블 20대, 운영시간 2시간 증가) 이어질 것으로 전망

강원랜드 카지노 매출액 / 드랍액



자료: 강원랜드, 키움증권

강원랜드 카지노 휴장 히스토리

	Mass	VIP
1Q	2.23 ~ 3.31 (38일) 휴장	
2Q	4.1 ~ 6.30 (91일) 휴장	4.1 ~ 5.7 (37일) 휴장 5.8 ~ 6.30 개장
3Q	7.1 ~ 7.19 (19일) 휴장 7.20 ~ 8.22 개장 8.23 ~ 9.30 (39일) 휴장	7.1 ~ 8.22 개장 8.23 ~ 9.30 (39일) 휴장
4Q	10.1 ~ 10.11 (11일) 휴장 10.12 ~ 개장	

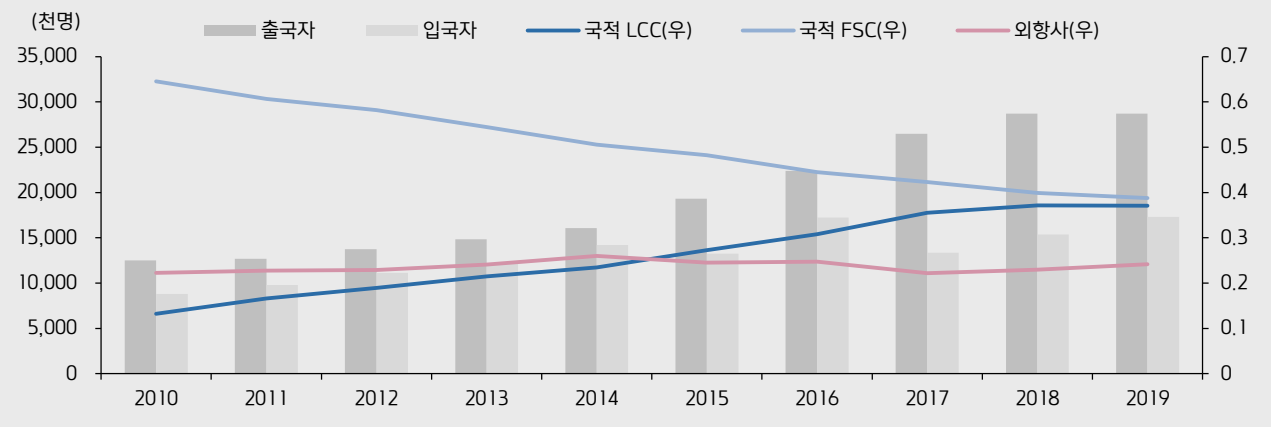
자료: 강원랜드, 키움증권

여행, 포스트 코로나19 패키지 여행은 매력적일까?

◎ 종합홀세일여행사의 패인은 PACKAGE의 실패가 아니라 FIT의 급성장

- 국가간 이동 활성화, FSC + LCC + 외항사 구조로 저렴한 항공권 증가
- 뉴미디어를 중심으로 한 여행의 일상화 + 여행지 데이터 축적에 따른 체리피커 활약 + 국내여행 대비 높은 가성비, 가심비
- 항공사 인력 구조조정 발생했지만, 기단 감소는 나타나지 않아 공급은 정상적으로 증가 가능
- 국내 여행사는 대리점, 제휴채널 등 판매채널에 초점, 해외 OTA는 메타서치와 같은 검색 중심
- 손품을 통한 해외여행 커스터마이징이 가능한 연령대가 기존 20~30대에서 40~50대로 급격히 확대
- 다만, 포스트 코로나19 이후에는 여행지 제한 지속되어 패키지 여행의 예약 및 여행지 세팅 역량이 돋보일 전망
- 안전 선호 심리 강화에 따라 여행 재개 초반에는 패키지 여행이 먼저 증가할 것으로 판단

연도별 출국자 및 입국자, 항공사 비중 추이

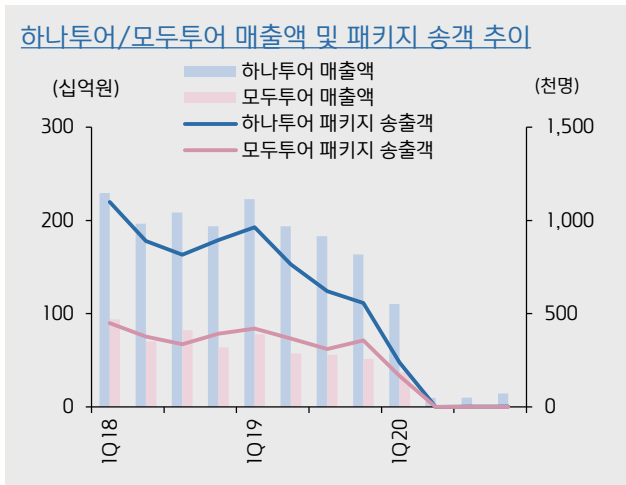


자료: 국토교통부, 한국관광공사, 키움증권

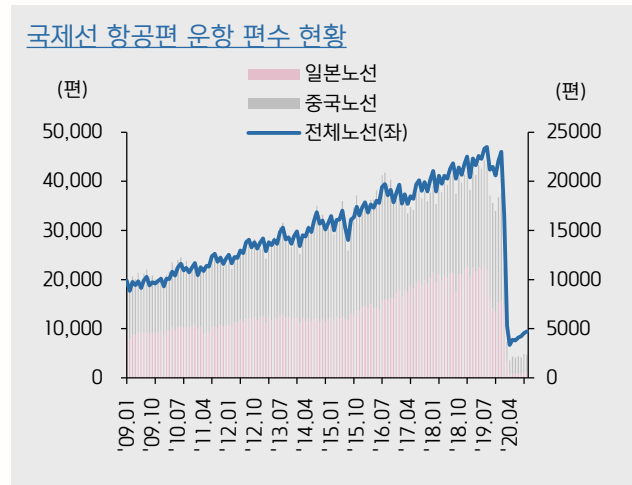
여행, 최악의 송출객 감소 하지만 2021년 개선도 제한적

◎ 코로나19로 인한 송출객 급감, 트래블 버블 → 글로벌 이벤트 → 제한적 허용으로 기지개

- 2020년 순출국자 전년대비 -86% 감소한 370만명으로 1997년~1998년 수준과 비슷
- 트래블 버블 → 글로벌 이벤트 등 특수 목적 이동 확대 → 일반 여행객 증가 (先 패키지, 後 FIT)
- 코로나19 방역 우수 국가 및 지역 간 트래블 버블 체결을 통한 이동 가능 지역 확대가 시작
- 2021년 1분기 트래블 버블 체결 진행 시 1,400만명 수준으로 회복 가능성 존재
- 기존 항공편 운항의 절반 수준을 담당했던 중국과 일본에 대한 재개가 가장 중요한 포인트
- 해외 여행객의 본격적 증가는 백신 및 치료제 개발 완료 후에도 심리적 거리감 감소되는 시간 필요



자료: 하나투어, 모두투어, 키움증권



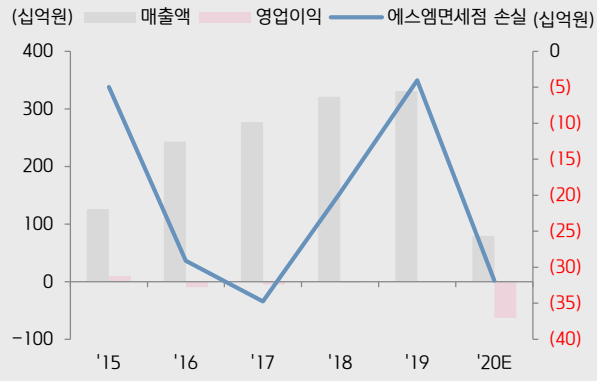
자료: 국토교통부, 키움증권

여행, 슬림화를 통해 가져온 비용 축소와 플랫폼 변신 시도

◎ 부실 자회사 정리를 통한 손실 축소, 인건비 효율화에서 인력 효율화를 위한 플랫폼 확장 필요

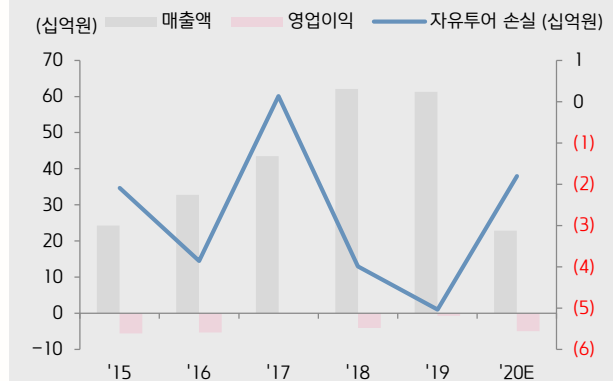
- 하나투어는 2015년 개점 후 누적 영업손실 1,000억원에 육박하는 면세점 사업을 정리하며 대규모 손실 축소 가능
- 하나투어는 자회사 합산 실적이 면세점 사업 개시 후 적자 전환한 것을 감안하면 일본 자회사 회복과 함께 실적 개선 전망
- 모두투어는 자회사 합산 손실폭을 키웠던 자유투어를 온라인 전용으로 전환하며 손실폭 회복
- 하나투어 다이내믹 패키지를 통해 전통 대리점 중심에서 플랫폼으로 전환 시도

하나투어 자회사 매출 및 영업이익, 면세점 손실



자료: 하나투어, 키움증권

모두투어 자회사 매출 및 영업이익, 자유투어 손실



자료: 모두투어, 키움증권

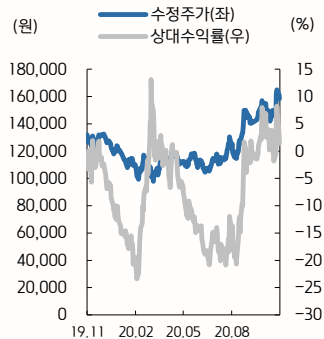
Part V 업체별 투자전략



이마트(139480): 할인점 중심의 턴어라운드 전망

주가(11/18): 156,500원/TP: 240,000원

KOSPI (11/18)	2,545.64pt		
시가총액	43,626억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	165,000원	97,900원	
최고/최저가대비	-5.2%	61.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	2.6%	-5.4%
	6M	41.5%	7.4%
	1Y	20.1%	2.2%
발행주식수	27,876천주		
일평균 거래량(3M)	339천주		
외국인 지분율	32.1%		
배당수익률(2020E)	1.3%		
BPS(2020E)	334,174원		
주요 주주	정용진 외 2인	28.6%	



◎ 언택트 완화와 할인점 산업 구조조정에 따른 수혜 예상

- 사람들의 외부활동 재개로 언택트 우려 완화되면서, 오프라인 유통 업체 트래픽 개선 전망
- 특히, 주력 경쟁사의 할인점 구조조정으로 인해, 동사의 할인점 기존점 성장을 개선이 더욱 탄력 받을 듯
- 실제로 폐점 점포 주변 동사 점포의 매출 성장률은 산업 평균 대비 +10%p 높게 나타나는 상황

◎ 쓱닷컴의 고성장과 할인점 외 사업 실적 턴어라운드 기대

- 쓱닷컴은 식품을 중심으로 지속적인 외형 확대가 예상 (GMV 3Q20 전체 +36%/식품 +51% YoY)
- 게다가, 트레이더스/전문점/이마트24의 실적 턴어라운드가 전사 실적에 긍정적 영향 미칠 듯

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 240,000원

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	17,049.1	19,062.9	21,996.6	23,513.6	24,734.0
영업이익	462.8	150.7	236.0	430.1	495.5
EBITDA	992.8	694.3	817.8	1,012.6	1,106.7
세전이익	585.0	282.1	844.2	544.7	635.2
순이익	476.2	223.8	563.9	412.9	481.5
지배주주지분순이익	450.2	233.9	560.6	404.9	473.5
EPS(원)	16,150	8,391	20,111	14,526	16,984
증감률(% YoY)	-26.9	-48.0	139.7	-27.8	16.9
PER(배)	11.3	15.2	7.8	10.8	9.2
PBR(배)	0.62	0.40	0.47	0.45	0.43
EV/EBITDA(배)	9.2	10.9	9.7	7.8	7.1
영업이익률(%)	2.7	0.8	1.1	1.8	2.0
ROE(%)	5.5	2.8	6.2	4.3	4.8
순차입금비율(%)	37.8	25.7	20.1	19.5	18.1

자료: 키움증권 리서치

이마트(139480) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
총매출액	5,225	5,193	5,918	5,733	5,594	5,581	6,197	6,012	19,737	22,068	23,385
(YoY)	9.1%	9.6%	13.1%	15.2%	7.1%	7.5%	4.7%	4.9%	4.8%	11.8%	6.0%
별도기준	3,787	3,554	4,207	3,928	4,129	3,887	4,431	4,141	14,673	15,475	16,588
(YoY)	2.3%	2.9%	7.5%	9.0%	9.0%	9.4%	5.3%	5.4%	-1.7%	5.5%	7.2%
할인점	2,781	2,552	3,045	2,835	2,944	2,707	3,157	2,944	11,042	11,212	11,751
(YoY)	-2.0%	-1.0%	3.0%	6.3%	5.9%	6.1%	3.7%	3.8%	3.2%	1.5%	4.8%
트레이더스	671	661	801	724	807	799	876	790	2,337	2,858	3,273
(YoY)	21.7%	18.6%	27.9%	20.4%	20.2%	20.8%	9.4%	9.1%	22.4%	22.3%	14.5%
전문점	287	299	316	325	330	340	353	363	1,070	1,227	1,386
(YoY)	9.7%	14.6%	15.4%	17.6%	15.1%	13.6%	11.8%	11.7%	30.9%	14.7%	13.0%
기타	48	41	46	44	48	41	46	44	224	178	178
S&G.com	917	932	980	1,070	1,146	1,165	1,127	1,285	2,677	3,899	4,723
(YoY)	100.9%	41.6%	36.2%	27.0%	25.0%	25.0%	15.0%	20.0%		45.7%	21.1%
이마트24	354	403	444	450	429	485	517	509	1,355	1,652	1,940
(YoY)	25.5%	19.1%	21.9%	21.9%	21.2%	20.3%	16.4%	13.0%	30.5%	22.0%	17.4%
기타 및 연결조정	1,084	1,236	1,267	1,354	1,036	1,209	1,249	1,363	3,709	4,941	4,857
총매출액	5,211	5,188	5,908	5,690	5,638	5,635	6,219	6,021	19,063	21,997	23,514
(YoY)	13.6%	13.2%	16.7%	17.7%	8.2%	8.6%	5.3%	5.8%	11.8%	15.4%	6.9%
영업이익	48	-47	151	84	117	10	182	120	151	236	430
(YoY)	-34.8%	적지	30.1%	흑전	142.4%	흑전	20.6%	43.7%	-67.4%	56.6%	82.3%
(총매출액 대비%)	0.9%	-0.9%	2.6%	1.5%	2.1%	0.2%	2.9%	2.0%	0.8%	1.1%	1.8%
별도기준	85	-15	140	93	129	17	163	121	251	303	430
(총매출액 대비%)	2.3%	-0.4%	3.3%	2.4%	3.1%	0.4%	3.7%	2.9%	1.7%	2.0%	2.6%
할인점	85	-24	114	79	102	-13	126	96	282	253	312
(총매출액 대비%)	3.0%	-0.9%	3.7%	2.8%	3.5%	-0.5%	4.0%	3.3%	2.6%	2.3%	2.7%
트레이더스	18	15	30	15	28	26	32	20	49	78	106
(총매출액 대비%)	2.6%	2.3%	3.7%	2.1%	3.4%	3.3%	3.6%	2.5%	2.1%	2.7%	3.2%
전문점	-18	-7	-4	-3	-2	2	4	3	-87	-32	7
(총매출액 대비%)	-6.3%	-2.3%	-1.4%	-0.8%	-0.7%	0.7%	1.2%	0.7%	-8.1%	-2.6%	0.5%
기타	2	1	1	2	2	1	1	2	7	5	5
S&G.com	-20	-14	-3	-10	-5	-4	-1	-6	-82	-47	-15
(총매출액 대비%)	-2.1%	-1.5%	-0.3%	-1.0%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.5%	-3.1%	-1.2%	-0.3%
이마트24	-8	-5	2	-5	-3	0	7	-3	-28	-17	1
(총매출액 대비%)	-2.3%	-1.3%	0.4%	-1.2%	-0.8%	0.0%	1.3%	-0.5%	-2.1%	-1.0%	0.0%
기타 및 연결조정	-9	-14	13	7	-4	-3	14	8	10	-4	15
세전이익	64	520	146	114	142	38	209	156	282	844	545
당기순이익	45	315	120	85	108	29	158	118	224	564	413
지배주주순이익	49	316	113	83	106	27	156	116	234	561	405
(YoY)	-28.1%	흑전	2.5%	2.7%	116.3%	-91.6%	38.4%	40.2%	-48.0%	139.7%	-27.8%
주요 업태 기준점 성장률											
이마트	-2.4%	-1.2%	2.7%	5.0%	4.0%	4.0%	2.0%	2.0%	-3.4%	1.0%	3.0%
트레이더스	7.1%	9.7%	18.7%	13.0%	13.0%	13.0%	8.0%	7.0%	1.8%	12.3%	10.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

