

자이언트스텝 (289220)

미디어/엔터

이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

투자 의견	Not Rated (I)
목표주가	-
현재주가 (6/29)	54,500원
상승여력	-

시가총액	5,186억원
총발행주식수	9,655,765주
60일 평균 거래대금	539억원
60일 평균 거래량	1,093,760주
52주 고	56,500원
52주 저	28,600원
외인지분율	0.27%
주요주주	하승봉 외 11 인 54.65%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	30.7	45.9	0.0
상대	24.9	36.2	0.0
절대(달러환산)	29.2	46.3	0.0

K-메타버스 대표 기업

VFX 기반 리얼타임콘텐츠 제작 선도 기업

동사의 주력사업은 광고 VFX로 2019년 전체 매출의 90% 이상에 달함. 최근, 동사의 성장축은 리얼타임콘텐츠 부문으로 빠르게 이동 중. 동사의 전체 매출(별도 기준)에서 리얼타임콘텐츠 사업이 차지하는 비중은 2019년 7% → 2020년 25%로 빠르게 상승

동사는 2019년 이후 SM엔터, 네이버 등과 협력해 리얼타임콘텐츠를 제작하면서 동 시장 내에서의 입지를 강화하고 있음. 특히, 네이버는 동사의 기술력을 높게 평가하면서 동사에 대한 지분 투자를 진행해 협력 관계를 강화

실감형 콘텐츠 시장 성장 수혜

국내 실감형 콘텐츠 시장은 2019년(e) 6,048억원 → 2023년(e) 5.8조원으로 증가해 CAGR 76%의 폭발적인 성장세를 시현할 전망. 동사 리얼타임콘텐츠 사업의 전방시장인 소프트웨어 및 콘텐츠 시장은 2023년 약 3.7조원(SW 2.2조원 + 콘텐츠 1.6조원)에 달할 전망

동사는 인력, 인프라, 레퍼런스를 고르게 갖추고 있어, 향후 리얼타임콘텐츠 시장의 폭발적인 성장에 대응이 가능한 것으로 평가. 동사가 선제적으로 확보한 리얼타임엔진 활용 역량은 현실감형 콘텐츠 시장에서 요구되는 역량 중 하나. 동사가 2016년 설립한 GX-Lab은 국내 최대 리얼타임엔진 그래픽기술 연구개발 전담부서

2H21 이후 리얼타임콘텐츠 실적 상승세 본격화

리얼타임콘텐츠 관련 수주물량들(e.g. XR Live, 버추얼캐릭터)이 2H21 동사 실적에 대거 반영될 예정. 동사의 리얼타임콘텐츠 매출은 2021E 105억원(YoY +167%) → 2022E 216억원(YoY +105%)으로 수직 성장세 시현 전망.

동사는 2021년 6월 3개의 자체 버추얼 스튜디오 구축 완료 상태. 2022년부터는 이들 3개 스튜디오의 실적 온기 반영효과와 실감형 콘텐츠 시장성장에 따른 가동률 상승효과를 함께 기대할 수 있음

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	212	202	352	472
영업이익	-26	-15	40	121
지배순이익	-31	-14	39	114
PER	-	-	133.9	45.5
PBR	-	-	15.9	11.8
EV/EBITDA	-	-	122.4	40.0
ROE	-37.6	-13.1	16.3	29.8

자료: 유안타증권

1. 결론: 리얼타임콘텐츠 중심의 성장잠재력에 주목

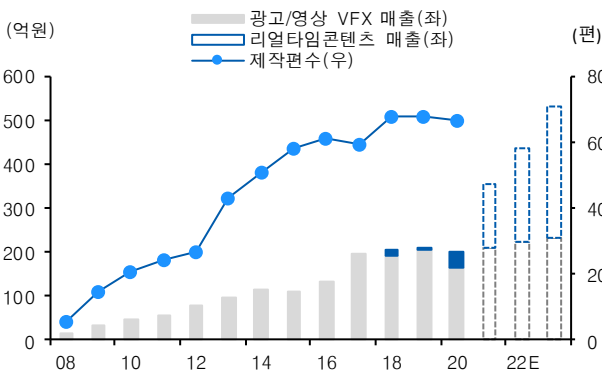
자이언트스텝(289220)은 광고 포스트프로덕션 기업 ‘화이어웍스’ 출신의 하승봉·이지철 대표가 2008년에 설립한 VFX(시각특수효과) 전문기업이다. 동사의 주력사업은 광고 VFX로 2019년 전체 매출의 90% 이상에 달했다. 최근, 동사의 성장축은 리얼타임콘텐츠 부문으로 빠르게 이동 중에 있다. 동사는 2016년부터 리얼타임엔진 활용을 위한 기술 연구개발에 돌입했는데, 2020년부터 관련 실적이 의미있게 발생하기 시작했다. 동사의 전체 매출(별도 기준)에서 리얼타임콘텐츠 사업이 차지하는 비중은 2019년 7% → 2020년 25%로 빠르게 상승했다.

본사 직원수는 1Q21 기준으로 180명에 달하는데, 대부분 제작 및 연구개발 전문인력이다. 여기에, 실감형 콘텐츠를 실시간으로 제작하고 송출할 수 있는 버추얼 스튜디오를 보유 중에 있다. 동사는 2019년 이후 SM엔터테인먼트, 네이버 등과 지속 협력해 리얼타임콘텐츠를 제작한 이력도 갖고 있다. 인력, 인프라, 레퍼런스를 고르게 갖추고 있어, 향후 리얼타임콘텐츠 시장의 폭발적인 성장에 대응이 가능한 것으로 평가된다.

동사는 2016~20년 다수 FI 및 SI들로부터 약 130억원에 달하는 투자를 유치한 바 있다. 이 중에서, 상장 직전연도인 2020년에는 네이버가 동사의 기업가치를 780억원 가량으로 평가해 동사의 증자에 참여한 바 있다. 상장 이후인 현재에도, 네이버는 동사에 대한 보유 지분(7.4%)을 유지하고 있다. 동사가 2021년 네이버 플랫폼을 통해 동사의 리얼타임콘텐츠를 공개할 예정에 있는 만큼, 양사간의 지속적인 사업 협력이 기대되고 있다.

동사는 2021년 3월 코스닥 상장을 통해 신규 자본 154억원을 확충했다. 당시 상장은 100% 신주 발행으로 진행됐으며, 공모가는 11,000원이었다(※공모가 기준 시가총액 1,037억원). 공모가 11,000원은 동사의 2023년 순이익 가이던스(103억원) 기준 PER 10배 수준이었다. 동사의 現 주가는 54,500원으로 상승해 당시 가이던스 기준으로 PER 50배에 거래되고 있다. 동사의 높은 Multiple에는 메타버스 시장 성장에 대한 수혜 기대감이 강하게 반영되어 있다. 전술한 바와 같이, 동사는 ①메타버스 시장 성장에 즉각적으로 대응할 수 있는 인력과 인프라를 확보한 상태이고, ②2H21부터 리얼타임콘텐츠 관련 매출이 본격적으로 실적에 반영될 것으로 기대되고 있어 투자자들의 지속적인 관심이 필요하다.

[그림 1] 자이언트스텝 연간 매출액 및 제작 편수 추이



자료: 자이언트스텝, 유안타증권 리서치센터 (주: 21E~23E 매출액은 회사 가이던스 기준)

[표 1] 자이언트스텝 상장 당시 실적 가이던스 및 Valuation 지표

(억원, %, 배)	2021E	2022E	2023E
매출액	353	436	530
YoY(%)	75%	24%	22%
영업이익	45	82	123
OPM(%)	13%	19%	23%
지배순이익	42	77	103
P/E(공모가 11,000원)	25.8	14.0	10.4
P/E(現 주가 54,500원)	124.8	67.7	50.3

자료: DART, 유안타증권 리서치센터

상장 이후 3개월 이내에 매물로 출회 가능한 동사 주식은 FI와 공모물량을 합쳐 331만주에 달한다. 2021년 6월 28일 기준으로 동사 주식에 대한 기관 및 기타법인의 누적 매도 물량이 270만주에 달하는만큼, 잠재 매물부담은 상당부분 완화되어 있는 상태이다.

