

Don't Judge a Stock by Its Name

동사의 2024E 지분법손익 반영 EBITDA 19,081백만원에 Target EV/EBITDA Multiple 8.76x를 적용한 4,605원을 '23년 말 목표주가로 제시한다. 이는 PER 보조 Valuation으로 도출한 목표주가 4,620원과 낮은 괴리율을 보인다. 동사는 탁월한 BM을 바탕으로 국내시장에서 꾸준한 Top-line과 Bottom-line의 성장세를 보이며 앞으로도 20%를 상회하는 OPM을 유지할 것이다. 또한, 내수에 국한되어 있던 동사의 성공적인 인도시장 진출은 높은 성장 잠재력이자 촉매로 작용하여 주가의 가파른 상승이 기대된다. 동사는 배당정책과 M&A를 통해, 낮은 부채비율에도 불구하고 높은 ROE를 꾸준히 유지할 전망이다. 더불어 주주 가치 개선을 야기하는 현명한 자본배치, 높은 성장잠재력, 무형자산에서 기인하는 경제적 해자는 기업가치를 눈덩이처럼 불릴 것이다. **좋은 기업, 좋은 주식, 메세이상의 스노우볼에 주목하라.**

메세이상의 무한도전: 종영은 멀었다

동사는 전시산업의 청개구리라 불렸다. '08년 국내 최초의 전시회 M&A를 통해 전시회 사업에 뛰어든 동사는 개최 지역을 확대하며 성장했다. 코로나19도 동사의 앞길을 막지 못했다. 최선의 방어는 공격이라는 말처럼, 동사는 되려 전시회 개최 횟수를 늘려 나갔다. 데이터를 기반으로 한 효과적인 영업과 트렌드 파악을 통한 전시 기획 능력이 있기에 가능한 일이었다. 강한 경쟁력을 갖춘 동사, 한국 전시 시장 성장의 수혜를 온전히 누릴 자격이 있다.

강력한 촉매: 국경을 넘어 인도로

국내 1위의 위치에 올라선 동사, 해외로 발을 내딛는다. '19년에 운영사업권을 획득한 인도 최대의 전시컨벤션센터, IICC가 팬데믹을 넘어 드디어 완공을 눈 앞에 두고 있다. 기존 인도 전시장의 문제를 모두 해결하는 압도적인 스펙, 성공할 수밖에 없는 대내외적 환경 속에 IICC는 빠르게 성장할 것이고, 향후 20년간의 독점 운영권은 동사의 실적에 날개를 달아줄 것이다. 국내 1위 전시사업자의 성공적인 해외진출, 주가에 강력한 촉매로 작용할 것이다.

추정 손익계산서								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출	32,413	18,848	27,844	38,334	9,901	50,031	53,231	57,190
YoY(%)	191.37%	-41.85%	47.73%	37.67%		30.51%	6.40%	7.44%
전시매출	32,373	18,629	24,700	35,293		47,998	50,376	54,278
운영매출	-	-	1,821	1,901		2,034	2,855	2,912
기타매출	40	219	1,323	1,141		-	-	-
매출원가	20,360	13,277	18,359	25,087	5,896	31,283	33,742	36,552
매출총이익	12,052	5,571	9,486	13,248	4,005	18,749	19,489	20,637
GPM(%)	37.18%	29.56%	34.07%	34.56%	40.45%	37.47%	36.61%	36.09%
판매비외관리비	4,732	4,344	3,828	4,693	1,359	6,791	6,858	7,127
영업이익	7,321	1,227	5,658	8,555	2,646	11,958	12,631	13,510
OPM(%)	22.59%	6.51%	20.32%	22.32%	26.73%	23.90%	23.73%	23.62%
EBITDA	7,872	2,258	7,032	9,750	2,934	13,092	13,797	14,598
지분법손익	-	-	-	-	-	-	5,284	6,456
지분법손익 반영 EBITDA	7,872	2,258	7,032	9,750	2,934	13,092	19,081	21,054
영업외손익	227	(909)	(420)	(3)	(2,468)	(2,117)	104	104
법인세차감전순이익	7,547	318	5,238	8,552	178	9,840	18,019	20,070
법인세비용	1,565	222	1,133	1,568	687	2,685	3,744	4,174
당기순이익	5,983	96	4,105	6,984	(510)	7,155	14,275	15,896
NPM(%)	18.46%	0.51%	14.74%	18.22%	-5.15%	14.30%	26.82%	27.79%

Rating

Buy

목표주가: 4,605 원

현재주가: 2,825 원

상승여력: 63%

12M 추가추이

시가총액 1,205 억원



Balance sheet data

순자산(1Q23) 521 억원

PBR(1Q23) 2.31x

ROE(1Q23) 12.12 %

Earning data

'23F Implied PER 16.84x

'23E EPS 168 원

당기순이익('23E) 72 억원

주요 주주

이상네트웍스 63.53%

김종현 8.63%

조원표 7.65%

SMIC 2 팀

팀장 46기 김민철

팀원 46기 정승혁

47기 강연중

47기 강지웅

47기 문준서

CONTENTS

Intro	03
1. 산업 분석	04
2. 기업 분석	06
3. 메세이상의 무한도전: 종영은 멀었다.	08
4. 강력한 촉매: 국경을 넘어 인도로	12
5. 매출 추정	19
6. Valuation	23
Outro. 좋은 기업, 좋은 주식, 메세이상의 스노우볼	29
Appendix	31

Intro

본 보고서의 종목 '메세이상'은 다음과 같은 의문을 거친 뒤 선정되었다.

'대학생 투자자로서 우리만의 경쟁력을 살릴 수 있는 방법은 무엇일까?'

SMIC 2팀은 그 해답을 '생활 속 발견'에서 찾았다. 생활 속 문화, 제품, 트렌드는 숫자로서 설명되지 않는 투자 기회를 발굴하는 훌륭한 단서이다. 필자는 이러한 단서를 활용하여 생활 속에서 종종 발견되지만, 아직 시장의 주목을 받지 못한 종목들을 찾고자 했다.

스크리닝 과정에서 SMIC 2팀 최근 자신의 생활 속에서 자주 접했던 제품이나 문화 등을 공유했다. 팀장 김민철은 지인 인스타그램 스토리에 '수원경향하우징페어' 방문인증이 업로드된 것을 확인하고, SMIC 회원들이 2차전지 전시회인 '인터배터리'에 다녀왔다는 사실을 떠올렸다. 이를 팀원들과 공유하자, 팀원 정승혁은 좋아하는 기타리스트가 펠페어에 방문한 Youtube 콘텐츠 시청경험을 밝혔다. 이러한 공통된 경험은 '전시산업'에 대한 호기심을 불러일으키기 충분했다.

전시산업에 대한 호기심은 토론에서 멈추지 않았다. 전시회 문화와 성공 여부를 직접 검증하기 위해, 직접 키텍스에 방문하여 캠핑 박람회인 'GOCAF'에 참여하였다. 인산인해를 이루었던 전시회, 이속에서 우리는 GOCAF를 주최한 메세이상을 발굴할 수 있었다.

생활 속 발견을 통한 종목 발굴에 성공했지만, SMIC 2팀은 아직 '메세이상'이 좋은 기업이자 주식일지 확신이 서지 않았다. 이에 '한국형 가치 투자 전략'에서 제시하는 좋은 종목의 조건 3가지(① 탁월한 BM, ② 경영진의 능력, ③ 성장 잠재력)를 참고하여 메세이상을 검증하였다.

검증 결과, 메세이상은 국내 1위 전시 주최사로서 자체 트렌드 분석능력을 토대로 소비자 기호와 기술에 따른 변화에 능숙하게 적응할 수 있었다. 지금껏 수집한 수많은 고객 데이터를 체계적으로 구조화시킨 데이터베이스는 업무효율성을 높여주는 압도적인 무형자산이었다. 또한, 18개 산업을 포괄하는 전시 범위는 다변화된 고객층을 보여준다. 동사의 BM은 **단순하지**만 축적된 데이터와 노하우 없이는 **모방하기 어려운 탁월한 BM**이다.

메세이상의 경영진은 굉장히 매력적인 사람들이었다. 업의 본질을 꿰뚫는 통찰과 안목, 그 통찰을 통해 회사를 성장시키는 추진력과 목표의식, 직원들의 마음을 얻는 리더십까지 갖추었다. 팬데믹이라는 위기를 기회로 바꾸며 스스로를 증명한 **경영진, 합격**이다.

마지막으로 동사는 인도 IICC 운영사업자에 선정되면서 **장기 성장 잠재력**이자 주가에 있어 **강력한 촉매**를 확보하였다. 인도 총리의 숙원 사업이자, 인도 최대 전시장을 운영하게 된 동사, 세계로 나아간다.

좋은 기업이자 좋은 주식, 메세이상을 소개한다.

1. 산업분석

1.1. 전시산업이란?

전시산업이란?

전시산업이란 여러 재화들을 모아 놓고 소개 및 판매를 하는 행위인 전시회와 이와 관련된 용역을 제공하는 산업을 의미한다. 전시회는 개인, 기업, 정부를 한자리에 모을 수 있는 교류의 장으로서 기업의 가장 효율적인 마케팅 수단으로 평가받는다.

전시회의 종류
: B2B, B2C

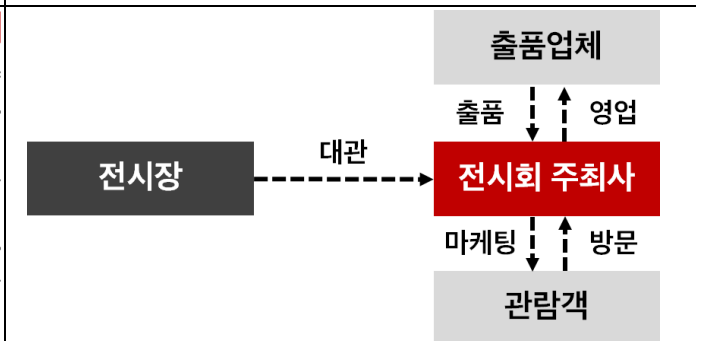
전시회의 종류는 크게 B2B, B2C 전시회로 구분할 수 있다. B2B 전시회는 기업과 기업간의 거래를 목적으로 개최되며 '23년 3월에 개최된 인터배터리는 B2B 전시회의 일종이다. B2C 전시회는 참관객이 최종 소비자로서 직접 구매력을 행사하는 전시회로, 참관하는 기업들은 수익 창출 및 제품 홍보가 주된 참가 목적이다. 매년 수 만명의 참가자를 기록하며 흥행하고 있는 K-Pet Fair(애견박람회), 고카프(캠핑박람회) 등이 B2C 전시회의 대표적 예시이다.

그림 1-1. 전시회의 구분

전시회의 구분		
구분	B2B 전시회	B2C 전시회
성격	기업과 기업간 거래	최종 소비
예시	K-Hospital Fair, 건설설비전시회(HVAC)	K-PET Fair, 캠핑페어
판매전략	실수요기업 타겟 선정 및 유치	참관객 DATA 수집, 분석, 관리, 생산
광고전략	전문지 광고, 유관단체 영업	SNS광고
마케팅전략	학술세미나, 비즈니스 매칭	스마트폰 어플리케이션, 이벤트 행사

출처: 메세이상, SMIC 2팀

그림 1-2. 전시산업의 BM

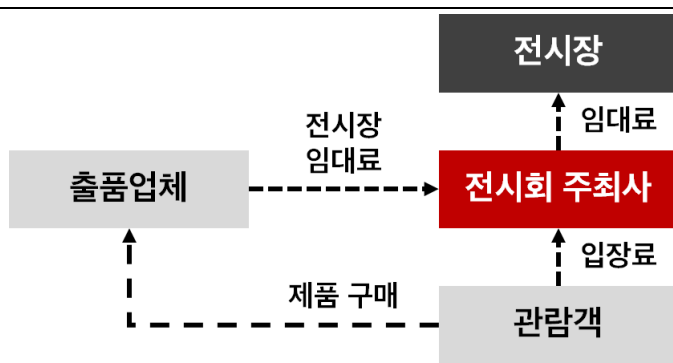


출처: 메세이상, SMIC 2팀

전시회 진행과정

전시회는 전시회 기획, 전시회 참여업체 모집, 전시회 마케팅, 전시회 개최 및 참관객 입장 순으로 진행된다. 이를 진행하는 기업들은 담당하는 역할에 따라 전시장 운영자(Venue), 전시 주최자(Organizer), 제품업체(Exhibitor), 일반 관람객 및 바이어(유통업자)로 분류할 수 있다. 전시장 운영자는 전시장 운영관리와 유지보수 등을 전담하고 전시 주최자는 전시회 개최 및 진행의 모든 과정을 담당하며 제품업체는 전시회에서 각 사의 제품 및 경쟁력을 홍보한다.

그림 1-3. 전시산업 참여자 수익구조



출처: 메세이상, SMIC 2팀

그림 1-4. 동사가 개최한 캠핑박람회(고카프)



출처: 메세이상, SMIC 2팀

1.1.1. 전시 주최자에 대하여

전시 주최자 수익

: 부스 대여비, 입장료

전시 주최자는 크게 정부기관과 개별 기업으로 구분할 수 있다. 앞서 언급한 인터배터리의 경우 정부기관인 산업통상자원부가 주최한 전시회이며, K-Pet Pair와 고카프(캠핑박람회) 등은 동사와 같은 개별 사업자가 주최하는 전시회이다. 전시 주최자는 전시장 운영자로부터 전시

장을 임대하여 부스를 구성한 후 홍보를 통해 출품업체들을 모집하고, 참가 업체들의 부스 대여비와 관람자들의 입장료를 통해 수익을 창출한다.

전시 주최자의
핵심역량

전시 주최자는 전시회 개최 및 진행의 모든 실무를 담당하기 때문에 전시회의 흥행은 온전히 전시 주최자의 능력에 달려있다. 참가업체, 관람객, 바이어의 관점에서 전시회 흥행을 위해 주최자가 갖추어야 할 능력을 정리하면 다음과 같다.

조건 ①: 관람객 수는 주최자의 홍보 능력, 전시회가 속한 분야의 인기, 전시회 자체의 상징성에 따라 결정된다. 따라서 주최자는 **마케팅 능력과 트렌드에 맞춰 흥행할 수 있는 전시회를 구상하는 능력이 필수적이다.**

조건 ②: 바이어들은 출품업체들의 수와 퀄리티를 중요시하고, 출품업체들은 구매력이 강한 바이어들의 수를 중요시한다. 이 둘의 요구를 만족시키기 위해서는 주최사는 **경쟁력 있는 출품업체 및 바이어들의 레퍼런스와 네트워크를 갖추어야한다.**

1.1.2. 전시장에 대하여

전시장 운영자 수익
: 전시장 임대수익

전시장의 건설비용은 개별 기업이 감당하기에는 매우 부담스럽기 때문에 국가기관 또는 지자체에서 건설과 운영을 책임진다. 따라서 **전시장 운영자는 국가기관 및 지자체들이 거의 모든 지분을 나눠 가지는 공공기업이 주를 이룬다.** 우리가 흔히 아는 코엑스와 킨텍스는 **전시장 운영자**이며, 이들은 **전시 주최자로부터 임대료를 수취하여 수익을 창출한다.**

주요 전시장
: 최대 가동률 상태

주최사가 전시장 예약을 진행할 때 각 전시회별 요구사항은 서로 상이하다. 전시장 운영자들은 수익을 극대화하기 위해 공실을 최소화하는 방향으로 예약을 조정하지만, 전시회들의 요구사항이 충돌하는 경우 **어쩔 수 없는 공실이 발생한다.** 이를 **마찰공실**이라고 부르는데, 불가피한 **마찰공실**로 인해 전시장의 실질 최대 가동률은 60%~70% 수준이다.

$$\text{전시장 가동률(\%)} = \frac{\text{행사당 전시장 임차면적} \times \text{행사개최일수(설치,해체 일수 포함)}}{\text{전시장 임차 가능 면적} \times 365(\text{전시장이용가능일수})}$$

1.2. 한국의 전시산업

팬데믹 속의 전시산업

한국 전시산업은 '00년대 초부터 가파른 성장을 보여주며 '19년 기준 4조 4,540억원의 매출액이 발생할 정도로 큰 규모의 산업으로 거듭났다. 하지만 '20년 도래한 팬데믹은 전시산업 매출액 YoY 60% 감소, 개최 수 YoY 55% 감소라는 심각한 피해를 초래했다. 더불어 거리두기 규제로 인해 **비대면 트렌드가 부상하면서 대면으로 이루어지는 전시산업의 성장세는 꺾일 것**이라는 의견이 지배적이었다.

비대면 전시회의 한계

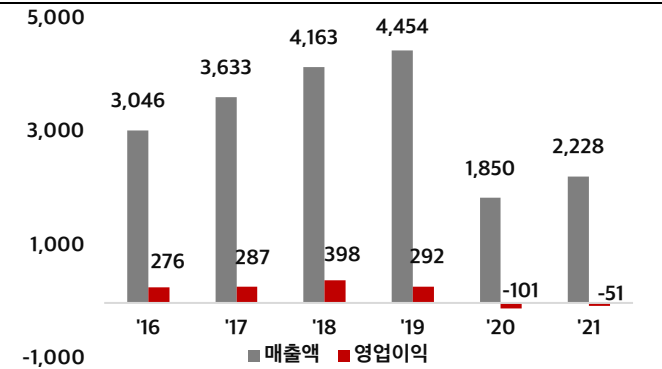
하지만 **비대면 전시회는 전시회의 근본적인 목적인 교류와 소통의 측면에서 한계를 보여주었고, 이는 오프라인 전시회의 중요도가 오히려 부각되는 계기가 되었다.** '21년 방역지침이 완화됨에 따라 전시회 개최 수는 '19년 대비 91%수준까지 빠르게 회복했으며 '23년은 '19년 이상의 규모를 가질 것으로 전망된다.