이마트(139480) 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액	17,049.1	19,062.9	21,996.6	23,513.6	24,734.0	
매출원가	12,452.8	14,170.5	16,268.8	17,390.8	18,315.0	
매출총이익	4,596.3	4,892.4	5,727.9	6,122.8	6,419.1	
판매비	4,133.5	4,741.8	5,491.9	5,692.6	5,923.6	
영업이익	462.8	150.7	236.0	430.1	495.5	
EBITDA	992.8	694.3	817.8	1,012.6	1,108.7	
영업외손익	122.1	131.5	608.2	114.6	139.7	
이자수익	27.2	44.4	11.8	12.3	15.8	
이자비용	81.5	149.5	134.0	124.9	112.5	
외환관련이익	10.3	14.9	10.0	10.0	10.0	
외환관련손실	32.7	53.4	10.0	10.0	10.0	
총속 및 관계기업손익	37.1	73.8	85.2	101.3	110.4	
기타	161.7	201.3	645.2	125.9	126.0	
법인세차감전이익	585.0	282.1	844.2	544.7	635.2	
법인세비용	126.1	58.3	280.3	131.8	153.7	
계속사업손익	458.9	223.8	563.9	412.9	481.5	
당기순이익	476.2	223.8	563.9	412.9	481.5	
지배주주순이익	450.2	233.9	560.6	404.9	473.5	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	9.9	11.8	15.4	6.9	5.2	
영업이익 증감률	-20.9	-67.4	56.6	82.2	15.2	
EBITDA 증감률	-6.9	-30.1	17.8	23.8	9.3	
지배주주순이익의 증감률	-26.9	-48.0	139.7	-27.8	16.9	
EPS 증감률	-26.9	-48.0	139.7	-27.8	16.9	
매출총이익률(%)	27.0	25.7	26.0	26.0	26.0	
영업이익률(%)	2.7	0.8	1.1	1.8	2.0	
EBITDA Margin(%)	5.8	3.6	3.7	4.3	4.5	
지배주주순이익률(%)	2.6	1.2	2.5	1.7	1.9	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	769.8	815.8	1,050.7	960.6	1,058.3	
당기순이익	0.0	0.0	563.9	412.9	481.5	
비현금항목의 가감	578.7	930.9	835.6	820.1	839.7	
유형자산감가상각비	502.9	566.8	601.4	602.4	631.0	
무형자산감가상각비	27.1	33.4	37.0	36.7	36.6	
자본법평가손익	-93.0	-74.6	-85.2	-101.3	-110.4	
기타	141.7	405.3	282.4	282.3	282.5	
영업활동자산부채증감	-296.4	-217.4	21.9	-59.9	-44.4	
매출채권및기타채권의감소	60.3	-8.6	-54.9	-50.9	-41.0	
채고자산의감소	-162.5	-156.8	-106.7	-95.6	-76.9	
매입채무및기타채무의증가	43.3	57.7	183.2	94.7	76.2	
기타	-237.5	-109.7	-0.1	-8.1	-2.7	
기타현금흐름	487.5	102.3	-370.7	-212.5	-218.5	
투자활동 현금흐름	-816.8	-1,005.1	-153.7	-850.0	-850.0	
유형자산의 취득	-894.6	-954.8	-850.0	-850.0	-850.0	
유형자산의 처분	202.8	1,082.6	240.0	0.0	0.0	
무형자산의 손취득	-20.3	-19.7	0.0	0.0	0.0	
투자자산의감소(증가)	286.7	-88.9	0.0	0.0	0.0	
단기금융자산의감소(증가)	-82.5	-724.5	456.3	0.0	0.0	
기타	-308.9	-299.8	0.0	0.0	0.0	
재무활동 현금흐름	102.8	581.0	-1,581.2	-248.6	-156.7	
차입금의 증가(감소)	171.5	-85.9	-1,282.6	50.0	150.0	
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자기주식처분(취득)	0.0	-103.5	0.0	0.0	0.0	
배당금지급	-81.8	-104.2	-53.9	-53.9	-62.0	
기타	13.1	874.6	-244.7	-244.7	-244.7	
기타현금흐름	4.0	5.6	333.0	174.8	180.7	
현금 및 현금성자산의 순증가	59.9	397.3	-351.3	36.8	232.3	
기초현금 및 현금성자산	223.8	283.7	681.0	329.7	366.5	
기말현금 및 현금성자산	283.7	681.0	329.7	366.5	598.8	

자료: 키움증권 리서치



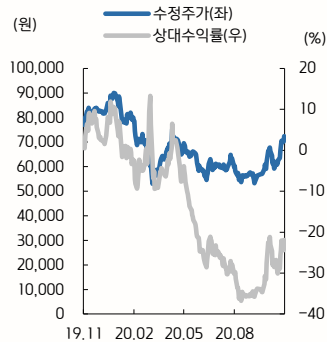
재무상태표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	2,285.6	3,649.9	3,003.6	3,186.9	3,537.1	
현금 및 현금성자산	283.7	681.0	329.7	366.5	598.8	
단기금융자산	188.0	912.5	456.3	456.3	456.3	
매출채권 및 기타채권	596.0	684.0	738.5	789.5	830.5	
채고자산	1,123.0	1,279.2	1,385.9	1,481.5	1,558.4	
기타유동자산	94.9	93.2	93.2	93.1	93.1	
비유동자산	14,468.3	17,444.8	17,501.6	17,813.9	18,106.6	
투자자산	2,430.7	2,593.5	2,678.7	2,780.0	2,890.4	
유형자산	10,403.9	10,003.7	10,012.3	10,259.9	10,478.9	
무형자산	288.1	1,319.1	1,282.1	1,245.5	1,208.8	
기타비유동자산	1,345.6	3,528.5	3,528.5	3,528.5	3,528.5	
자산총계	16,753.9	21,094.8	20,505.2	21,000.8	21,643.7	
유동부채	4,998.3	5,406.3	5,206.8	5,351.5	5,427.7	
매입채무 및 기타채무	2,358.1	2,596.8	2,779.9	2,874.6	2,950.8	
단기금융부채	1,664.8	1,657.3	1,624.7	1,324.7	1,324.7	
기타유동부채	975.4	1,152.2	1,152.2	1,152.2	1,152.2	
비유동부채	2,898.1	5,481.8	4,581.8	4,581.8	4,731.8	
장기금융부채	2,155.3	4,780.1	3,880.1	3,880.1	4,030.1	
기타비유동부채	742.8	701.7	701.7	701.7	701.7	
부채총계	7,896.4	10,888.0	9,788.5	9,933.3	10,159.5	
자본총계	8,172.3	8,808.7	9,315.4	9,658.3	10,067.0	
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4	
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	
기타자본	-59.1	203.6	203.6	203.6	203.6	
기타포괄손익누계액	703.4	656.6	656.6	656.6	656.6	
이익잉여금	2,772.7	2,794.3	3,301.0	3,643.9	4,052.6	
비지배자본	685.2	1,398.1	1,401.3	1,409.3	1,417.3	
자본총계	8,857.5	10,206.7	10,716.7	11,067.6	11,484.3	

투자지표		(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
주당지표(원)						
EPS	16,150	8,391	20,111	14,526	16,984	
BPS	293,169	315,997	334,174	346,475	361,138	
CFPS	37,841	41,426	50,203	44,233	47,393	
DPS	2,000	2,000	2,000	2,300	2,400	
주가배수(배)						
PER	11.3	15.2	7.8	10.8	9.2	
PER(최고)	20.0	24.3	7.9			
PER(최저)	11.1	12.5	4.8			
PBR	0.62	0.40	0.47	0.45	0.43	
PBR(최고)	1.10	0.64	0.48			
PBR(최저)	0.61	0.33	0.29			
PSR	0.30	0.19	0.20	0.19	0.18	
PCFR	4.8	3.1	3.1	3.5	3.3	
EV/EBITDA	9.2	10.9	9.7	7.8	7.1	
주요비율(%)						
매당성형(%, 보통주 현금)	11.7	24.1	9.6	15.0	13.4	
배당수익률(%, 보통주 현금)	1.1	1.6	1.3	1.5	1.5	
ROA	2.9	1.2	2.7	2.0	2.3	
ROE	5.5	2.8	6.2	4.3	4.8	
ROIC	2.4	-0.1	1.0	2.4	2.8	
매출채권회전율	32.3	29.8	30.9	30.8	30.5	
채고자산회전율	16.0	15.9	16.5	16.4	16.3	
부채비율	89.1	106.7	91.3	89.8	88.5	
순차입금비용	37.8	25.7	20.1	19.5	18.1	
이자보상배율(현금)	5.7	1.0	1.8	3.4	4.4	
총차입금	3,820.0	4,218.7	2,936.1	2,986.1	3,136.1	
순차입금	3,348.3	2,625.2	2,150.2	2,163.4	2,081.1	
NOPLAT	219.3	-7.9	119.9	283.2	332.7	
FCF	-259.0	483.0	170.2	12.3	106.0	

현대백화점(069960): 업황 회복 속에 강화되는 성장성

주가(11/18): 70,400원/TP: 95,000원

KOSPI (11/18)	2,545.64pt		
시가총액	16,475억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	90,000원	53,000원	
최고/최저가대비	-21.8%	36.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	17.0%	7.9%
	6M	11.2%	-15.6%
	1Y	-8.0%	-21.7%
발행주식수	23,402천주		
일평균 거래량(3M)	272천주		
외국인 지분율	14.9%		
배당수익률(2020E)	1.4%		
BPS(2020E)	185,735원		
주요 주주	정지선 외 3인	36.1%	



◎ 백화점 업황 회복과 신규 출점 효과 기대

- 코로나19 확산으로 인한 언택트 충격이 컸던 백화점의 업황이 회복 국면에 진입하고 있음
- 특히, 해외여행 축소로 내구소비재 증가하면서, 업황 개선 속도 가속화 전망
- 올해~내년 백화점 및 아울렛 신규 출점(대전/남양주/여의도) 기대감도 긍정적

◎ 면세점 외형 성장에 따른 수익성 개선세 예상

- 경쟁사 대비 탄탄한 재무상태 바탕으로 대형 타이공 대상 프로모션 가속화
- 중기적으로 면세점 수요 회복 가능성 유효한 가운데, MS 상승과 수익성 개선세가 이어질 것으로 기대

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 95,000원

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,862.2	2,198.9	2,495.8	3,747.1	4,114.2
영업이익	356.7	292.2	167.4	329.2	383.1
EBITDA	511.6	457.7	344.0	521.4	582.5
세전이익	398.3	338.6	221.2	384.7	441.1
순이익	287.4	243.0	161.2	296.7	344.9
지배주주지분순이익	239.0	194.1	126.7	253.0	298.8
EPS(원)	10,211	8,296	5,416	10,812	12,766
증감률(% YoY)	-5.8	-18.8	-34.7	99.7	18.1
PER(배)	8.9	10.0	13.0	6.5	5.5
PBR(배)	0.51	0.46	0.38	0.36	0.34
EV/EBITDA(배)	5.6	5.8	7.5	5.1	4.4
영업이익률(%)	19.2	13.3	6.7	8.8	9.3
ROE(%)	5.9	4.6	3.0	5.7	6.3
순차입금비율(%)	0.6	-0.1	3.3	3.3	0.9

자료: 키움증권 리서치

현대백화점(069960) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
총매출액	1,384	1,555	1,802	2,295	2,304	2,271	2,270	2,693	6,541	7,036	9,537
(YoY)	-12.6%	-1.9%	16.0%	26.2%	66.5%	46.0%	25.9%	17.4%	11.3%	7.6%	35.6%
백화점	1,228	1,339	1,330	1,754	1,739	1,682	1,655	2,058	5,876	5,651	7,134
(YoY)	-15.7%	-5.9%	-3.2%	8.1%	41.6%	25.7%	24.5%	17.3%	-0.6%	-3.8%	26.3%
(기존점 성장률)	-16.0%	-3.1%	-6.0%	1.0%	21.0%	6.0%	9.0%	3.5%	0.9%	-5.8%	9.2%
면세점	183	247	504	579	602	626	651	677	793	1,513	2,557
(YoY)	16.7%	27.5%	138.9%	150.2%	228.9%	153.1%	29.4%	17.0%	1033.0%	90.8%	69.0%
기타 및 연결조정	-28	-31	-31	-38	-38	-38	-37	-42	-128	-128	-154
순매출액	450	517	662	867	885	890	905	1,066	2,199	2,496	3,747
(YoY)	-13.7%	-3.1%	24.5%	41.6%	96.8%	72.3%	36.7%	23.0%	18.1%	13.5%	50.1%
매출총이익	319	354	394	511	522	492	522	630	1,627	1,577	2,166
(GPM)	23.1%	22.7%	21.8%	22.2%	22.6%	21.6%	23.0%	23.4%	24.9%	22.4%	22.7%
판매비	304	346	349	411	438	440	451	508	1,335	1,409	1,836
(YoY)	-3.2%	-0.9%	7.3%	18.6%	43.9%	27.3%	29.4%	23.6%	15.5%	5.6%	30.3%
(판매비율)	22.0%	22.2%	19.4%	17.9%	19.0%	19.4%	19.9%	18.8%	20.4%	20.0%	19.3%
영업이익	15	8	45	100	84	52	71	123	292	167	329
(YoY)	-80.2%	-84.0%	-26.5%	-5.6%	464.5%	535.3%	57.9%	23.2%	-18.1%	-42.7%	96.6%
(OPM)	1.1%	0.5%	2.5%	4.3%	3.6%	2.3%	3.1%	4.6%	4.5%	2.4%	3.5%
백화점	34	26	56	110	92	58	74	125	366	226	349
(OPM)	2.8%	2.0%	4.2%	6.3%	5.3%	3.4%	4.5%	6.1%	6.2%	4.0%	4.9%
면세점	-19	-18	-12	-10	-8	-6	-4	-2	-74	-59	-19
(OPM)	-10.6%	-7.3%	-2.3%	-1.6%	-1.3%	-1.0%	-0.6%	-0.2%	-9.4%	-3.9%	-0.8%
기타 및 연결조정	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
세전이익	34	20	55	113	98	66	85	137	339	221	385
순이익	24	15	38	85	75	51	66	106	243	161	297
(지배)순이익	16	8	28	74	64	45	51	93	194	127	253
(YoY)	-70.2%	-77.6%	-30.2%	20.4%	296.7%	429.8%	80.3%	25.8%	-18.8%	-34.7%	99.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

현대백화점(069960) 재무제표

포괄손익계산서					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,862.2	2,198.9	2,495.8	3,747.1	4,114.2
매출원가	350.5	572.1	919.0	1,581.5	1,821.0
매출총이익	1,511.7	1,626.8	1,576.8	2,165.6	2,293.2
판매비	1,155.1	1,334.6	1,409.3	1,836.5	1,910.2
영업이익	356.7	292.2	167.4	329.2	383.1
EBITDA	511.6	457.7	344.0	521.4	582.5
영업외손익	41.6	46.4	53.8	55.6	58.0
이자수익	13.2	11.6	12.8	13.3	13.9
이자비용	14.7	17.9	24.8	25.6	23.6
외환관련이익	0.3	3.1	2.8	2.8	2.8
외환관련손실	0.3	2.6	2.6	2.6	2.6
충족 및 관계기업손익	19.3	27.0	38.0	40.0	40.0
기타	23.8	25.2	27.6	27.7	27.5
법인세차감전이익	398.3	338.6	221.2	384.7	441.1
법인세비용	110.9	95.6	60.0	88.0	96.2
계속사업손익	287.4	243.0	161.2	296.7	344.9
당기손익	287.4	243.0	161.2	296.7	344.9
지배주주손익	239.0	194.1	126.7	253.0	298.8
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	0.8	18.1	13.5	50.1	9.8
영업이익 증감률	-9.4	-18.1	-42.7	96.7	16.4
EBITDA 증감률	-4.6	-10.5	-24.8	51.6	11.7
지배주주손익의 증감률	-5.8	-18.8	-34.7	99.7	18.1
EPS 증감률	-5.8	-18.8	-34.7	99.7	18.1
매출총이익률(%)	81.2	74.0	63.2	57.8	55.7
영업이익률(%)	19.2	13.3	6.7	8.8	9.3
EBITDA Margin(%)	27.5	20.8	13.8	13.9	14.2
지배주주손익률(%)	12.8	8.8	5.1	6.8	7.3

현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	435.3	377.5	216.8	252.8	388.3
당기손익	287.4	243.0	161.2	296.7	344.9
비현금항목의 가감	267.7	310.5	185.2	198.9	206.1
유형자산감가상각비	153.4	174.6	185.6	201.2	208.4
무형자산감가상각비	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
자본법평가손익	-67.4	-27.0	-38.0	-40.0	-40.0
기타	180.1	161.3	35.9	36.0	36.0
영업활동자산부채증감	-25.3	-45.4	-61.2	-146.1	-60.2
매출채권및기타채권의감소	-14.9	20.9	-4.2	-157.3	-78.1
재고자산의감소	-54.1	-71.0	-93.6	-139.0	-40.8
매입채무및기타채무의증가	31.3	9.6	36.5	150.3	58.7
기타	12.4	-4.9	0.1	-0.1	0.0
기타현금흐름	-94.5	-130.6	-68.4	-96.7	-102.5
투자활동 현금흐름	-134.1	-502.0	-402.0	-302.0	-302.0
유형자산의 취득	-221.3	-273.5	-400.0	-300.0	-300.0
유형자산의 처분	0.1	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손취득	0.0	-0.1	-2.0	-2.0	-2.0
투자자산의감소(증가)	46.6	36.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-34.5	-243.6	0.0	0.0	0.0
기타	75.0	-22.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-146.5	-62.9	295.6	-26.0	-164.0
차입금의 증가(감소)	-121.1	22.0	359.8	38.0	-100.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-17.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-18.0	-20.3	-22.3	-22.1	-22.1
기타	-7.4	-47.6	-41.9	-41.9	-41.9
기타현금흐름	0.0	0.0	74.5	102.6	108.4
현금 및 현금성자산의 순증가	154.6	-187.4	184.9	27.5	30.7
기초현금 및 현금성자산	86.4	241.0	53.7	238.6	266.0
기말현금 및 현금성자산	241.0	53.7	238.6	266.0	296.8