[표 2] 자이언트스텝 공모 전후 주요 주주 구성

(단위: 주)

구분			공모전		공모후		상장 후 매도 제한 기간	비고
			주식수	지분율	주식수	지분율		
유통제한 물량	최대주주 등	하승봉	1,800,000	22.5%	1,800,000	18.5%	2년	CEO
		강연주	1,471,371	18.4%	1,471,371	15.1%	1년	하승봉 대표 배우자
		이지철	531,110	6.7%	531,110	5.5%	2년	CEO
		최일진	531,110	6.7%	531,110	5.5%	2년	등기이사 & VFX Supervisor
		심재일	531,110	6.7%	531,110	5.5%	2년	등기이사 & VFX Supervisor
		이대연	120,000	1.5%	120,000	1.2%	1년	빅인스퀘어 대표
		이희복	43,000	0.5%	43,000	0.4%	1년	감독
		외 5명(임원)	148,433	1.9%	148,433	1.5%	1년	
	최대주주 등 계		5,176,134	64.8%	5,176,134	53.1%		
	공모주주	우리사주조합	-	-	124,497	1.3%	1년	
상장주신인		-	-	42,000	0.4%	3개월		
5% 이상 주주	네이버	716,699	9.0%	716,699	7.4%	1년	20년 08월 70억원 투자	
벤처금융	이베스트-엠펙드 신기술조합 1호	229,000	2.9%	229,000	2.4%	1개월		
	스마일게이트 패스파인더펀드	127,880	1.6%	127,880	1.3%	1개월	19년 04월 10억원 투자	
	Smilegate XR Contents Fund	102,386	1.3%	102,386	1.1%	1개월	20년 08월 10억원 투자	
	유통 제한물량 소계		6,352,099	79.5%	6,518,596	66.9%	-	
유통가능 물량	벤처금융	티그리스 투자조합 1호	511,000	6.4%	511,000	5.2%	-	16년 08월 투자
	1% 이상 주주	NH 투자증권	275,560	3.5%	275,560	2.8%	-	
		한국투자증권	275,560	3.5%	275,560	2.8%	-	
		메리츠종합금융증권(신탁)	136,587	1.7%	136,587	1.4%	-	
	기타	소액주주	435,159	5.4%	435,159	4.5%	-	
	공모주주	기관	-	-	925,503	9.5%	의무보유확약 4.8%	
일반	-	-	350,000	3.6%	-			
유통 가능물량 소계		1,633,866	20.5%	2,909,369	29.9%	-		
행사제한 물량	주식매수선택권	안민희 외 32명	-	-	175,600	1.8%	15일 행사 제한	행사가 7,250원
		상장주신인(한국투자증권)	-	-	140,000	1.4%	3개월 행사 제한	행사가 11,000원. 7/26 상장 예정
	신주인수권	-	-	-	-	-	-	
합계			7,985,965	100.0%	9,743,565	100.0%	-	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 기관투자자 의무보유 확약기간별 배정현황

(단위: 주, %)

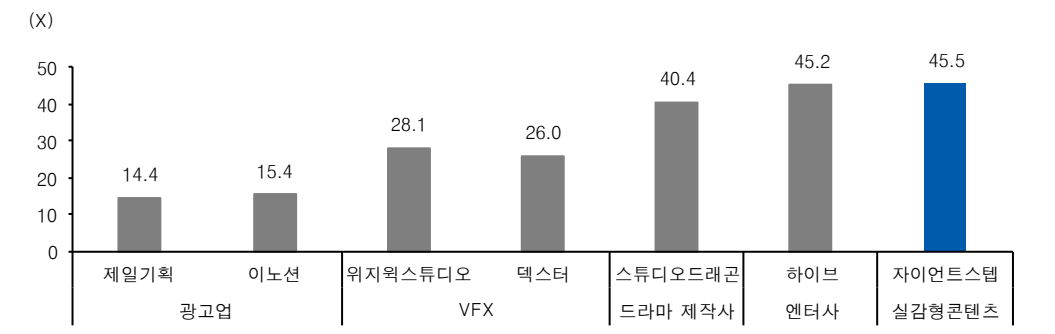
확약기간	배정수량(주)	비중(%)	보호예수 해제 예정일
6개월	96,604	10.4	2021-09-24
3개월	195,991	21.2	2021-06-24
1개월	147,263	15.9	2021-04-26
15일	15,112	1.6	2021-04-08
미확약	470,533	50.8	-
합계	925,503	100.0	

자료: 유안타증권 리서치센터

유안타증권 추정치 기준으로, 자이언트스텝의 2022E PER은 45.5배이다. 광고대행사(제일기획 및 이노션의 2022E 평균 PER 14.9배; 유안타 추정치)와 VFX 전문기업(텍스터 및 위지웍스튜디오)의 2022E 평균 PER 27.1배; 컨센서스 기준)과 비교시 확연한 Premium을 부여받고 있다.

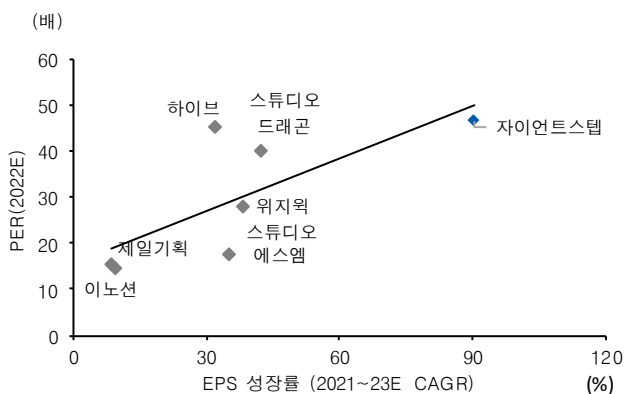
국내 대표적인 성장형 콘텐츠 사업인 드라마(스튜디오드래곤의 2022E PER 40.4배; 유안타 추정치)와 음악(하이브의 2022E PER 45.2배; 유안타 추정치)과 비교시, 동사의 Multiple은 거의 대등한 수준에서 형성되어 있다. 글로벌 실감형 콘텐츠 산업의 성장성이 드라마 및 음악산업 대비 높게 평가되고 있다는 점을 감안시, 동사 Multiple의 추가적인 확장 가능성도 배제할 수 없다는 판단이다.[표4~5 참조]

[그림 2] 콘텐츠 기업들의 2022E PER 비교



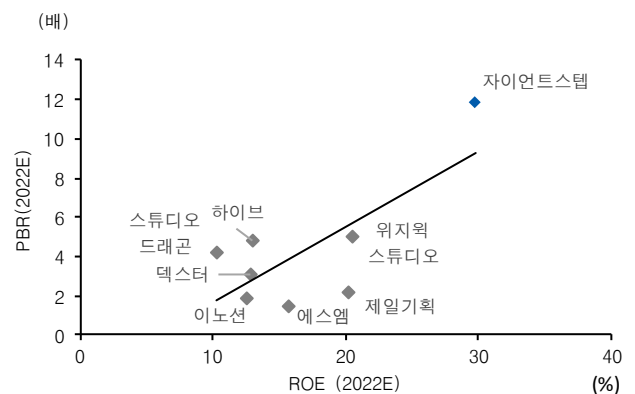
자료: 유안타증권 리서치센터
 주: 텍스터 및 위지웍스튜디오는 컨센서스 기준

[그림 3] 콘텐츠 기업들의 2022E PER-EPS 성장률 비교



자료: FNGuide, 유안타증권 리서치센터
 주: 위지웍스튜디오는 컨센서스 기준

[그림 4] 콘텐츠 기업들의 2022E PBR-ROE 비교



자료: FNGuide, 유안타증권 리서치센터
 주: 텍스터, 위지웍스튜디오는 컨센서스 기준

[표 4] 세계 콘텐츠 시장규모 및 전망

(단위: 십억달러)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2019-24E CAGR
출판	292	289	284	280	276	248	253	253	251	249	-2.0%
만화	7	8	8	8	9	9	9	9	9	9	0.0%
음악	46	49	51	54	58	41	52	65	67	69	3.5%
게임	83	96	109	120	132	413	155	164	173	182	6.6%
영화	39	40	42	44	45	16	28	37	39	40	-2.4%
애니메이션	5	7	5	5	8	3	5	7	7	7	-2.5%
방송	461	477	483	490	491	462	485	502	512	526	1.4%
광고	471	501	528	570	605	543	580	620	642	664	1.9%
지식정보	668	728	791	836	878	865	911	973	1,020	1,065	3.9%
캐릭터/라이선스	252	263	272	280	293	276	294	313	325	337	2.8%
산술합계	2,323	2,456	2,572	2,686	2,795	2,606	2,772	2,943	3,045	3,148	2.4%
합계(중복제외)	1,958	2,087	2,211	2,324	2,432	2,295	2,442	2,596	2,699	2,797	2.8%

자료: 한국콘텐츠진흥원(2021), 유안타증권 리서치센터

[표 5] 세계 디지털콘텐츠 시장규모 및 전망

(단위: 십억달러, %)

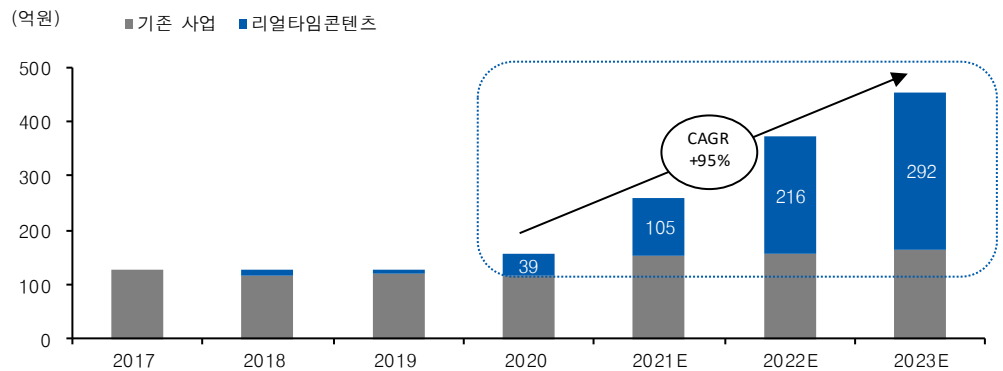
	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2019-24E CAGR
E-Book	27	31	34	37	39	41	42	46	48	50	4.8%
디지털만화	8	8	8	9	9	9	10	11	12	13	8.1%
디지털음악	9	11	14	16	19	22	25	26	28	29	9.0%
디지털방송	383	401	409	420	423	405	423	439	449	463	1.8%
디지털영화	39	40	42	44	45	16	28	37	39	40	-2.4%
디지털광고	305	343	379	427	469	438	469	506	530	554	3.4%
디지털게임	83	95	108	119	130	141	152	161	169	178	6.4%
디지털애니메이션	6	9	6	7	11	3	4	9	7	6	-10.6%
디지털정보콘텐츠	205	219	230	241	254	268	294	324	345	365	7.5%
E-Learning	138	170	211	262	316	414	511	609	707	804	20.6%
디지털콘텐츠솔루션	143	171	216	272	328	359	406	455	489	521	9.7%
디지털커뮤니케이션	207	217	227	237	261	286	307	329	350	372	7.4%
디지털유통플랫폼	120	151	202	249	290	351	411	475	546	578	14.8%
실감콘텐츠	0	5	8	11	14	20	35	53	71	89	44.7%
산술합계	1,672	1,872	2,093	2,351	2,608	2,772	3,119	3,480	3,791	4,064	9.3%
합계(중복제외)	1,457	1,637	1,849	2,089	2,331	2,510	2,837	3,172	3,474	3,734	9.9%

자료: SPRi(2021), 유안타증권 리서치센터

유안타증권 추정치 기준, 자이언트스텝의 2022E PSR은 11.0배이다. 글로벌 메타버스 관련주 중 게임 플랫폼 기업(로블록스 2022E PSR 17배; 컨센서스 기준)과 게임엔진 개발사(유니티 소프트웨어의 2022E PSR 24배, 컨센서스 기준)와 비교시 상대적으로 낮은 Multiple을 부여받고 있다.