신규 전시장 면적 공급
: 전시회 주최수 증가

전시산업에서 **신규 전시장 면적 공급은 전시회 주최 수 증가를 유발한다.** 공급이 수요를 창출하는 것이다. 앞서 언급하였듯 신규 전시장 건설은 전시 주최사들이 아닌 정부에서 담당하고 있으므로 **주최사들은 전시장 면적 공급을 조절할 수 없다.** 따라서 그들은 **주어진 전시장 면적을 최대한 활용하여 이익을 창출하는데, 전시장 신규 공급은 주최사들이 수익을 창출할**

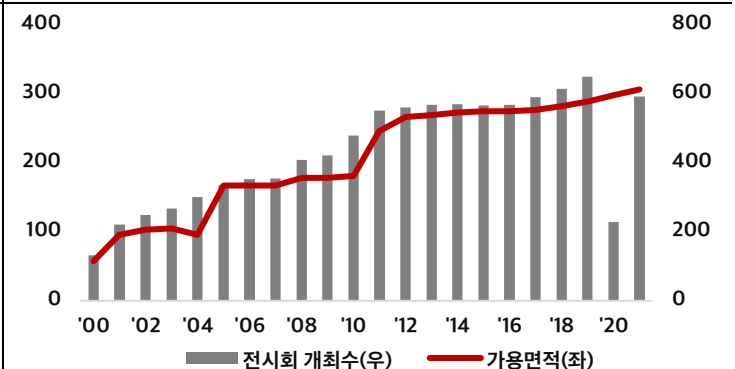
수 있는 공간의 증가를 의미한다. 증익을 도모할 수 있는 상황에서 주최사들이 새로운 전시장을 가만히 내버려둘 리 없다. 당연히 그들은 증설된 공간에 자신의 전시회를 추가로 개최하고, 이는 자연스럽게 전시회 주최 수 증가로 이어진다.

그림 1-5. 한국 전시산업 매출액 및 영업이익 (단위: 십억 원)



출처: 한국전시산업진흥회, SMIC 2팀

그림 1-6. 전시장 공급과 국내 전시회 개최 수 (단위: 천 m², 건)



출처: 한국전시산업진흥회, SMIC 2팀

전시장 면적과 개최수의 관계

실제로 과거 '00년부터 '12년까지 국가적 차원의 지원이 집중되면서 전시장 가용면적이 폭발적으로 늘어났고, 이에 따라 국내 전시회 개최 수가 크게 증가했다. '12년 이후에는 가용면적의 공급이 비교적 완만하게 이루어짐에 따라 전시회 개최 수 또한 완만한 성장세를 보인다.

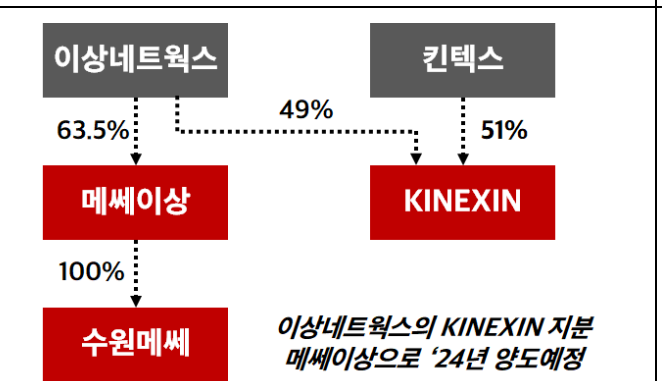
2. 기업분석

2.1. 기업개요

동사 : 국내 1위 주최사

동사는 '08년 모회사 이상네트웍스가 경향하우징페어 인수를 통해 전시산업에 진입하면서 전시산업을 담당하는 자회사로 설립되었다. 경향하우징페어의 성공적인 주최를 시작으로, 지속적인 전시회 M&A와 자체 개발 전시회의 성공적인 주최를 통해 동사는 민간 주최사 중 가장 많은 전시회를 주최한 기업으로 거듭났다. 전시산업에서 국내 1위라는 확고한 위치를 다진 동사는 전시 산업에 종사하는 기업 중 한국 최초이자 유일한 상장사이며 지난 3월 7일 SK증권ACPC제7호 SPAC과 흡수합병하는 방식으로 코스닥 시장에 상장하였다.

그림 2-1. 동사의 지배구조



출처: 메세이상, SMIC 2팀

그림 2-2. 수원메세



출처: 메세이상, SMIC 2팀

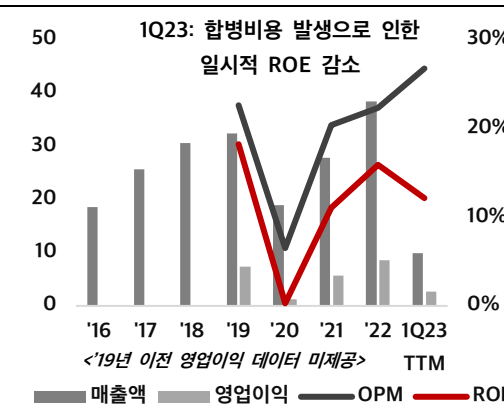
동사 끊임없이 성장동력 확보

동사는 국내 1위 주최자로 거듭났음에도 끊임없이 성장동력을 확보하고 있다. '18년 전시장 운영자 킨텍스와 이상네트웍스의 합작법인인 KINEXIN은 인도의 최대 전시장이자 아시아에서 4번째로 큰 ICC의 독점 운영권을 확보하였다. 이상네트웍스의 KINEXIN 지분 49%는 '24년

내로 동사에게 양도될 예정이며, 현재도 실질적인 운영은 메세이상이 진행하고 있다. 또 '22년 KCC와의 합작을 통해 수원에 위치한 전시장인 수원메세를 건설 및 운영하면서 민간 기업 중 국내 최초 전시장 운영자로서 거듭났다.

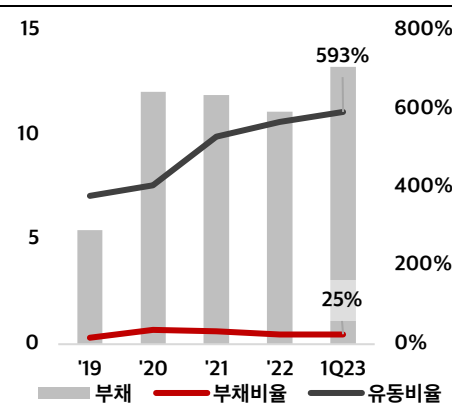
2.2. 실적 및 재무 분석

그림 2-3. 매출액, 영업이익(단위: 십억 원, %)



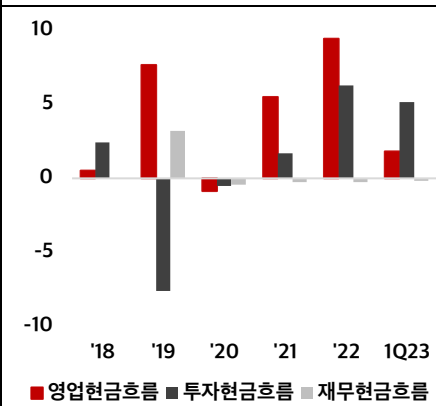
출처: 메세이상, SMIC 2팀

그림 2-4. 동사 재무비율(단위: 십억 원, %)



출처: 메세이상, SMIC 2팀

그림 2-5. 현금흐름 추이(단위: 십억 원)



출처: 메세이상, SMIC 2팀

동사의 강점 : 이익체력

동사는 강한 경쟁력을 기반으로 꾸준한 매출 성장을 이루어 내며 '22년에는 383억 원의 역사상 최고 매출액을 기록했다. 더욱 주목해야 할 점은 동사의 이익체력이다. '20년을 제외하고 꾸준히 20% 수준의 OPM을 기록하면서 강력한 수익성을 자랑한다. 부채비율과 유동비율은 1Q23년 기준 25%, 593%으로 매우 양호한 재무 건전성을 유지하고 있으며, 영업현금흐름은 코로나로 인한 영업타격이 가장 심했던 '20년을 제외하고 꾸준히 (+)의 값을 보여주고 있다.

2.3. 주가분석

그림 2-6. 합병가치

SPAC 합병과정 요약		
구분	합병법인	피합병법인
법인명	SK증권ACPC제7호 SPAC	(주)메세이상
합병 후 존속여부	존속	소멸
설립년월일	'21년 10월 29일	'08년 01월 31일
발행주식의 종류 및 수	보통주 3,620,000	보통주 8,148,738
A. 기준주가 할인율 반영 평가가액	2,000	해당사항 없음
a. 기준주가	2,167	해당사항 없음
b. 할증률(할인율)	-7.71%	해당사항 없음
B. 본질가치	해당사항 없음	9,580
a. 자산가치	1,810	4,550
b. 수익가치	해당사항 없음	12,940
C. 상대가치	해당사항 없음	해당사항 없음
D. 합병가액/1주	2,000	9,580
E. 합병비율	1	4.79

출처: 메세이상, SMIC 2팀

그림 2-7. 동사의 주가추이 (단위: 원)



출처: 메세이상, SMIC 2팀

SPAC 합병과정과 최근 주가 흐름

동사는 앞서 언급했듯 SPAC 합병을 통한 상장을 진행하였다. 합병법인 SPAC의 합병가액은 2,000원, 피합병법인 메세이상의 합병가액은 9,580원으로 산정되어 합병비율 1:4.79로 합병이 진행되었다. 합병을 진행하기전 SPAC 주가는 합병과정에 따라 큰 변동폭을 보였으며, 3월 3일 합병신주 상장이 진행됨에 따라 하한가를 기록하며 주가는 급락했다. 최근 주가는 2,500원~3,000원 선에서 횡보하고 있다.

3. 메세이상의 무한도전: 종영은 멀었다

메세이상에는 외인구단 DNA가 있다. 전시회의 M&A, 지역 확장, 데이터에 대한 과감한 투자, 남들은 상상하지 못한 것들을 성장동력으로 만들었다. 상상을 현실로 만드는 기업, 메세이상을 소개한다.

3.1. 전시업계에 불쑥 들어온 청개구리

알리바바를 통해 전시회의 중요성을 인지

동사의 본업은 판매기업과 바이어를 온라인으로 이어주는 B2B 전자상거래 사업이었다. 사업 확장을 위해 알리바바와의 협업을 진행하던 도중, 조원표 대표이사는 온라인 쇼핑몰을 운영 중인 알리바바가 대규모 오프라인 전시회를 개최하는 모습을 발견했다. 온라인 쇼핑몰을 운영하는 기업이 오프라인 전시회를 여는 모습, 생소한 조합에 의문을 품은 조 대표는 담당자에게 그 이유를 물어보았다.

전시회 사업 시작을 결심

돌아온 대답은 조 대표가 산업을 바라보는 시각을 바꾸어 놓았다. 바이어들과 구매 계약은 한두 번 정도 온라인으로 진행할 수 있으나, 대규모의 지속적인 거래를 위해서는 얼굴을 맞대고 신뢰감을 쌓는 오프라인 만남이 필수적이라는 것이다. 조 대표는 B2B산업의 본질에는 온라인으로는 얻을 수 없는 오프라인의 가치가 있음을 깨달았고, 이는 동사가 전시회 사업을 시작하는 계기가 되었다.

동사의 전략
1)M&A, 2)지역 확장

하지만 당시 국내 전시회의 대부분은 협회나 언론사에 의해 개최되고 있었으며, 한 번도 관련 사업을 해본 적이 없는 동사는 막막하기만 했다. 그러나 가볍게 포기하지 않았다. 전시회 산업에 강한 믿음을 가지고 적극적으로 추진해 나갔으며, 동사의 선택한 전략은 ① M&A와 ② 개최 지역의 확장이었다.

국내 최초로 전시회를 인수하다

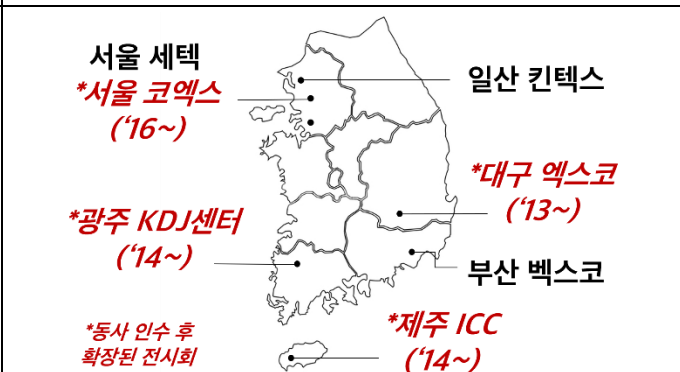
① M&A: 노하우가 없었던 동사는 '08년 경향하우징페어 인수라는 국내 최초 전시회 M&A를 통해 전시사업에 진출했다. 당시에는 전시회를 M&A한다는 개념이 생소했기에 많은 사람들이 의문을 제시했다. 하지만 동사는 경향하우징페어의 브랜드파워와 관련 인력을 확보하기 위해 M&A가 최선의 전략이라고 판단했고, 비록 처음이었지만, 전시회는 대성공이었다.

그림 3-1. 동사의 전시회 M&A 내역

동사의 전시회 인수합병 내역	
연도	인수 내역
2008	경향하우징페어 인수
2014	이가전람 인수(베이비페어 진출)
2015	홈덱스 지분 인수(경향하우징페어 코엑스 개최)
	K-hospital fair 사업권 양수
2018	맨즈쇼/DIY리폼 박람회 사업권 양수
	핸드아티코리아 사업권 양수
2019	국제캐산업박람회 사업권 양수
	펫서울 사업권 양수

출처: 메세이상, SMIC 2팀

그림 3-2. 경향하우징페어의 전국 확대



출처: 메세이상, SMIC 2팀

지역확장을 통한 개최 횟수 증가

② 주최지역의 확장: 승승장구할 것만 같았던 경향하우징페어는 동종 전시회의 확장으로 인해 위협받기 시작했다. 이에 대응하기 위해 동사는 당시 수도권에서만 개최되던 전시회를 지역 특색에 맞춰 전국으로 확장해 나갔다. 건축산업은 지역마다 별도의 시장이 있으며, 기존에는 수도권에서만 주최되어 지방 인구의 참가가 힘들었다는 점에 착안한 아이디어였다.

동사 BM의 매력

결과는 당연히 성공적이었다. 거리상 제약으로 인해 전시회에 참여하지 못했던 수많은 잠재 수요가 폭발했고, 지방 전시장들은 우호적인 조건으로 전시장을 임대해주었으며 심지어 참가 기업 모집에 도움을 주기도 했다. 본 성공사례를 시작으로 동사는 다른 전시회들도 개최지역을 확대하며 성장해 나갔고, 이러한 지역확장성은 동사 BM의 핵심요소 중 하나이다.

3.2. 치명적인 위기 코로나 19, 오히려 1등 업체로 거듭나는 계기

코로나 19로 인한 위기

순탄하게 성장을 이어가던 전시회 사업은 **코로나19로 인해 절체절명의 위기**를 맞았다. 경쟁사들은 휴직, 구조조정, 감봉 등을 통해 사업을 축소해 나갔으며, 동사 또한 이러한 상황으로부터 자유로울 수는 없었다.

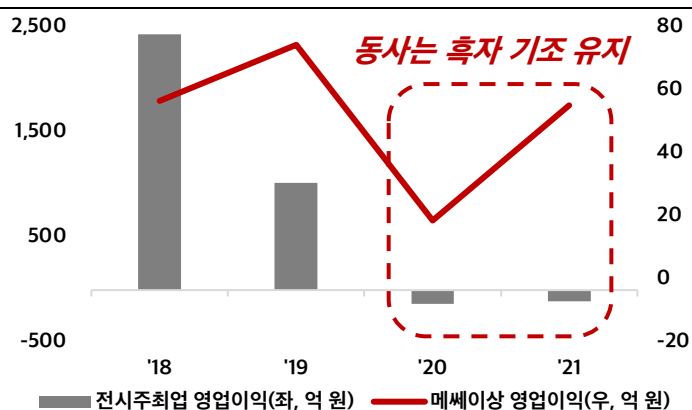
어려운 상황 속에서도 전시회를 강행한 동사

하지만 동사는 다른 기업들과는 차별화된 과감한 전략으로 **위기를 기회로 만들었다**. 행사를 취소 없이 개최하는 것이 참가 기업들과의 신뢰 형성에 중요하다는 판단 하에 철저한 방역대책을 강구했고, '20년 킨텍스 코리아빌드 행사 단 하나를 제외한 **모든 행사를 취소 없이 진행**하였다. 또한 구조조정을 단행하는 경쟁사들과 달리 감봉, 휴직, 권고사직 등은 일절 없음을 선언하고, 오히려 격려금을 지급하며 직원들의 사기를 북돋았다.