자료: 키움증권 리서치

(단위: 십억원)

재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,258.8	1,365.3	1,648.1	1,971.9	2,121.6
현금 및 현금성자산	241.0	53.7	238.6	266.1	296.9
단기금융자산	229.4	473.1	473.1	473.1	473.1
매출채권 및 기타채권	646.2	635.7	639.9	797.3	875.4
재고자산	114.6	183.7	277.3	416.3	457.1
기타유동자산	257.0	492.2	492.3	492.2	492.2
비유동자산	5,729.8	6,257.8	6,510.5	6,649.6	6,781.4
투자자산	718.7	682.3	720.3	760.3	800.3
유형자산	4,893.7	5,059.3	5,273.8	5,372.5	5,464.1
무형자산	42.3	40.9	41.2	41.5	41.8
기타비유동자산	75.1	475.3	475.2	475.3	475.2
자산총계	6,988.6	7,623.1	8,158.6	8,621.5	8,903.0
유동부채	1,293.2	1,443.4	1,879.7	2,068.0	2,026.8
매입채무 및 기타채무	910.5	950.7	987.2	1,137.5	1,196.2
단기금융부채	0.0	61.2	461.0	499.0	399.0
기타유동부채	382.7	431.5	431.5	431.5	431.6
비유동부채	866.3	1,200.4	1,160.4	1,160.4	1,160.4
장기금융부채	499.1	871.4	831.4	831.4	831.4
기타비유동부채	367.2	329.0	329.0	329.0	329.0
부채총계	2,159.5	2,643.8	3,040.1	3,228.4	3,187.1
자본자본	4,132.5	4,242.0	4,346.7	4,577.6	4,854.3
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타자본	-127.2	-144.2	-144.2	-144.2	-144.2
기타포괄손익누계액	29.7	8.7	8.7	8.7	8.7
이익잉여금	3,500.9	3,648.4	3,753.0	3,984.0	4,260.7
비지배자본	696.6	737.3	771.8	815.5	861.6
자본총계	4,829.1	4,979.3	5,118.4	5,393.1	5,715.9

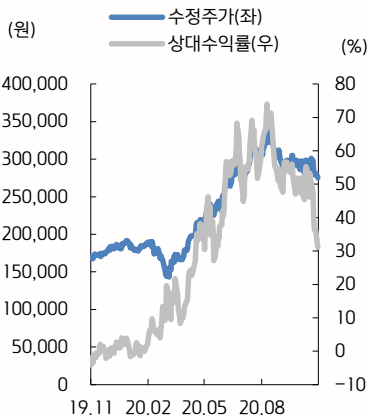
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당이익(원)					
EPS	10,211	8,296	5,416	10,812	12,766
BPS	176,584	181,263	185,735	195,604	207,426
CFPS	23,718	23,653	14,804	21,178	23,544
DPS	900	1,000	1,000	1,000	1,000
주기배수(배)					
PER	8.9	10.0	13.0	6.5	5.5
PER(최고)	11.8	12.8	16.9		
PER(최저)	8.1	8.1	9.7		
PBR	0.51	0.46	0.38	0.36	0.34
PBR(최고)	0.69	0.58	0.49		
PBR(최저)	0.47	0.37	0.28		
PSR	1.14	0.88	0.66	0.44	0.40
PCFR	3.8	3.5	4.8	3.3	3.0
EV/EBITDA	5.6	5.8	7.5	5.1	4.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주 현금)	7.1	9.2	13.7	7.4	6.4
배당수익률(% , 보통주 현금)	1.0	1.2	1.4	1.4	1.4
ROA	4.2	3.3	2.0	3.5	3.9
ROE	5.9	4.6	3.0	5.7	6.3
ROIC	4.7	4.0	2.2	4.6	5.2
매출채권회전율	2.9	3.4	3.9	5.2	4.9
재고자산회전율	21.3	14.7	10.8	10.8	9.4
부채비율	44.7	53.1	59.4	59.9	55.8
순차입금비용	0.6	-0.1	3.3	3.3	0.9
이자보상배율(현금)	24.3	16.3	6.7	12.9	16.2
총차입금	499.1	521.4	881.3	919.3	819.3
순차입금	28.7	-5.3	169.6	180.1	49.3
NOPLAT	208.0	188.0	114.2	245.6	291.1
FCF	116.4	46.1	-161.7	0.5	139.1

(단위: 원, 백, %)

NAVER(035420): 단기적 이익률 감소보다 확장성을 보자

주가(11/18): 281,000원/TP: 390,000원

KOSPI (11/18)	2,545.64pt	
시가총액	461,580억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	339,000원	143,000원
최고/최저가대비	-17.1%	96.5%
주가수익률	절대	상대
	1M	-4.3%
	6M	30.7%
	1Y	65.8%
		-11.9%
		-0.5%
		38.4%
발행주식수	164,263천주	
일평균 거래량(3M)	863천주	
외국인 지분율	55.6%	
배당수익률(2020E)	0.1%	
BPS(2020E)	44,198원	
주요 주주	국민연금	12.1%



◎ 단기적 투자확대로 이익률 소폭 하락 전망

- 코로나19의 영향이 아직 남아있는 내년 상반기까지 투자가 확대됨에 따라 이익률 부진은 지속 전망
- 웹툰은 일본시장과 북미/유럽시장의 유저 폭 확대를 동시에 진행할 계획
- 핀테크와 네이버페이의 오프라인결제 확대 등으로 전방위적인 투자 진행

◎ 확장성 지표가 내년에 중요하게 자리매김 할 것

- 일본 경영통합이 진행되는 3월 이후 해외지역 확장정책이 두드러질 것으로 전망
- 급성장하는 클라우드 매출, 교육부문 확대와 더불어 공공부문, 스마트시티 거점 확대 기대
- 투자된 사업에서의 지표 상승이 중요한 키가 될 것으로 전망

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 390,000원 유지: 인터넷업종 Top Pick 유지

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,586.9	6,593.4	6,465.9	6,182.9	7,315.5
영업이익	942.5	710.1	1,060.8	1,366.0	1,808.9
EBITDA	1,203.6	1,208.1	1,587.7	1,884.2	2,363.9
세전이익	1,111.7	866.7	1,164.2	1,662.1	1,448.2
순이익	627.9	396.8	741.2	1,108.1	1,448.2
지배주주지분순이익	648.8	583.1	1,000.6	1,218.9	1,593.0
EPS(원)	3,937	3,538	6,088	7,421	9,698
증감률(% YoY)	-16.1	-10.1	72.1	21.9	30.7
PER(배)	31.0	52.7	45.2	37.1	28.4
PBR(배)	3.84	5.29	6.22	5.28	4.41
EV/EBITDA(배)	14.9	24.4	26.2	23.0	17.6
영업이익률(%)	16.9	10.8	16.4	22.1	24.7
ROE(%)	13.0	10.6	15.3	15.4	16.9
순차입금비율(%)	-48.0	-31.0	-52.9	-25.2	-37.0

자료: 키움증권 리서치

NAVER(035420)

◎ NAVER 실적 Table(Line중단손익 반영)

(단위: 십억원)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1,470.5	1,371.7	1,504.4	1,595.4	1,711.3	4,356.3	5,262.0	6,182.9
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	738.2	678.6	713.8	747.4	777.0	2,654.7	2,771.2	2,916.8
커머스	231.2	256.2	285.4	320.8	306.2	339.4	378.0	424.9	792.1	1,093.6	1,448.6
핀테크	137.6	164.7	174.0	177.9	166.9	199.8	211.1	215.8	406.6	654.2	793.7
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	137.5	127.6	154.2	157.1	187.8	309.3	458.8	626.6
클라우드	47.8	64.0	76.3	96.1	92.4	97.2	101.8	105.8	193.6	284.2	397.3
영업비용	862.9	968.0	1,069.1	1,153.5	1,094.3	1,196.8	1,238.3	1,287.5	3,201.2	4,053.5	4,816.9
플랫폼개발/운영	282.9	289.7	311.7	330.9	348.4	356.8	383.8	407.5	1,028.9	1,215.2	1,496.5
대행/파트너	377.2	427.5	457.0	506.3	453.4	497.3	527.4	565.7	1,393.1	1,768.0	2,043.8
인프라	110.9	136.1	144.8	152.2	147.4	164.7	175.2	171.0	421.2	544.0	658.2
마케팅	91.9	114.7	155.6	164.1	145.1	178.1	151.9	143.3	358.0	526.3	618.4
영업이익	291.8	308.0	291.7	317.0	277.5	307.6	357.0	423.9	1,155.1	1,208.5	1,366.0
영업이익률	25.3%	24.1%	21.4%	21.6%	20.2%	20.4%	22.4%	24.8%	26.5%	23.0%	22.1%
YOY											
매출액	16.3%	17.2%	24.2%	24.7%	18.8%	17.9%	17.2%	16.4%		20.8%	17.5%
영업비용	22.8%	23.3%	32.1%	27.7%	26.8%	23.6%	15.8%	11.6%		26.6%	18.8%
영업이익	0.7%	1.6%	1.8%	15.1%	-4.9%	-0.1%	22.4%	33.7%		4.6%	13.0%

자료: NAVER, 키움증권 리서치센터

주: 해당 실적Table은 실적연속성에 대한 편의제공을 위해 Line중단손익을 전부 반영한 추정실적으로 재무재표 상의 실적과 상이

재무제표

포괄손익계산서					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,586.9	6,593.4	6,465.9	6,182.9	7,315.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	5,586.9	6,593.4	6,465.9	6,182.9	7,315.5
판매비	4,644.4	5,883.3	5,405.1	4,816.9	5,506.6
영업이익	942.5	710.1	1,060.8	1,366.0	1,808.9
EBITDA	1,203.6	1,208.1	1,587.7	1,884.2	2,363.9
영업외손익	169.1	156.7	103.4	296.1	352.6
이자수익	27.2	16.4	22.8	15.5	21.9
이자비용	13.7	34.9	27.4	27.4	27.4
외환관련이익	46.2	55.0	55.0	55.0	55.0
외환관련손실	48.4	69.1	69.1	69.1	69.1
중속 및 관계기업손익	-85.1	-64.4	-64.4	75.6	125.6
기타	242.9	253.7	186.5	246.5	246.6
법인세차감전이익	1,111.7	866.7	1,164.2	1,662.1	2,161.5
법인세비용	488.8	466.3	407.5	548.5	713.3
계속사업순손익	622.9	400.4	756.8	1,113.6	1,448.2
당기순이익	627.9	396.8	741.2	1,108.1	1,448.2
지배주주순이익	648.8	583.1	1,000.6	1,218.9	1,593.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	19.4	18.0	-1.9	-4.4	18.3
영업이익 증감율	-20.1	-24.7	49.4	28.8	32.4
EBITDA 증감율	-13.1	0.4	31.4	18.7	25.5
지배주주순이익 증감율	-16.1	-10.1	71.6	21.8	30.7
EPS 증감율	-16.1	-10.1	72.1	21.9	30.7
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	16.9	10.8	16.4	22.1	24.7
EBITDA Margin(%)	21.5	18.3	24.6	30.5	32.3
지배주주순이익률(%)	11.6	8.8	15.5	19.7	21.8

현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	879.5	1,356.8	879.2	3,241.0	2,236.5
당기순이익	627.9	396.8	741.2	1,108.1	1,448.2
비현금항목의 가감	607.1	872.6	857.8	857.4	1,002.5
유형자산감가상각비	228.0	460.3	479.3	488.2	536.0
무형자산감가상각비	33.1	37.7	47.6	30.1	19.0
자본법평가손익	-378.5	-209.0	-64.4	-204.4	-254.4
기타	724.5	583.6	395.3	543.5	701.9
영업활동자산부채증감	220.2	566.5	-328.5	1,815.1	483.8
매출채권및기타채권의감소	48.8	-55.8	95.4	79.0	-186.9
채고자산의감소	0.0	0.0	1.1	2.4	-9.5
매입채무및기타채무의증가	51.6	178.3	771.2	595.0	713.9
기타	119.8	444.0	-1,196.2	1,138.7	-33.7
기타현금흐름	-481.7	-479.1	-391.3	-539.6	-698.0
투자활동 현금흐름	-388.3	-1,078.1	895.7	-4,905.2	-456.2
유형자산의 취득	-535.0	-435.9	-500.0	-600.0	-700.0
유형자산의 처분	17.7	6.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손익	-42.1	-7.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-945.1	-1,304.1	1,018.7	-4,681.3	-131.3
단기금융자산의감소(증가)	987.2	330.4	-18.6	-19.5	-20.5
기타	129.0	395.8	395.6	395.6	395.6
재무활동 현금흐름	751.0	52.3	364.7	-7.0	-7.0
차입금의 증가(감소)	730.7	144.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-129.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-124.5	-93.7	500.4	0.0	0.0
배당금지급	-42.5	-46.9	-54.7	-55.4	-55.4
기타	187.3	48.4	48.4	48.4	48.4
기타현금흐름	79.1	86.6	-55.0	-180.5	-180.5
현금 및 현금성자산의 순증가	1,415.3	417.6	1,589.2	-1,851.7	1,592.9
기초현금 및 현금성자산	1,907.6	3,322.9	3,740.5	5,329.7	3,478.1
기말현금 및 현금성자산	3,322.9	3,740.5	5,329.7	3,478.1	5,071.0

자료: 키움증권 리서치

(단위: 십억원)

재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	5,385.6	5,643.7	10,250.3	5,298.2	7,141.9
현금 및 현금성자산	3,322.9	3,740.5	5,329.9	3,478.5	5,071.5
단기금융자산	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	1,093.8	1,194.6	1,099.2	1,020.2	1,207.1
채고자산	57.4	55.1	54.0	51.7	61.2
기타유동자산	911.5	653.5	3,767.2	747.8	802.1
비유동자산	4,495.6	6,655.8	5,465.8	10,304.4	10,706.3
투자자산	1,387.7	2,247.7	3,487.4	2,404.3	7,161.2
유형자산	1,457.3	1,596.3	1,617.0	1,728.8	1,892.8
무형자산	307.0	341.4	213.8	183.7	164.7
기타비유동자산	1,343.6	2,470.4	147.6	5,987.6	1,487.6
자산총계	9,881.2	12,299.5	15,716.0	15,602.6	17,848.2
유동부채	2,619.7	3,773.1	6,443.9	5,138.9	5,852.8
매입채무 및 기타채무	1,548.5	2,203.5	2,974.8	3,569.7	4,283.7
단기금융부채	0	7	170	170	170
기타유동부채	1,071.2	1,562.2	3,299.5	3,299.5	3,399.5
비유동부채	1,312.4	2,022.5	1,572.5	1,572.5	1,572.5
장기금융부채	5	3	564	114	114
기타비유동부채	1,307.8	2,019.7	1,008.9	1,458.9	1,458.9
부채총계	3,932.1	5,795.6	8,016.4	6,711.4	7,425.3
자본금	5,240.3	5,805.2	7,260.1	8,562.3	10,238.6
자본잉여금	16.5	16.5	16.4	16.4	16.4
자본잉여금	1,541.0	1,575.3	1,446.0	1,446.0	1,446.0
기타자본	-1,324.6	-1,407.5	-907.2	-907.2	-907.2
기타포괄손익누계액	-221.8	-91.1	47.6	186.4	325.1
이익잉여금	5,229.2	5,712.1	6,657.2	7,820.7	9,358.3
비지배지분	708.9	698.7	439.3	328.5	183.7
자본총계	5,949.1	6,503.9	7,699.4	8,890.8	10,422.3

(단위: 십억원)

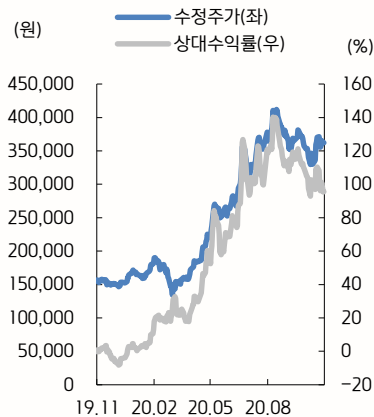
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,937	3,538	6,088	7,421	9,698
BPS	31,795	35,223	44,198	52,126	62,331
CFPS	7,493	7,702	9,729	11,966	14,919
DPS	314	376	376	376	376
주기배수(배)					
PER	31.0	52.7	45.2	37.1	28.4
PER(최고)	49.5	53.7	57.0		
PER(최저)	26.4	30.1	22.2		
PBR	3.84	5.29	6.22	5.28	4.41
PBR(최고)	6.13	5.39	7.85		
PBR(최저)	3.27	3.02	3.05		
PSR	3.60	4.66	6.99	7.31	6.17
PCFR	16.3	24.2	28.3	23.0	18.4
EV/EBITDA	14.9	24.4	26.2	23.0	17.6
주요비율(%)					
배당성향(%, 보통주, 현금)	7.3	13.8	7.5	5.0	3.8
배당수익률(%, 보통주, 현금)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
ROA	7.0	3.6	5.3	7.1	8.7
ROE	13.0	10.6	15.3	15.4	16.9
ROIC	53.8	24.7	49.8	145.6	-297.3
매출채권회전율	5.3	5.8	5.6	5.8	6.6
채고자산회전율	119.3	117.2	118.5	110.0	129.7
부채비율	66.1	89.1	104.1	75.5	71.2
순차입금비용	-48.0	-31.0	-52.9	-25.2	-37.0
이자보상배율(현금)	68.7	20.4	38.7	49.9	66.0
총차입금	1,171.7	2,095.1	1,645.1	1,645.1	1,645.1
순차입금	-2,853.7	-2,017.5	-4,075.5	-2,243.6	-3,857.2
NOPLAT	1,203.6	1,208.1	1,587.7	1,884.2	2,363.9
FCF	419.3	845.5	388.0	2,648.6	1,550.8