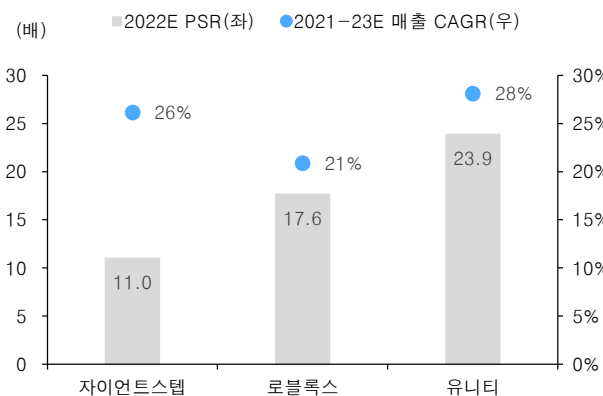
로블록스와 유니티의 現 주가에는 메타버스 시장 성장 기대감이 강하게 반영되어 있다. 로블록스 게임은 메타버스형 미래 플랫폼으로 진화 중에 있고, 유니티의 리얼타임엔진은 게임 개발 외에도 메타버스형 콘텐츠를 제작하는 도구로 활용되고 있기 때문이다. 따라서 메타버스 산업 내에서의 미래 시장지배력에 대한 기대치가 높은만큼, 이들의 높은 Multiple은 정당화될 수 있다. 한가지 유의할 점은 자이언트스텝의 핵심기술은 에픽게임즈와 유니티의 리얼타임엔진에 대한 활용능력에서 비롯된다는 점이다. 자이언트스텝이 국내 실감형 콘텐츠 시장을 선점하는 움직임을 보이고 있지만, 후발주자의 시장진입에 따른 경쟁에서 자유로울 순 없다는 점은 로블록스 또는 유니티 대비 Multiple Discount 요인으로 작용할 수 있다.

[그림 5] 자이언트스텝 매출액 추이 전망 - 리얼타임콘텐츠 매출성장률(CAGR)은 2020-23E 기준 +95% 추정



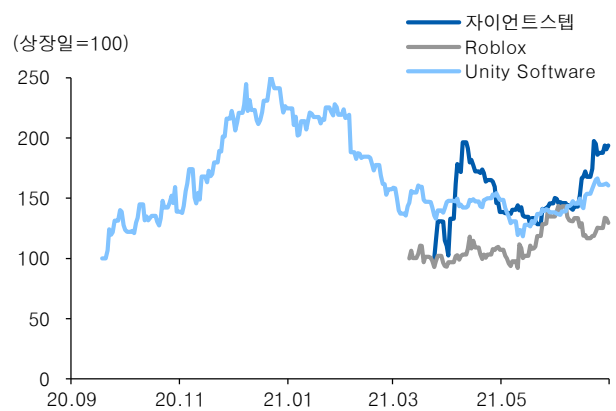
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 국내외 메타버스 관련 기업들의 2022E PSR 비교



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
 주: 자이언트스텝은 유안타 추정치 기준

[그림 7] 국내외 메타버스 관련기업들의 상장일 이후 추가 흐름



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] 국내 및 글로벌 Peer 실적 컨센서스 및 Valuation

		콘텐츠 제작/VFX				플랫폼/게임 서비스			S/W
		자이언트스텝	위지웍스튜디오	덱스터	Digital Domain	NAVER	Roblox	Microsoft	Unity Software
		(억원)	(억원)	(억원)	(백만달러)	(억원)	(백만달러)	(백만달러)	(백만달러)
	시가총액	5,186	5,059	2,182	321	675,944	53,017	2,023,885	30,873
2019	매출액	212	464	555	70	43,562	508	125,843	542
	영업이익	-27	66	-54	-43	11,550	-76	42,959	-151
	순이익	-31	56	-77	-51	5,831	-71	39,240	-163
	PER	-	25.4	-23.2	-	39.1	-	28.6	-
	PBR	-	2.7	3.2	1.7	3.5	-	10.0	-
	ROE	-37.6	0.0	-13.0	-30.2	10.6	-	42.4	-46.0
	PSR	-	3.1	3.2	4.4	5.2	-	8.2	-
2020	매출액	202	1,102	263	78	53,041	924	143,015	772
	영업이익	-15	18	2	-69	12,153	-266	52,959	-275
	순이익	-14	-13	-30	-77	10,021	-253	44,281	-282
	PER	-	-108.6	-47.7	-	40.4	-	35.0	-
	PBR	-	2.4	2.5	3.4	4.9	-	13.0	20.6
	ROE	-13.1	-2.2	-5.4	-52.8	15.2	-	40.1	-23.2
	PSR	-	1.3	5.5	5.1	7.6	-	10.8	33.8
2021E	매출액	352	1,561	426	-	65,971	2,451	166,242	1,013
	영업이익	40	160	56	-	13,433	538	68,118	-195
	순이익	39	126	36	-	159,634	521	59,110	-102
	PER	133.9	38.8	60.6	-	4.2	159.0	34.6	-
	PBR	15.9	6.6	3.5	-	2.6	96.9	14.3	18.9
	ROE	16.3	18.6	6.1	-	102.3	-142.7	42.9	-
	PSR	14.7	3.1	5.1	-	10.3	21.6	12.2	30.5
2022E	매출액	472	1,833	632	-	78,594	3,010	187,052	1,294
	영업이익	121	227	104	-	16,779	626	76,052	-297
	순이익	114	180	84	-	16,141	555	63,458	-46
	PER	45.5	28.1	26.0	-	41.9	161.0	32.0	-
	PBR	11.8	5.0	3.1	-	2.4	127.5	10.8	18.5
	ROE	29.8	20.4	12.9	-	6.6	-55.7	40.8	-
	PSR	11.0	2.8	3.5	-	8.6	17.6	10.8	23.9
2023E	매출액	560	2,083	-	-	91,768	3,580	210,736	1,662
	영업이익	178	318	-	-	20,776	841	86,725	-291
	순이익	140	250	-	-	18,860	746	72,638	54
	PER	37.0	20.3	-	-	35.8	115.1	27.6	649.9
	PBR	8.9	3.8	-	-	2.2	138.9	7.4	-
	ROE	27.4	21.6	-	-	7.2	-73.2	36.0	-
	PSR	9.3	2.4	-	-	7.4	14.8	9.6	18.6

자료: FnGuide, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주: 자이언트스텝은 유안타 추정치 기준. 이외 기업은 컨센서스 기준

2. 실적전망: 2021E 연결 매출 352억원(YoY +74%)

2021년 연결실적은 매출 352억원(YoY +74%), 영업이익 40억원(YoY 흑전)으로 예상된다. 별도 예상 매출은 258억원(+66% YoY), 종속회사 합산 예상 매출(내부거래 차감)은 94억원(+101% YoY)이다. 별도 매출 중에서, VFX는 153억원(YoY +32%), 리얼타임콘텐츠는 105억원(YoY +167%)으로 증가할 전망이다. 동사의 2021년 예상 실적에 대한 세부설명은 다음과 같다: 1) 동사의 1Q21 연결 매출은 70억원(YoY +77%)으로 급증했다. 이는 국내 광고경기가 회복세를 보이는 가운데, 동사의 광고 관련 일감이 증가하면서 본사 VFX와 광고 관련 종속회사들의 실적이 강세를 보이고 있기 때문이다. 광고 부문의 실적 강세흐름은 연중 지속 가능할 것으로 기대된다. 2) 리얼타임콘텐츠 부문의 실적은 2H21부터 본격적으로 증가할 전망이다. 1H21 중에 일시 가동 중단 상태였던 동사의 버추얼 스튜디오가 2021년 6월부터 가동을 재개했다. 더불어, 파트너사들과 진행하고 있는 여러 리얼타임콘텐츠(XR Live, 버추얼캐릭터 등)가 2H21에 공개될 예정이다. 3) 현 인력 수준과 고정비를 감안한 연간 BEP 매출은 별도 기준 230억원으로 추정됨에 따라, 본사는 2021년 흑자전환이 예상된다. 종속회사들도 광고 관련 종속회사들과 영상장비 회사의 매출이 일제히 상승세를 보이면서 2021년 흑자전환을 기대한다.