코로나 19 시기에도 영업흑자 달성

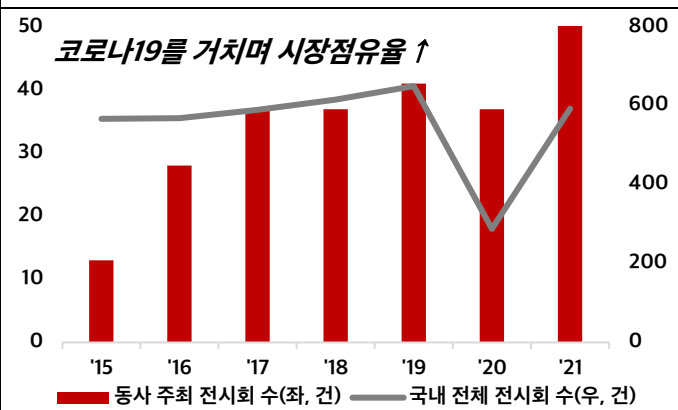
전화위복. 이러한 동사의 과감한 전략은 동사의 지위를 굳건하게 하는 계기가 되었다. '20년 많은 전시회 주최업체들이 적자를 면치 못하는 상황에서도 동사는 **영업흑자를 달성**하였으며 '22년 최고 매출액, 영업이익을 달성하였다.

그림 3-3. 국내 전시주최업, 동사 영업이익 (단위: 억 원)



출처: 메세이상, 한국전시산업진흥회, SMIC 2팀

그림 3-4. 국내 전체, 동사 주최 전시회 개최 건수 (단위: 건)



출처: 메세이상, 한국전시산업진흥회, SMIC 2팀

3.3. 근간은 강한 펀더멘탈, 데이터 경쟁력

데이터베이스에 축적된 고객 정보

동사의 위기 극복 원동력은 훌륭한 **데이터 경쟁력**이었다. 경영진은 오래 전부터 전시 산업은 데이터 산업이라고 정의하며 그 **중요성을 강조**해왔다. IT인력이 전체 인력의 약 25%일 정도로, 데이터에 대한 투자를 아끼지 않았다. 지금부터 동사의 두 가지 데이터 시스템, ① FMS(Fair Management System)와 ② ES Trend를 소개한다.

전시산업의 두 가지 어려움

① **FMS**: 전시산업 고객 관리에는 크게 2가지 어려움이 있다. 첫째, 대부분의 전시회는 1년에 한두 번 개최되기 때문에 타 비즈니스처럼 잦은 만남과 친밀감 형성을 통한 영업이 불가능하다. 둘째, 높은 업무 강도로 인해 직원들의 **평균 근속연수가 짧아** 직원들이 자주 교체되므로 인수인계가 제대로 이루어지지 못하면 기존 고객들에 대한 이해가 점점 떨어질 수밖에 없다.

초면임에도
구면인 것처럼

FMS는 그동안 전시회를 개최하며 수집한 수많은 고객 데이터를 체계적으로 구조화시킴으로써 이러한 문제의 해결을 도와준다. 참가기업에 대한 배경지식이 부족한 상황에서도 데이터를 기반으로 그 기업을 완벽히 이해한 후 영업을 진행할 수 있다. 또한, FMS는 고객별로 적합한 인적자본을 배치하도록 돕는 등, 동사의 업무 효율성 증진에도 기여하였다.

데이터는 전시회 주최
전략 수립에도 중요

② ES Trend: ES Trend는 전시회 주최 전략 수립 과정에서 큰 힘이 되었다. 동사는 ES trend라는 자체 예측 모델을 통해 시장의 트렌드를 파악하여 전시회를 조직해왔다. 이를 활용한 대표적인 성공 사례로는 캠핑 전시회 고카프가 있다.

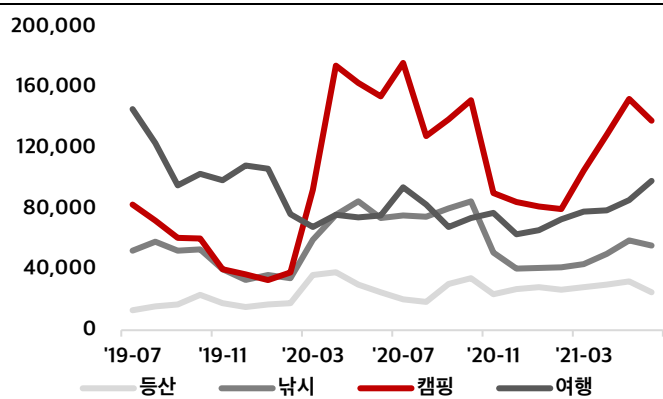
캠핑의 인기 증가 확인
→ 고카프 확대 개최

고카프는 원래 존속 여부를 고민해야 할 만큼 수익성이 평균 이하였던 전시회였다. 하지만 동사는 ES Trend를 통해 캠핑의 인기가 증가함을 확인하였고, 종전까지 연 1회 개최되었던 고카프를 '21년 연 5회로 과감하게 확대하였다. 다른 전시 주최사들은 코로나19로 인해 전시회를 취소하는 것과는 대조적이었다. 그 결과, '19년 고카프 참가 부스 650개는 '21년 코로나 위기에도 불구하고 3,014개로 늘었다.

주요 행사 개최 건수
지속적인 확대

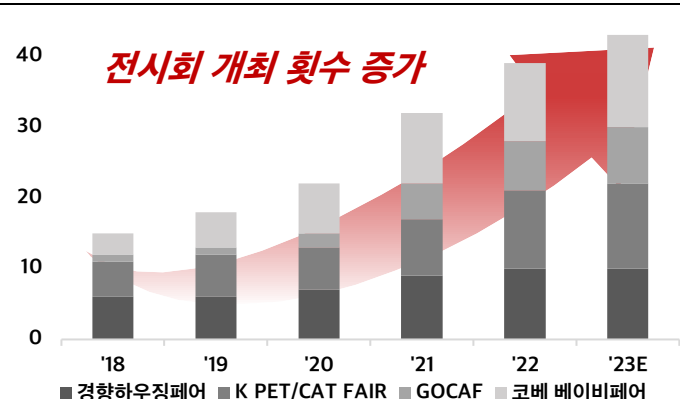
코로나19도 버텨낸 차별화된 경영능력을 바탕으로 동사는 '23년에도 '22년 대비 주요 행사의 개최 건수를 지속적으로 늘려나가고 있다. 동사는 앞으로도 트렌드를 잘 반영할 수 있는 차별화된 전시주최 능력에 기반하여, 성공적인 파이프라인들을 쌓아갈 것이다. 이후, 지역 확장이 가능한 동사 BM의 장점을 십분 활용하여 전시회 수를 늘릴 예정이다.

그림 3-5. ES Trend로 확인한 레저 키워드 검색량 (단위: 건)



출처: 메세이상, SMIC 2팀

그림 3-6. 동사의 주요 전시회 개최 횟수 (단위: 건)



출처: 메세이상, SMIC 2팀

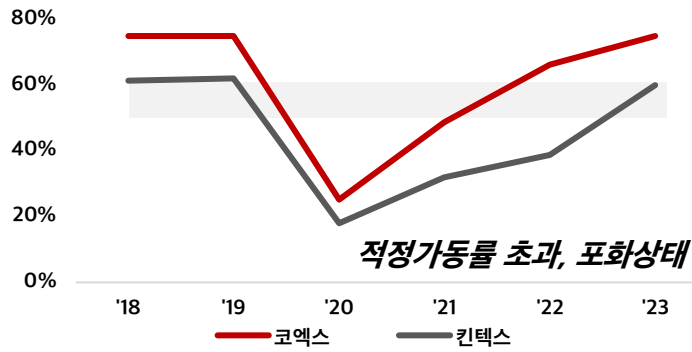
앞선 내용에서는 동사의 강력한 펀더멘탈에 대해서 다루었다. 후술할 내용에서는 한국 전시 산업의 구조적 성장과 그 수혜를 오롯이 흡수할 동사에 대해 소개한다.

3.4. 성장하는 한국 전시 산업에서 동사의 지위는 견고하다.

주요 전시장
: 최대 가동률 상태

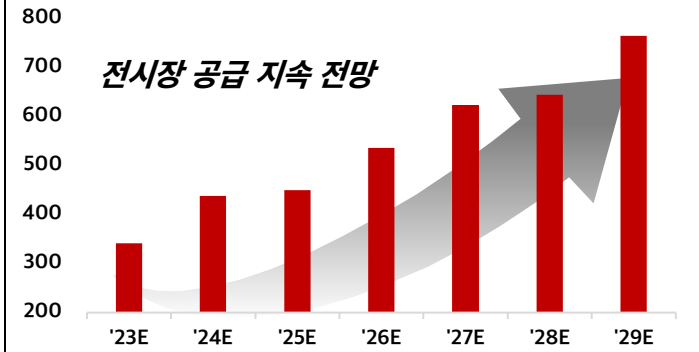
한국 전시 시장 수요는 어떨까? '18년부터 주요 전시장들은 포화상태였으며 '23년 전시산업이 정상화됨에 따라 주요 전시장들은 다시 최대 가동률 상태로 운영 중이다. 강한 전시 수요를 확인한 한국 정부는 전시장을 증설하기 시작했고, '24년 서울 마이스 복합단지 완공을 시작으로 매년 꾸준히 전시회 면적이 증가할 전망이다. 산업분석에서 언급했듯, 주최사들의 추가 개최 의지가 강한 상황에서의 전시 면적 공급은 곧 전시 개최 수 증가를 의미하기에 한국 전시 산업의 성장성은 담보되어 있다.

그림 3-7. 코엑스, 킨텍스 가동률 (단위: %)



출처: 코엑스, 킨텍스, SMIC 2팀

그림 3-8. 국내 전시장 총 면적 전망 (단위: 천 m²)



출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

동사의 경쟁자는?

하지만 국내만 해도 동사 외에 많은 전시주최자들이 존재하며, 이에 따른 경쟁 심화 우려가 있을 수 있다. 동사의 잠재적인 경쟁사들에는 크게 ① 민간전시주최사, ② 코엑스, 킨텍스 등 전시장을 운영하는 업체가 있을 것이다. 하지만 본 보고서에서는 두 부류의 경쟁사 모두 동사의 경쟁력에 미치는 영향은 제한적이며, 동사의 경쟁 우위는 지속될 것임을 주장한다.

경쟁사 대비 우위

국내에는 수많은 ① 민간 전시주최사들이 존재한다. 이중 동사는 '22년 기준 69건의 전시회를 개최하며 개최건수 기준 1위를 차지하고 있다. 유사 전시회의 난립을 막기 위해, 한 전시장에서 유사 전시회를 개최할 수 있는 이격기간, 횟수 등에 제한이 존재한다. 따라서 동사의 전시회와 유사한 신규 전시회의 난립 가능성은 제한적이다. 또한, 글 3.3.을 통해 확인한 바와 같이 동사는 선제적인 투자로 강력한 데이터베이스를 보유하고 있기에, 신규 파이프라인 구축 차원에서도 경쟁사 대비 우위에 있다.

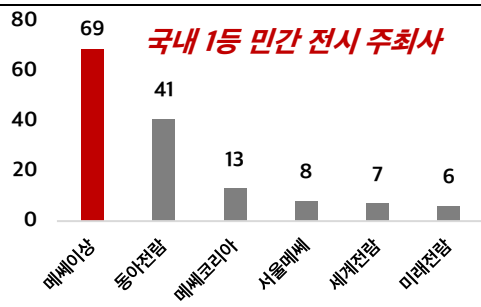
압도적 동사의 경쟁력

또한, 기업 체력에서도 동사와 경쟁사들은 비교할 수 없다. 국민연금 데이터를 기반으로 추정 한 동사와 업계 2위 동아전람의 '23년 4월 근무자수는 각각 109명과 25명으로 직원수가 4 배 이상 차이난다. 동사의 IT인력만 30명에 달해 동아전람의 근무자수를 뛰어넘는 것을 보아, 동사의 업계 1위 자리는 공고할 것으로 사료된다.

전시장 운영업체의 주주는 지자체

코엑스, 킨텍스 등 ② 전시장 운영 업체 또한 자체적으로 전시회를 주최한다. 만약 해당 업체들이 이를 확대한다면, 동사에게 상당한 위협으로 작용할 것이다. 하지만 국내 주요 전시장 운영업체들의 주주는 지자체로, 공기업의 성격을 띠고 있다. 이들은 이익창출보다는 민간기업과의 상생을 통한 전시산업의 발전에 방점을 두기 때문에 경쟁의 위협은 없다.

그림 3-9. 민간 전시주최사 '22년 전시회 개최건수 (단위: 건)



출처: 각 사, SMIC 2팀

그림 3-10. 코엑스, 킨텍스, 엑스코 유사 전시회 제한 규정

국내 주요 전시장의 유사 전시회 제한 규정	
구분	전시장 배정제한 및 유사 전시회 최소 이격기간
코엑스	과도한 참가업체 유치경쟁을 방지하기 위해 유사 품목(아이템) 행사 간 최소 이격기간을 통상 1개월로 유지한다.
킨텍스	행사성격(분야)등이 타 행사와 중첩되어 본래 목적을 달성하기 어렵다고 판단되는 행사의 경우 배정을 제한할 수 있다.
벅스코	유사품목 전시회의 경우 무역전시회는 1년 2회, 소비재 전시회는 1년에 4회 이내 개최를 원칙으로 한다.

출처: 한국전시산업진흥회, SMIC 2팀

4. 강력한 촉매: 국경을 넘어 인도로

동사는 이제는 국경을 넘어 세계로 나아간다. 인도 최대의 전시컨벤션 센터 IICC가 '23년 말 완공을 앞두고 있다. 경쟁한 글로벌 경쟁사를 제치고 얻어낸 IICC 운영사업권, 동사의 실적에 날개를 달아줄 것이다.

4.1. 인도의 경제성장

인도에 주목하라

지난 30년간 고속성장을 이어오던 중국의 성장률이 주춤하는 지금, 세계는 놀라운 경제 성장을 이루고 있는 인도를 주목하고 있다. 인도는 '03년 이후 급속한 경제 성장을 이루면서 매년 약 7~8%에 달하는 경제성장률을 달성하고 있다. 이는 동기간 세계 경제 성장률 평균인 4.1%에 비해 월등히 뛰어난 수치이며 이러한 추세라면 인도는 10년 안에 세계 3위의 경제대국이 될 것으로 전망된다.

성장의 비결 : 모디 총리

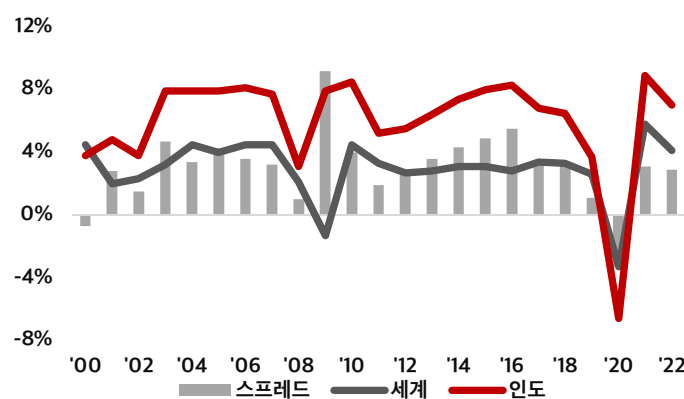
그렇다면 인도는 어떻게 지속적으로 높은 경제 성장률을 달성할 수 있었을까? 이는 '14년 당선된 모디 총리의 역할이 결정적이었다. 모디 총리는 부가가치세 통일, 외국인 직접 투자한도 완화, 절차 간소화 등의 과감한 개혁 정책들을 통해서 인도 경제의 체질을 개선시켰고, 이로 인해 외국 자본의 유입이 늘어나고 있다. 그 결과, '05년 76억 달러였던 FDI(외국인직접투자)은 '20년 643억 달러까지 빠르게 증가하여 인도 경제성장을 촉진하고 있다.

미중 패권 전쟁의 최대 수혜국 인도

내실을 다지고 있는 인도에게 외부 상황 또한 긍정적으로 변화하고 있다. 인도는 미국과 중국의 패권 경쟁 사이의 최대 수혜국이다. 미중 패권 다툼의 심화와 불안정한 정치로 인한 공급망 불안은 탈중국을 가속화시켰다. 이에 글로벌 기업들은 노동력이 풍부한 인도를 Post-China로 점찍었다. 실제로 애플, 인텔 등의 다국적 기업들은 중국 내 생산 기지를 인도로 이전하고 있다. 제조업은 경제발전의 산업화 단계에서 핵심적인 역할을 차지하는 만큼 해외자본과 공장들을 지속적으로 유치하는 인도의 경제 발전은 자명하다.