(단위: 원, 백 %)

카카오(035720): 전부문 성장에도 중요해지는 광고

주가(11/18): 365,500원 TP: 420,000원

KOSPI (11/18)	2,545.64pt	
시가총액	322,662억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	412,000원	134,000원
최고/최저가대비	-11.3%	172.8%
주가수익률	절대	상대
	1M	2.2%
	6M	65.4%
	1Y	133.5%
발행주식수	88,280천주	
일평균 거래량(3M)	781천주	
외국인 지분율	32.0%	
배당수익률(2020E)	0.0%	
BPS(2020E)	63,476원	
주요 주주	김범수 외 29인	25.6%



◎ 커머스의 성장과 웹툰의 경이적인 성과 확대 기대

- 커머스는 올해 거래건수가 급격하게 증가, 내년은 럭셔리제품군으로의 카테고리 확대에 이익 확대에 집중
- 웹툰은 카카오페이지, 픽코마 합산 올해 거래액 9,000억원 수준에 이를 것으로 전망

◎ 특비즈 광고의 성장성 지속

- 비즈보드 상시화로 연말 일매출 10억원 수준까지 성장 전망
- 샵탐을 활용한 인벤토리가 확대됨에 따라 내년에도 추가적인 성장성 확보
- 카카오TV 및 카카오Live커머스를 통한 인벤토리도 확대되면서 비즈보드 중심에서 특비즈 전반적인 성장이 가능할 것으로 기대

◎ 투자의견 Outperform, 목표주가 420,000원 유지

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,417.0	3,070.1	4,122.8	5,145.1	5,805.4
영업이익	72.9	206.8	457.6	690.2	873.8
EBITDA	208.0	425.6	685.8	903.9	1,080.3
세전이익	130.7	-234.3	577.9	736.4	934.8
순이익	15.9	-341.9	413.2	537.6	701.1
지배주주지분순이익	47.9	-301.0	392.5	510.7	666.0
EPS(원)	613	-3,585	4,482	5,785	7,544
증감률(% YoY)	-61.7	적전	흑전	29.1	30.4
PER(배)	168.0	-42.8	80.8	62.6	48.0
PBR(배)	1.67	2.53	5.70	5.24	4.73
EV/EBITDA(배)	36.2	28.9	45.1	33.9	27.9
영업이익률(%)	3.0	6.7	11.1	13.4	15.1
ROE(%)	1.0	-5.8	7.2	8.7	10.4
순차입금비율(%)	-27.5	-25.1	-25.3	-28.3	-32.2

자료: 키움증권 리서치

카카오(035720)

◎ 카카오 실적 Table

(단위: 십억원)

(억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	8,684	9,529	11,004	12,011	11,916	12,621	12,996	13,918	30,701	41,228	51,451
- 독비즈	2,247	2,484	2,844	3,310	3,267	3,555	3,590	3,931	6,498	10,886	14,344
- 포털비즈	1,166	1,175	1,212	1,258	1,235	1,250	1,285	1,360	5,236	4,810	5,130
- 신사업	1,005	1,268	1,488	1,719	1,805	1,967	2,046	2,291	2,613	5,480	8,109
- 콘텐츠	4,266	4,602	5,460	5,724	5,609	5,849	6,074	6,335	16,354	20,052	23,867
- 게임 콘텐츠	968	1,075	1,504	1,456	1,377	1,424	1,624	1,677	3,974	5,002	6,102
- 뮤직 콘텐츠	1,507	1,510	1,557	1,597	1,517	1,563	1,555	1,617	5,866	6,172	6,252
- 유료 콘텐츠	970	1,190	1,484	1,670	1,753	1,876	1,894	1,989	2,972	5,314	7,512
- IP비즈니스/기타	819	827	915	1,002	962	986	1,001	1,051	3,541	3,564	4,001
영업비용	7,802	8,551	9,802	10,498	10,338	10,859	11,335	12,018	28,634	36,651.7	44,549.0
- 인건비	1,987	2,165	2,393	2,690	2,437	2,595	2,713	3,052	7,015	9,235	10,797
- 상각비	587	616	668	671	678	693	715	760	2,206	2,542	2,846
- 매출연동비	3,817	4,095	4,637	4,902	4,973	5,277	5,473	5,612	13,680	17,451	21,335
- 외주/인프라	921	1,066	1,139	1,211	1,255	1,315	1,377	1,402	3,601	4,337	5,349
- 기타	191	223	203	252	263	284	301	341	620	869	1,189
영업이익	882	978	1,202	1,513	1,578	1,762	1,661	1,900	2,067	4,576	6,902
영업이익률	10.2%	10.3%	10.9%	12.6%	13.2%	14.0%	12.8%	13.6%	6.7%	11.1%	13.4%

자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액	2,417.0	3,070.1	4,122.8	5,145.1	5,805.4	
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
매출총이익	2,417.0	3,070.1	4,122.8	5,145.1	5,805.4	
판매비	2,344.0	2,863.3	3,665.2	4,454.9	4,931.6	
영업이익	72.9	206.8	457.6	690.2	873.8	
EBITDA	208.0	425.6	685.8	903.9	1,080.3	
영업외손익	57.7	-441.0	120.3	46.2	61.0	
이자수익	41.8	31.7	33.3	38.0	45.0	
이자비용	9.4	12.8	12.8	12.8	12.8	
외환관련이익	34.3	22.1	15.5	0.0	0.0	
외환관련손실	11.9	8.9	4.0	0.0	0.0	
중속 및 관계기업손익	6.7	-19.8	42.0	53.9	61.7	
기타	-3.8	-453.3	46.3	-32.9	-32.9	
법인세차감전이익	130.7	-234.3	577.9	736.4	934.8	
법인세비용	114.8	107.7	164.7	198.8	233.7	
계속사업순이익	15.9	-341.9	413.2	537.6	701.1	
당기순이익	15.9	-341.9	413.2	537.6	701.1	
지배주주순이익	47.9	-301.0	392.5	510.7	666.0	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	22.5	27.0	34.3	24.8	12.8	
영업이익 증감률	-55.9	183.7	121.3	50.8	26.6	
EBITDA 증감률	-29.5	104.6	61.1	31.8	19.5	
지배주주순이익 증감률	-55.9	-728.4	-230.4	30.1	30.4	
EPS 증감률	-61.7	적전	흡전	29.1	30.4	
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률(%)	3.0	6.7	11.1	13.4	15.1	
EBITDA Margin(%)	8.6	13.9	16.6	17.6	18.6	
지배주주순이익률(%)	2.0	-9.8	9.5	9.9	11.5	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	491.5	752.7	824.5	945.8	1,076.4	
당기순이익	0.0	0.0	413.2	537.6	701.1	
비현금항목의 가감	148.0	694.6	766.9	769.9	782.9	
유형자산감가상각비	67.7	139.1	155.0	143.8	138.9	
무형자산감가상각비	67.4	79.7	73.2	69.9	67.6	
지분법평가손익	-84.2	-96.6	-104.6	-116.5	-124.3	
기타	97.1	572.4	643.3	672.7	700.7	
영업활동자산부채증감	329.3	370.8	17.5	40.9	22.9	
매출채권및기타채권의감소	-1.5	39.2	-44.9	-30.2	-59.4	
재고자산의감소	-9.0	-19.2	-17.0	-16.5	-10.6	
매입채무및기타채무의증가	154.4	100.5	81.8	89.5	94.9	
기타	185.4	250.3	-2.4	-1.9	-2.0	
기타현금흐름	14.2	-312.7	-373.1	-402.6	-430.5	
투자활동 현금흐름	-1,260.7	-414.2	-551.2	-462.7	-443.1	
유형자산의 취득	-97.2	-106.4	-134.7	-135.0	-100.0	
유형자산의 처분	11.9	7.1	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 손취득	-45.4	-55.3	-45.0	-50.0	-60.0	
투자자산의감소(증가)	-436.9	-831.4	-311.0	-211.0	-211.0	
단기금융자산의감소(증가)	-424.5	674.1	41.9	35.6	30.2	
기타	-268.6	-102.3	-102.4	-102.3	-102.3	
재무활동 현금흐름	890.5	322.2	114.4	112.9	112.9	
차입금의 증가(감소)	-136.1	-91.3	0.0	0.0	0.0	
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	1,050.9	299.9	1.0	0.0	0.0	
자기유식처분(취득)	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
배당금지급	-13.5	-10.3	-10.4	-10.9	-10.9	
기타	-10.6	123.9	123.8	123.8	123.8	
기타현금흐름	9.0	10.5	-233.6	-233.6	-233.6	
현금 및 현금성자산의 순증가	130.2	671.2	154.2	362.5	512.7	
기초현금 및 현금성자산	1,116.8	1,247.0	1,918.2	2,072.4	2,434.9	
기말현금 및 현금성자산	1,247.0	1,918.2	2,072.4	2,434.9	2,947.5	

자료: 키움증권 리서치

재무상태표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	2,859.0	2,829.7	3,005.9	3,381.3	3,935.8	
현금 및 현금성자산	1,247.0	1,918.2	2,072.4	2,434.9	2,947.5	
단기금융자산	953.1	279.0	237.2	201.6	171.4	
매출채권 및 기타채권	398.2	388.0	432.9	463.1	522.5	
재고자산	35.8	49.4	66.4	82.9	93.5	
기타유동자산	224.9	195.1	197.0	198.8	200.9	
비유동자산	5,100.6	5,907.6	6,212.2	6,448.5	6,674.7	
투자자산	816.1	1,627.7	1,980.8	2,245.8	2,518.6	
유형자산	314.8	349.8	329.5	320.8	281.8	
무형자산	3,865.3	3,548.4	3,520.3	3,500.3	3,492.7	
기타비유동자산	104.4	381.7	381.6	381.6	381.6	
자산총계	7,959.5	8,737.3	9,218.0	9,829.8	10,610.5	
유동부채	1,909.3	2,133.8	2,215.6	2,305.1	2,400.0	
매입채무 및 기타채무	612.9	677.2	759.0	848.5	943.5	
단기금융부채	609.5	516.7	516.7	516.7	516.7	
기타유동부채	686.9	939.9	939.9	939.9	939.9	
비유동부채	293.2	563.8	563.8	563.8	563.8	
장기금융부채	45.0	237.3	237.3	237.3	237.3	
기타비유동부채	248.2	326.5	326.5	326.5	326.5	
부채총계	2,332.4	2,997.1	3,078.9	3,168.4	3,264.4	
자본금	5,136.9	5,225.4	5,603.7	6,099.1	6,749.8	
자본잉여금	41.7	43.2	44.2	44.2	44.2	
기타자본	4,647.5	5,043.2	5,043.2	5,043.2	5,043.2	
자본잉여금	1.5	7.2	7.2	7.2	7.2	
기타포괄손익누계액	-7.3	-16.4	-20.8	-25.2	-29.5	
이익잉여금	453.4	148.2	529.8	1,029.6	1,684.7	
비지배자본	490.3	514.8	535.4	562.3	597.4	
자본총계	5,627.2	5,740.1	6,139.1	6,661.4	7,347.2	

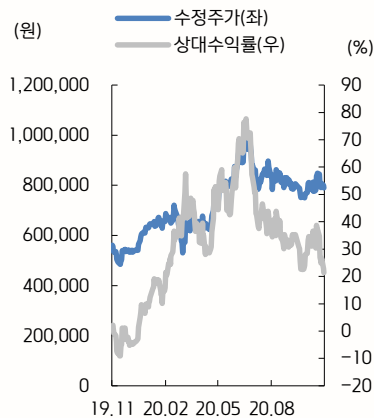
투자지표		(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
주당이익(원)						
EPS	613	-3,585	4,482	5,785	7,544	
BPS	61,602	60,603	63,476	69,088	76,460	
CFPS	2,099	4,200	13,474	14,811	16,809	
DPS	127	127	127	127	127	
주가배수(배)						
PER	168.0	-42.8	80.8	62.6	48.0	
PER(최고)	265.1	-44.3	93.8			
PER(최저)	140.3	-26.0	28.4			
PBR	1.67	2.53	5.70	5.24	4.73	
PBR(최고)	2.64	2.62	6.62			
PBR(최저)	1.40	1.54	2.01			
PSR	3.33	4.20	7.69	6.21	5.50	
PCFR	49.1	36.5	26.9	24.4	21.5	
EV/EBITDA	36.2	28.9	45.1	33.9	27.9	
주요비율(%)						
배당성향(%, 보통주 현금)	63.3	-3.0	2.6	2.0	1.6	
배당수익률(%, 보통주 현금)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	
ROA	0.2	-4.1	4.6	5.6	6.9	
ROE	1.0	-5.8	7.2	8.7	10.4	
ROIC	-0.6	5.6	10.2	16.1	21.4	
매출채권회전율	8.4	7.8	10.0	11.5	11.8	
재고자산회전율	84.2	72.0	71.2	68.9	65.8	
부채비용	41.4	52.2	50.2	47.6	44.4	
순차입금비용	-27.5	-25.1	-25.3	-28.3	-32.2	
이자상환비율(현금)	7.8	16.1	35.7	53.9	68.2	
총차입금	654.5	753.9	753.9	753.9	753.9	
순차입금	-1,545.7	-1,443.3	-1,555.6	-1,882.5	-2,365.0	
NOPLAT	208.0	425.6	685.8	903.9	1,080.3	
FCF	313.0	626.7	393.2	573.4	724.8	



엔씨소프트(036570): 막힘이 없을 성장성

주가(11/18): 800,000원 TP: 1,100,000원

KOSPI (11/18)	2,545.64pt	
시가총액	175,632억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	995,000원	485,000원
최고/최저가대비	-19.6%	64.9%
주가수익률	절대	상대
	1M	4.3%
	6M	10.0%
	1Y	42.6%
발행주식수	21,954천주	
일평균 거래량(3M)	105천주	
외국인 지분율	48.0%	
배당수익률(2020E)	1.0%	
BPS(2020E)	133,086원	
주요 주주	김택진 외 9인	12.0%



◎ 3Q실적을 통해 본 엔씨소프트 게임의 장기흥행 가능성

- 리니지M의 매출 반등은 엔씨소프트 게임의 모바일 장기흥행을 입증, 리니지2M도 업데이트를 통해 기틀 마련
- 21년도 블소2, 리니지2M 대만, 프로젝트TL, 아이온2 블소2해외 등 다양한 신작 출시가 예정
- 기존 게임의 장기 흥행과 더불어 신작성과가 확보가되는 21년에는 다시 한번 큰 성장이 전망됨

◎ 크로스플레이에 대한 준비는 착실하게 진행 중

- 퍼플 플랫폼을 통해 크로스플레이에 대한 사전 연습은 완료
- 프로젝트TL의 크로스플랫폼 단계적 준비도 향후 동시서비스에 대한 준비 일환으로 판단
- 22년부터는 본격적인 크로스플레이, 크로스플랫폼이 활용되는 프로젝트들이 출시될 것으로 전망

◎ 투자 의견 BUY, 목표주가 1,100,000원으로 게임업종 Top Pick 유지

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,715.1	1,701.2	2,420.5	3,213.4	3,790.8
영업이익	614.9	479.0	848.0	1,320.8	1,598.5
EBITDA	642.8	531.5	931.8	1,382.7	1,644.2
세전이익	637.3	496.2	894.7	1,375.4	1,671.6
순이익	421.5	359.2	673.7	1,038.4	1,262.1
지배주주지분순이익	418.2	358.2	671.9	1,035.6	1,258.6
EPS(원)	19,061	16,320	30,603	47,170	57,329
증감률(% YoY)	-5.2	-14.4	87.5	54.1	21.5
PER(배)	24.5	33.1	25.8	16.7	13.8
PBR(배)	4.32	4.75	5.93	4.67	3.67
EV/EBITDA(배)	14.0	19.7	16.7	10.7	8.4
영업이익률(%)	35.9	28.2	35.0	41.1	42.2
ROE(%)	16.4	14.7	24.8	31.2	29.9
순차입금비율(%)	-51.1	-56.3	-61.8	-68.4	-74.4

자료: 키움증권 리서치

엔씨소프트(036570)

◎ 엔씨소프트 실적 Table

(단위: 십억원)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	731	539	585	566	701	863	869	781	1,701	2,420	3,213
게임 매출액	678	476	526	514	652	805	814	733	1,504	2,195	3,003
리니지	45	34	50	45	43	33	48	44	174	174	169
리니지2	26	26	26	29	29	28	29	32	94	108	119
아이온	10	8	8	12	8	7	7	10	46	39	32
블레이드앤소울	20	20	17	18	19	19	17	17	84	75	72
길드워2(확장팩)	13	16	19	19	12	14	17	18	59	66	61
기타(모바일, 신작)	565	373	406	390	540	703	696	612	1,047	1,733	2,551
로열티 매출액	53	62	59	51	49	58	55	48	198	225	210
영업비용	490	330	367	386	472	488	470	463	1,222	1,573	1,893
매출변동비 및 기타	223	139	162	168	203	249	251	226	508	693	929
인건비	212	162	159	170	214	189	169	191	555	703	762
마케팅비	40	13	30	33	38	30	31	29	107	115	128
감가상각비	15	16	16	15	18	19	20	18	52	62	74
영업이익	241	209	218	180	229	375	399	318	479	848	1,321
영업이익률	33%	39%	37%	32%	33%	43%	46%	41%	28%	35%	41%