2022년 연결실적은 매출 472억원(YoY +34%), 영업이익 121억원(YoY +201%)으로 추정된다.

매출 성장은 ① 리얼타임콘텐츠에 대한 수요증가가 기대되는 가운데, ② 동사가 보유한 3개 스튜디오의 실적 온기 반영과 가동률 상승효과를 고려해 추정했다. 비용단에서는, 인건비 다음으로 큰 비중을 차지하고 있는 외주용역비의 일부 내재화 효과가 예상된다. 현재, 본사와 자회사 인력 충원이 진행되고 있어 촬영 인력 내재화가 가능하기 때문이다. 또한, 스튜디오 구축비용은 2020~21년에 집행이 완료된 관계로, 2022년부터 고정비 레버리지 효과를 기대할 수 있다.

[표 7] 자이언트스텝 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	133	197	205	212	202	352	472	560
- 본사	118	127	128	128	155	258	372	455
1) VFX(광고+영상)	-	127	115	119	116	153	156	163
2) 리얼타임콘텐츠	-	-	12	9	39	105	216	292
- 자회사 및 내부거래	16	70	77	84	47	94	101	105
성장률								
매출액(YoY)	-	48%	4%	4%	-5%	74%	34%	19%
1) VFX(광고+영상)	-	-	-9%	3%	-3%	32%	2%	5%
2) 리얼타임콘텐츠	-	-	-	-25%	333%	167%	105%	35%
영업비용	113	195	230	238	217	312	351	382
- 인건비(본사)	52	77	81	92	87	129	141	150
- 자회사	16	72	88	92	48	78	84	87
영업이익	20	2	-25	-27	-15	40	121	178
- 본사	20	3	-14	-18	-14	24	104	160
- 자회사	0	-1	-11	-9	-1	16	17	18
OPM	15%	1%	-12%	-13%	-7%	11%	26%	32%
지배순이익	16	5	-22	-31	-14	39	114	140
NIM	12%	3%	-11%	-15%	-7%	11%	24%	25%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 8] 자이언트스텝 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	2020년				2021년				연간실적		
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	40	44	52	67	70	75	95	112	202	352	472
- 본사	29	29	45	53	53	55	70	80	155	258	372
1) 광고+영상 VFX	-	-	-	-	39	37	38	39	116	153	156
2) 리얼타임콘텐츠	-	-	-	-	14	18	32	41	39	105	216
- 자회사 및 내부거래	11	15	7	14	18	20	24	32	47	94	101
매출액(YoY)	-	-	32%	10%	77%	72%	81%	69%	-5%	74%	34%
영업비용	49	53	51	64	76	76	77	83	217	312	351
- 인건비(본사)	20	-	-	-	31	31	32	34	87	129	141
- 자회사	13	17	8	10	18	20	18	22	48	78	84
영업이익	-9	-10	1	2	-5	-1	18	29	-15	40	121
- 본사	-7	-7	2	-1	-5	-2	12	19	-14	24	104
- 자회사	-2	-2	-1	4	0	0	6	10	-1	16	17
OPM	-23%	-22%	2%	4%	-8%	-2%	19%	26%	-7%	11%	26%
지배순이익	-8	-11	2	3	-4	-1	13	23	-14	39	114
NIM	-20%	-26%	4%	5%	-5%	-2%	14%	21%	-7%	11%	24%

자료: 유안타증권 리서치센터

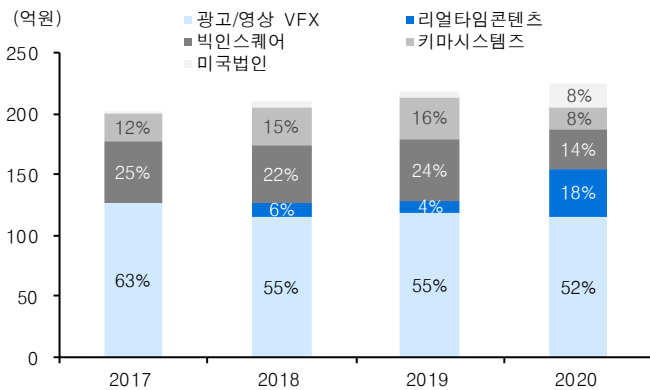
3. 사업개요: VFX 기반의 리얼타임콘텐츠 제작사

자이언트스텝의 본사 사업은 크게 ㉠VFX(광고+영상)와 ㉡리얼타임콘텐츠로 구분된다. 연결대상 종속회사는 총 4곳으로, 빅인스퀘어(광고 프로덕션), 키마시스템즈(방송·영상장비/시스템 판매), GIANTSTEP Studio(미국법인; 광고 및 영상콘텐츠 제작), 브이레인지(리얼타임콘텐츠 제작)가 있다. 동사는 1Q21 기준 약 200억원의 현금 보유량을 기반으로 향후 추가적인 M&A 도 추진 가능하다.

㉠ **VFX(광고+영상)**: 동사는 광고 및 영상 콘텐츠 제작의 후반단계에서 진행되는 VFX(Visual Effect; 시각(특수)효과) 용역을 주력사업으로 영위해왔다. 2020년 별도 매출액 기준, 광고 VFX 와 영상(영화/드라마) VFX 비중은 각각 45%, 30%를 기록했다. 광고 VFX 는 동사의 고마진 Cash-cow 사업, 영상 VFX 는 매출볼륨 확보 및 기술축적 목적으로 진행한 사업인 것으로 요약 된다. 참고로, 동사는 국내 광고 VFX 시장의 Top-tier 회사이다. 광고 VFX 사업은 프로젝트 수행기간이 짧고 투입원가에 대한 예측이 용이해, 영상 VFX 작업 대비 안정적인 마진 확보에 유리한 사업이다. 다만, 광고산업의 특성상 고속성장을 기대하긴 어려운 사업이다.

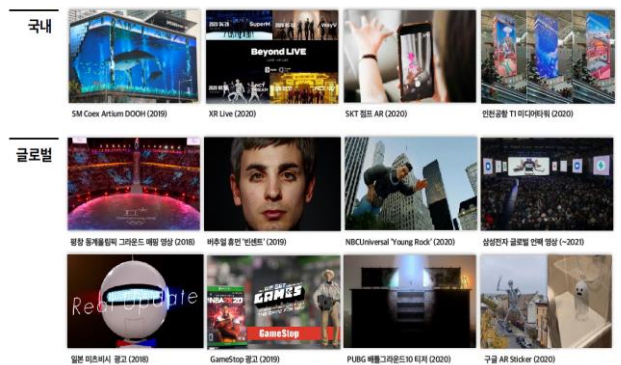
㉡ **리얼타임콘텐츠**: 동사의 핵심 성장 동력으로 주목받는 사업부문이다. 동 사업의 매출은 1)리얼타임엔진을 기반으로 실감형 콘텐츠를 제작하고, 2)버추얼 촬영 스튜디오를 운영 및 임대하는 방식을 통해 창출된다. 2020년 별도 매출액 기준, 리얼타임콘텐츠 매출 비중은 약 25%이다. 동사는 2016년부터 동 사업에 대한 투자를 진행해왔는데, 2020년 코로나19를 계기로 리얼타임콘텐츠에 대한 시장수요가 부각됨에 따라 2021년부터 동 사업에 대한 수익화 구간이 본격적으로 진행될 것으로 전망된다. 동사의 리얼타임콘텐츠 비즈니스 모델은 크게 3가지로 구분된다. 1)버추얼 프로덕션 솔루션, 2)하이브리드 리얼타임 렌더링 솔루션, 3)리얼타임 버추얼 캐릭터 솔루션으로 분류된다.

[그림 8] 자이언트스텝의 연결 매출액 추이



자료: 자이언트스텝, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 주요 리얼타임 콘텐츠 레퍼런스



자료: 자이언트스텝, 유안타증권 리서치센터

4. 투자포인트(1): 실감형 콘텐츠 시장 성장

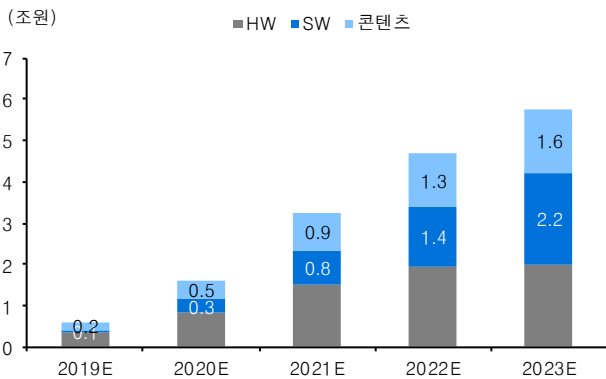
실감형 콘텐츠는 메타버스의 필수 요소

실감형 콘텐츠는 인간의 오감 자극을 통해 정보를 제공해 실제와 유사한 체험(현실감)을 가능하게 하는 콘텐츠를 의미한다. 기반 기술로는 가상현실(Virtual Reality; VR), 증강현실(Augmented Reality; AR), 혼합현실(Mixed Reality; MR), 홀로그램 등이 있다. 이 기술들과 미래에 나타날 신기술까지 포함한 초실감형 기술·서비스가 확장현실(Extended Reality; XR)이다. 실감형 콘텐츠는 몰입감, 상호작용, 지능화 등 3I(Immersive, Interactive, Intelligent) 특징을 통해 현실감을 제공하고, 경험 영역을 확장한다. 디지털 콘텐츠에 실감형 기술들을 적용하면 콘텐츠 전달 효과와 부가가치가 배가될 것으로 기대된다.