그림 4-1. 인도 & 세계 경제성장률 추이

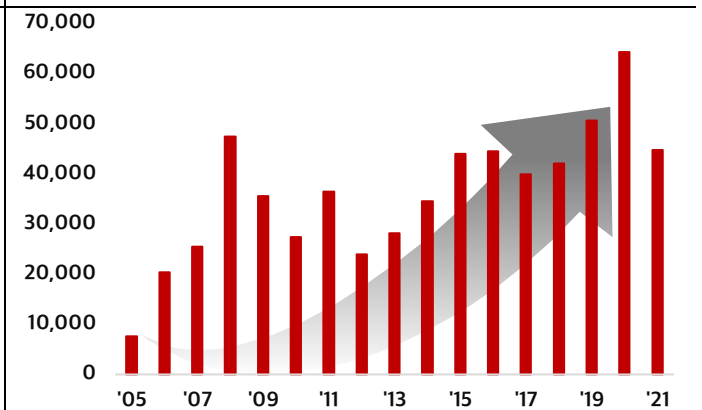
(단위: %)



출처: 통계청, SMIC 2팀

그림 4-2. 인도 외국인직접투자 추이

(단위: 백만 달러)



출처: 통계청, SMIC 2팀

4.2. 경제성장과 전시산업

경제성장시기 전시회의 필요성

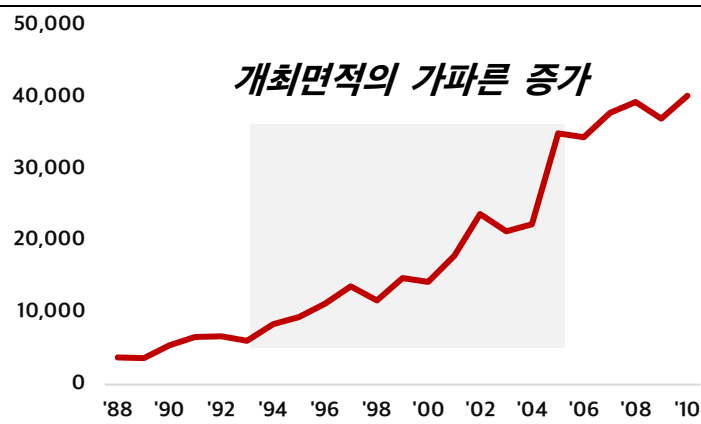
경제가 성장하는 시기에 전시회는 그 필요성이 대두된다. B2B 전시회의 경우 중소기업들이

많은 비용을 들이지 않고 고객사를 물색하고 자유롭게 협상할 수 있는 장을 마련해줄 뿐만 아니라, 최신 산업 동향 등을 파악할 수 있는 수단을 제공한다. B2C 전시회의 경우, 특정 산업에 관심을 가지고 있는 소비자를 타겟팅하여 기업의 제품과 서비스를 효과적으로 마케팅할 수 있는 기회를 제공한다.

경제성장 10~20년 후
전시산업 성장

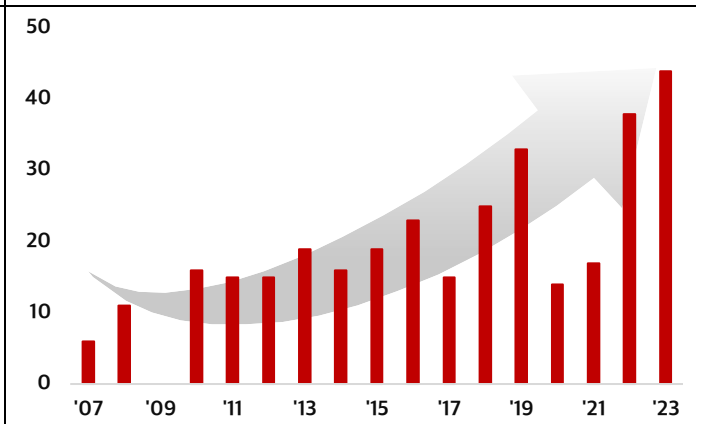
한국의 사례를 참고해 보면, 급속한 경제성장이 시작되고 10~20년 정도가 지나면 전시산업이 성장하기 시작한다. 이러한 시차는 기업들이 성장하고 자본이 축적되면서 기본적인 인프라가 갖추어지는 데에 상당한 시간이 걸리기 때문으로 풀이된다. 실제로 한국 경제가 '70~'80년대에 빠르게 성장한 뒤, 한국의 전시산업은 '90년대 중반부터 그 성장세가 가팔라졌음을 확인할 수 있다.

그림 4-3. 한국 전시회 개최면적 상승 추이 (단위: 천 m²)



출처: 한국전시산업진흥회, SMIC 2팀

그림 4-4. India Expo Centre & Mart 개최 건수 (단위: 건)



출처: India Expo Centre & Mart, SMIC 2팀

인도의 전시시장
성장할 차례

이제 인도의 전시시장이 성장할 차례이다. 인도는 '90년대까지 사회주의 정책을 시행하면서 낮은 성장률을 기록하였고, 이로 인해 당시 4%대의 낮은 성장률에 힌두성장률이라는 멸칭이 붙기도 하였다. 하지만, '90년대부터 시행된 개혁개방이 서서히 효과를 나타냄에 따라, '03년을 기점으로 높은 경제성장률을 보여주며 경제성장시기에 진입하였다. 이로부터 약 20년이 지난 지금, 인도의 전시산업은 빠르게 성장하고 있다.

실제로 증가하는
전시회 개최 건수

실제로 인도의 전시회 개최 건수를 확인해보면 증가하고 있는 추세이다. IICC가 건설되고 있는 인도의 수도 뉴델리에는 India Expo Centre & Mart와 Pragati Maidan이라는 2개의 기존 대규모 전시장이 존재하는데, 이 중 Pragati Maidan의 경우 '17년부터 증축을 위한 공사가 진행 중이라, 정상 운영하는 전시장은 India Expo Centre & Mart 한 곳이다. 해당 전시장의 연도별로 개최된 전시회를 전수조사한 결과 팬데믹 시기를 제외하면 연도별 개최 건수가 빠르게 증가하고 있는 것을 확인할 수 있다. ([그림 4-4] 참고)

4.3. IICC의 등장

IICC 소개

이러한 상황에서 등장한 것이 IICC이다. IICC(India International Convention & Expo Centre)는 나렌드라 모디 인도 총리의 핵심 정책인 '100 스마트 시티 사업'의 일부로 대규모 인프라 개발 사업인 '델리-मुंबई 산업회랑 개발 프로젝트'에서 건립이 시작되었다. IICC는 인도 최대의 전시 복합 시설로, 기존 인도 전시장들의 고질적인 문제들을 모두 해결하는 전시장이다.

4.3.1. 기존 전시장들의 문제점

인도 전시회 산업의 문제점

인도의 기존 전시장은 여러 문제를 안고 있다. 특히, 대규모 전시회를 주최할 전시장이 부재하다. 전시장에서 대규모 전시회를 개최하기 위해서는 다음 3가지 조건을 만족시켜야 한다. **홀 당 10,000m²이상의 규모, 낙후되지 않은 시설, 편리한 교통**이다. 그러나 현재 인도 전체 전시회의 40%가 열리고 있는 뉴델리(수도)의 India Expo Centre & Mart와 Pragati Maidan은 위 3가지 조건을 동시에 충족시키지 못한다.

India Expo Centre 의 문제점

뉴델리의 India Expo Centre는 '06년에 지어져 시설이 노후화되었을 뿐 아니라, 전체 규모가 64,888m² 수준으로, 한국의 킨텍스와 비교했을 때 절반 수준밖에 안된다. 또한 전체 규모인 64,888m²는 또 다시 6,250m² 이하의 홀 15개로 쪼개져 있어 대규모 전시회나 컨퍼런스의 주최가 불가능하다. 게다가 뉴델리 공항에서 자동차로 2시간이나 걸리는 등, 열악한 교통 인프라로 인해 기업고객들의 접근성이 낮다.

Pragati Maidan 의 문제점.

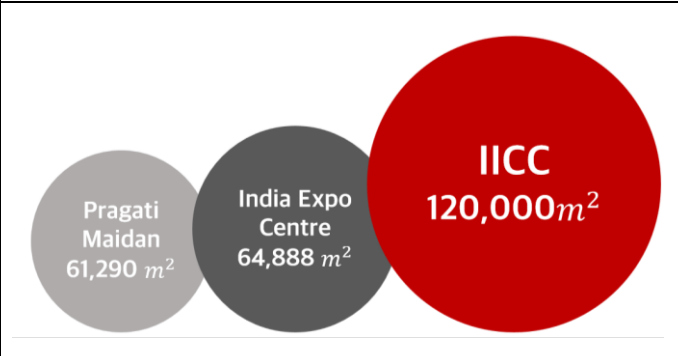
'72년에 지어진 Pragati Maidan의 경우, 인도 현지에서 불편한 입지가 언론에 수차례 보도될 정도로 접근성이 매우 떨어지며 시설도 낙후되어 있다. 게다가 Pragati Maidan에 최단거리로 도달할 수 있는 터널은 침수가 잦아 방문객의 사망사례도 존재한다. 현재 규모는 61,290m²로 India Expo Centre와 별반 다르지 않으며, 가장 큰 1번 Hall의 규모는 8,516m²로 대규모 전시회의 개최는 불가능하다.

그림 4-5. IICC 전경도



출처: KINEXIN, SMIC 2팀

그림 4-6. IICC, Pragati Maidan, India Expo 크기 비교



출처: UFI, SMIC 2팀

4.3.2. 모든 문제를 해결할 압도적 스펙의 IICC

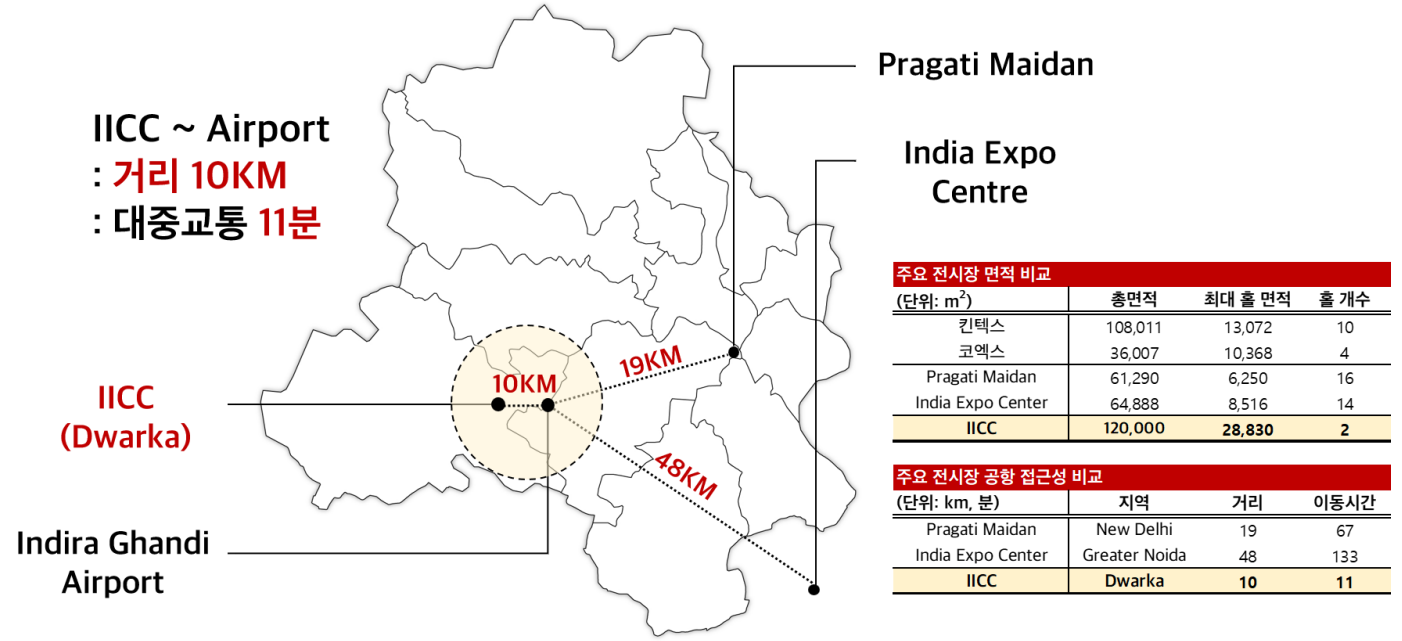
규모가 큰 IICC

IICC는 위의 모든 문제를 해결하는 전시장이다. 우선, IICC는 규모와 면적 면에서 기존의 전시장들을 아득히 뛰어넘는다. IICC 이전 인도에서 가장 큰 전시장은 Bangalore International Exhibition Centre로 총 전시장 넓이는 75,000m², 최대 규모 홀의 넓이는 5,600m²이다. 반면 IICC는 1차 완공 시 120,000m²의 공간이 확보되며, 2차 완공 시 그 규모가 300,000m²까지 확장된다. 최대 규모 홀의 넓이 또한 25,000m²를 초과한다.

오로지 IICC 만 가능한 대규모 전시회 유치

이러한 넓은 규모 덕에 IICC는 완공 전부터 대규모 전시회 수주를 받고 있다. 가령, IICC는 '22년 12월에 '플라스틱 포커스'라는 전시회를 유치했는데, 이는 총 전시규모가 70,000m²에 달하는 초대형 전시회이다. '플라스틱 포커스' 같은 대규모 전시회는 오로지 IICC에서만 개최가 가능하기 때문에 전례 없던 대규모 전시회들을 유치할 수 있을 것이라 기대한다.

그림 4-7. 델리, 뉴델리 지역 내 전시장 비교 분석



출처: Google Maps, SMIC 2팀

뛰어난 접근성

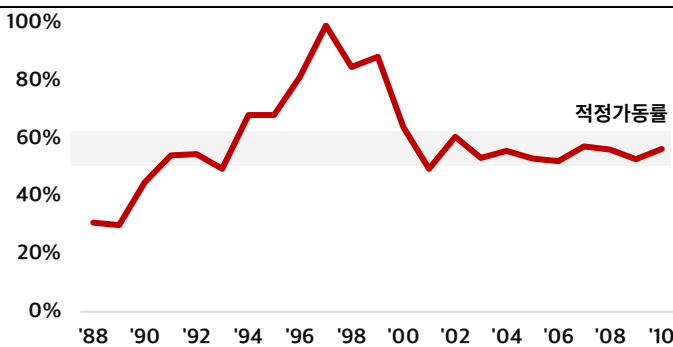
둘째, 접근성이 매우 뛰어나다. IICC는 뉴델리 공항과 10km 거리 내에 위치해 있으며, 공항과 IICC를 직접 연결해주는 지하철이 존재해 이동이 매우 용이하다. ICC Metro를 이용할 시, 근처 공항까지 11분 밖에 걸리지 않으며, 이는 Pragati Maidan, India Expo Centre까지의 이동시간에 비해 각각 6배, 12배 짧은 시간이다. 뉴델리 드와르카 고속도로 및 도심순환 도로의 교차점에 위치하기도 하여 차로의 이동 또한 신속하다.

4.4. 성장할 수밖에 없는 IICC

한국과의 상황적 유사성

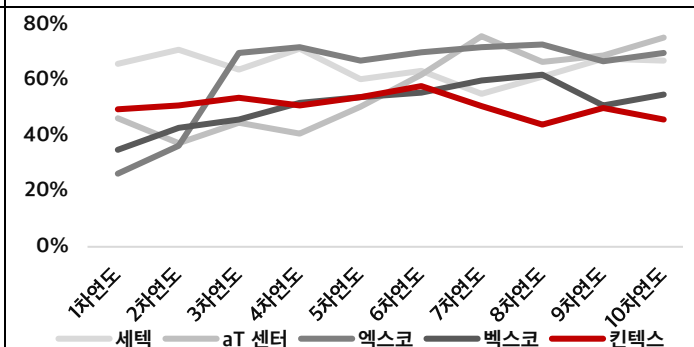
한국과의 상황적 유사성을 고려할 때, IICC의 가동률은 빠르게 증가할 것으로 전망된다. 전시장은 국가기관이나 지자체가 건설하여 공급하는 경우가 많으며, 건설에 오랜 기간이 소요되기에 증가하는 수요에 즉각적으로 대응하지 못하는 경우가 많다. 전시회 개최 수요 증가에 비해 전시장의 공급이 정체되면, 이는 자연스럽게 기존 전시장들의 가동률 상승을 유발한다.