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서		(단위 : 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액	1,715.1	1,701.2	2,420.5	3,213.4	3,790.8	
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
매출총이익	1,715.1	1,701.2	2,420.5	3,213.4	3,790.8	
판매비	1,100.2	1,222.2	1,572.5	1,892.6	2,192.3	
영업이익	614.9	479.0	848.0	1,320.8	1,598.5	
EBITDA	642.8	531.5	931.8	1,382.7	1,644.2	
영업외손익	22.4	17.2	46.7	54.6	73.1	
이자수익	29.3	33.6	41.2	55.1	73.6	
이자비용	3.3	8.4	8.9	8.9	8.9	
외환관련이익	28.0	38.3	38.3	38.3	38.3	
외환관련손실	12.0	16.5	16.5	16.5	16.5	
중속 및 관계기업손익	-2.4	-19.3	-5.0	-5.0	-5.0	
기타	-17.2	-10.5	-2.4	-8.4	-8.4	
법인세차감전이익	637.3	496.2	894.7	1,375.4	1,671.6	
법인세비용	215.9	137.0	221.0	337.0	409.5	
계속사업순이익	421.5	359.2	673.7	1,038.4	1,262.1	
당기순이익	421.5	359.2	673.7	1,038.4	1,262.1	
지배주주순이익	418.2	358.2	671.9	1,035.6	1,258.6	
증감률 및 수익률 (%)						
매출액 증감률	-2.5	-0.8	42.3	32.8	18.0	
영업이익 증감률	5.1	-22.1	77.0	55.8	21.0	
EBITDA 증감률	4.5	-17.3	75.3	48.4	18.9	
지배주주순이익 증감률	-5.2	-14.3	87.6	54.1	21.5	
EPS 증감률	-5.2	-14.4	87.5	54.1	21.5	
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률(%)	35.9	28.2	35.0	41.1	42.2	
EBITDA Margin(%)	37.5	31.2	38.5	43.0	43.4	
지배주주순이익률(%)	24.4	21.1	27.8	32.2	33.2	

현금흐름표		(단위 : 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	352.8	392.2	571.6	951.3	1,194.5	
당기순이익	421.5	359.2	673.7	1,038.4	1,262.1	
비현금항목의 가감	232.6	200.4	227.8	307.9	345.9	
유형자산감가상각비	25.5	51.2	82.5	60.6	44.6	
무형자산감가상각비	2.4	1.2	1.3	1.2	1.2	
지분법평가손익	-12.3	-19.3	0.0	0.0	0.0	
기타	217.0	167.3	144.0	246.1	300.1	
영업활동자산부채증감	-55.5	-70.8	-144.9	-108.0	-72.3	
매출채권및기타채권의감소	45.3	-106.1	-114.4	-126.1	-91.8	
재고자산의감소	-0.5	-1.1	-0.9	-1.0	-0.7	
매입채무및기타채무의증가	-0.6	2.8	23.8	26.5	28.7	
기타	-99.7	33.6	-53.4	-7.4	-8.5	
기타현금흐름	-245.8	-96.6	-185.0	-287.0	-341.2	
투자활동 현금흐름	-68.3	-234.2	-464.4	-548.9	-653.6	
유형자산의 취득	-26.7	-51.0	0.0	0.0	0.0	
유형자산의 처분	1.0	0.8	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 손취득	-4.1	-2.8	0.0	0.0	0.0	
투자자산의감소(증가)	385.5	205.8	-9.2	-9.2	-9.2	
단기금융자산의감소(증가)	172.3	-284.1	-352.2	-436.7	-541.4	
기타	-459.7	-102.9	-103.0	-103.0	-103.0	
재무활동 현금흐름	-424.4	-45.7	-133.9	-180.9	-180.9	
차입금의 증가(감소)	5.0	105.2	0.0	0.0	0.0	
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자기유치채취(취득)	-274.6	0.0	0.0	0.0	0.0	
배당금지급	-154.7	-124.6	-107.6	-154.6	-154.6	
기타	-0.1	-26.3	-26.3	-26.3	-26.3	
기타현금흐름	1.5	5.5	75.6	75.6	75.6	
현금 및 현금성자산의 순증가	-1.7	117.9	48.9	297.1	435.6	
기초현금 및 현금성자산	187.3	185.6	303.4	352.3	649.5	
기말현금 및 현금성자산	185.6	303.4	352.3	649.5	1,085.0	

자료: 키움증권 리서치

재무상태표		(단위 : 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	1,576.4	2,087.9	2,610.7	3,479.1	4,557.2	
현금 및 현금성자산	185.6	303.4	352.4	649.5	1,085.1	
단기금융자산	1,184.6	1,468.8	1,821.0	2,257.7	2,799.2	
매출채권 및 기타채권	179.0	270.6	385.0	511.1	602.9	
재고자산	1.0	2.1	2.9	3.9	4.6	
기타유동자산	26.2	43.0	49.4	56.9	65.4	
비유동자산	1,364.9	1,258.5	1,183.9	1,131.3	1,094.7	
투자자산	949.9	744.2	753.4	762.6	771.8	
유형자산	233.9	350.4	267.9	207.3	162.7	
무형자산	54.4	49.6	48.3	47.1	45.9	
기타비유동자산	126.7	114.3	114.3	114.3	114.3	
자산총계	2,941.3	3,346.4	3,794.7	4,610.4	5,651.9	
유동부채	473.1	449.8	473.6	500.1	528.8	
매입채무 및 기타채무	166.3	194.7	218.5	245.0	273.7	
단기금융부채	155.1	42.7	42.7	42.7	42.7	
기타유동부채	151.7	212.4	212.4	212.4	212.4	
비유동부채	89.2	384.4	384.4	384.4	384.4	
장기금융부채	0.0	315.1	315.1	315.1	315.1	
기타비유동부채	89.2	69.3	69.3	69.3	69.3	
부채총계	562.3	834.2	858.0	884.5	913.3	
자본자본	2,367.7	2,499.2	2,921.8	3,708.1	4,717.5	
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	
자본잉여금	432.6	435.5	435.5	435.5	435.5	
기타자본	-428.2	-437.8	-437.8	-437.8	-437.8	
기타포괄손익누계액	188.5	108.4	13.7	-81.0	-175.7	
이익잉여금	2,163.8	2,382.1	2,899.4	3,780.4	4,884.5	
비지배자본	11.3	13.0	14.8	17.7	21.1	
자본총계	2,379.0	2,512.2	2,936.6	3,725.8	4,738.6	

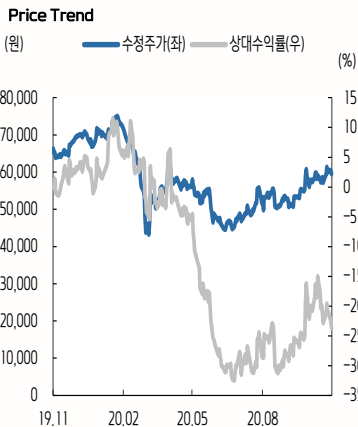
투자지표		(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
주당자료(원)						
EPS	19,061	16,320	30,603	47,170	57,329	
BPS	107,923	113,836	133,086	168,903	214,879	
CFPS	29,813	25,497	41,062	61,326	73,241	
DPS	6,050	5,220	7,500	7,500	7,500	
주가배수(배)						
PER	24.5	33.1	25.8	16.7	13.8	
PER(최고)	27.1	34.5	32.6			
PER(최저)	17.3	26.0	16.5			
PBR	4.32	4.75	5.93	4.67	3.67	
PBR(최고)	4.79	4.95	7.49			
PBR(최저)	3.06	3.73	3.79			
PSR	5.97	6.98	7.16	5.39	4.57	
PCFR	15.6	21.2	19.2	12.9	10.8	
EV/EBITDA	14.0	19.7	16.7	10.7	8.4	
주요비율(%)						
배당성향(%, 보통주 현금)	29.6	30.0	22.9	14.9	12.2	
배당수익률(%, 보통주 현금)	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0	
ROA	13.0	11.4	18.9	24.7	24.6	
ROE	16.4	14.7	24.8	31.2	29.9	
ROIC	200.5	115.1	190.3	272.7	300.2	
매출채권회전율	9.0	7.6	7.4	7.2	6.8	
재고자산회전율	2,260.8	1,105.6	963.7	936.0	888.2	
부채비율	23.6	33.2	29.2	23.7	19.3	
순차입금비용	-51.1	-56.3	-61.8	-68.4	-74.4	
이자당상비용(현금)	184.7	56.9	94.8	147.7	178.7	
총차입금	155.1	357.8	357.8	357.8	357.8	
순차입금	-1,215.2	-1,414.4	-1,815.6	-2,549.4	-3,526.5	
NOPLAT	642.8	531.5	931.8	1,382.7	1,644.2	
FCF	237.9	234.6	577.4	951.1	1,180.3	



이노션(214320): 광고 경기 회복과 캡티브 마케팅 확장

주가(11/18): 58,300원/TP: 80,000원(상향)

KOSPI(11/18)	2,545.64pt	
시가총액	11,660억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	75,000원	43,250원
최고/최저가 대비 등락율	-22.3%	34.8%
상대수익률	절대	상대
	1M	-1.2%
	6M	3.7%
	1Y	-11.1%
발행주식수	20,000천주	
일평균거래량(3M)	81천주	
외국인 지분율	29.3%	
배당수익률(20.E)	2.5%	
BPS(20.E)	40,846원	



◎ 광고 경기 회복과 캡티브 마케팅 확장

- 소비경기 회복으로 광고 경기 턴어라운드 예상. 디지털 광고는 지속 성장하며 BTL 재개 전망
- 캡티브 광고주의 공격적 해외 공략(미국, 중국) 강화
- 제네시스 및 아이오닉의 브랜드 마케팅 확대, 기아차 CI 변경의 모멘텀 존재
- 글로벌 지역적 코로나19 상황 반영되었지만 계열 광고주 기여도가 전체 성장을 주도

◎ 코스트 절감은 이미 완료. 비계열 및 인수합병 시너지도 기대

- 2019년 웰컴사 인수에 따른 비용 증가는 2020년 반영되어 비용 효율화 레버리지 기대
- 인력 효율화 진행으로 2021년 추가 인건비 확장은 제한적
- 글로벌 광고 경기도 회복 가능한 상황으로 2019년 인수한 웰컴사의 비계열 시너지 증가 전망

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,239.2	1,274.3	1,179.4	1,307.5	1,427.8
영업이익	118.2	121.9	106.4	120.1	132.1
EBITDA	125.5	145.2	144.0	160.8	178.8
세전이익	128.7	128.1	114.7	136.1	147.7
순이익	92.4	94.6	82.7	95.9	108.0
지배주주지분순이익	76.8	73.6	72.0	83.4	94.0
EPS(원)	3,842	3,681	3,598	4,171	4,699
증감률(% YoY)	25.0	-4.2	-2.3	15.9	12.6
PER(배)	16.5	19.3	16.5	14.3	12.7
PBR(배)	1.74	1.86	1.46	1.35	1.24
EV/EBITDA(배)	4.6	6.7	4.4	4.3	4.0
영업이익률(%)	9.5	9.6	9.0	9.2	9.3
ROE(%)	11.0	9.9	9.1	9.8	10.2
순차입금비율(%)	-94.3	-59.8	-68.6	-59.3	-51.7

자료: 키움증권 리서치

실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	20201F
총매출액	311.1	302.0	301.7	359.5	344.0	236.5	282.5	316.4	1,274.3	1,179.4	1,307.5
(YoY, %)	1.1%	1.9%	-0.3%	8.2%	10.6%	-21.7%	-6.4%	-12.0%	2.8%	-7.4%	10.9%
매출원가	197.4	177.6	176.5	206.8	199.6	107.0	139.2	146.8	758.3	592.5	664.5
(YoY, %)	-1.5%	-2.3%	-3.7%	2.4%	1.1%	-39.8%	-21.1%	-29.0%	-1.2%	-21.9%	12.1%
매출총이익	113.7	124.4	125.2	152.8	144.5	129.5	143.3	169.6	516.0	586.8	643.0
(YoY, %)	6.0%	8.4%	4.8%	17.1%	27.1%	4.2%	14.4%	11.0%	9.4%	13.7%	9.6%
GPM	36.5%	41.2%	41.5%	42.5%	42.0%	54.8%	50.7%	53.6%	40.5%	49.8%	49.2%
본사	24.8	28.8	29.0	46.9	25.2	24.8	28.4	45.3	129.5	123.6	132.6
매체대행	10.9	13.9	17.1	31.7	11.8	13.8	15.4	29.3	73.6	70.2	74.7
광고제작	3.9	3.0	3.9	3.9	3.3	4.0	6.1	6.4	14.7	19.8	21.2
옥외광고	2.1	2.1	1.8	1.4	2.0	1.8	2.0	1.9	7.4	7.7	8.0
프로모션	4.0	4.8	2.7	5.2	5.4	2.5	2.9	5.2	16.8	15.9	17.0
기타	3.3	5.0	3.6	4.6	2.6	2.7	2.1	2.5	16.5	9.9	11.6
해외	89.4	95.9	96.5	106.2	119.4	104.9	115.6	124.8	387.9	464.7	511.9
판매비	88.9	95.6	96.8	112.4	117.3	113.6	116.3	133.3	393.6	480.4	523.0
(YoY, %)	7.1%	12.5%	8.6%	16.2%	32.0%	18.8%	20.2%	18.6%	11.3%	22.1%	8.9%
영업이익	24.8	28.8	28.5	40.4	27.2	16.0	27.0	36.3	122.4	106.4	120.1
(YoY, %)	2.2%	-3.3%	-6.3%	19.8%	9.5%	-44.4%	-5.1%	-10.1%	3.6%	-13.0%	12.8%
OPM	8.0%	9.5%	9.4%	11.2%	7.9%	6.8%	9.6%	11.5%	9.6%	9.0%	9.2%
순이익	21.0	24.1	22.9	26.5	22.7	13.4	20.7	25.7	94.6	82.5	95.9
(YoY, %)	7.3%	-2.1%	-7.8%	13.8%	7.8%	-44.4%	-9.6%	-2.9%	2.4%	-12.8%	16.2%
NPM	6.8%	8.0%	7.6%	7.4%	6.6%	5.7%	7.3%	8.1%	7.4%	7.0%	7.3%

자료: 키움증권 리서치

재무제표

프랑스인계산서	(단위 :십억원)				
12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,239.2	1,274.3	1,179.4	1,307.5	1,427.8
매출원가	767.3	758.3	592.5	664.5	752.3
매출총이익	471.9	516.0	586.8	643.0	675.5
판매비	353.7	394.1	480.4	523.0	543.4
영업이익	118.2	121.9	106.4	120.1	132.1
EBITDA	125.5	145.2	144.0	160.8	178.8
영업외손익	10.5	6.2	8.3	16.1	15.6
이자수익	10.8	12.5	14.3	13.6	13.2
이자비용	0.1	1.8	1.8	1.8	1.8
외환관련이익	4.8	4.4	3.6	4.0	4.0
외환관련손실	4.4	4.1	3.0	2.8	2.8
종속 및 관계기업손익	-0.2	1.4	1.7	1.7	1.7
기타	-0.4	-6.2	-6.5	1.4	1.3
법인세차감전이익	128.7	128.1	114.7	136.1	147.7
법인세비용	36.3	33.5	32.0	40.2	39.7
계사전이익손익	92.4	94.6	82.7	95.9	108.0
당기순이익	92.4	94.6	82.7	95.9	108.0
지배주주이익	76.8	73.6	72.0	83.4	94.0
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	8.8	2.8	-7.4	10.9	9.2
영업이익 증감률	22.3	3.1	-12.7	12.9	10.0
EBITDA 증감률	21.8	15.7	-0.8	11.7	11.2
지배주주순이익 증감률	24.9	-4.2	-2.2	15.8	12.7
EPS 증감률	25.0	-4.2	-2.3	15.9	12.6
매출총이익률(%)	38.1	40.5	49.8	49.2	47.3
영업이익률(%)	9.5	9.6	9.0	9.2	9.3
EBITDA Margin(%)	10.1	11.4	12.2	12.3	12.5
지배주주순이익률(%)	6.2	5.8	6.1	6.4	6.6

현금흐름표	(단위 :십억원)				
12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	4.5	136.4	190.5	45.4	49.4
당기순이익	92.4	94.6	82.7	95.9	108.0
비현금항목의 가감	41.0	58.7	47.6	59.6	65.5
유형자산감가상각비	5.4	21.0	31.3	34.4	40.4
무형자산감가상각비	1.9	2.3	6.4	6.3	6.2
지분법평가손익	-0.2	-1.4	-1.7	-1.7	-1.7
기타	33.9	36.8	11.6	20.6	20.6
영업활동자산부채증감	-110.1	6.7	79.6	-81.7	-95.8
매출채권및기타채권의감소	-312.0	-1.0	66.4	-89.7	-84.2
채고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	220.0	15.4	-3.9	40.1	38.8
기타	-18.1	-7.7	17.1	-32.1	-50.4
기타현금흐름	-18.8	-23.6	-19.4	-28.4	-28.3
투자활동 현금흐름	55.1	-51.7	-155.9	-186.5	-200.5
유형자산의 취득	-8.7	-8.1	-60.0	-60.0	-55.0
유형자산의 처분	11.3	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 취득	-0.3	-1.7	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	1.6	-1.8	-2.0	-2.4	-2.5
단기금융자산의감소(증가)	51.0	129.0	80.4	50.1	31.3
기타	-0.2	-169.3	-169.3	-169.2	-169.3
재무활동 현금흐름	-34.0	-61.2	-44.6	-44.6	-44.6
자립금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-34.0	-46.7	-30.0	-30.0	-30.0
기타	0.0	-14.5	-14.6	-14.6	-14.6
기타현금흐름	1.2	8.9	203.0	202.8	202.9
현금 및 현금성자산의 순증가	26.8	32.3	193.0	17.1	7.2
기초현금 및 현금성자산	330.2	357.0	389.2	582.3	599.4
종말현금 및 현금성자산	357.0	389.2	582.3	599.4	606.6