최근 수년간 실감형 콘텐츠는 VR과 AR을 중심으로 게임, 엔터테인먼트, 시뮬레이터 등 제한적인 분야에서 성장 기회를 발굴해왔다. 2021년 들어, ‘메타버스’라는 개념과 관련 비즈니스 모델이 주목받게 되면서, 실감형 콘텐츠 시장은 XR 기반 콘텐츠로 본격 확장 중에 있다.

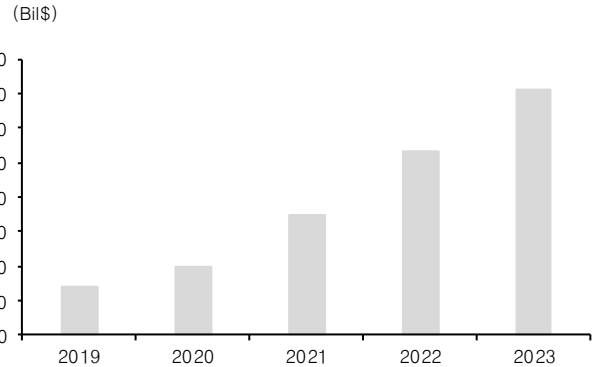
2019년 선진국들을 중심으로 5G 네트워크가 상용화되면서, 실감형 콘텐츠 시장의 기반이 형성됐다. 미래창조과학부 산하의 국책연구기관인 소프트웨어정책연구소(SPRi : Software Policy & Research Institute)에 따르면, 국내 실감형 콘텐츠 시장은 2019년(e) 6.048억원 → 2023년(e) 5.8조원으로 증가해 CAGR 76%의 폭발적인 성장세를 시현할 전망이다. 동 기관은 국내 실감형 콘텐츠 시장을 하드웨어, 소프트웨어, 콘텐츠로 구분 중에 있는데, 이 중에서 동사 리얼타임콘텐츠 사업의 전방시장은 소프트웨어 및 콘텐츠 시장에 한정된다. 소프트웨어 및 콘텐츠 시장은 2023년 약 3.7조원(SW 2.2조원 + 콘텐츠 1.6조원)에 달할 전망이다. 실감형 콘텐츠 시장 성장에 대한 전제조건으로는 킬러콘텐츠들의 등장과 VR/AR 기기의 보급 확대가 꼽히고 있다. 코로나19를 계기로 다양한 유형의 비대면 콘텐츠 수요가 촉발됨에 따라, 실감형 콘텐츠 시장의 성장세가 가속화 될 수 있는 환경이 조성된 점은 동사에 있어 긍정적 요인으로 볼 수 있다.

[그림 10] 국내 실감 콘텐츠 시장 규모 - CAGR(2019-2023) 76%



자료: SPRi(2020), 유안타증권 리서치센터
 주) HW: 영상기기/오디오 및 음향기기/ SW: 소프트웨어개발공급, 컴퓨터관리서비스, 콘텐츠: 정보서비스, 출판, 영상오디오물제작 및 배급, 영화 등

[그림 11] 글로벌 실감콘텐츠 시장 규모 - CAGR(2019-2023) 50%



자료: SPRi(2021), 유안타증권 리서치센터

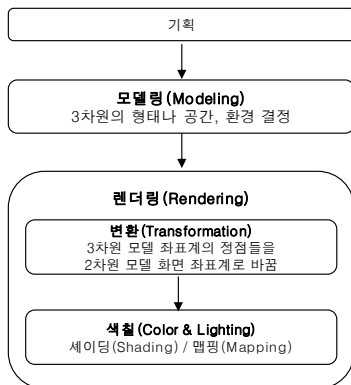
4. 투자포인트(2): 리얼타임엔진 활용 역량 선제적 확보

실감형 콘텐츠 제작 핵심 기술력 ≙ 리얼타임엔진 활용 역량

미래 실감형 콘텐츠 시장에서는 양방향성과 실시간성이 중요해질 것이다. 이로 인해, 실시간 렌더링(Real-time Rendering) 기능을 제공하는 리얼타임엔진에 대한 관심이 증대될 전망이다. 대표적인 리얼타임엔진으로는 언리얼과 유니티 엔진이 있다.

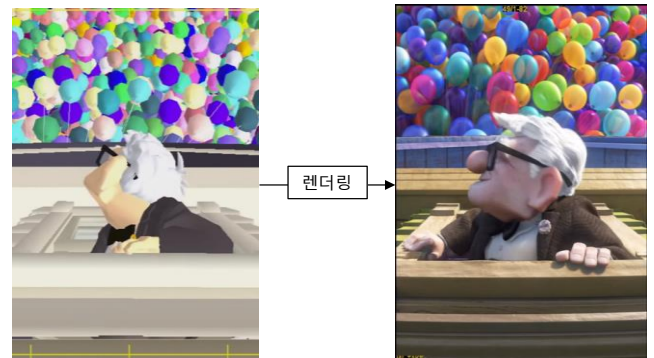
▷렌더링은 영상의 품질을 결정짓는다. 일반적으로 영상 제작 과정은 크게 모델링(Modeling)과 렌더링(Rendering)의 두 단계로 이루어진다. 모델링이 가상 객체 및 장면의 기본 골격을 만드는 과정이라면, 렌더링은 그 골격을 현실 세계에서 모습처럼 입체감을 구현하는 과정이다. 실재감 있는 결과물을 위해서는 구현될 이미지의 각 픽셀당 색상을 정확히 ‘계산’ 하는 것이 중요하데, 렌더링 엔진이 그 계산 역할을 수행한다. 빛과 물체가 어떻게 반응하는지 계산하는 라이팅(Lighting), 빛이 닿지 않는 곳에 그림자를 드리우는 셰이딩(Shading) 알고리즘 등이 적용된다.

[그림 12] 3D 영상 제작 과정



자료: 유니타증권 리서치센터

[그림 13] 렌더링 전후 이미지 비교



자료: Pixar, 유니타증권 리서치센터

[표 9] 실감형 콘텐츠의 공통적인 핵심기술

핵심기술	정의	기술 동향
디스플레이	HMD, AR 글래스, 핸드폰 화면, 태블릿에서 VR/AR 콘텐츠에 사용자가 시각적으로 몰입할 수 있는 경험을 제공하는 기술	사용자의 몰입감을 높이기 위한 디스플레이의 핵심기술 요인으로 시야각, 해상도, 재생빈도 등이 있음
트래킹	콘텐츠에서 사용자의 동작과 같은 생체 데이터를 실시간으로 추적하는 기술	대부분 센서, 비전, 또는 이 둘을 융합한 하이브리드 추적기술로 구성 모션 트래킹으로 많이 알려짐
렌더링	고화질의 3D 콘텐츠를 구현하고 사실적인 처리를 위한 컴퓨터 그래픽 소프트웨어 기술	사용자에게 VR/AR 콘텐츠를 실시간으로 제공하기 위한 기술로서 지연시간을 20ms 이하로 단축시키기 위한 연구개발 진행중
인터랙션, UI	컴퓨터와의 원활한 상호작용을 통해 콘텐츠를 인지, 조작, 그리고 정보 입력 등을 가능하게 하는 기술	키보드나 마우스와 같은 간접입력 장치를 사용하지 않고 음성이나 동작 등 자연스러운 사용자 조작환경인 nui/x 기술이 대두. 직접적으로 사용자가 접하는 기술이므로 오감기술 등과 연계하여 실감콘텐츠 이용에 최적화된 UI 개발 활발 진행

자료: 한국과학기술기획평가원, 유니타증권 리서치센터

▷**실시간 렌더링의 활용이 확대된다.** 렌더링에는 크게 리얼타임(Real-time) 렌더링과, 오프라인(Off-line) 렌더링이 있다. 리얼타임 렌더링을 활용할 경우, 계산 작업과 화면 재생이 동시에 가능하다. 프레임당 이미지 생성 시간이 짧고, 기존 오프라인 렌더링처럼 매 작업마다 렌더링 과정을 거칠 필요가 없기 때문에 장면 확인과 수정이 빠르게 이뤄진다. 오프라인 렌더링이 한 프레임당 이미지를 생성하는데 몇 분에서 몇 시간까지 소요된다면, 리얼타임 렌더링은 초당 수십장의 이미지를 생성한다.

그동안 리얼타임엔진은 게임업계에서 주로 사용되어 왔으나, 최근 게임 외 산업군에서의 사용 사례도 늘어나는 추세에 있다. 실감형 콘텐츠의 경우, 1) 사용자 움직임에 인터랙티브하게 반응하고, 2) 게임처럼 가상공간에서 실시간 3D 그래픽 콘텐츠가 구현되어야 하는 만큼 실시간 렌더링은 필수적인 기술이다. 기존 VFX툴로 콘텐츠를 제작하면 시간과 비용이 많이 소요될 뿐만 아니라, 향후 다양해질 디바이스나 플랫폼에서의 콘텐츠 호환성이 낮아 실감형 콘텐츠 시장에 대한 대응이 어렵다. 반면, 3)리얼타임엔진을 통해 만들어진 콘텐츠는 다양한 기기에서 호환이 가능한 강점이 있다. 리얼타임엔진을 활용할 수 있다면, VR/AR 등 다양한 플랫폼 기반의 콘텐츠를 한 번에 개발하는 '원 소스 멀티유스(OSMU)'가 가능하다.