그림 4-8. 국내 전시장 가동률 추이 (단위: %)



출처: 한국전시산업진흥회, SMIC 2팀

그림 4-9. 전시장별 건설 직후 가동률 추이 (단위: %)



출처: 한국전시산업진흥회, SMIC 2팀

한국의 '90년대 가동률 역산

실제로 전시회 개최 면적과 전체 공급 면적을 이용하여 한국 전체 전시장 가동률을 역산해본

그림 4-13. Bombay Exhibition Centre 가동률 추정

전시회 명칭	전시 시작일	전시 종료일	전시개최 일수	설치/해체 소요 일수	일수 합계	Hall						일 사용 면적	기간 누적 사용 면적
						1	2	3	4	5	G		
IJS SIGNATURE 2023	'23-01-05	'23-01-09	5	5	10							55,892	558,920
TATTOO FESTIVAL 2023	'23-01-12	'23-01-15	4	4	8							4,664	37,312
ETHNIC MFRS OF INDIA 2023	'23-01-16	'23-01-17	2	2	4							7,378	29,512
ICERP 2023	'23-01-18	'23-01-20	3	3	6							15,464	92,784
VIBRANT INDIA 2023	'23-01-20	'23-01-22	3	3	6							7,378	44,268
PETFED 2023	'23-01-21	'23-01-22	2	2	4							2,108	8,432
OPTIKA MUMBAI 2023	'23-01-21	'23-01-23	3	3	6							19,143	114,858
NATIONAL GARMENT FAIR 2023	'23-01-30	'23-02-01	3	3	6							53,784	322,704
COSMO-TECH 2023	'23-02-07	'23-02-08	2	2	4							7,378	29,512
CTL BHP 2023	'23-02-08	'23-02-09	2	2	4							11,799	47,196
JEWELLERY MACHINERY&ALLIED INTL. EXPO 2022	'23-02-10	'23-02-13	4	4	8							10,800	86,400
MAG WORLD EXPO 2023	'23-02-15	'23-02-17	3	3	6							7,378	44,268
WORLD OF EDUCATION 2023	'23-02-17	'23-02-19	3	3	6							11,799	70,794
HEALTH & WELLNESS EXPO 2023	'23-02-18	'23-02-19	2	2	4							4,664	18,656
INTIMASIA 2023	'23-02-20	'23-02-22	3	3	6							10,800	64,800
TECHNOTEX 2023	'23-02-22	'23-02-24	3	3	6							11,799	70,794
PAPER WORLD 2023	'23-02-23	'23-02-25	3	3	6							19,143	114,858
IAAPI EXPO 2023	'23-03-01	'23-03-03	3	3	6							7,378	44,268
PHARMALIVE EXPO 2023	'23-03-01	'23-03-03	3	3	6							10,800	64,800
OIL GAS AND POWER WORLD EXPO 2023	'23-03-01	'23-03-03	3	3	6							11,799	70,794
MEDIA EXPO 2023	'23-03-02	'23-03-04	3	3	6							19,143	114,858
ACREX INDIA 2023	'23-03-14	'23-03-16	3	3	6							26,521	159,126
PAMEX 2023	'23-03-27	'23-03-30	4	4	8							38,320	306,560
Hall별 면적 (m2)						19,143	7,378	11,799	10,800	4,664	2,108	총 사용면적	2,516,474
												총 가용면적	5,030,280
												가동률	50.03%

출처: NESCO, SMIC 2팀

인도 주요 전시장 높은 가동률

실제로 인도 주요 전시장의 가동률은 상당히 높은 수준까지 상승한 상태임을 확인할 수 있다. 뉴델리의 India Expo Centre & Mart의 경우, 개최된 15개의 전시회 중 어느 홀을 사용했는지 파악할 수 없는 5개의 전시회를 계산에서 제외했음에도 가동률이 75% 이상으로 산출되어, 명백한 과포화상태임을 확인할 수 있었다. Mumbai에 있는 Bombay Exhibition Centre의 경우에도 50%이상의 가동률을 보여주었다. 이런 상황에서 공급될 IICC의 가동률은 빠르게 상승할 것이 자명하다.

4.5. 동사의 수혜

IICC 운영권 수주

인도 전시산업의 미래를 책임질 IICC의 운영을 맡은 것이 바로 동사가 49%의 지분을 가지고 있는 법인 KINEXIN이다. 동사의 모회사인 이상네트웍스는 '17년 킨텍스와 합작하여 현지 합작법인 KINEXIN의 설립하였다. 킨텍스의 전시장 운영경험과 동사의 전시회 주최 경험을 바탕으로, 글로벌 Top-Tier 운영사들을 제치고 당당히 IICC의 20년 독점운영권을 수주하였다.

P, Q, C 모두 개선

임대료(P) * 전시회 수(Q) - 비용(C)으로 영업이익을 창출하는 IICC는 임대료와 비용이 모두 한국에 비해서 동사에 호의적인 상황이다. 우선 인도에서는 임대료 단가가 높은 B2B 전시회 비중이 높기 때문에 평균 전시장 임대료(P)가 한국에 비해서 높다. 한국의 경우, B2B 전시회의 비중은 '20년 기준 20.9%인 반면, 인도는 그 2배 이상인 44.37%가 B2B 전시회이다.

성장하는 Q

전시회 수(Q)의 경우 폭발적으로 성장하는 인도 전시산업과 타 전시장 대비 차별화된 IICC만의 경쟁력을 고려한다면, 이른 시일 내에 빠르게 늘어날 것이다. 더불어, IICC 근처의 전시장은 모두 가동률이 최대 상태라는 점을 감안할 때, IICC는 전시회 신규 수요를 고스란히 흡수할 수 있을 것이라 기대한다.

낮은 C

마지막으로, 낮은 임금 수준을 통해서 비용 절감 효과를 기대할 수 있다. 대한민국의 평균 연

봉은 '22년 기준 4,224만원인 한편, 인도의 평균 연봉은 3,024만원으로 대한민국에 비해 약 28% 저렴하다. KINEXIN은 낮은 인건비를 바탕으로 높은 영업이익률을 달성할 수 있을 것이라 기대한다.

사업 포트폴리오 확장

향후, 동사는 IICC 시설 운영 이외에도 전시회 개최, 전시부스 디자인 등으로 사업 포트폴리오를 확장하고 인도 현지 전시회, 기업들을 M&A할 계획을 가지고 있다. 앞으로 진행될 동사의 거점 확대는 장기 성장에 큰 힘이 될 것이 분명하다.

4.6. KINEXIN 지분의 양도

정해진 가격에 예약매매될 지분

현재 KINEXIN의 지분 49%는 동사의 모회사인 이상네트웍스가 소유하고 있다. 해당 지분은 '22년 말 이상네트웍스의 이사회 결의에 근거하여 동사에게 28.51억원에 예약매매된 상황이다. KINEXIN의 지분 양도는 계약 조건에 따라 인도정부의 승인이 필요하기 때문에, 아직 본매매가 진행되지 못하였다. 동사는 올해 말 IICC 개장 직후 인도 정부에 승인을 요청할 예정이며, 승인에 걸리는 시간에 따라 '24년에는 IICC로부터의 지분법손익이 동사가 아니라 동사의 모회사인 이상네트웍스에 반영될 수 있다.

사실상 동사의 사업

다만, IICC와 관련된 업무를 포함하여 모든 전시사업 관련 업무를 동사가 진행하고 있다는 점, IICC 현지 홈페이지에 킨텍스와 함께 이상네트웍스가 아닌 동사 "Messe Esang"이 언급되어 있다는 점, 그리고 KINEXIN의 '24년 이익에 따른 지분가치 증가와 관계없이 정해진 가격에 지분이 매매될 것임을 고려할 때, 투자자들은 IICC 운영사업을 동사의 일부로 인식할 것이고, 이는 동사의 주가에 반영될 수 있으리라 판단한다. (상세 추정은 Valuation 참고)

4.7. 이제는 세계무대!

주가의 촉매란?

주가는 결국 기업가치에 수렴한다. 하지만 투자자에게 중요한 것은 수렴까지 걸리는 시간이다. 이때, '촉매'가 핵심적인 역할을 한다. '촉매'란, 기업의 내재가치를 부각시키고 주가 상승 속도를 가속화하는 기폭제이다. 주가가 기업 가치 대비 저평가 상태이면서, 다수가 아직 인지하지 못했다는 전제 하에서만 촉매가 제 기능을 할 수 있다.

주가의 촉매 : 인도 IICC

해당 보고서에서는 인도 IICC를 동사의 강력한 촉매로 제시한다. 현재 그 어느 공개된 국내 자료에도 동사의 IICC 운영수익이 엄밀히 추정되어 있지 않으며, 현지 상황에 대한 분석도 부재하다. 또한, '19년에 처음 생긴 IICC 프로젝트 기대감은 지난 4년간 IICC 완공이 연기되며 시장의 관심으로부터 멀어져 갔다.

촉매 발현 시점 1. IICC 운영 시작 2. 지분법손익 반영

하지만 본 보고서는 IICC 운영가치가 재평가되어 촉매로써 작용할 것임을 주장한다. IICC 운영수익은 장기간 동사의 Bottom-line 성장을 견인할 것이며, IICC를 필두로 한 향후 전시회 수출은 동사가 내수기업이라는 편견을 깨는 계기가 될 것이다. 그렇다면 촉매는 언제 발현될 것인가? 첫째, IICC의 운영이 시작되는 시점. 둘째, KINEXIN발 지분법손익이 동사에 반영되는 시점이라고 추정한다.

전국체전을 제패하고 세계무대에 도전하는 동사에 주목하라.

5. 매출추정

5.1. 전시주최부문 매출 추정

동사의 전시주최부문 매출은 P(부스당 단가)와 Q(부스 개수)의 곱으로 표현된다. 이에 P, Q 각각을 추정하여 매출을 추정하였다.

5.1.1. P(부스당 단가) 추정

동사의 전시주최부문 매출(P*Q)과 부스 개수(Q)를 통해 '22년까지의 P를 역산한 결과는 아래와 같다. '23년 P의 경우 '19년도의 P와 동일한 수치로 추정하였다. '23년 4월 기준 코엑스, 킨텍스 등 주요 전시장은 최대 가동률 상태로 운영 중이므로 전시회 주최 수요가 '19년 수준으로 회복되었다고 볼 수 있다. 따라서 '19년의 P를 적용하는 것은 합리적이라고 판단하였다. '24년 이후의 P는 사업보고서 확인 결과 통상적으로 물가상승 수준을 반영하여 P가 증가하기에 한국은행의 소비자물가상승률 목표치인 2%를 P의 증가율로 적용하여 산출하였다. 상기 논의를 종합하여 추정한 P는 다음과 같다.

P 추정										
(단위: 천 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
부스당 단가	1,855	1,788	1,529	1,603	1,855	1,892	1,929	1,968	2,007	2,048

5.1.2. Q(부스 개수) 추정

'23년 부스 개수는 동사의 전시회 개최 일정을 참고하여 '22년 부스 개수를 기준으로 추가될 것으로 예상되는 전시회를 고려하여 추정하였다. 추가될 것으로 예상되는 전시회는 ① 고카프 1회(수원메세 개최 예정) ② 코베 베이비페어 1회 ③ 케이커피 1회 ④ 신규 전시회이다.

먼저 ① 고카프의 경우 수원메세에서 1회 추가 개최 예정으로, '22년 수원메세에서 개최되었던 총 3회의 고카프의 부스 개수의 평균인 538개로 추정하였다. ② 코베 베이비페어는 특정 장소에서 추가적으로 개최되는 것이 아닌 전체적으로 장소가 상당부분 변경되어 '22년 수원메세에서 개최되었던 행사의 평균 부스 개수인 229개로 추정하였다. 수원메세는 코베 베이비페어가 개최되는 장소 중 작은 편에 해당하며, 전체 베이비페어 부스 개수의 평균이 300개로 추정되는 바, 보수적인 추정이라고 판단하였다. ③ 케이커피 부스 수는 보수적 추정을 위해 '22년 개최되었던 총 3회의 페어 중 참가 부스의 최소치인 284개로 추정하였다. ④ 신규 전시회의 경우 DX Korea 국방전시회에서 담당부문을 확대할 계획으로 이에 따른 예상 부스 추가분 700개를 추가적으로 반영하였다. 또한 '23년 신규로 개최될 트렌드페어와 스타트아트페어의 참가 부스 수를 고려하여 총 1,600개로 추정하였다.

'24년, '25년의 Q는 행사 일정이 공지되어 있지 않아 상세 추정이 불가하여 보수적 추정을 위해 기존 전시회의 Q추가분은 반영하지 않았으며, 신규 전시회 개최에 따른 부스 개수의 추가분만을 추정하였다. '25년 이후의 Q는 시장성장률 4.2%를 Q의 증가율로 적용하여 추정하였다. 동사는 국내 1위 사업자로, 그동안 시장성장률보다 빠른 속도로 부스의 개수를 늘려왔기에 이는 보수적 추정이라고 판단된다. 상기 논의를 종합하여 추정한 Q는 다음과 같다.

Q 추정										
(단위: 개)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
부스 개수	17,456	10,420	17,391	23,230	25,881	26,631	28,131	29,313	30,544	31,826
기존 전시회 추가 부스 개수					1,051	-	-			
신규 전시회 부스 개수					1,600	750	1,500			

5.2. 운영매출(수원메세) 추정

‘23년 수원메세의 매출은 1Q23 실적을 바탕으로 전시회 개최 일수 대비 매출액 비율로 추정하였다. 1분기 전시회 개최일수는 총 20일, 매출은 약 3.4억원이다. 2분기 예정 전시회 개최 일수는 33일이다. 코로나19의 영향이 완화됨에 따라 개최일수가 점점 증가할 것으로 예상되나, 보수적 추정을 위해 3분기, 4분기의 전시회 개최 일수를 2분기와 같은 33일로 추정하여 ‘23년 연간 총 119일로 추정하였다.

‘24년 수원메세의 풀캐파 기준 매출액은 46.9억으로 추정되는데, 이에 ‘19년 수원 컨벤션센터의 가동률인 60.9%를 적용하여 ‘24년 매출을 추정하였다. ‘23년 기준 코엑스, 킨텍스 등 주요 전시장은 이미 최대 가동률로 운영되고 있는 상황이고, 수원메세의 운영이 개장 5년차를 맞아 안정기에 접어들 것으로 판단하기에 ‘24년에 수원메세와 같은 수원지역에 위치한 컨벤션센터의 ‘19년 수준의 가동률은 합리적인 수치라고 생각된다.

‘25년 이후의 매출액은 사업보고서 확인 결과 통상적으로 물가상승률을 반영하여 가격인상을 진행하기에 한국은행의 소비자물가상승률 목표치인 2%를 매출 증가율로 적용하여 산출하였다. 상기 논의를 종합하여 추정한 국내 매출액은 다음과 같다.

전시 용역 매출 추정										
(매출액 단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
부스당 단가 (단위: 천 원)	1,855	1,788	1,420	1,519	1,855	1,892	1,929	1,968	2,007	2,048
부스 개수 (단위: 개)	17,456	10,420	17,391	23,230	25,881	26,631	28,131	29,313	30,544	31,826
전시매출 (단위: 백만 원)	32,373	18,629	24,700	35,293	47,998	50,376	54,278	57,689	61,314	65,167
운영매출 (단위: 백만 원)	-	-	1,821	1,901	2,034	2,855	2,912	2,970	3,029	3,090
기타매출(단위: 백만 원)	40	219	1,323	1,141	-	-	-	-	-	-
매출액 (단위: 백만 원)	32,413	18,848	27,844	38,334	50,031	53,231	57,190	60,659	64,343	68,257
YoY(%)					30.51%	6.40%	7.44%	6.07%	6.07%	6.08%

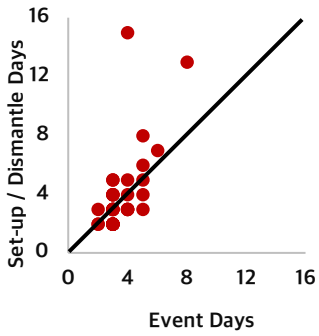
5.3. IICC 매출추정

IICC에서 발생하는 손익은 KINEXIN에게 인식되며, 동사의 입장에서는 지분법손익으로 계상되는 항목이다. 따라서 IICC의 경우 영업이익률과 지분율까지 반영하여 동사에게 인식될 최종적인 세전 손익액을 직접 추정하였다. 전시장 운영사업자의 경우, 해당 전시장의 임대료를 통해 수익을 올리는 구조이며, 임대료는 면적당, 기간당 단가가 정해져 있는 구조이기에, 매출은 다음과 같은 산식으로 계산하였다. 전시장면적은 설계도를 확인하여 120,000m²로 반영하였다.

$$\text{매출} = \text{IICC 전시장 면적}(m^2) \times 365\text{일} \times \text{임대료 단가}(1\text{일}, 1m^2\text{당}) \times \text{가동률}$$

1) 임대료 단가

임대료 단가의 경우, 인도에서 전시장 면적이 가장 큰 3개의 전시장의 현재 기준 임대료 단가를 평균하여 ‘24년 금액을 산출하였다. 또한 ‘25년 이후에는 인도 중앙은행의 목표 물가상승률인 4%를 적용하여 산출하였다. 인도의 최근 몇 년간 실제 물가상승률이 5~7% 범위에 있음을 고려할 때 충분히 보수적이다.



또한 실제 전시가 진행되는 기간의 임대료와 사전 전시시설 설치 및 사후 전시시설 해체 기간의 임대료가 다르다는 점을 고려하여 두 기간의 단가를 따로 추정한 뒤 평균 단가를 산출하였다. 상기했던 India Expo Centre & Mart의 '22년 4월~'23년 3월 간 전시회 중, 실제 전시 기간과 설치 및 해체 기간이 모두 명시되어 있는 40개 전시회를 분석해보면, 전시회 특성상 설치 및 해체 기간이 과도하게 긴 몇 개의 Outlier를 제외하고는 대체로 전시기간과 설치 및 해체 기간이 비슷하다. 따라서 실제 전시 기간과 설치 및 해체 기간이 동일하다고 보아 평균적인 단가를 산출하는 것이 타당하다고 판단한다.

IICC 임대료 단가 추정

(단위: 루피/m ² , 일)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Event Days	257.3	267.6	278.3	289.5	301.0
Bangalore International Exhibition Centre	265.0	275.6	286.6	298.1	310.0
India Expo Centre and Mart	242.0	251.7	261.7	272.2	283.1
Pragati Maidan	265.0	275.6	286.6	298.1	310.0
Set/Dismantle Days	158.6	164.9	171.5	178.4	185.5
Bangalore International Exhibition Centre	138.0	143.5	149.3	155.2	161.4
India Expo Centre and Mart	121.0	125.8	130.9	136.1	141.6
Pragati Maidan	216.7	225.3	234.4	243.7	253.5
평균 단가	207.9	216.3	224.9	233.9	243.3

2) 가동률

가동률의 경우 국내 Proxy를 이용하여 추정하였다. 현재 인도의 전시산업은 한국의 '00년대 초반과 비슷한 양상이다. 이에 당시에 공급된 국내 전시장 5개 중 규모가 작은 SETEC과 aT Center를 제외하고, 킨텍스, BEXCO, EXCO의 건설 직후 가동률을 이용하였다.