재무상태표	(단위 :십억원)				
12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,575.7	1,571.3	1,644.7	1,738.6	1,849.2
현금 및 현금성자산	357.0	389.2	582.2	599.4	606.6
단기금융자산	342.6	213.6	133.2	83.0	51.7
매출채권 및 기타채권	819.7	891.9	825.4	915.1	999.3
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	56.4	76.6	103.9	141.1	191.6
비유동자산	165.2	504.2	535.3	563.7	581.2
투자자산	22.4	25.6	29.3	36.4	37.6
유형자산	25.9	31.8	60.5	86.1	100.7
무형자산	111.5	323.8	322.4	321.1	319.9
기타비유동자산	5.4	123.0	123.1	123.1	123.0
자산총계	1,740.9	2,075.5	2,180.1	2,302.3	2,430.4
유동부채	934.0	1,063.0	1,059.1	1,099.2	1,138.0
매입채무 및 기타채무	893.2	983.6	979.7	1,019.8	1,058.6
단기금융부채	0.0	18.9	18.9	18.9	18.9
기타유동부채	40.8	60.5	60.5	60.5	60.5
비유동부채	65.1	231.5	276.0	281.0	281.0
장기금융부채	0.0	116.6	116.6	116.6	116.6
기타비유동부채	65.1	114.9	159.4	164.4	164.4
부채총계	999.1	1,294.5	1,335.1	1,380.1	1,419.0
지배지분	727.5	763.7	814.9	881.6	956.9
자본금	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	132.8	132.8	132.8	132.8	132.8
기타지분	-9.8	-26.1	-26.1	-26.1	-26.1
기타프락트손익누계액	-20.5	-8.2	3.1	14.3	25.6
이익잉여금	614.9	655.1	697.1	750.5	814.5
비지배지분	14.4	17.3	28.1	40.5	54.6
자본총계	741.8	781.0	845.0	922.2	1,011.4

투자지표	(단위 :원, % 배)				
12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,842	3,681	3,598	4,171	4,699
BPS	36,374	38,184	40,846	44,081	47,843
CFPS	6,667	7,664	6,518	7,776	8,675
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주기배수(배)					
PER	16.5	19.3	16.5	14.3	12.7
PER(최고)	19.4	20.5	21.4		
PER(최저)	13.0	16.6	11.5		
PBR	1.74	1.86	1.46	1.35	1.24
PBR(최고)	2.05	1.98	1.89		
PBR(최저)	1.02	1.60	1.01		
PSR	1.02	1.11	1.01	0.91	0.83
PCFR	9.5	9.3	9.1	7.7	6.9
EV/EBITDA	4.6	6.7	4.4	4.3	4.0
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	32.5	31.7	36.3	31.3	27.8
배당수익률(% ,보통주, 현금)	2.4	2.1	2.5	2.5	2.5
ROA	5.5	5.0	3.9	4.3	4.6
ROE	11.0	9.9	9.1	9.8	10.2
ROIC	294.8	45.4	19.7	19.2	17.5
매출채권회전율	1.6	1.5	1.4	1.5	1.5
재고자산회전율					
부채비율	134.7	165.8	158.0	149.7	140.3
순차입금비율	-94.3	-59.8	-68.6	-59.3	-51.7
이자보상배율	1,605.6	68.0	59.3	67.0	73.7
총차입금	0.0	135.5	135.5	135.5	135.5
순차입금	-699.6	-467.3	-579.9	-547.0	-522.9
NOPLAT	125.5	145.2	144.0	160.8	178.8
FCF	-11.9	127.7	129.0	-21.4	-12.5

자료: 키움증권 리서치



스튜디오드래곤(253450): 높아진 체력과 이익 레벨로 증명

주가(11/18): 80,200원/TP: 110,000원

KOSDAQ(11/18)	851.74pt		
시가총액	22,558억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	92,500원	69,100원	
최고/최저가 대비 등락율	-13.3%	16.1%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-2.9%	-4.9%
	6M	5.7%	-14.3%
	1Y	31.3%	14.5%
발행주식수	28,127천주		
일평균거래량(3M)	205천주		
외국인 지분율	9.3%		
배당수익률(20.E)	0.0%		
BPS(20.E)	15,780원		

Price Trend



◎ 지속적으로 높아질 해외 판권에 거는 기대

- 판매 매출의 증가는 국내 시장의 제한적인 편성을 보완하며 전체적인 실적을 지속적으로 리딩
- 영업이익률 성장은 신작 뿐만 아니라 구작 라이브러리의 동반 매력도 증가에 따라 판매가 상승에 기인
- 넷플릭스형 동시방영 및 오리지널 콘텐츠 안정기에 접어들며 국내 최대 콘텐츠 공급사 지위 확인
- 중국 OTT 및 디즈니 플러스 등 추가 판권 판매 성장 잠재력 가시화 전망

◎ 매출 성장과 수익성 개선의 두마리 토끼 잡기

- 드라마 제작 편수 증가에 따라 비용 안정성이 돋보이며 비용 효율성 제고
- 글로벌 판매량 증가에 따른 PPL 등 부가 수익 개선도 고무적

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	379.6	468.7	530.8	543.7	593.9
영업이익	39.9	28.7	61.8	81.1	86.6
EBITDA	115.2	145.5	156.7	183.7	209.5
세전이익	45.6	33.1	60.8	84.3	88.1
순이익	35.8	26.4	45.0	63.9	66.8
지배주주지분순이익	35.8	26.4	45.0	63.9	66.8
EPS(원)	1,278	941	1,585	2,130	2,225
증감률(% YoY)	21.7	-26.3	68.3	34.4	4.4
PER(배)	72.3	85.9	50.7	37.7	36.1
PBR(배)	6.46	5.31	5.09	4.49	4.00
EV/EBITDA(배)	21.1	14.9	13.6	11.4	10.0
영업이익률(%)	10.5	6.1	11.6	14.9	14.6
ROE(%)	9.3	6.4	10.0	12.7	11.7
순차입금비율(%)	-39.2	-24.8	-27.9	-29.2	-28.6

자료: 키움증권 리서치

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

실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위 : 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	161.4	106.3	142.8	468.5	530.8	543.7
(YoY, %)	40.0%	72.5%	6.1%	-4.2%	7.6%	25.9%	-19.0%	46.6%	23.5%	13.3%	2.4%
- 편성 매출	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	45.7	43.8	208.7	200.2	199.7
- 판매 매출	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.7	50.9	85.0	219.2	278.5	287.3
- 기타 매출	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	20.3	9.7	13.9	40.6	52.1	56.7
매출원가	96.8	112.8	115.9	95.2	103.6	139.6	85.0	119.0	420.8	447.2	438.4
(YoY, %)	46.2%	77.2%	17.1%	0.0%	7.0%	23.7%	-26.6%	24.9%	29.9%	6.3%	-2.0%
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.1	16.7	21.8	21.3	23.8	47.7	83.5	105.3
(YoY, %)	9.9%	44.5%	-38.2%	-67.3%	11.1%	42.0%	39.3%	1029.1%	-13.9%	74.9%	26.1%
GPM	13.4%	12.0%	11.7%	2.2%	13.8%	13.5%	20.0%	16.7%	10.2%	15.7%	19.4%
판매비	4.0	4.6	4.4	6.2	5.0	4.9	5.3	6.4	19.1	21.6	24.2
(YoY, %)	33.0%	35.2%	33.7%	0.8%	26.6%	7.5%	21.3%	2.6%	21.1%	13.0%	12.1%
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.1	11.6	16.9	16.0	17.4	28.6	61.9	81.1
(YoY, %)	3.5%	48.8%	-49.2%	적전	5.5%	56.5%	46.5%	흑전	-27.8%	116.2%	31.0%
OPM	9.9%	8.4%	8.3%	-4.2%	9.7%	10.5%	15.1%	12.2%	6.1%	11.7%	14.9%
순이익	9.1	7.3	11.6	-1.7	8.6	13.4	10.6	12.5	26.4	45.1	64.0
(YoY, %)	16.1%	-17.8%	-32.8%	적전	-5.9%	83.7%	-8.2%	흑전	-25.9%	71.2%	41.8%
NPM	8.2%	5.7%	8.8%	-1.7%	7.1%	8.3%	10.0%	8.7%	5.6%	8.5%	11.8%

자료: 키움증권 리서치

재무제표

포괄손익계산서		(단위 :십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액	379.6	468.7	530.8	543.7	593.9	
매출원가	324.0	420.8	447.2	438.4	481.9	
매출충이익	55.6	47.9	83.5	105.3	112.0	
판매비	15.7	19.2	21.7	24.2	25.4	
영업이익	39.9	28.7	61.8	81.1	86.6	
EBITDA	115.2	145.5	156.7	183.7	209.5	
영업외손익	5.7	4.4	-1.0	3.2	1.5	
이자수익	3.5	3.5	2.8	3.3	3.7	
이자비용	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5	
외환관련이익	3.0	6.6	5.6	5.6	5.6	
외환관련손실	0.4	3.8	2.2	2.2	2.2	
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	-0.3	-1.4	-6.7	-3.0	-5.1	
법인세차감전이익	45.6	33.1	60.8	84.3	88.1	
법인세비용	9.8	6.6	15.8	20.4	21.3	
계속사업순손익	35.8	26.4	45.0	63.9	66.8	
당기순이익	35.8	26.4	45.0	63.9	66.8	
지배주주순이익	35.8	26.4	45.0	63.9	66.8	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	32.4	23.5	13.2	2.4	9.2	
영업이익 증감률	21.0	-28.1	115.3	31.2	6.8	
EBITDA 증감률	55.1	26.3	7.7	17.2	14.0	
지배주주순이익 증감률	50.1	-26.3	70.5	42.0	4.5	
EPS 증감률	21.7	-26.3	68.3	34.4	4.4	
매출충이익률(%)	14.6	10.2	15.7	19.4	18.9	
영업이익률(%)	10.5	6.1	11.6	14.9	14.6	
EBITDA Margin(%)	30.3	31.0	29.5	33.8	35.3	
지배주주순이익률(%)	9.4	5.6	8.5	11.8	11.2	
현금흐름표	(단위 :십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	-29.1	127.0	160.5	178.5	178.5	
당기순이익	35.8	26.4	45.0	63.9	66.8	
비현금항목의 가감	84.2	123.6	104.0	115.7	136.7	
유형자산감가상각비	0.3	1.8	1.8	2.1	2.0	
무형자산감가상각비	75.0	115.0	93.1	100.5	120.9	
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	8.9	6.8	9.1	13.1	13.8	
영업활동자산부채증감	-139.4	-142.9	-8.5	-1.6	-6.8	
매출채권및기타채권의감소	-27.2	-21.8	-11.1	-2.3	-9.0	
재고자산의감소	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0	
매입채무및기타채무의증가	25.9	8.6	4.8	3.0	4.6	
기타	-138.4	-130.3	-2.2	-2.3	-2.4	
기타현금흐름	-9.7	-19.3	-13.5	-17.5	-18.2	
투자활동 현금흐름	140.6	-81.0	-128.8	-158.1	-183.3	
유형자산의 취득	-0.2	-0.6	-2.0	-2.0	-2.0	
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 손취득	-0.1	-0.3	-105.3	-134.6	-159.8	
투자자산의감소(증가)	0.1	-9.7	0.0	0.0	0.0	
단기금융자산의감소(증가)	134.9	-50.1	-1.1	-1.2	-1.2	
기타	5.9	-20.5	-20.4	-20.3	-20.3	
재무활동 현금흐름	-9.7	0.0	0.9	0.0	0.0	
차입금의 증가(감소)	-10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본금, 차분잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.0	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	0.3	0.0	-0.1	0.0	0.0	
기타현금흐름	-0.1	0.0	24.1	24.1	24.1	
현금 및 현금성자산의 순증가	101.7	-93.2	23.2	26.4	19.2	
기초현금 및 현금성자산	51.3	153.0	59.8	83.1	109.4	
기말현금 및 현금성자산	153.0	59.8	83.1	109.4	128.6	

재무상태표		(단위 :십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	247.2	244.5	283.3	312.6	340.1	
현금 및 현금성자산	153.0	59.8	84.2	107.7	122.6	
단기금융자산	6.4	56.5	57.7	58.8	60.0	
매출채권 및 기타채권	69.0	83.8	94.9	97.2	106.1	
재고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타유동자산	18.2	44.4	46.5	48.9	51.4	
비유동자산	265.2	337.1	349.4	383.5	422.4	
투자자산	3.7	13.4	13.4	13.4	13.4	
유형자산	1.0	1.2	1.4	1.3	1.3	
무형자산	198.5	233.1	245.3	279.5	318.3	
기타비유동자산	62.0	89.4	89.3	89.3	89.4	
자산총계	512.4	581.6	632.7	696.1	762.5	
유동부채	108.2	145.1	150.0	153.0	157.6	
매입채무 및 기타채무	59.9	66.2	71.1	74.1	78.7	
단기금융부채	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
기타유동부채	48.3	76.9	76.9	76.9	76.9	
비유동부채	2.9	8.2	8.2	8.2	8.2	
장기금융부채	2.1	7.9	7.9	7.9	7.9	
기타비유동부채	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3	
부채총계	111.1	153.3	158.1	161.2	165.8	
지배지분	401.3	428.3	473.5	536.7	602.8	
자본금	14.0	14.0	15.0	15.0	15.0	
자본잉여금	320.1	321.7	321.7	321.7	321.7	
기타자본	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
기타포괄손익누계액	-0.8	-1.0	-1.7	-2.4	-3.1	
이익잉여금	67.6	93.5	138.5	202.4	269.2	
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	401.3	428.3	473.5	536.7	602.8	
투자지표	(단위 :원, % 배)					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
주당지표(원)						
EPS	1,278	941	1,585	2,130	2,225	
BPS	14,305	15,242	15,780	17,887	20,089	
CFPS	4,280	5,346	5,252	5,987	6,780	
DPS	0	0	0	0	0	
주기배수(배)						
PER	72.3	85.9	50.7	37.7	36.1	
PER(최고)	96.6	105.2	59.3			
PER(최저)	45.4	54.1	40.2			
PBR	6.46	5.31	5.09	4.49	4.00	
PBR(최고)	8.63	6.50	5.96			
PBR(최저)	4.05	3.34	4.04			
PSR	6.82	4.85	4.29	4.43	4.06	
PCFR	21.6	15.1	15.3	13.4	11.8	
EV/EBITDA	21.1	14.9	13.6	11.4	10.0	
주요비율(%)						
배당성향(% ,보통주 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
ROA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
ROE	7.4	4.8	7.4	9.6	9.2	
ROIC	9.3	6.4	10.0	12.7	11.7	
ROI	11.6	6.4	15.0	18.5	17.6	
매출채권회전율	6.1	6.1	5.9	5.7	5.8	
재고자산회전율	405.4	1,620.7				
부채비율	27.7	35.8	33.4	30.0	27.5	
순차입금비용	-39.2	-24.8	-27.9	-29.2	-28.6	
이자보상배율	343.0	58.1	125.1	164.3	175.3	
총차입금	2.1	9.9	9.9	9.9	9.9	
순차입금	-157.3	-106.4	-131.9	-156.6	-172.7	
NOPLAT	115.2	145.5	156.7	183.7	209.5	
FCF	-40.4	-10.1	24.8	25.8	19.9	

자료: 키움증권 리서치

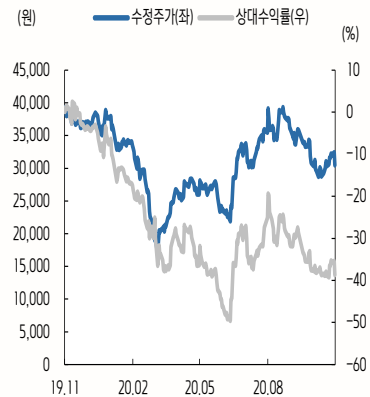


에스엠(041510): NCT 효과 아직 시작도 안했다

주가(11/18): 30,600원/TP: 44,000원

KOSDAQ(11/18)	851.74pt		
시가총액	7,167억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	39,650원	16,700원	
최고/최저가 대비 등락율	-22.8%	83.2%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-0.8%	-2.9%
	6M	17.5%	-4.7%
	1Y	-36.3%	-23.0%
발행주식수	23,450천주		
일평균거래량(3M)	445천주		
외국인 지분율	17.8%		
배당수익률(20.E)	0.0%		
BPS(20.E)	18,845원		