[표 10] 콘텐츠 유형별 그래픽 작업 방식의 장단점

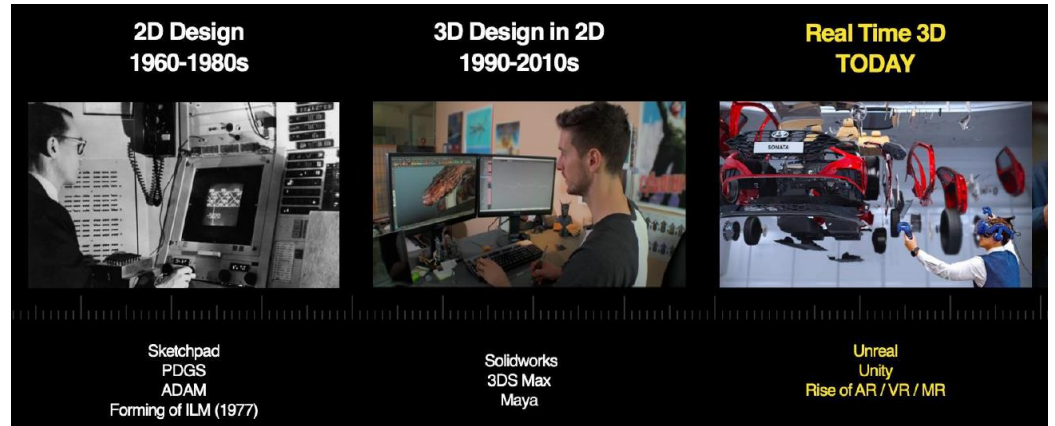
	기존(기존 VFX 툴 & 오프라인 렌더링)	차세대(리얼타임엔진 & 실시간 렌더링)
일방형 콘텐츠 - 영화, 드라마 등 - 텍스트, 이미지 기반	- 느린 작업 속도 - 인적, 시간적 리소스 다 - 극사실 레벨 그래픽 추구	- 빠른 작업 속도 - 높은 기술력 필요(미국의 소수 업체만 활용중) - 국내에선 사전시각화 용도로 사용
실감형/몰입형 콘텐츠 - XR(VR, AR, MR) 등 - 인터랙티브 3D	- 실시간 구현 어려움 - 적용가능 영상출력장치 제한적 - 인적, 시간적 리소스 다	- 실시간 구현 가능 - 다양한 장치(기기)에 적용 가능(높은 범용성) - 비용/시간 절감 가능

자료: 유안타증권 리서치센터

▷**VFX 그래픽 기술력과의 유기적 결합이 필수적이다.** 현재 리얼타임엔진을 활용한 제작물을 구현함에 있어 중요한 부분은 기존 오프라인렌더링 및 VFX도구로 구현했던 하이퀄리티의 영상품질 수준에 도달하는 것이다. 국내 동종 VFX 업체들은 기술적 역량의 한계로, 리얼타임엔진을 저품질의 사전시각화(프리비즈) 용도로만 사용하고 있고, 제작 단계에서는 여전히 오프라인 렌더링 방식을 채택하고 있다. 반면 동사는 제작 단계에서 실시간 렌더링을 활용하면서도, 하이퀄리티 그래픽 콘텐츠를 구현해내는 제작 기술을 축적해가고 있다.

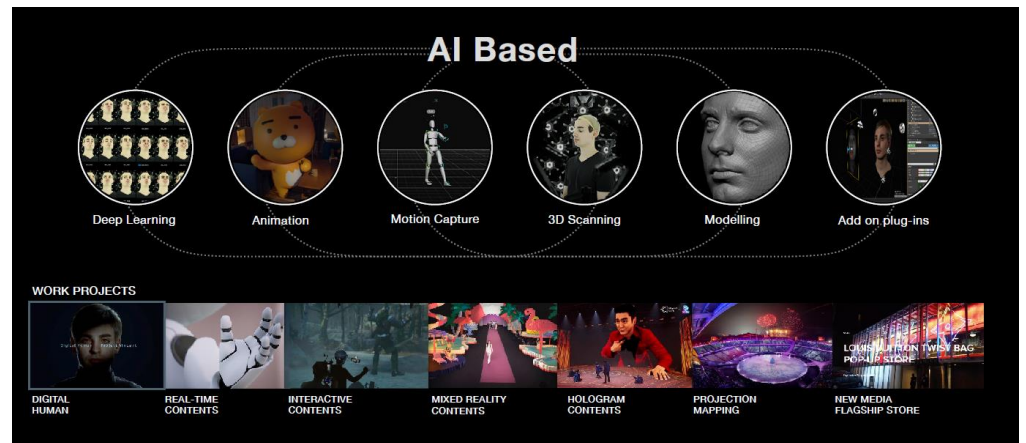
동사가 2016년 설립한 GX-Lab은 리얼타임엔진 기반으로 CG/VFX 기술을 연구 개발 중인 조직이다. 기존의 VFX 그래픽 기술력 및 운영능력에 리얼타임엔진 활용역량을 유기적으로 결합하려는 것이다. 동 조직은 국내 최대 리얼타임엔진 그래픽기술 연구개발 전담부서이기도 하다. 현재 확보된 연구개발인력만 40여명으로 본사 인력의 20% 수준에 달한다. 현재, 동사는 리얼타임엔진에 적용할 수 있는 자체 add-on 플러그인을 50여개 정도 확보한 상태이다. 향후에도 리얼타임엔진 기반의 영상제작 환경전환을 가속화하기 위한 플러그인 개발을 지속할 계획이다.

[그림 14] 포스트 프로덕션 CG/VFX 트렌드 흐름



자료: 자이언트스텝, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 자이언트스텝 R&D 연구소(GX-LAB) - 리얼타임 CG/VFX 기술 연구 개발



자료: 자이언트스텝, 유안타증권 리서치센터

4. 투자포인트(3): 리얼타임콘텐츠 사업모델 수익화

동사의 리얼타임콘텐츠 사업모델은 크게 3가지이다. 1) 하이브리드 리얼타임 렌더링 솔루션, 2) 버추얼 프로덕션 솔루션, 3) 리얼타임 버추얼 캐릭터 솔루션으로 구분된다. 모두 리얼타임엔진을 기반으로 콘텐츠를 제작한다는 공통점이 있다.

1) 하이브리드 리얼타임 렌더링 솔루션: 동사는 리얼타임엔진을 활용해 기존 오프라인 렌더링 제작 방식 대비 공정 효율성을 대폭 개선시킨 제작 솔루션을 제공한다. 기존 오프라인 렌더링 방식에서 렌더링 작업은 총 생산 과정에서 제작시간 및 원가의 약 20% 이상을 차지하며 병목 현상의 주 원인이었다. 반면, 동 솔루션으로는 ①실시간 렌더링을 통해 제작시간이 기존 방식 대비 약 40% 절감 가능하며, ②자체 개발 플러그인을 통해 기존 VFX툴로 구현 가능한 수준의 비주얼 퀄리티까지 달성이 가능하고, ③실시간 수정(피드백) 및 상호작용이 가능한 콘텐츠를 제작할 수 있다. 동사는 동 솔루션을 기반으로 AR/VR 콘텐츠, 홀로그램 콘텐츠, 인터랙티브 영상, 프로젝션 맵핑 등 다양한 실감형 콘텐츠 제작이 가능하다.

[그림 16] 리얼타임 콘텐츠 사업화 가능 분야



자료: 자이언트스텝, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 리얼타임엔진 솔루션 활용 사례



자료: 자이언트스텝, 유안타증권 리서치센터

2) 버추얼 프로덕션 솔루션: 동사는 리얼타임엔진을 통해 실시간으로 제작·합성해 콘텐츠를 송출할 수 있는 자체 스튜디오를 보유하고 있다. 동사는 총 3개의 스튜디오(크로마 Wall 스튜디오, LED Wall 스튜디오, 모션캡처스튜디오)를 운영 중이다. 동 사업모델을 통한 매출원으로는 ①스튜디오 임대(제작지원) 매출과 ②버추얼 콘텐츠 제작 매출 등 2가지가 있다. 단순 스튜디오 임대 외에 카메라 촬영 및 송출지원과 AR 및 인터랙티브 콘텐츠 제작 지원을 추가할 경우, 스튜디오 임대 단가가 상승하는 구조이다.

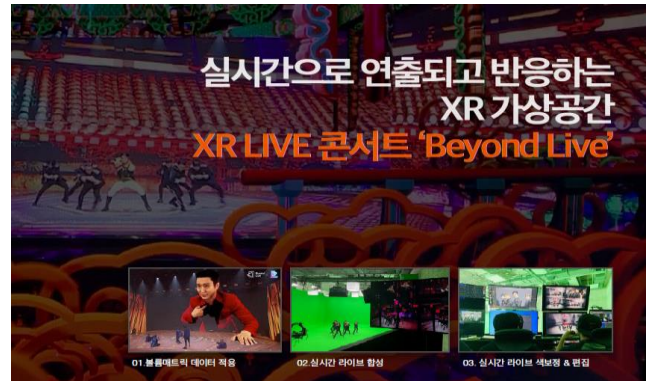
동사의 크로마 Wall 스튜디오에서는 2020년 네이버 <Now XR Live>와 SM엔터 <Beyond Live> 등을 진행한 바 있다. 1H21엔 연구개발작업 진행으로 크로마 Wall 스튜디오의 가동률이 하락하면서 버추얼 프로덕션 솔루션 매출이 미미한 수준에 그칠 전망이다, 2021년 6월 LED Wall 스튜디오 신설이 완료되고, 크로마 Wall 스튜디오도 재가동을 시작하면서, 2H21부터 본격적인 매출 확대가 기대된다.