Proxy 유사성 분석

(단위: 년, %, m ²)	IICC	킨텍스	백스코	엑스코
위치	뉴델리	일산	부산	대구
도입시기	2023년	2005년	2001년	2001년
직전 연도 가동률	50~70%	55.8%	64.0%	64.0%
기존 면적 대비 공급 면적	30.9%	49.3%	43.5%	19.0%
공급시점 기존 면적	388,780	109,573	61,007	61,007
공급면적	120,000	53,975	26,508	11,616

위 3가지 사례는 국내 주요 도시에 위치하고 있다는 점에서 IICC와 유사하다. 또한 공급 직전의 기존 전시장 가동률이 50~70% 범위에 있어 최대가동률에 가까우며, 기존 전체 전시장 면적 대비 신규 공급 면적이 상당히 크다는 점에서 유사성을 발견하였다.

실제 가장 유사성이 큰 사례는 수도권 위성도시에 위치하고 있다는 점, 대규모 전시회를 유치할 수 있을 정도로 크다는 점 등을 고려할 때 킨텍스라고 판단하였으나, 보수적 추정을 위해 비수도권 전시장인 BEXCO와 EXCO를 포함하였다. 3가지 각 사례의 도입 1차연도부터 5차연도까지의 가동률의 평균을 통해 추정한 IICC의 향후 5년 예상 가동률은 다음과 같다.

IICC 가동률 추정

(단위: %)	1차연도	2차연도	3차연도	4차연도	5차연도
엑스코	26.4%	36.5%	69.9%	72.1%	67.3%
백스코	35.0%	43.0%	46.0%	52.0%	54.0%
킨텍스	49.6%	50.9%	53.8%	51.0%	54.0%
평균	37.0%	43.5%	56.6%	58.4%	58.4%

이를 통해 추정된 IICC 매출은 다음과 같다. 원/루피 환율의 경우, 현재 환율인 16원/루피를 적용하여 환산하였다.

IICC 매출 추정					
	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
면적*일수(천 m ² *일)	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800
단가(루피)	207.9	216.3	224.9	233.9	243.3
가동률	37.0%	43.5%	56.6%	58.4%	58.4%
매출(백만 루피)	3,370	4,117	5,572	5,980	6,226
환율(원/루피)	16	16	16	16	16
매출(백만 원)	53,919	65,877	89,160	95,677	99,618

3) 지분율 반영 영업이익

또한 매출에 지분율과 영업이익률을 적용하여, 당사의 손익으로 인식될 세전 금액을 추정하였다. 지분율은 49%이며, 영업이익률은 20%로 반영하였다. IR문의 결과 인도 정부에 매출의 약 30% 수준의 로열티를 지급하는 것으로 확인하였고, 이를 모두 고려할 때 가동률이 30~40% 수준인 안정기의 영업이익률이 20% 수준일 것으로 예상된다는 동사 판단을 반영한 결과이다.

상기했듯, IICC의 가동률을 빠르게 안정기를 지나 적정가동률 수준에 도달할 전망이다. 운영 사업자의 비용에는 고정비 혹은 반고정비적 성격을 띠는 비용이 상당 부분 존재하기에 가동률이 빠르게 상승할 경우 레버리지 효과로 영업이익률이 20% 이상으로 상승할 가능성도 존재한다. 이러한 내용을 고려할 때, 향후 5년간의 영업이익률이 20%라는 가정은 상승 및 하락 여력이 존재하면서도 적절한 수치로 판단된다.

상기 논의를 종합한 지분율 반영 영업이익은 다음과 같다.

IICC 지분율 반영 영업이익 추정					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출(백만 원)	53,919	65,877	89,160	95,677	99,618
영업이익률	20%	20%	20%	20%	20%
영업이익	10,784	13,175	17,832	19,135	19,924
영업이익(지분율 반영)	5,284	6,456	8,738	9,376	9,763

4) 민감도 분석

다만, 사업 초기의 위험에 대해 우려할 가능성을 고려하여, '24년과 '25년 지분율 반영 영업이익의, 가동률과 영업이익률에 따른 민감도분석을 제시한다.

'24년 지분율 반영 영업이익 민감도 분석						'25년 지분율 반영 영업이익 민감도 분석							
(단위: 백만 원)		가동률					(단위: 백만 원)		가동률				
'24년 지분율 반영 영업이익		31.0%	34.0%	37.0%	40.0%	43.0%	'25년 지분율 반영 영업이익		37.5%	40.5%	43.5%	46.5%	49.5%
영업이익률	14%	3,099	3,399	3,699	3,999	4,299	영업이익률	14%	3,895	4,207	4,519	4,831	5,143
	16%	3,542	3,885	4,227	4,570	4,913		16%	4,452	4,808	5,165	5,521	5,878
	18%	3,984	4,370	4,756	5,141	5,527		18%	5,008	5,409	5,810	6,211	6,612
	20%	4,427	4,856	5,284	5,713	6,141		20%	5,565	6,010	6,456	6,902	7,347
	22%	4,870	5,341	5,813	6,284	6,755		22%	6,121	6,611	7,102	7,592	8,082
	24%	5,313	5,827	6,341	6,855	7,369		24%	6,678	7,212	7,747	8,282	8,816

6. Valuation

6.1. 매출원가 추정

매출원가 추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	32,413	18,848	27,844	38,334	9,901	50,031	53,231	57,190
매출원가	20,360	13,277	18,359	25,087	5,896	31,283	33,742	36,552
매출원가율(%)	62.82%	70.44%	65.93%	65.44%	59.55%	62.53%	63.39%	63.91%
재고자산의 변동	(69)	(498)	(153)	(210)	-	(340)	(411)	(494)
상품매입액	76	569	310	256	-	437	524	634
종업원급여	2,877	3,142	2,985	4,171	1,041	5,263	5,699	6,121
지급수수료	6,661	3,093	5,445	8,595	1,794	10,022	11,002	12,033
광고선전비	4,190	2,576	2,668	3,674	1,050	4,964	5,161	5,567
지급임차료	4,661	2,916	4,667	5,776	1,327	7,513	8,165	8,882
사용권자산상각비	-	414	788	599	103	488	480	480
기타비용	1,965	1,066	1,649	2,226	581	2,936	3,121	3,330

매출원가는 재고자산의 변동, 상품매입액, 종업원급여, 지급수수료, 지급임차료, 사용권자산상각비 등으로 분류하여 추정하였다. 종업원급여는 매출과 연동되는 모습을 보이는데, 박람회장 실제 확인 결과 파트타임 근무자 수가 상당했기에 초래된 결과라고 판단한다. 또한, 지급수수료와 지급임차료 모두 매출과 연동되는 변동비적 모습을 보인다. 따라서 이를 반영하여 추정하였다. 사용권자산상각비는 [App.3.]에 자세한 추정 과정을 수록하였다. 여타 계정들도 변동비적 성격이 강하기에 이를 반영하여 추정하였다.

6.2. 판매비와관리비 추정

판매비와관리비 추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	32,413	18,848	27,844	38,334	9,901	50,031	53,231	57,190
판매비와관리비	4,732	4,344	3,828	4,693	1,359	6,791	6,858	7,127
판매비율(%)	14.60%	23.05%	13.75%	12.24%	13.72%	13.57%	12.88%	12.46%
종업원급여	1,471	1,288	1,326	1,449	396	2,001	2,226	2,280
복리후생비	612	727	711	885	286	1,447	1,376	1,484
감가상각비	143	170	148	142	44	159	235	221
사용권자산상각비	276	271	260	262	84	262	258	258
무형자산상각비	133	176	178	193	57	226	193	129
여비교통비	276	66	99	223	73	371	298	359
접대비	90	86	64	100	36	182	151	173
통신비	75	64	80	79	20	102	124	122
세금과공과금	61	42	23	28	13	67	51	58
지급임차료	10	3	-	11	3	15	10	15
보험료	1	32	1	3	0	0	2	2
차량유지비	52	32	52	63	25	129	108	119
운반비	-	-	-	-	-	-	-	-
교육훈련비	27	5	2	7	4	20	11	15
도서인쇄비	23	13	17	43	4	18	37	41
소모품비	19	74	70	42	13	66	87	77
지급수수료	999	619	552	810	272	1,372	1,213	1,360
광고선전비	129	560	127	159	6	244	272	200
건물관리비	-	-	-	-	-	-	-	-
대손상각비	337	115	117	195	22	111	204	212

판매비와관리비는 **종업원급여, 복리후생비, 감가상각비** 관련 계정들, 지급수수료 및 지급임차료를 비롯한 여타 계정들로 분류하여 추정하였다. 종업원급여도 매출액과 연동되는 모습을 보이므로 이를 바탕으로 추정하였다. **감가상각비** 관련 계정들은 [App.3.]에 상세 추정 Table을 첨부하였다. **광고선전비와 건물관리비**는 매출에 연동되지 않고 그 비중이 작기에 average flat 및 0 flat 처리하여 추정하였다. **지급수수료 및 지급임차료**를 비롯한 여타 계정들은 변동 비적 성격을 띠고 있기에 매출에 연동하여 추정하였다.

6.3. 영업외손익 및 지분법손익 추정

영업외손익								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
영업외손익	227	(909)	(420)	(3)	(2,468)	(2,117)	104	104
금융손익	228	(135)	(408)	4	134	537	197	197
이자손익	188	(133)	(411)	(45)	134	536	197	197
외환차손익	3	(3)	2	0	0	0	-	-
외화환산손익	(0)	(0)	0	(0)	0	0	-	-
공정가치측정관련손익	37	1	-	0	0	0	-	-
배당금손익	-	-	-	1	-	-	-	-
기타의대손충당금	-	-	-	47	-	-	-	-
기타손익	(1)	(774)	(12)	(7)	(2,603)	(2,654)	(94)	(94)
리스자산관련손익	0	0	-	-	-	-	-	-
유형자산관련손익	33	-	-	0	(0)	(0)	-	-
재고자산관련손익	-	-	-	-	-	-	-	-
기타의대손상각비	-	(7)	-	-	-	-	-	-
기부금	(36)	(28)	(40)	(94)	(42)	(94)	(94)	(94)
잡손익	2	240	28	87	6	6	-	-
코로나19전시취소손실	-	(980)	-	-	-	-	-	-
합병비용	-	-	-	-	(2,567)	(2,567)	-	-

성격상 대응되는 계정은 합산하여 **‘손익’개념으로 추정**하였다. 금액적 중요성이 낮고, 추정이 난해하며, 일시적인 손익은 average 또는 0 flat 처리하였다. **이자비용**은 이자발생부채에 유효이자율을 곱하여 추정하였다. 동사의 이자발생부채는 리스부채가 전부이고, 1Q23의 유효이자율은 역대 최고 수준을 보인다. 앞으로 금리가 동결되고, ‘24년부터 하락할 것이라는 시장 전망이 존재하지만, 보수적으로 1Q23의 유효이자율을 ‘25년까지 적용하여 추정하였다. 이자비용 추정 Table은 [App.4.]에 수록하였다. 동사와 킨텍스의 합작법인인 KINEXIN에서 창출되는 **지분법손익**은 5. 매출추정에서 추정한 **IICC 지분율 반영 영업이익**으로 추정하였다.

6.4. 법인세비용 추정

법인세비용 추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
법인세차감전순이익	7,547	318	5,238	8,552	178	9,840	18,019	20,070
법인세비용	1,565	222	1,133	1,568	687	2,685	3,744	4,174
유효법인세율(%)	20.73%	69.87%	21.63%	18.34%	386.89%	27.29%	20.78%	20.80%

법인세비용은 과세구간별로 구간법인세율과, 지방세율을 고려하여 추정하였다. 또한, 1Q23에 합병으로 인해 법인세비용이 크게 발생했으므로, 이를 고려하여 추정하였다.

6.5. 최종 손익계산서 Table

상기 논의를 종합한 최종 손익계산서 Table은 다음과 같다. 동사에게 지분법손익은 회계상 영업외손익이지만 실질적으로는 영업활동에서 유래되었기 때문에 이를 반영한 EBITDA를 병기하였다.

추정 손익계산서								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출	32,413	18,848	27,844	38,334	9,901	50,031	53,231	57,190
YoY(%)	191.37%	-41.85%	47.73%	37.67%		30.51%	6.40%	7.44%
전시매출	32,373	18,629	24,700	35,293		47,998	50,376	54,278
운영매출	-	-	1,821	1,901		2,034	2,855	2,912
기타매출	40	219	1,323	1,141		-	-	-
매출원가	20,360	13,277	18,359	25,087	5,896	31,283	33,742	36,552
매출총이익	12,052	5,571	9,486	13,248	4,005	18,749	19,489	20,637
GPM(%)	37.18%	29.56%	34.07%	34.56%	40.45%	37.47%	36.61%	36.09%
판매비와관리비	4,732	4,344	3,828	4,693	1,359	6,791	6,858	7,127
영업이익	7,321	1,227	5,658	8,555	2,646	11,958	12,631	13,510
OPM(%)	22.59%	6.51%	20.32%	22.32%	26.73%	23.90%	23.73%	23.62%
EBITDA	7,872	2,258	7,032	9,750	2,934	13,092	13,797	14,598
지분법손익	-	-	-	-	-	-	5,284	6,456
지분법손익 반영 EBITDA	7,872	2,258	7,032	9,750	2,934	13,092	19,081	21,054
영업외손익	227	(909)	(420)	(3)	(2,468)	(2,117)	104	104
법인세차감전순이익	7,547	318	5,238	8,552	178	9,840	18,019	20,070
법인세비용	1,565	222	1,133	1,568	687	2,685	3,744	4,174
당기순이익	5,983	96	4,105	6,984	(510)	7,155	14,275	15,896
NPM(%)	18.46%	0.51%	14.74%	18.22%	-5.15%	14.30%	26.82%	27.79%

6.6. Valuation - Peer EV/EBITDA Method

6.6.1. Valuation Method 선정 논리

본 보고서의 논리에 따르면, 동사는 전시에 IT를 결합한 차별화된 무형자산을 바탕으로 업계 1위를 유지하며 중장기적으로 Top-line과 Bottom-line이 성장할 것이다. 이뿐만이 아니다. 강력한 성장 촉매인 인도 ICC 운영수익은 지분법손익에 반영되어 가파른 이익성장을 보여줄 것이다. 따라서 이익에 초점을 맞출 수 있는 PER 또는 EV/EBITDA Method가 Valuation에 적합하다.

1) Historical Method는 불가능, Peer Method가 적합

동사는 SPAC상장한지 3개월이 채 되지 않았고, SPAC 상장 이전에는 이상네트웍스의 비상장 자회사였다. 이상네트웍스는 전시사업 뿐만 아니라 기업간 전자상거래, 철강사업, 인테리어 공사업, 부동산 임대업 등을 동시에 영위하기 때문에 이상네트웍스의 Historical PER 또는 EV/EBITDA를 Valuation에 고려할 수 없다. 이에, Peer Method를 사용해야 한다.

2) 국내 Peer 부재로 해외 Peer 고려가능한 Peer EV/EBITDA Method가 적합

또한, 동사는 국내 최초 상장한 전시주최사이기에, 국내에 동종 산업 Peer가 존재하지 않는다. 이에 동일한 사업을 영위하는 해외 Peer 그룹을 고려해야 한다. 그리고 해외 Peer들의 국적이 전부 상이하기 때문에, 서로 다른 감가상각법과 법인세법, 금융비용 등의 영향을 받지 않도록 EV/EBITDA Method를 선정하는 것이 적합하다.

3) 지분법손익 반영 EBITDA를 고려해야 함

인도 IICC를 운영하는 합작법인 KINEXIN에 대한 동사의 지분율은 49%이므로, 그로인한 지분법손익은 회계적으로 영업이익이 아니다. 하지만 사실상 해당 수익은 동사에게 있어서 영업가치와 마찬가지로이기 때문에 기존 EBITDA에 KINEXIN 지분법손익을 가산한 지분법손익 반영 EBITDA를 바탕으로 Valuation을 산정하는 것이 적합하다.

6.6.2. Peer 선정: Informa PLC, GL events, Fiera Milano SpA

동사는 국내 유일 전시주최 상장사이기에 국내 상장사 중 Peer을 찾을 수 없다. 이에 해외 상장 전시주최사들 중 Peer를 선정하였다.

전시주최사 상장, 비상장 여부 현황

구분	사명
상장사	Informa PLC, RELX PLC, Fiera Milano SpA, GL Events, MCH Group
비상장사	Messe Frankfurt GmbH, Messe Munchen GmbH, Messe Dusseldorf GmbH, Comexposium Group, Clarion Events DMG Events, Deutsche Messe AG, Koelnmesse GmbH, Hyve Group PLC

해외 상장 전시주최사는 총 5개사가 있다. 이 중 동사의 Peer라고 볼 수 있는 회사는 Informa PLC, GL events, Fiera Milano SpA 3개사이다. Informa PLC는 전세계 최대 규모의 전시주최사이며, '21년 기준 매출액은 GL events의 4배 수준으로 그 규모가 압도적이다. GL events는 프랑스 전시주최사로, 다양한 국가에서 Venue사업을 영위할 뿐만 아니라 여러 분야의 박람회를 주최한다. Fiera Milano SpA는 이탈리아의 전시주최사로, 매년 약 70개의 전시회를 주최한다. 또한 동사와 같이 자체 소유 박람회장이 존재하며, 해외에서도 활동 중이다.