Price Trend



- ◎ 글로벌 Top 아티스트의 탄생, NCT 효과가 더해질 빅 모멘텀
 - 2020년 전체 앨범은 850만장 상회 예상. 아티스트 팬덤 로열티 증가로 지속 연결될 전망
 - NCT 활약은 완전체와 NCT 127, NCT Dream, WayV로 확장되어 팬덤 규모 성장은 더욱 가속화
- ◎ 콘텐츠 플랫폼 역할의 BLC에 거는 기대
 - 상반기 SM 아티스트 6주간 릴레이 콘서트 개최. 하반기 타사 아이돌 및 온라인 공연 수주로 확장
 - 공연 성숙 시장인 일본을 거점으로 규모에 따른 영업 레버리지 달성 전망
- ◎ 포스트 코로나가 되면 해결될 상황들
 - 콘서트 재개에 따라 일본, 드림메이커 실적 개선 및 MD 매출 증가로 매출과 수익성 동시 개선
 - 광고 경기 회복 등에 따른 광고사업, 출연 등 아티스트 매니지먼트 실적 개선

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	612.2	657.8	574.0	740.3	836.4
영업이익	47.7	40.4	22.4	56.9	59.8
EBITDA	87.7	104.1	88.6	136.5	151.7
세전이익	46.0	11.0	18.6	57.3	59.3
순이익	23.4	-16.2	-6.5	35.8	37.1
지배주주지분순이익	30.6	-9.1	-6.2	34.0	35.2
EPS(원)	1,361	-390	-265	1,451	1,502
증감률(% YoY)	583.9	적전	적지	흑전	3.5
PER(배)	38.4	-98.5	-122.3	22.3	21.6
PBR(배)	2.84	2.03	1.72	1.58	1.46
EV/EBITDA(배)	12.9	7.7	7.4	4.7	3.7
영업이익률(%)	7.8	6.1	3.9	7.7	7.1
ROE(%)	8.0	-2.1	-1.4	7.4	7.1
순차입금비율(%)	-39.5	-45.0	-46.8	-45.2	-54.0

자료: 키움증권 리서치

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

실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2019	2020	2021
매출액	130.8	159.6	173.5	193.9	144.7	135.9	115.0	178.3	657.8	574.0	740.3
(YoY, %)	18.2%	28.3%	2.8%	-7.0%	10.7%	-14.9%	-33.7%	-8.0%	7.4%	-12.7%	29.0%
SME	57.0	64.6	83.7	102.2	68.3	74.6	58.6	92.4	307.5	293.9	362.4
SM Japan	14.9	16.0	20.1	28.4	14.3	7.6	11.7	10.8	79.4	44.5	60.0
DREAM MAKER	16.3	14.0	29.4	19.9	5.4	5.4	5.7	7.4	79.6	23.9	49.0
SM C&C	35.0	42.4	39.5	48.8	33.6	26.6	27.2	34.5	165.8	121.9	138.5
KEYEAST	23.4	33.3	21.7	21.9	31.5	19.6	5.9	27.2	100.2	84.2	72.9
매출원가	89.7	113.4	113.6	125.5	101.6	80.0	75.2	114.7	442.2	371.5	482.9
(YoY, %)	34.7%	33.4%	-3.3%	-10.6%	13.2%	-29.4%	-33.8%	-8.6%	8.0%	-16.0%	30.0%
매출총이익	41.1	46.3	59.9	68.4	43.1	55.9	39.8	63.6	215.6	202.5	257.5
(YoY, %)	-6.7%	17.4%	16.9%	0.5%	5.1%	20.8%	-33.5%	-7.0%	6.4%	-6.1%	27.1%
GPM	31.4%	29.0%	34.5%	35.3%	29.8%	41.1%	34.6%	35.7%	32.8%	35.3%	34.8%
판매비	38.2	42.4	39.9	54.7	41.5	42.7	49.5	46.5	175.2	180.2	200.6
(YoY, %)	13.8%	44.2%	2.2%	3.3%	8.4%	0.8%	24.0%	-15.0%	13.1%	2.8%	11.3%
영업이익	2.8	3.9	19.9	13.8	1.7	13.2	-9.7	17.2	40.4	22.3	56.9
(YoY, %)	-72.9%	-61.3%	64.2%	-9.4%	-40.3%	240.1%	적전	24.5%	-15.4%	-44.8%	155.0%
OPM	2.1%	2.4%	11.5%	7.1%	1.2%	9.7%	-8.4%	9.6%	6.1%	3.9%	7.7%
순이익	-3.7	0.7	9.3	-22.5	-1.9	-0.2	-15.7	11.2	-16.2	-6.5	35.8
(YoY, %)	적전	-82.8%	28.3%	적전	적지	적전	적전	흑전	적전	적지	흑전
NPM	-2.8%	0.4%	5.4%	-11.6%	-1.3%	-0.1%	-13.6%	6.3%	-2.5%	-1.1%	62.5%

자료: 키움증권 리서치

재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)					
12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	612.2	657.8	574.0	740.3	836.4
매출원가	409.5	442.2	371.5	482.9	559.7
매출총이익	202.7	215.6	202.5	257.5	276.7
판매비	155.0	175.2	180.1	200.6	216.8
영업이익	47.7	40.4	22.4	56.9	59.8
EBITDA	87.7	104.1	88.6	136.5	151.7
영업외손익	-1.8	-29.4	-3.7	0.4	-0.5
이자수익	2.6	3.9	4.0	4.1	5.0
이자비용	2.6	3.9	3.9	3.9	3.9
외환관련이익	6.0	4.7	3.9	3.9	3.9
외환관련손실	1.2	1.8	1.1	1.1	1.1
중속 및 관계기업손익	-6.4	-10.8	-4.2	-2.6	-4.6
기타	-0.2	-21.5	-2.4	0.0	0.2
법인세차감전이익	46.0	11.0	18.6	57.3	59.3
법인세비용	22.6	27.1	25.2	21.5	22.3
계속사업손익	23.4	-16.2	-6.5	35.8	37.1
당기순이익	23.4	-16.2	-6.5	35.8	37.1
지배주주순이익	30.6	-9.1	-6.2	34.0	35.2
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	67.5	7.4	-12.7	29.0	13.0
영업이익 증감률	336.0	-15.3	-44.6	154.0	5.1
EBITDA 증감률	166.2	18.7	-14.9	54.1	11.1
지배주주순이익 증감률	607.0	-129.7	-31.9	-648.4	3.5
EPS 증감률	583.9	적전	적지	흑전	3.5
매출총이익률(%)	33.1	32.8	35.3	34.8	33.1
영업이익률(%)	7.8	6.1	3.9	7.7	7.1
EBITDA Margin(%)	14.3	15.8	15.4	18.4	18.1
지배주주순이익률(%)	5.0	-1.4	-1.1	4.6	4.2
현금흐름표 (단위 :십억원)					
12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	120.0	91.9	103.5	143.9	159.9
당기순이익	23.4	-16.2	-6.5	35.8	37.1
비현금항목의 가감	82.8	137.9	119.3	129.0	141.1
유형자산감가상각비	12.9	25.5	29.5	34.7	40.1
무형자산감가상각비	27.1	38.2	36.6	44.9	51.7
지분법평가손익	-6.4	-11.6	-0.4	-0.4	-0.4
기타	49.2	85.8	53.6	49.8	49.7
영업활동자산부채증감	52.4	-4.8	15.8	0.3	2.9
매출채권및기타채권의감소	2.3	-0.2	24.9	-49.4	-28.6
재고자산의감소	-1.3	-1.4	1.9	-3.7	-2.2
매입채무및기타채무의증가	45.7	4.7	-20.9	54.2	34.1
기타	5.7	-7.9	9.9	-0.8	-0.4
기타현금흐름	-38.6	-25.0	-25.1	-21.2	-21.2
투자활동 현금흐름	-127.0	-52.9	-112.4	-120.3	-64.4
유형자산의 취득	-10.4	-13.5	-41.0	-46.5	-51.0
유형자산의 처분	0.7	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손취득	-26.3	-30.1	-55.0	-60.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-25.0	42.8	-7.7	-4.1	-3.6
단기금융자산의감소(증가)	-41.3	-46.6	-2.7	-3.8	-3.9
기타	-24.7	-5.9	-6.0	-5.9	-5.9
재무활동 현금흐름	46.0	5.9	-1.6	-1.6	-1.6
차입금의 증가(감소)	-7.6	7.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	35.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기유치분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	18.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타현금흐름	2.9	2.8	18.3	-18.0	-17.0
현금 및 현금성자산의 순증가	41.9	47.6	7.9	4.0	76.9
기초현금 및 현금성자산	195.5	237.3	285.0	292.8	296.9
기말현금 및 현금성자산	237.3	285.0	292.8	296.9	373.7

재무상태표 (단위 :십억원)					
12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	537.4	628.7	602.6	664.5	776.7
현금 및 현금성자산	237.3	285.0	292.8	296.8	373.7
단기금융자산	44.8	91.4	94.1	97.9	101.8
매출채권 및 기타채권	188.7	195.5	170.6	220.1	248.6
재고자산	11.5	14.8	12.9	16.6	18.8
기타유동자산	55.1	42.0	32.2	33.1	33.8
비유동자산	465.1	486.9	489.6	521.9	485.0
투자자산	151.7	109.3	117.5	122.0	126.0
유형자산	93.3	105.7	117.2	128.9	139.8
무형자산	186.0	199.3	217.6	232.7	181.0
기타비유동자산	34.1	72.6	37.3	38.3	38.2
자산총계	1,002.5	1,115.6	1,092.2	1,186.4	1,261.7
유동부채	394.2	437.0	416.1	470.2	504.3
매입채무 및 기타채무	290.0	305.5	284.6	338.8	372.9
단기금융부채	44.5	66.2	66.2	66.2	66.2
기타유동부채	59.7	65.3	65.3	65.2	65.2
비유동부채	32.1	45.9	45.9	46.2	46.4
장기금융부채	10.2	25.7	25.7	25.7	25.7
기타비유동부채	21.9	20.2	20.2	20.5	20.7
부채총계	426.3	482.9	462.0	516.5	550.7
지배자분	424.2	444.2	441.9	479.9	519.1
자본금	11.5	11.7	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	219.1	245.3	245.3	245.3	245.3
기타자본	29.5	29.4	29.4	29.4	29.4
기타포괄손익누계액	-10.1	-6.8	-2.8	1.1	5.1
이익잉여금	174.2	164.5	158.3	192.3	227.6
비지배자분	151.9	188.6	188.6	191.1	191.9
자본총계	576.1	632.8	630.2	670.0	711.0
투자지표 (단위 :원, % 배)					
12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주요지표(원)					
EPS	1,361	-390	-265	1,451	1,502
BPS	18,424	18,944	18,845	20,465	22,135
CFPS	4,725	5,220	4,808	7,028	7,597
DPS	0	0	0	0	0
주기배수(배)					
PER	38.4	-98.5	-122.3	22.3	21.6
PER(최고)	41.8	-140.9	-152.7		
PER(최저)	24.1	-69.2	-61.7		
PBR	2.84	2.03	1.72	1.58	1.46
PBR(최고)	3.09	2.90	2.15		
PBR(최저)	1.78	1.43	0.87		
PSR	1.92	1.36	1.32	1.03	0.91
PCFR	11.1	7.4	6.7	4.6	4.3
EV/EBITDA	12.9	7.7	7.4	4.7	3.7
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	2.6	-1.5	-0.6	3.1	3.0
ROE	8.0	-2.1	-1.4	7.4	7.1
ROIC	12.9	-27.3	-3.5	15.8	17.1
매출채권회전율	3.3	3.4	3.1	3.8	3.6
재고자산회전율	60.8	50.1	41.5	50.2	47.3
부채비율	74.0	76.3	73.3	77.1	77.5
순차입금비용	-39.5	-45.0	-46.8	-45.2	-54.0
이자보상배율	18.7	10.4	5.8	14.7	15.4
총차입금	54.6	91.9	91.9	91.9	91.9
순차입금	-227.5	-284.5	-295.1	-302.8	-383.6
NOPLAT	87.7	104.1	88.6	136.5	151.7
FCF	80.6	-43.2	-21.9	9.3	81.0

자료 : 키움증권 리서치



GKL(114090): 포스트 코로나도 기다리면 온다

주가(11/18): 14,350원/TP: 17,500원

KOSPI(11/18)	2,545.64pt		
시가총액	8,876억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	22,250원	10,900원	
최고/최저가 대비 등락율	-35.5%	31.7%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	19.6%	10.0%
	6M	-0.3%	-24.2%
	1Y	-35.0%	-22.3%
발행주식수	61,856천주		
일평균거래량(3M)	420천주		
외국인 지분율	5.7%		
배당수익률(20.E)	4.6%		
BPS(20.E)	7,869원		

Price Trend



◎ 2020년 최악의 상황을 견디어냈다

- 항공 노선 재개 및 국가간 격리 조치 등에 영향을 받은 글로벌 모든 국가의 해외여행은 제로
- 로컬VIP가 기본 체력을 유지하며 포스트 코로나까지 최선의 실적 방어 역할 담당
- 복합리조트 등에 투입되는 인력 및 고정비 등이 발생하지 않아 추가 손실의 폭 제한
- 순현금 보유의 안정적 재무구조는 코로나19 장기전에도 대비 가능

◎ 트래블 버블 등 국가간 이동이 시작되면 빠른 회복력 보일 것

- 일반 해외여행 보다 특수 목적의 카지노 투어 재개가 더 빠를 것으로 전망
- 서울 2곳, 부산 1곳으로 해외 입국자 최선호 여행지역에 위치한 입지 요건 재조명
- 외국인VIP 재입국 시 카지노 변동비만 증가하며 인건비 등 고정비 확대되지 않아 수익성 개선 속도감 보일 것

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	480.3	490.8	207.3	307.4	455.4
영업이익	105.1	96.8	-62.8	1.0	100.3
EBITDA	121.3	133.9	-29.3	34.7	137.4
세전이익	104.0	95.7	-63.1	6.1	104.1
순이익	77.7	72.4	-56.5	1.5	81.4
지배주주지분순이익	77.7	72.4	-56.5	1.5	81.4
EPS(원)	1,257	1,170	-913	25	1,317
증감률(% YoY)	-3.5	-6.9	적전	흑전	5,224.2
PER(배)	19.8	16.6	-13.4	495.3	9.3
PBR(배)	2.74	2.06	1.56	1.70	1.56
EV/EBITDA(배)	9.1	6.5	-7.4	7.9	1.6
영업이익률(%)	21.9	19.7	-30.3	0.3	22.0
ROE(%)	14.2	12.6	-10.5	0.3	17.5
순차입금비율(%)	-77.9	-57.2	-111.4	-108.1	-110.1

자료: 키움증권 리서치

실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020	2021
매출액	109.2	117.4	133.4	130.8	111.5	23.3	34.8	37.7	490.8	207.3	307.4
(YoY, %)	-10.5%	1.0%	2.3%	17.0%	2.1%	-80.2%	-73.9%	-71.2%	2.2%	-57.8%	48.3%
카지노매출액	125.2	131.0	150.7	145.4	117.5	25.4	42.3	41.0	552.4	226.2	333.5
카지노손실금	-16.8	-14.7	-17.0	-14.9	-6.2	-2.1	-7.5	-3.3	-63.3	-19.2	-26.6
매출에누리	-0.7	-0.6	-2.1	-1.4	-0.7	0.0	0.0	0.0	-4.8	-0.7	-1.7
환전수입	1.5	1.6	1.7	1.7	0.9	0.0	0.0	0.0	6.5	0.9	2.3
매출원가	84.2	82.9	90.6	98.9	76.9	47.9	55.1	56.0	356.6	235.8	270.2
(YoY, %)	1.9%	10.8%	3.3%	4.5%	-8.7%	-42.2%	-39.2%	-43.4%	5.0%	-33.9%	14.6%
쿠프비용	13.1	13.6	13.3	13.2	7.8	0.3	0.7	0.8	53.2	9.6	14.4
판매촉진비	7.1	9.2	9.0	9.5	4.1	0.8	1.1	1.0	34.8	7.0	11.8
관광진흥개발기금	10.5	11.4	13.0	12.8	10.7	1.8	3.2	3.8	47.7	19.5	29.2
개별소비세	3.2	3.5	4.1	3.6	3.3	-2.3	0.5	0.5	14.4	2.1	9.3
매출총이익	25.0	34.5	42.7	31.9	34.6	-24.6	-20.3	-18.2	134.1	-28.5	37.2
(YoY, %)	-36.4%	-16.6%	0.0%	85.7%	38.6%	-171.4%	-147.5%	-157.1%	-4.6%	-121.3%	-230.3%
GPM	22.9%	29.4%	32.0%	24.4%	31.0%	-105.8%	-58.4%	-48.4%	27.3%	-13.8%	12.1%
판매비	8.0	8.0	12.1	9.2	7.7	7.5	10.7	8.4	37.3	34.3	36.2
(YoY, %)	1.3%	20.4%	2.4%	0.6%	-3.6%	-6.8%	-12.2%	-8.2%	5.1%	-8.2%	5.7%
영업이익	17.0	26.4	30.6	22.8	26.9	-32.1	-31.0	-26.7	96.8	-62.8	1.0
(YoY, %)	-45.8%	-23.8%	-0.9%	181.5%	58.3%	적전	적전	적전	-7.8%	적전	흑전
OPM	15.6%	22.5%	22.9%	17.4%	24.1%	-138.0%	-89.1%	-70.7%	19.7%	-30.3%	0.3%
순이익	8.8	20.1	25.3	18.3	14.7	-23.6	-22.8	-24.9	72.4	-56.6	1.6
(YoY, %)	-49.5%	-26.2%	-4.1%	167.5%	68.1%	적전	적전	적전	-6.9%	적전	흑전
NPM	8.0%	17.1%	19.0%	14.0%	13.2%	-101.3%	-65.5%	-66.1%	14.8%	-27.3%	24.9%