[그림 18] 네이버 Now Party B (XR Live)



자료: 언론자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 에스엠 Beyond Live (XR Live)



자료: 자이언트스텝, 유안타증권 리서치센터

버추얼 프로덕션 솔루션 사업의 초기에는 상시(정기) 촬영 콘텐츠와 같은 고정 수익원 확보가 중요할 전망이다. 스튜디오 가동률이 일정 수준 이상으로 유지되어야, 고정비 커버가 가능한 매출 볼륨확보가 가능하기 때문이다. 스튜디오 감가상각비, 인건비 등의 고정비 투자효과는 1H21 중으로 마무리될 예정인 관계로, 2H21부터 본격적인 이익 레버리지 국면에 진입할 수 있다.

최근 실감형 콘텐츠 수요 확대에 대응하는 과정에서 신규 버추얼 프로덕션 스튜디오들이 늘어나고 있다. 국내 신생업체 대부분은 기술 부족으로 인해 크로마 Wall 스튜디오에서의 리얼타임콘텐츠 제작·합성·스트리밍이 어려운 것으로 파악된다. 따라서, 이들의 대부분은 LED Wall 스튜디오를 도입하고 있다. 반면, 동사는 크로마와 LED 스튜디오를 모두 보유하고 있으며, 실시간 콘텐츠 합성 및 인터랙티브 콘텐츠의 스트리밍(송출)까지 가능하다. 이러한 역량은 동사의 시장 경쟁 우위요인으로 작용할 것으로 판단한다.

[표 11] 버추얼 스튜디오 유형 비교

	크로마 Wall 스튜디오	LED Wall 스튜디오
제작 콘텐츠 유형	XR Live 등 (실시간 송출 & 인터랙티브 콘텐츠)	영화, 드라마 등 (극사실 그래픽 콘텐츠)
카메라 사용 가능 개수	여러 개	1개
콘텐츠 실시간 합성 방식	리얼타임엔진 활용	LED 상에서 표현되는 렌더링 결과물과 실제 피사체를 동시 촬영

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 크로마 Wall 스튜디오



자료: 지언트스텝, 유안타증권 리서치센터

[그림 21] LED Wall 스튜디오



자료: 브이에이코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

3) 리얼타임 버추얼 캐릭터 솔루션: 동사는 게임개발사 및 엔터기업 등과 협력해 버추얼 캐릭터를 제작하는 사업을 진행 중이다. 현재까지는 수주 형식의 계약이 대부분으로, 제작 매출 중심으로 매출이 발생 중에 있다. 동사는 2020년 SM엔터테인먼트의 신인 걸그룹 <에스파>의 버추얼 캐릭터 제작에 참여한 바 있다. 2021년 중으로는 타 파트너사로부터 수주한 버추얼 캐릭터를 포함해 3~5종이 릴리즈될 예정이다. 중장기적으로, 동사는 수주 기반의 제작사업 → 캐릭터 IP 사업으로 사업영역을 확장할 계획에 있다. 자체개발 IP는 물론, 타사와의 공동개발 IP를 활용한 캐릭터 사업이 구상되고 있다.

극사실적, 인터랙티브가 가능한 버추얼 휴먼 콘텐츠는 現 그래픽 기술 레벨로 가장 구현하기 어려운 영역이다. 동사는 국내 VFX 기업 최초로 AI 기반의 사실적인 얼굴 애니메이션 구현을 위한 기술 및 시스템을 자체 개발한 기업이다. 동사는 2019년 1월 캐주얼 스타일의 버추얼 유튜버 <지아>, 2019년 8월 극실사 버추얼 휴먼인 <빈센트>를 각각 공개했다. 특히 <빈센트>의 경우, 리얼타임엔진의 높은 그래픽적 활용도를 바탕으로 실시간으로 반응을 하는 버추얼 휴먼을 제작할 수 있는 역량을 증명했다는 점에서 의미가 있었다. 현재 동사는 여러 파트너사와 진행하는 프로젝트들을 통해 엔터테인먼트 사업 노하우를 축적하고 있고, 그래픽 기술의 고도화도 지속 중에 있다. 향후 공개 준비 중인 자체 IP의 상업화 여부도 지켜봐야 할 투자포인트인 것이다.

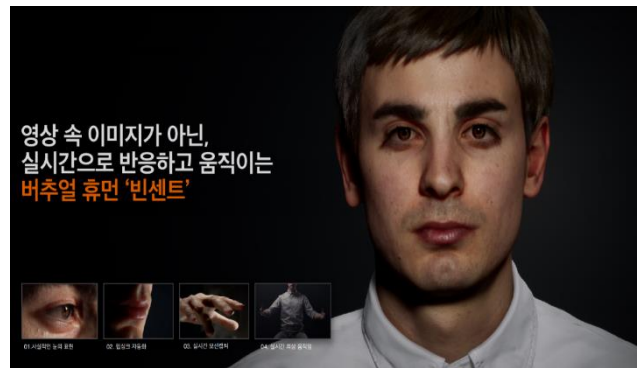
참고로, 버추얼 휴먼 제작 1회당 단가는 3억원 내외 수준으로 알려져 있다. 향후 인터랙티브 기능이 추가되고, 파생 콘텐츠가 만들어지며, 콘텐츠의 길이가 길어질수록, 기술 고도화 및 투입 리소스 확대가 필요해 제작단가는 현재보다 상승할 가능성이 크다. 또한, 버추얼 캐릭터에 대한 수요는 특정 산업에서만 발생하지 않는다. 엔터사 및 게임사 외에도, 일반 제조업, 서비스업 등 다양한 시장에서 활용될 것으로 전망된다.

[그림 22] 버추얼 아바타 <에스파> 제작



자료: 에스엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 23] 버추얼 휴먼 <빈센트> - 자체 IP



자료: 자이언트스텝, 유안타증권 리서치센터

※ Appendix – 주요 용어 모음

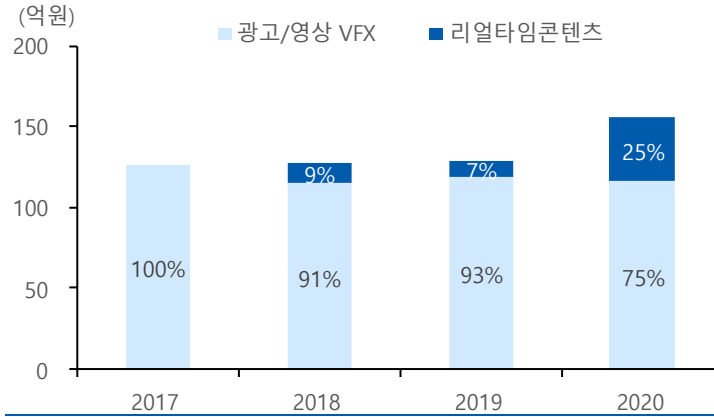
[표 12] 주요 용어 모음

용어	영문 용어	설명
시각특수효과	VFX (Visual Effect)	- 실제하지 않는 시각효과를 내는 모든 촬영 기법의 총칭 - CG(컴퓨터 그래픽스)로 기존의 아날로그 테크닉(카메라트릭, 스텐드, 특수분장, 미니어처 등)을 대체중
컴퓨터 그래픽스	CG (Computer Graphics)	- 컴퓨터를 이용해 만든 그래픽 이미지. VFX에 포함되는 개념. - 모양과 색을 수치로 변화하여 디지털로 나타내는 논리적 표현 방법
렌더링	Rendering	- CG(컴퓨터 그래픽스) 작업의 최종 단계 - 2차원의 화상에 광원·위치·색상 등 외부의 정보를 고려하여 사실감을 붙여넣어, 3차원 화상을 만드는 CG 과정
리얼타임 렌더링	Real-Time Rendering	- 렌더링 과정에서 렌더링 계산과 화면 재생이 동시에 일어나는 방식 - 게임이나 시뮬레이션 등의 인터랙티브 콘텐츠에서 주로 이용
하이브리드 리얼타임 렌더링 솔루션	Hybrid Real-time Rendering Solution	- 오프라인 렌더링을 주로 사용해온 기존 영상 콘텐츠의 VFX 작업에 리얼타임 렌더링을 도입 - 기존대비 30~50%의 리소스만 투입하면서, 동시에 기존 VFX 기술로 구현한 하이퀄리티 영상품질 달성 가능
게임 엔진	Game Engine	- 컴퓨터·비디오 게임 같은 실시간 그래픽 표시 기능을 갖춘 상호 작용 응용 프로그램을 구현하는 소프트웨어 - 영화&애니메이션 제작, 건축 설계, 디자인, VR&AR, 시뮬레이션 등 인터랙티브 콘텐츠 제작 도구로도 활용 - 대표적으로 언리얼 엔진(미국 EPIC GAMES 개발), 유니티 엔진(미국 유니티 소프트웨어 개발)이 있음
실감미디어	Immersive Media	- 현실세계를 가장 근접하게 재현하고자 하는 차세대 미디어 - 현재 사용하는 미디어보다 월등히 나은 표현력과 선명함, 현실감 제공 추구
실감형콘텐츠	Immersive Contents	- 인간의 오감을 극대화하여 실제와 유사한 경험을 제공하는 차세대 콘텐츠 - 소비자와 콘텐츠의 능동적 상호작용성과 오감을 만족시키는 경험 제공, 이동성이 특징 - 가상현실(VR), 증강현실(AR), 홀로그램, 오감 미디어 등이 대표적인 실감형 콘텐츠의 예 - 시각정보 뿐 아니라 오감 정보를 모두 전달하기 때문에 대용량 데이터 트래픽을 전송가능한 네트워크 기반 필요
가상현실	VR (Virtual Reality)	- 컴퓨터로 만들어 놓은 가상의 세계에서 사람이 실제와 같은 체험을 할 수 있도록 하는 기술 - 주로 전용 헤드셋과 센서를 이용해 실시간 반응형 콘텐츠를 즐기는 형태
증강현실	AR (Augmented Reality)	- 3차원 컴퓨터 모델링을 통해 생성한 가상의 이미지를 현실세계에 겹쳐보이게 해 하나의 영상으로 구현하는 기술 - HMD 외에도 다양한 기기(스마트폰, 프로젝션 기술)를 활용하는 상황
혼합현실	MR (Mixed Reality)	- VR 과 AR 의 장점을 합친 영상기술. 가상과 현실 정보를 결합해 융합시키는 공간을 만드는 기술 - 컴퓨터 그래픽, 냄새, 소리 등의 정보를 실시간으로 혼합하여 사용자와 상호작용(인터랙티브) 추구
확장현실	XR (eXpended Reality)	- VR, AR, MR 을 모두 아우르는 기술. - 현재의 가상, 증강, 혼합 현실 영상 기술뿐 아니라 미래에 나타날 새로운 기술도 포괄
모션캡처	Motion Capture	- 사람의 몸에 마커를 부착하거나 특수 장비를 입고, 광학 장비를 통해 신체의 움직임을 읽는 기술
버추얼 휴먼	Virtual Human	- '디지털휴먼(Digital Human)'이라고도 하며, 컴퓨터그래픽스 기술에 의해 생성된 가상의 인간 모델을 통칭