해외 전시산업 상장사 Peer 비교

사명	Peer 선정	비고
메세이상		국내 최고 박람회 주최회사. '22년 기준 전시회 82회 개최. 동사 소유 전시회장 존재, '23년 말부터 인도시장 진출, 이후 고성장 예정
Informa PLC	O	글로벌 전시회 및 이벤트, 비즈니스 커넥트 사업을 영위하는 글로벌 기업
GL events	O	1978년 건립된 프랑스 엔터테인먼트 및 중형기업으로, 1998년부터 파리 증권거래소에 상장되어 있음. 주요 활동은 전시공간관리, 박람회 등 이벤트 조직, 이벤트 물류 제공 등의 사업을 영위함. 프랑스, 유럽, 남미, 아시아 및 남아프리카에서 59개 장소를 관리하는 Venue 사업도 영위함.
Fiera Milano SpA	O	밀라노에 본사를 둔 이탈리아 최대규모 박람회 주최회사. 매년 약 70개의 전시회를 주최. 동사 소유 박람회장 Fira Milano Rho 존재. 또한 18,000석을 갖춘 의회센터를 관리. 브라질과 중국을 중심으로 연간 약 30개의 전시회를 운영하며 해외에서 활동중
RELX PLC	X	Risk, STM, Legal 매출이 크고, 전시매출은 여타 매출들의 절반이하 수준으로, Peer로 고려할 수 없음
Hyve Group	X	전시회 및 컨퍼런스 조직 회사, 매년 14개국에서 130개의 전시회 및 컨퍼런스를 조직. Providenve Equity Partners에 의해 인수되며, 런던증권거래소에서 상장폐지되어 Peer 고려 불가
MCH Group	X	23년에도 적자지속이 예상되는 상황으로, 동사의 Peer로 가정하기에는 무리가 있음.

반면 RELX PLC는 전시주최사업 매출이 여타 사업부 매출액에 비해 상당히 작기 때문에 Pure 전시주최사라고 볼 수 없다. 또한 Hyve Group은 PEF에 인수되기 전에 주가가 크게 상승한 바 있고, 현재 비상장 상태이기 때문에 동사의 Peer로 부적절하다. MCH Group은 '23년에도 적자지속이 예상되기에 성장을 앞두고 있는 동사와 비교가 부적절하다.

6.6.3. Target Multiple 산정

앞서 선정한 Peer들이 동사와 가장 유사한 상장사들이지만, 그 규모에 있어서 동사와 차이가 있다. 이에, 현재 동사에게 부여된 TTM EV/EBITDA가 Peer 평균 TTM EV/EBITDA 대비 할인되어 있는 만큼 Peer 평균 12MF EV/EBITDA를 할인하여 산정하였다.

Peer 그룹 TTM EV/EBITDA 평균값은 10.81x로, 동사 TTM EV/EBITDA 10.14x는 이에 비해 6.20% 할인되어 있다. 따라서 '23년 1월 3일~'23년 5월 26일 Peer 그룹 12MF EV/EBITDA 평균 9.34x을 6.20% 할인한 8.76x를 동사 Target EV/EBITDA Multiple로 제시한다.

Target Multiple 산정				
Multiple	TTM EV/EBITDA		12MF EV/EBITDA	
기업명	Peer 그룹	동사	Peer 그룹	동사
Informa PLC	15.50x		12.73x	Target Multiple
GL events	7.07x	10.14x	7.83x	
Fiera Milano SpA	9.86x		7.46x	
평균값	10.81x	10.14x	9.34x	8.76x
할인율		-6.20%		-6.20%

6.6.4. 최종 Valuation 및 목표주가 제시

동사는 '24년부터 인도 IICC발 수익이 인식되는 관계로, 12MF EV/EBITDA Target Multiple을 동사의 2024E EBITDA에 적용하여 '23년 말 목표주가를 산출하는 것이 적절하다. 그리고 동사는 현재 KINEXIN의 지분을 취득하고 있는 것이 아니라, 지난 '22년 12월 30일 이상네트웍스로부터 KINEXIN의 보통주 1,715,000주를 취득하는 예약매매계약을 체결한 상태이다. IR 확인결과 IICC완공 이후 인도정부의 승인을 받아 매매가 이루어질 것이기에, '24년에 매매가 이루어질 것으로 전망한다.

만일 혹시라도 '24년의 KINEXIN발 지분법손익이 이상네트웍스로 귀속될 경우에도, 예약매매 계약은 필연적으로 실현될 것이며 지분법손익이 '25년부터 19년간 메세이상에 귀속될 것이다. 또한, 실질적인 KINEXIN 영업주체는 메세이상이다. IICC 홈페이지 상에도 이상네트웍스가 아닌 메세이상이 명시되어 있다. 이에 시장참여자들은 KINEXIN발 지분법손익을 회계처리와 상관없이 메세이상의 것으로 간주할 가능성이 높다고 판단한다. 하지만, 단순히 회계적으로 수익이 잡히지 않는다는 이유로 이를 반영하지 않을 수도 있다.

이에, 본 보고서는 Valuation 상에서 '24년 EBITDA로 두가지를 제시한다. 1) KINEXIN발 지분법손익 미반영 2024E EBITDA, 2) KINEXIN발 지분법손익 반영 2024E EBITDA이다.

상기 논의를 종합하여, 해당 EBITDA들에 Target EV/EBITDA Multiple 8.76x를 적용한 3,532 원, 4,605원을 각각 '23년 말 목표주가 밴드 하단과 상단으로 제시한다. 상승여력은 각각 25%, 63%이며, 하단 목표주가 3,532원은 국내 사업만을 반영한 목표주가로, 안전마진을 의미한다.

지분법손익 미반영 EV/EBITDA Method (2024F)		지분법손익 반영 EV/EBITDA Method (2024F)	
2024E EBITDA (단위: 백만 원)	13,797	2024E EBITDA (단위: 백만 원)	19,081
Target EV/EBITDA	8.76x	Target EV/EBITDA	8.76x
Target EV (2024E)	120,881	Target EV (2024E)	167,176
총차입금(2024E)	6,684	총차입금(2024E)	6,684
현금성자산	38,164	현금성자산	38,164
순차입금	(31,480)	순차입금	(31,480)
목표시가총액	152,361	목표시가총액	198,657
Implied PER(지분법손익 미반영 EPS)	15.09x	Implied 12MF PER	13.92x
유통가능주식수 (단위: 주)	43,136,632	유통가능주식수 (단위: 주)	43,136,632
'23년 말 목표주가 (단위: 원)	3,532	'23년 말 목표주가 (단위: 원)	4,605
현재주가 (단위: 원)	2,825	현재주가 (단위: 원)	2,825
상승여력	25%	상승여력	63%

6.7. 보조 Valuation - PER Method

Peer EV/EBITDA Method 주 Valuation에 더해, 보조 Valuation으로 PER Method를 제시한다. 사업 부문이 다른 기업일지라도, 상황의 유사성을 찾을 수 있기 때문이다.

동사, F&F 홀딩스 상황 비교

비교	동사	F&F 홀딩스
기간	'23년 말~'24년 초	'19년 2월 15일~'19년 6월 18일
국내시장	건조한 성장 유지중	
해외시장 진입	'23년 말부터 IICC 시범운영이후, '24년 초부터 실제 운영 시작될 예정.	'19년 2월 15일 MLB 중국 진출 공시, 이후 6월 18일부터 Tmall 입점
리스크	첫 해외 시작 진입이기에 사업 손익에 대해서 보수적으로 접근하는것이 적절. 하지만 이미 확정적인 독점 운영 수익이 예정되어 있기에 리스크는 제한적	추후 사업 손익에 대해서 보수적으로 접근하는것이 적절 하지만 면세점 판매를 통해 브랜드 운영 능력이 충분히 검증됨. 사업을 무리하게 전개할 계획이 없어 중국 사업의 리스크는 제한적
성장가능성	향후 인도시장에서 전시회 주최 및 추가적인 운영권 획득 가능성이 존재하는 만큼 성장의 기회가 많은 상황	중국시장에 진출한 만큼 성장의 기회가 많은 상황
OPM	2023E: 23.93%, 2024E: 23.79%	2018: 13.68% / 2019: 16.56%
NPM	2023E: 15.63%, 2024E: 26.87%	2018: 16.35% / 2019: 12.08%

'23년 말 동사의 상황은 과거 F&F홀딩스가 중국 진출을 했을 때의 상황과 상당히 유사하다. 이에, 유사기간인 '19년 2월 15일~'19년 6월 18일까지 F&F홀딩스에게 부여된 12MF PER Multiple 평균인 13.96x를 보조 Valuation Target Multiple로 제시한다. 이를 2024E 당기순 이익에 적용하여 '23년 말 보조 Valuation 목표주가 4,620원, 상승여력 64%을 제시한다. 주 Valuation 상승여력과의 괴리도가 0.81%에 불과하다.

보조 Valuation - PER Method (2024F)

2024E 당기순이익 (단위: 백만 원)	14,275
유통가능주식수 (단위: 주)	43,136,632
2024E EPS (단위: 원)	331
Target PER Multiple	13.96x
목표주가 (단위: 원)	4,620
현재주가 (단위: 원)	2,825
상승여력	64%
지분법손익 반영 EV/EBITDA Method (2024F) 대비	
괴리도	0.81%

Outro. 좋은 기업, 좋은 주식, 메세이상의 스노우볼

본 장에서는 메세이상이 좋은 기업임과 동시에 좋은 주식이고, 특히 장기투자시 꾸준한 복리 수익을 창출할 수 있는 Snowball형 주식임을 확인하고자 한다.

7.1. 탁월한 BM에서 비롯된 이익체력

Intro에서 정리했듯, 좋은 기업은 탁월한 BM, 높은 성장잠재력, 경영진의 능력에서 비롯된다. 특히, 탁월한 BM을 가진 기업들은 반복구매되는 제품과 서비스를 제공하며, 소비자 기호와 기술발전이 따른 변화에 능동적으로 대응한다. 또한, 고객 숫자가 많고 다변화 되어있으며, 쉽게 모방하기 힘든 무형자산을 보유하고 있다. 본 장에서는 메세이상이 **앞선 요건들을 상당 부분 충족함**을 보이고자 한다.

우선, 동사는 유명한 전시회 파이프라인을 다수 보유하고 있어 부스 입찰자들의 수요 및 재 참가 의사가 높다. 그리고 트렌드분석을 토대로 **고객이 원하는 다양한 전시회를 주최**하기 때문에 소비자 기호와 기술에 따른 변화에 능숙하게 적응할 수 있다. 더불어 현재 동사가 영위 하는 박람회 18개의 산업을 포괄하여 **고객층이 상당히 다변화** 되어있다. 마지막으로, 동사의 경쟁력인 **데이터베이스와 트렌드분석**은 여타 경쟁사들이 **모방하기 힘든 압도적인 무형자산**이다. 탁월한 동사의 BM은 코로나 쇼크를 맞은 '20년을 제외하고 **매년 20%를 상회**하는 OPM을 통해 입증된다.

7.2. 높은 성장잠재력 - **촉매**의 발현을 기다리며

이뿐만이 아니다. 내수에 국한되어 있던 동사에게는 **IICC**라는 강력한 촉매가 존재한다. 이는 동사의 높은 성장 잠재력이다. 하지만 이 촉매는 IICC가 완공되지도 않은 지금 **발현되지 않은 상태**라고 판단한다. '22년 12월 21일 동사 투자설명서 수익가치 산정내역에도 **IICC 운영수익은 고려되어 있지 않았**다는 점은 촉매의 미발현을 뒷받침한다. 그러나 '24년 초부터 IICC 운영이 시작되고 실적이 가시화되면서 **촉매는 발현될 것이다**. 또한, 동사는 향후 인도 현지 기업 M&A라는 적절한 자본 배치를 통해 성장을 계획하고 있다. IICC 뿐만 아니라 인도 전시 시장에서 전시주최 및 신규 운영 등의 성과가 더해진다면 **동사의 성장판은 활짝 열릴 것이다**.

7.3. 훌륭한 경영이 여기까지 이끌었다.

이 모든 것의 근간에는 **훌륭한 경영**이 있었다. 대부분의 동종업체들이 구조조정을 단행했던 코로나19 시기에도 **오히려 격려금을 지급**하여 임직원의 사기를 높인 동사는 위기를 기회삼아 점유율을 높여 나갔다. 또한, 일찍이 데이터베이스 중요성을 인지하고 직원의 **1/4을 IT인력으로 구성**하며 **꾸준히 투자를 확대**한 결과 동사는 '데이터'라는 강력한 무형자산을 확보했다. 시기적절한 경영진의 대응들은 지금의 동사를 만들었기에, 앞으로도 **훌륭한 경영진이 이끌어 갈 동사의 미래**를 기대하게 한다.

7.4. 장기 우상향의 근거 - ROE 추정

좋은 기업임을 드러내는 핵심적인 지표로 ROE가 있다. **장기간 주가가 우상향하며 높은 수익을 안겨준 종목들은 모두 동기간 높은 ROE 수준을 유지**했다는 공통점이 있다. 대표적으로

‘06~‘15년의 NAVER, ‘05~‘21년의 LG생활건강 등의 예시를 들 수 있다. 규모가 상대적으로 작은 기업도 견고한 시장 위치를 유지하며 적절한 주주정책을 가져갈 경우, 상당기간 높은 수준의 ROE가 유지 가능하다.

ROE 추정										
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출	32,413	18,848	27,844	38,334	50,031	53,231	57,190	60,659	64,343	68,257
매출총이익	12,052	5,571	9,486	13,248	18,749	19,489	20,637	21,835	23,161	24,570
GPM(%)	37.18%	29.56%	34.07%	34.56%	37.47%	36.61%	36.09%	36.00%	36.00%	36.00%
영업이익	7,321	1,227	5,658	8,555	11,958	12,631	13,510	13,797	14,636	15,526
OPM(%)	22.59%	6.51%	20.32%	22.32%	23.90%	23.73%	23.62%	22.75%	22.75%	22.75%
지분법손익	-	-	-	-	-	5,284	6,456	8,738	9,376	9,763
당기순이익	5,983	96	4,105	6,984	7,155	14,275	15,896	17,871	19,007	19,988
NPM(%)	18.46%	0.51%	14.74%	18.22%	14.30%	26.82%	27.79%	29.46%	29.54%	29.28%
기말자본	32,865	32,865	37,065	44,050	59,719	72,563	85,604	100,296	115,728	131,915
ROE(%)	18.20%	0.29%	11.07%	15.86%	11.98%	19.67%	18.57%	17.82%	16.42%	15.15%
주석	‘26년부터의 비용 계정 별 추정치는 그 엄밀성이 떨어지기에, ‘20년도를 제외하고 ‘19년부터 ‘25년까지의 매출원가율과 판관비율을 average flat하여 ‘26년부터의 영업이익률을 추정함. ‘26년부터의 추정치는 사실 기업의 방향타를 쥐고 있는 경영자의 몫임. 허나 본 보고서는 동사의 비용구조와 이익체력, 확실한 IICC발 수익, 과거 경영자의 행보를 고려했을 때, 충분히 위와 같은 ROE 추정이 가능하다고 판단함.									

본 보고서는 그 주인공이 **메세이상**이라고 강력하게 주장한다. 동사는 우월한 경쟁력에서 비롯된 견고한 시장 위치를 유지할 것이고, 새로운 성장동력인 KINEXIN에 힘입어 순이익이 장기 우상향 할 것이다. 또한, 향후 5년간 별도 당기순이익의 20%를 배당할 예정(‘23년 4월 4일 공시)이다. 당기순이익과 배당정책을 모두 반영한 향후 ROE 추정 결과, 코로나로 직격탄을 맞은 ‘20년을 제외하고 ‘19년부터 ‘28년까지 10년간 ROE가 11%~20% 사이에서 유지될 것으로 보인다. 동사는 최소차입원칙을 고수하고, 현재 부채비율은 25% 밖에 되지 않기에, 장기간 유지되는 높은 ROE는 동사가 진짜배기임을 드러낸다.

7.5. 좋은 가격 - PEG ratio

동사가 좋은 기업임은 충분히 확인되었다. 그렇다면 주가는 저평가 되어있을까, 아니면 고평가 되어있을까? 피터린치가 제시한 PEG 비율을 사용하면 성장을 이어나갈 동사 주가의 저평가 여부를 확인할 수 있다. “TTM PEG = TTM PER/g(EPS)” 산식에서 구한 동사의 ‘22년 TTM PEG는 17.23/70.14 = 0.2456 이고, “Forward PEG = Forward PER/최소 2년 이상 향후 EPS 연환산 성장률” 산식에서 구한 동사의 Forward PEG는 16.84(23F PER)/31.54(‘22~‘25 EPS 성장률 기하평균) = 0.5339로 모두 1보다 낮아, 동사의 주가는 PEG 기준 저평가 받고 있다.

7.6. Growth? 아니, Snowball 주식!

훌륭한 기업과 저렴한 가격의 요건을 동시에 만족시키는 좋은 주식의 유형 중 2가지를 살펴보자. 첫째는, 장기투자시 꾸준히 복리수익을 창출할 수 있는 Snowball 유형이고, 둘째는, 매출과 이익이 상대적으로 짧은 기간 동안 성장하는 Growth 유형이다.