자료: 키움증권 리서치

재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	480.3	490.8	207.3	307.4	455.4
매출원가	339.8	356.6	235.8	270.2	317.1
매출총이익	140.6	134.1	-28.5	37.2	138.3
판매비	35.5	37.3	34.3	36.2	37.9
영업이익	105.1	96.8	-62.8	1.0	100.3
EBITDA	121.3	133.9	-29.3	34.7	137.4
영업외손익	-1.1	-1.1	-0.2	5.1	3.8
이자수익	10.2	10.1	9.7	8.9	9.7
이자비용	0.0	3.8	4.0	4.2	4.4
외환관련이익	0.7	1.4	1.3	1.3	1.3
외환관련손실	0.5	0.7	0.4	0.4	0.4
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-11.5	-8.1	-6.8	-0.5	-2.4
법인세차감전이익	104.0	95.7	-63.1	6.1	104.1
법인세비용	26.2	23.3	-6.6	4.6	22.7
계속사업순이익	77.7	72.4	-56.5	1.5	81.4
당기순이익	77.7	72.4	-56.5	1.5	81.4
지배주주순이익	77.7	72.4	-56.5	1.5	81.4
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-4.2	2.2	-57.8	48.3	48.1
영업이익 증감률	-2.8	-7.9	-164.9	-101.6	9,930.0
EBITDA 증감률	-2.2	10.4	-121.9	-218.4	296.0
지배주주순이익 증감률	-3.5	-6.8	-178.0	-102.7	5,326.7
EPS 증감률	-3.5	-6.9	적전	돌전	5,224.2
매출총이익률(%)	29.3	27.3	-13.7	12.1	30.4
영업이익률(%)	21.9	19.7	-30.3	0.3	22.0
EBITDA Margin(%)	25.3	27.3	-14.1	11.3	30.2
지배주주순이익률(%)	16.2	14.8	-27.3	0.5	17.9
현금흐름표 (단위 :십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	92.8	117.6	-9.1	28.5	109.6
당기순이익	77.7	72.4	-56.5	1.5	81.4
비현금항목의 감소	41.6	67.3	14.1	26.5	47.2
유형자산감가상각비	15.9	36.7	33.2	33.4	36.7
무형자산감가상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	25.3	30.2	-19.5	-7.3	10.2
영업활동자산부채증감	-2.4	-9.4	21.1	0.5	-1.7
매출채권및기타채권의감소	1.1	-5.4	11.9	-4.2	-6.2
재고자산의감소	-0.2	0.0	1.4	-0.5	-0.8
매입채무및기타채무의증가	3.2	5.6	4.7	3.2	3.3
기타	-6.5	-9.6	3.1	2.0	2.0
기타현금흐름	-24.1	-12.7	12.2	0.0	-17.3
투자활동 현금흐름	-41.9	-51.6	149.0	-54.5	-24.6
유형자산의 취득	-7.9	-5.5	-52.5	-52.5	-22.5
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손취득	-0.6	-0.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-150.7	-52.6	203.5	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	116.7	5.9	-3.0	-3.0	-3.1
기타	0.6	0.9	1.0	1.0	1.0
재무활동 현금흐름	-45.3	-65.0	-61.7	-61.7	-61.7
차입금의 증가(감소)	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 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	-45.2	-43.9	-40.8	-40.8	-40.8
기타	0.1	-20.9	-20.9	-20.9	-20.9
기타현금흐름	0.1	-0.1	13.1	29.9	30.9
현금 및 현금성자산의 순증가	5.8	0.9	209.3	-57.7	54.3
기초현금 및 현금성자산	125.4	131.2	132.2	341.5	283.7
기말현금 및 현금성자산	131.2	132.2	341.5	283.7	338.0

재무상태표 (단위 :십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	455.6	457.1	656.0	606.1	670.4
현금 및 현금성자산	131.2	132.2	341.4	283.8	338.0
단기금융자산	306.9	301.0	304.0	307.1	310.1
매출채권 및 기타채권	14.3	20.7	8.7	13.0	19.2
재고자산	2.5	2.5	1.1	1.6	2.3
기타유동자산	0.7	0.7	0.8	0.6	0.8
비유동자산	310.2	452.4	167.7	187.5	172.9
투자자산	177.6	230.3	26.8	26.8	26.8
유형자산	85.7	80.7	100.0	119.2	105.0
무형자산	9.6	9.1	8.7	8.4	8.0
기타비유동자산	37.3	132.3	32.2	33.1	33.1
자산총계	765.8	909.4	823.7	793.6	843.3
유동부채	168.6	211.8	216.5	219.7	223.0
매입채무 및 기타채무	144.7	156.3	161.0	164.3	167.5
단기금융부채	0.2	21.9	21.9	21.9	21.9
기타유동부채	23.7	33.6	33.6	33.5	33.6
비유동부채	35.1	112.5	120.5	134.5	134.5
장기금융부채	0.0	76.5	81.5	86.5	91.5
기타비유동부채	35.1	36.0	39.0	41.0	43.0
부채총계	203.7	324.3	336.9	347.2	357.5
지배자본	562.1	585.2	486.8	446.4	485.9
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	12.1	0.0	-2.3	-3.5
이익잉여금	509.9	533.0	435.8	396.5	437.2
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	562.1	585.2	486.8	446.4	485.9
투자지표 (단위 :원, % 배)					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,257	1,170	-913	25	1,317
BPS	9,087	9,460	7,869	7,216	7,855
CFPS	1,930	2,259	-686	453	2,079
DPS	710	659	659	659	659
주기배수(배)					
PER	19.8	16.6	-13.4	495.3	9.3
PER(최고)	25.9	22.4	-25.1		
PER(최저)	16.9	14.8	-11.8		
PBR	2.74	2.06	1.56	1.70	1.56
PBR(최고)	3.58	2.77	2.91		
PBR(최저)	2.33	1.83	1.37		
PSR	3.21	2.45	3.66	2.46	1.66
PCFR	12.9	8.6	-17.9	27.1	5.9
EV/EBITDA	9.1	6.5	-7.4	7.9	1.6
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주 현금)	56.5	56.3	-72.2	2,664.7	50.0
배당수익률(% ,보통주 현금)	2.9	3.4	5.4	5.4	5.4
ROA	10.4	8.6	-6.5	0.2	10.0
ROE	14.2	12.6	-10.5	0.3	17.5
ROIC	-173.7	-588.0	220.3	1.3	-147.2
매출채권회전율	34.0	28.1	14.1	28.4	28.3
재고자산회전율	202.2	198.4	117.0	235.4	235.3
부채비율	36.2	55.4	69.2	77.8	73.6
순차입금비용	-77.9	-57.2	-111.4	-108.1	-110.1
이자보상배율	11,370.0	25.4	-15.7	0.2	22.8
종차입금	0.2	98.4	103.4	103.4	113.4
순차입금	-437.9	-334.8	-542.1	-482.5	-534.8
NOPLAT	121.3	133.9	-29.3	34.7	137.4
FCF	82.7	92.1	-46.8	-19.0	91.3

자료 : 키움증권 리서치



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 11월 18일 현재 보고서에 언급된 종목 중 '하나투어(039130)'의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있으며, 그 밖의 언급된 종목들의 발행주식은 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 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.

◎ 투자의견 적용기준

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

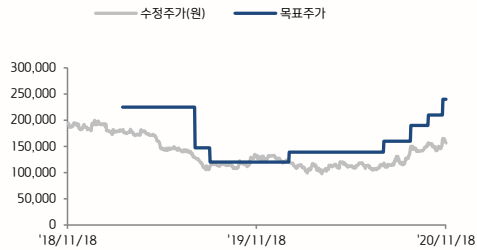
◎ 투자등급 비율 통계 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%

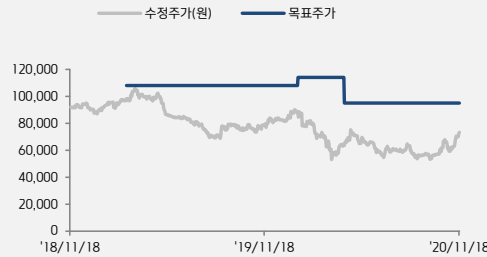
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

목표주가 추이 (2개년)

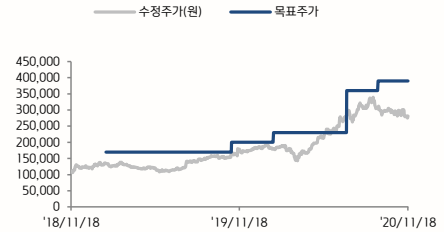
이마트 (139480)



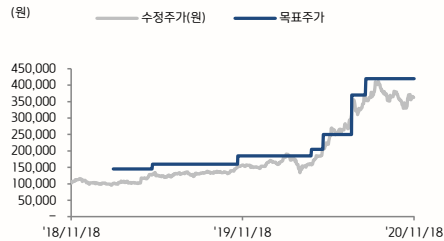
현대백화점 (069960)



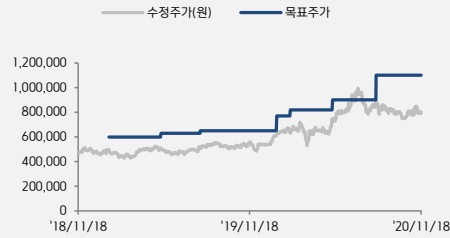
NAVER(035420)



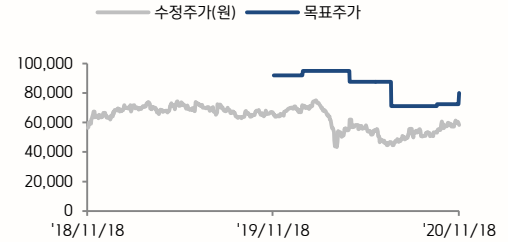
카카오(035720)



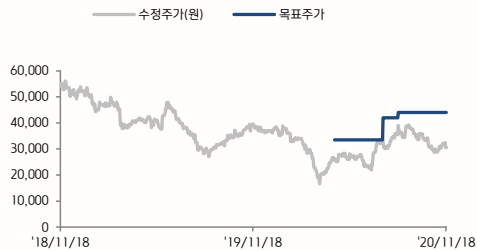
엔씨소프트(036570)



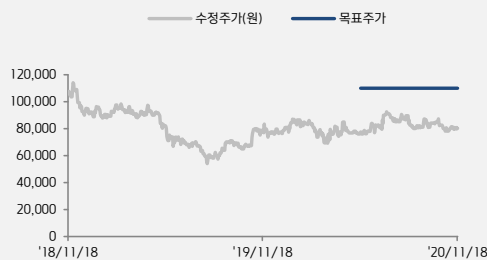
이노션 (214320)



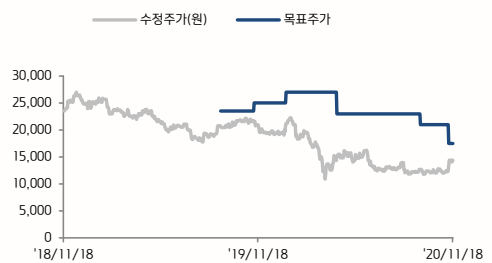
에스엠 (041510)



스튜디오드래곤 (253450)



GKL (114090)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 (2개년) *주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
이마트 (139480)	2019-03-04	BUY(Initiate)	225,000원	6개월	-29.53	-18.89
	2019-07-22	Outperform(Downgrade)	147,000원	6개월	-20.76	-12.24
	2019-08-20	Outperform(Maintain)	120,000원	6개월	0.48	12.08
	2020-01-20	Outperform(Maintain)	139,000원	6개월	-21.13	-13.31
	2020-04-16	BUY(Upgrade)	139,000원	6개월	-20.21	-13.31
	2020-05-14	BUY(Maintain)	139,000원	6개월	-20.04	-13.31
	2020-07-08	BUY(Maintain)	139,000원	6개월	-20.03	-13.31
	2020-07-21	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-27.98	-21.56
	2020-08-14	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-24.80	-9.06
	2020-09-11	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-21.05	-21.05
	2020-09-14	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-23.72	-20.00
	2020-10-13	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-23.47	-18.42
	2020-10-15	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-28.66	-22.86
	2020-11-12	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-32.19	-31.25
	2020-11-18	BUY(Maintain)	240,000원	6개월		
현대백화점 (069960)	2019-03-04	Outperform(Initiate)	108,000원	6개월	-15.13	-1.85
	2019-07-22	BUY(Upgrade)	108,000원	6개월	-19.27	-1.85
	2019-11-08	BUY(Maintain)	108,000원	6개월	-23.35	-16.67
	2020-01-20	BUY(Maintain)	114,000원	6개월	-26.82	-22.28
	2020-02-03	BUY(Maintain)	114,000원	6개월	-27.72	-22.28
	2020-02-07	BUY(Maintain)	114,000원	6개월	-38.04	-22.28
	2020-04-16	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-26.86	-20.84
	2020-05-08	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-31.52	-20.84
	2020-07-03	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-31.74	-20.84
	2020-07-08	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-33.24	-20.84
	2020-08-14	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-35.55	-20.84
	2020-10-13	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-34.02	-28.63
	2020-11-06	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-32.34	-23.79
	2020-11-18	BUY(Maintain)	95,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
NAVER (035420)	2019/02/01	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-25.39	-18.53
	2019/04/26	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-28.47	-18.53
	2019/07/26	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-28.12	-17.06
	2019/11/01	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-11.31	-4.25
	2020/01/31	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-24.52	-17.17
	2020/04/24	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-12.17	22.39
	2020/07/08	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-21.17	-16.94
	2020/07/31	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-15.32	-5.83
	2020/09/14	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-24.16	-20.00
	2020/10/30	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-24.73	-20.00
2020/11/18	BUY(Maintain)	390,000원	6개월			
엔씨소프트 (036570)	2019/01/22	BUY(Maintain)	600,000원	6개월	-21.95	-17.33
	2019/02/13	BUY(Maintain)	600,000원	6개월	-23.83	-17.33
	2019/03/06	BUY(Maintain)	600,000원	6개월	-20.81	-12.33
	2019/05/13	BUY(Maintain)	630,000원	6개월	-23.98	-18.89
	2019/06/12	BUY(Maintain)	630,000원	6개월	-23.31	-17.46
	2019/08/05	BUY(Maintain)	650,000원	6개월	-18.03	-15.08
	2019/09/23	BUY(Maintain)	650,000원	6개월	-18.86	-15.08
	2019/11/15	BUY(Maintain)	650,000원	6개월	-17.89	-5.54
	2020/01/15	BUY(Maintain)	770,000원	6개월	-16.18	-12.73
	2020/02/13	BUY(Maintain)	820,000원	6개월	-21.30	-12.20
2020/04/07	BUY(Maintain)	820,000원	6개월	-20.80	-8.90	
2020/05/13	BUY(Maintain)	900,000원	6개월	-5.97	10.56	
2020/08/14	BUY(Maintain)	1,100,000원	6개월	-23.52	-20.73	
2020/09/02	BUY(Maintain)	1,100,000원	6개월	-26.61	-20.73	
2020/11/18	BUY(Maintain)	1,100,000원	6개월			

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 (2개년) *주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
카카오 (035720)	2019/02/15	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-28.66	-23.79
	2019/04/16	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-25.29	-11.38
	2019/05/10	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-20.60	-16.25
	2019/07/19	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-20.22	-15.00
	2019/08/09	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-17.62	-5.00
	2019/11/08	BUY(Maintain)	185,000원	6개월	-13.09	2.97
	2020/04/13	BUY(Maintain)	205,000원	6개월	-12.44	0.49
	2020/05/08	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	2.43	24.20
	2020/07/08	Outperform(Downgrade)	370,000원	6개월	-8.59	0.14
	2020/08/07	Outperform(Maintain)	420,000원	6개월	-12.37	-1.90
	2020/11/06	Outperform(Maintain)	420,000원	6개월	-12.47	-1.90
	2020/11/18	Outperform(Maintain)	420,000원	6개월		
	이노션 (214320)	2019-11-20	BUY(Initiate)	92,000원	6개월	-26.68
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		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
스튜디오드래곤 (253450)	2020-05-20	BUY(Initiate)	110,000원	6개월	-29.39	-23.82
	2020-06-10	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-25.23	-15.91
	2020-07-14	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-23.72	-15.91
	2020-09-01	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-23.94	-15.91
	2020-10-08	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-24.28	-15.91
	2020-11-06	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-24.46	-15.91
	2020-11-18	BUY(Maintain)	110,000원	6개월		
	2020-04-20	BUY(Initiate)	33,500원	6개월	-19.49	-15.37
에스엠 (041510)	2020-06-10	BUY(Maintain)	33,500원	6개월	-18.91	0.75
	2020-07-21	BUY(Maintain)	42,000원	6개월	-21.54	-14.52
	2020-08-19	BUY(Maintain)	44,000원	6개월	-18.34	-10.68
	2020-10-14	BUY(Maintain)	44,000원	6개월	-23.04	-10.68
	2020-11-18	BUY(Maintain)	44,000원	6개월		
GKL (114090)	2019-09-09	Outperform(Initiate)	23,500원	6개월	-9.55	-5.74
	2019-11-11	Outperform(Maintain)	25,000원	6개월	-20.90	-13.80
	2020-01-10	BUY(Upgrade)	27,000원	6개월	-36.11	-17.59
	2020-04-14	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-33.13	-29.57
	2020-05-11	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-40.40	-29.35
	2020-09-18	BUY(Maintain)	21,000원	6개월	-41.54	-39.05
2020-11-10	BUY(Maintain)	17,500원	6개월	-18.75	-17.43	
2020-11-18	BUY(Maintain)	17,500원	6개월			