자료: 유안타증권 리서치센터

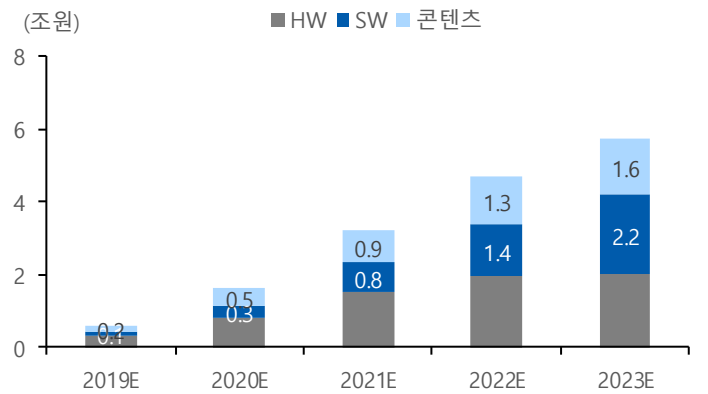
Key Chart

자이언트스텝의 별도 실적 추이



자료: 자이언트스텝, 유안타증권 리서치센터

국내 실감 콘텐츠 시장 규모 - CAGR(2019-2023) 76%



자료: SPRi, 유안타증권 리서치센터

자이언트스텝 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	133	197	205	212	202	352	472
- 본사	118	127	128	128	155	258	372
1) VFX(광고+영상)	-	127	115	119	116	153	156
2) 리얼타임콘텐츠	-	-	12	9	39	105	216
- 자회사 및 내부거래	16	70	77	84	47	94	101
성장률							
매출액(YoY)	-	48%	4%	4%	-5%	74%	34%
1) VFX(광고+영상)	-	-	-9%	3%	-3%	32%	2%
2) 리얼타임콘텐츠	-	-	-	-25%	333%	167%	105%
영업이익	20	2	-25	-27	-15	40	121
- 본사	20	3	-14	-18	-14	24	104
- 자회사	0	-1	-11	-9	-1	16	17
OPM	15%	1%	-12%	-13%	-7%	11%	26%
지배순이익	16	5	-22	-31	-14	31	96
NIM	12%	3%	-11%	-15%	-7%	9%	20%

자료: 유안타증권 리서치센터

자이언트스텝 (289220) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	212	202	352	472	560
매출원가	172	0	0	0	0
매출충이익	40	202	352	472	560
판매비	67	217	312	351	382
영업이익	-26	-15	40	121	178
EBITDA	-4	10	40	121	178
영업외손익	1	0	2	3	4
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-2	-1	0	0	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	3	2	2	2	2
법인세비용차감전순이익	-25	-15	42	123	180
법인세비용	6	0	3	9	40
계속사업순이익	-31	-15	39	114	140
중단사업순이익	0	1	0	0	0
당기순이익	-31	-14	39	114	140
지배지분순이익	-31	-14	39	114	140
포괄순이익	-32	-14	40	115	141
지배지분포괄이익	-32	-14	37	107	131

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2	3	-14	66	95
당기순이익	-31	-14	39	114	140
감가상각비	21	23	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-2	-3	-27	-22	-19
기타현금흐름	15	-3	-26	-26	-26
투자활동 현금흐름	3	-22	-116	2	2
투자자산	3	3	-107	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-9	-16	-10	-10	-10
유형자산 감소	2	0	0	0	0
기타현금흐름	7	-9	1	11	11
재무활동 현금흐름	24	62	143	-9	-9
단기차입금	22	-7	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	80	152	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	2	-11	-9	-9	-9
연결범위변동 등 기타	0	0	51	33	33
현금의 증감	29	43	65	93	122
기초 현금	27	56	99	164	256
기말 현금	56	99	164	256	378
NOPLAT	-33	-15	40	121	178
FCF	-7	-13	-24	56	86

자료: 유안타증권

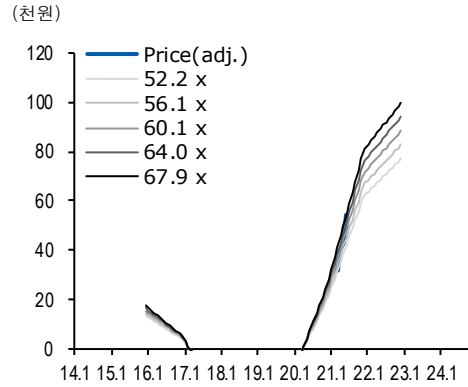
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	96	148	317	422	552
현금및현금성자산	56	99	164	256	378
매출채권 및 기타채권	20	19	31	41	49
재고자산	1	5	4	6	7
비유동자산	72	78	90	99	109
유형자산	22	29	35	45	54
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	168	227	407	521	661
유동부채	67	67	68	68	68
매입채무 및 기타채무	19	23	26	26	26
단기차입금	27	20	20	20	20
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	33	11	13	13	13
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	100	78	81	81	81
지배지분	68	148	326	440	581
자본금	35	40	48	48	48
자본잉여금	18	106	250	250	250
이익잉여금	13	-1	23	137	277
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	68	148	326	440	581
순차입금	-7	-74	-243	-335	-457
총차입금	53	29	31	31	31

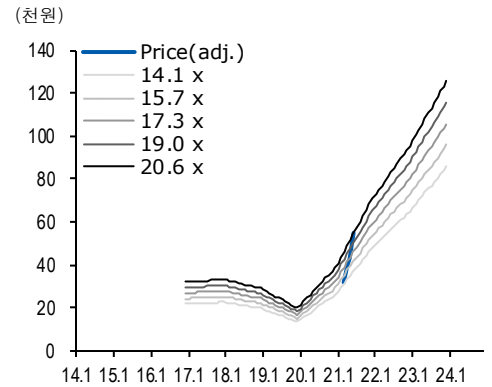
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-446	-194	407	1,199	1,473
BPS	955	1,855	3,430	4,629	6,101
EBITDAPS	-55	140	424	1,276	1,875
SPS	2,972	2,702	3,702	4,965	5,888
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	-	133.9	45.5	37.0
PBR	-	-	15.9	11.8	8.9
EV/EBITDA	-	-	122.4	40.0	26.5
PSR	-	-	14.7	11.0	9.3

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	3.5	-4.6	74.2	34.1	18.6
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	200.7	46.9
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	194.6	22.8
매출총이익률 (%)	18.9	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-12.5	-7.4	11.5	25.7	31.8
지배순이익률 (%)	-14.8	-7.0	11.0	24.1	25.0
EBITDA 마진 (%)	-1.8	5.2	11.5	25.7	31.8
ROIC	-132.8	-60.9	97.0	187.6	173.6
ROA	-20.3	-7.2	12.2	24.6	23.7
ROE	-37.6	-13.1	16.3	29.8	27.4
부채비율 (%)	145.6	53.0	24.7	18.3	13.9
순차입금/자기자본 (%)	-10.8	-49.6	-74.4	-76.1	-78.7
영업이익/금융비용 (배)	-6.9	-5.5	19.8	59.4	87.3

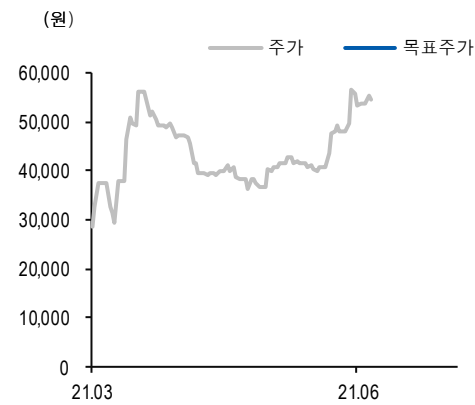
P/E band chart



P/B band chart



자이언트스텝 (289220) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-06-30	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	93.8
Hold(중립)	6.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-06-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이혜인, 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.