그렇다면 메세이상은 두 유형중 어디에 속할까? 본 보고서는 자신있게 Snowball 유형이라고 말한다. 주주가치 개선을 이끄는 현명한 자본배치(꾸준한 M&A와 배당 정책), 인도 시장 기반 성장동력 마련, 무형자산에서 기인하는 경제적 해자가 바로 그 근거이다. 그리고 이 모든 것은, 탁월한 경영능력에서 비롯되었다. 성장 잠재력 대비 저렴한 지금, 메세이상에 장기투자할 것을 권한다.

Appendix

App.1. 연결재무상태표

연결재무상태표						
(단위: 백만 원)		2019	2020	2021	2022	1Q23
자산	유동자산	20,524	19,940	24,925	33,519	43,379
	현금및현금성자산	6,285	4,465	11,394	26,833	33,646
	단기금융상품	11,000	12,010	10,048	3,042	4,518
	매출채권	769	1,156	2,234	1,813	1,971
	기타유동금융자산	149	751	117	354	159
	기타유동자산	2,299	1,542	1,065	1,478	3,085
	재고자산	22	16	69	-	-
	비유동자산	17,794	25,079	24,075	21,662	21,933
	유형자산	413	505	397	350	664
	무형자산	15,004	14,836	14,670	14,721	14,670
	사용권자산	274	8,295	7,113	4,479	4,518
	당기손익-공정가치측정지정금융자산	-	-	51	51	51
	기타비유동금융자산	1,179	645	935	898	937
	이연법인세자산	341	285	467	803	732
	기타비유동자산	583	513	443	360	360
	자산총계	38,318	45,020	49,000	55,182	65,313
부채	유동부채	5,422	4,914	4,703	5,908	7,321
	기타유동금융부채	1,073	1,851	1,141	1,941	2,204
	기타유동부채	2,756	1,684	1,526	1,958	3,012
	유동리스부채	244	972	774	735	778
	당기법인세부채	1,347	406	1,262	1,275	1,326
	비유동부채	32	7,145	7,231	5,224	5,938
	기타비유동금융부채	-	33	35	32	32
	비유동리스부채	32	7,112	7,196	5,192	5,375
	전환사채	-	-	-	-	531
	부채총계	5,454	12,059	11,935	11,132	13,259
자본	지배기업의소유주에게귀속되는자본	32,865	32,961	37,065	44,050	52,054
	자본금	4,074	4,074	4,074	4,074	4,265
	자본잉여금	17,101	17,101	17,101	17,101	25,507
	기타자본구성요소	-	-	-	-	(83)
	이익잉여금(결손금)	11,690	11,786	15,891	22,875	22,365
	비지배지분	-	-	-	-	-
	자본총계	32,865	32,961	37,065	44,050	52,054
자본과부채총계	38,318	45,020	49,000	55,182	65,313	

App.2. 연결현금흐름표

연결현금흐름표						
(단위: 백만 원)						
	2019	2020	2021	2022	1Q23	
I. 영업활동으로 인한 현금흐름	7,651	(874)	5,488	9,423	1,812	
1. 영업으로부터 창출된 현금흐름	16,556	45	6,355	11,274	(519)	
(1) 법인세비용차감전순이익	7,547	318	5,238	8,552	178	
(2) 비현금항목의조정	631	1,285	1,881	1,386	176	
감가상각비(유형자산)	143	170	148	142	231	
감가상각비(사용권자산)	276	685	1,048	861	-	
무형자산상각비	133	176	178	193	57	
대손상각비	337	115	117	195	22	
재고자산평가손실	-	-	56	-	-	
이자비용	29	335	624	699	199	
외화환산손실	0	0	-	0	-	
대손충당금환입	-	7	-	(47)	-	
재고자산감모손실	-	-	-	-	-	
유형자산처분손실	(33)	-	-	(0)	0	
사용권자산처분이익	(0)	(0)	-	-	-	
이자수익	(217)	(202)	(213)	(654)	(333)	
당기손익-공정가치측정 금융자산의 처분이익	(33)	(1)	-	-	-	
당기손익인식금융자산평가이익	(3)	-	-	(0)	(0)	
외화환산이익	-	-	(0)	-	(0)	
잡이익	-	-	(76)	-	-	
배당금수익	-	-	-	(1)	-	
합병비용	-	-	-	-	2,567	
(3) 자산 및 부채의 변동	100	(1,558)	(764)	1,336	(872)	
매출채권의 감소(증가)	258	(468)	(1,201)	226	(180)	
미수금의 감소(증가)	832	3	(27)	(136)	132	
미수수익의 감소(증가)	-	(544)	545	-	-	
선급금의 감소(증가)	1,622	(285)	549	(148)	(1,202)	
선급비용의 감소(증가)	335	308	(1)	(38)	(394)	
재고자산의 감소(증가)	(10)	6	(108)	69	-	
보증금의 감소(증가)	-	(0)	0	(10)	-	
매입채무의 증가(감소)	-	(1)	-	-	-	
미지급금의 증가(감소)	39	348	(399)	770	(325)	
미지급비용의 증가(감소)	132	140	2	166	41	
예수금의 증가(감소)	45	(21)	455	(32)	(40)	
선수금의 증가(감소)	(2,153)	(371)	115	(132)	(2)	
선수수익의 증가(감소)	(973)	(673)	1	(2)	20	
계약부채의 증가(감소)	(28)	-	(695)	603	1,078	
(4) 영업으로부터 창출된 현금흐름	8,278	-	-	-	-	
2. 이자의 수취	163	193	143	601	450	
3. 이자의 지급	(1)	(0)	(555)	(561)	(117)	
4. 배당금의 수령	-	-	-	1	-	
5. 법인세의 납부	(778)	(1,111)	(455)	(1,891)	(568)	
II. 투자활동으로 인한 현금흐름	(7,597)	(527)	1,698	6,268	5,162	
1. 투자활동으로 인한 현금유입액	27,302	39,646	20,069	18,126	15,047	
단기금융상품의 감소	24,133	38,000	20,010	18,000	14,098	
단기대여금의 감소	976	36	30	76	79	
유형자산의 처분	41	-	29	-	-	
보증금의 감소	523	-	-	-	-	
당기손익-공정가치측정 금융자산의 처분	-	1,610	-	-	-	
합병에 따른 현금 증감	1,589	-	0	-	871	
정부지원금의 취득	41	-	-	-	(2)	
장기대여금의 감소	-	-	-	50	-	
2. 투자활동으로 인한 현금유출액	(34,900)	(40,173)	(18,371)	(11,858)	(9,885)	
단기금융상품의 증가	(32,898)	(39,010)	(18,000)	(11,000)	(9,598)	
단기대여금의 증가	-	(120)	-	(75)	-	
장기대여금의 증가	-	-	(190)	(425)	(50)	
당기손익-공정가치측정 금융자산의 취득	-	(805)	(51)	-	-	
유형자산의 취득	(204)	(231)	(123)	(109)	(236)	
무형자산의 취득	(798)	(7)	(7)	(249)	-	
장기대여금의 증가	-	-	-	-	-	
보증금의 증가	(1,000)	-	-	-	-	
III. 재무활동으로 인한 현금흐름	3,207	(419)	(257)	(253)	(162)	
1. 재무활동으로 인한 현금유입액	3,707	-	-	-	-	
유상증자	3,707	-	-	-	-	
2. 재무활동으로 인한 현금유출액	(500)	(419)	(257)	(253)	-	
단기차입금 상환	(222)	-	-	-	-	
리스부채의 상환	(278)	(419)	(257)	(253)	(79)	
자기주식의 취득	-	-	-	-	(83)	
IV. 현금의 증가(I + II + III)	3,260	(1,820)	6,929	15,439	6,813	
V. 기초의 현금	3,025	6,285	4,465	11,394	26,833	
VI. 현금및현금성자산의 환율변동효과	(0)	(0)	0	(0)	0	
VII. 기말의 현금	6,285	4,465	11,394	26,833	33,646	

App.3. 감가상각비 관련 계정 Table

감가상각비 추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
기초 총장부가	312	413	505	397	350	350	625	578
구축물	79	61	43	25	7	7	-	-
차량운반구	24	149	217	160	113	113	72	30
시설장치	32	18	26	19	14	14	8	3
비품	177	186	220	193	216	216	545	545
부동산	405	184	8,261	7,084	4,316	4,316	4,155	4,155
차량	47	90	34	29	163	163	363	363
취득/처분/대체	101	92	(108)	(47)	314	275	(47)	(33)
구축물	(18)	(18)	(18)	(18)	(4)	(7)	-	-
차량운반구	124	68	(56)	(47)	(12)	(42)	(42)	(30)
시설장치	(14)	8	(7)	(5)	2	(5)	(5)	(3)
비품	9	34	(27)	23	329	329	-	-
부동산	(221)	8,077	(1,178)	(2,767)	(161)	(161)	-	-
차량	43	(56)	(4)	134	200	200	-	-
기말 총장부가	413	505	397	350	664	625	578	545
구축물	61	43	25	7	2	-	-	-
차량운반구	149	217	160	113	102	72	30	-
시설장치	18	26	19	14	16	8	3	-
비품	186	220	193	216	545	545	545	545
부동산	184	8,261	7,084	4,316	4,155	4,155	4,155	4,155
차량	90	34	29	163	363	363	363	363
감가상각비	143	170	148	142	44	159	235	221
구축물	18	18	18	18	4	2	-	-
차량운반구	21	26	42	42	10	42	42	30
시설장치	14	12	12	5	1	5	5	3
비품	90	114	76	77	27	110	188	188
부동산	221	636	1,017	828	161	644	603	603
차량	55	49	31	33	26	106	135	135
상각률								
구축물	25.90%	34.95%	53.73%	116.13%	105.83%	61.58%	0.00%	0.00%
차량운반구	23.84%	14.13%	22.06%	30.39%	9.67%	44.93%	81.59%	200.00%
시설장치	57.74%	57.20%	55.34%	31.75%	9.16%	49.08%	96.37%	200.00%
비품	49.36%	56.22%	36.90%	37.49%	7.21%	28.84%	34.41%	34.41%
부동산	75.00%	15.06%	13.26%	14.53%	3.80%	15.20%	14.51%	14.51%
차량	80.47%	79.75%	97.95%	34.30%	10.07%	40.26%	37.28%	37.28%
매출원가, 판관비 안분								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
유형자산상각비	143	170	148	142	44	159	235	221
사용권자산상각비	276	685	1,048	861	187	750	738	738
판관비감가상각비	143	170	148	142	44	159	235	221
판관비사용권자산상각비	276	271	260	262	84	262	258	258
매출원가사용권자산	-	414	788	599	103	488	480	480
비중	100.00%	39.60%	24.82%	30.46%	45.01%	34.97%	34.97%	34.97%
	0.00%	60.40%	75.18%	69.54%	54.99%	65.03%	65.03%	65.03%

무형자산 상각비 추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
기초 총장부가	2,493	15,004	14,836	14,670	14,721	14,721	14,670	14,670
영업권	2,480	14,262	14,262	14,262	14,262	14,262	14,262	14,262
특허권	4	3	2	1	0	0	-	-
상표권	-	-	-	-	-	-	2	2
소프트웨어	10	16	19	24	52	52	52	52
기타의무형자산	-	724	554	384	408	408	355	355
취득/처분/대체	12,511	(168)	(166)	51	(51)	(51)	-	-
영업권	11,782	-	-	-	-	-	-	-
특허권	(1)	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)	-	-
상표권	-	-	-	-	2	2	-	-
소프트웨어	6	3	5	28	(0)	(0)	-	-
기타의무형자산	724	(170)	(170)	23	(52)	(52)	-	-
기말 총장부가	15,004	14,836	14,670	14,721	14,670	14,670	14,670	14,670
영업권	14,262	14,262	14,262	14,262	14,262	14,262	14,262	14,262
특허권	3	2	1	0	0	-	-	-
상표권	-	-	-	-	2	2	2	2
소프트웨어	16	19	24	52	52	52	52	52
기타의무형자산	724	554	384	408	355	355	355	355
상각비	133	176	178	193	57	226	193	129
영업권	-	-	-	-	-	-	-	-
특허권	1	1	1	0	0	0	-	-
상표권	-	-	-	-	0	0	0	0
소프트웨어	6	5	7	15	4	15	15	15
기타의무형자산	126	170	170	177	52	210	177	113
상각률								
영업권	-	-	-	-	-	-	-	-
특허권	34.46%	52.57%	95.30%	118.44%	83.16%	200.00%	-	-
상표권	-	-	-	-	5.72%	22.86%	22.86%	22.86%
소프트웨어	48.58%	25.95%	33.12%	40.95%	7.46%	29.86%	29.86%	29.86%
기타의무형자산	34.75%	26.60%	36.23%	44.63%	13.77%	55.08%	49.86%	31.81%

App.4. 이자비용 추정 Table

이자비용 추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
이자발생부채 총합	276	8,084	7,970	5,927	6,153	6,153	6,153	6,153
리스유동부채	244	972	774	735	778	778	778	778
리스비유동부채	32	7,112	7,196	5,192	5,375	5,375	5,375	5,375
이자비용	29	335	624	699	199	796	796	796
유효이자율(%)	10.32%	4.14%	7.83%	11.79%	12.94%	12.94%	12.94%	12.94%

App.5. 연결자본변동표

(단위: 백만 원)		지배기업소유주지분					비지배지분	총 계	ROE (기말자본기준)	
		자본금	연결 자본잉여금	연결 자본조정	기타자본구성요소	연결이익잉여금				합계
2019	기초자본	1,800	3,446	-	-	5,707	10,953	-	10,953	18.20%
	당기순이익	-	-	-	-	5,983	5,983	-	5,983	
	합병에 의한 변동	1,827	10,395	-	-	-	12,222	-	12,222	
	유상증자	448	3,259	-	-	-	3,707	-	3,707	
	기말자본	4,074	17,101	-	-	11,690	32,865	-	32,865	
2020	기초자본	4,074	17,101	-	-	11,690	32,865	-	32,865	0.29%
	당기순이익	-	-	-	-	96	96	-	96	
	기말자본	4,074	17,101	-	-	11,786	32,961	-	32,961	
2021	기초자본	4,074	17,101	-	-	11,786	32,961	-	32,961	11.07%
	당기순이익	-	-	-	-	4,105	4,105	-	4,105	
	기말자본	4,074	17,101	-	-	15,891	37,065	-	37,065	
2022	기초자본	4,074	17,101	-	-	15,891	37,065	-	37,065	15.86%
	당기순이익(손실)	-	-	-	-	6,984	6,984	-	6,984	
	기말자본	4,074	17,101	-	-	22,875	44,050	-	44,050	
1Q23	기초자본	4,074	17,101	-	-	22,875	44,050	-	44,050	
	당기순이익(손실)	-	-	-	-	(510)	(510)	-	(510)	
	합병으로인한 자본변동	191	8,406	-	-	-	8,597	-	8,597	
	자기주식 거래로 인한 증감	-	-	-	(83)	-	(83)	-	(83)	
	기말자본	4,265	25,507	-	(83)	22,365	52,054	-	52,054	
2023E	기초자본	4,074	17,101	-	-	22,875	44,050	-	44,050	11.98%
	당기순이익(손실)	-	-	-	-	7,155	7,155	-	7,155	
	합병으로인한 자본변동	191	8,406	-	-	-	8,597	-	8,597	
	자기주식 거래로 인한 증감	-	-	-	(83)	-	(83)	-	(83)	
	기말자본	4,265	25,507	-	(83)	30,030	59,719	-	59,719	
2024E	기초자본	4,265	25,507	-	(83)	30,030	59,719	-	59,719	19.67%
	당기순이익(손실)	-	-	-	-	14,275	14,275	-	14,275	
	배당금지금	-	-	-	-	(1,431)	(1,431)	-	(1,431)	
	기말자본	4,265	25,507	-	(83)	42,874	72,563	-	72,563	
2025E	기초자본	4,265	25,507	-	(83)	42,874	72,563	-	72,563	18.57%
	당기순이익(손실)	-	-	-	-	15,896	15,896	-	15,896	
	배당금지금	-	-	-	-	(2,855)	(2,855)	-	(2,855)	
	기말자본	4,265	25,507	-	(83)	55,914	85,604	-	85,604	
2026E	기초자본	4,265	25,507	-	(83)	55,914	85,604	-	85,604	17.82%
	당기순이익(손실)	-	-	-	-	17,871	17,871	-	17,871	
	배당금지금	-	-	-	-	(3,179)	(3,179)	-	(3,179)	
	기말자본	4,265	25,507	-	(83)	70,607	100,296	-	100,296	
2027E	기초자본	4,265	25,507	-	(83)	70,607	100,296	-	100,296	16.42%
	당기순이익(손실)	-	-	-	-	19,007	19,007	-	19,007	
	배당금지금	-	-	-	-	(3,574)	(3,574)	-	(3,574)	
	기말자본	4,265	25,507	-	(83)	86,039	115,728	-	115,728	
2028E	기초자본	4,265	25,507	-	(83)	86,039	115,728	-	115,728	15.15%
	당기순이익(손실)	-	-	-	-	19,988	19,988	-	19,988	
	배당금지금	-	-	-	-	(3,801)	(3,801)	-	(3,801)	
	기말자본	4,265	25,507	-	(83)	102,226	131,915	-	131,915	

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.