

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**조용선**

yongsun.cho@sksec.co.kr  
02-3773-8826

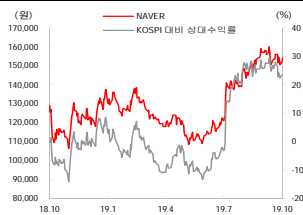
### Company Data

자본금	17 십억원
발행주식수	16,481 만주
자사주	1,937 만주
액면가	100 원
시가총액	25,381 십억원
주요주주	
자사주	11.75%
국민연금공단	11.10%
외국인지분률	59.40%
배당수익률	0.20%

### Stock Data

주가(19/10/23)	152,500 원
KOSPI	2080.62 pt
52주 Beta	0.99
52주 최고가	160,000 원
52주 최저가	106,500 원
60일 평균 거래대금	63 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.9%	-1.8%
6개월	30.5%	38.5%
12개월	19.4%	23.5%

NAVER (035420/KS | 매수(신규편입) | T.P 190,000 원(신규편입))

## Navigator, 발해를 꿈꾸며

NAVER 포털을 기반으로 창출되는 Value chain 은 커머스/콘텐츠로의 확장성을 보임은 물론, 자회사 지역 커버리지 확대로 연결. 높은 수준의 R&D 비율로 비롯된 자체권 및 연구성과는 UX/UI 를 제고, UV 유입을 견고하게 지지. DA로부터 Pay까지 이어지는 커머스 생태계는 주요 사업부문 실적 증가를 견인하고, 웹툰과 파이낸셜의 미래 가치가 리레이팅을 주도할 것. '20Y 드라마틱한 이익 성장세, 비단 낮은 베이스로 비롯되는 것이 아닌 Ad, Platform, Contents 비즈니스의 구조적 이익회수기에 진입하는 것.

## 더욱 강화된 커머스 밸류체인, DA 를 비롯한 주요 사업부문 실적 증가 견인

3Q 잣아드는 감익폭, 4Q 기점 국내 광고 세그먼트 기여 확대에 따라 2H19 완전한 증익세로 전환될 것. 내년 기점 드라마틱한 이익 성장세를 기대하는 바, 비단 낮은 베이스로 비롯되는 것이 아닌 광고, 플랫폼, 콘텐츠 비즈니스의 구조적 이익회수기에 진입한다는 판단. 상반기 감익의 주된 원인이었던 LINE 의 비용통제 기조는 유지된 가운데 LINE Bank 대만/일본 서비스가 본격화될 경우 기업가치 재평가 요인으로 작용할 것.

'19E 영업익 7,499 억원(-20.4% yoy), '20E 영업익 1.1 조원(+48.5% yoy) 전망. 특히, 쇼핑검색 광고의 견조한 성장과 더불어 CTR 개선 및 딥러닝 기반 AiTEMS, AiRS 의 기여 확대로 광고효율 제고될 것. Sales portion 43.5%의 비즈니스 플랫폼 매출액 '19E 2.86 조원(+15.5%, yoy), '20E 매출액 3.2 조원(+12.5% yoy)으로 외형 견인 기대

## Re-rating 조건 충족된 바, 새로운 국면 맞이한 동사 프리미엄 정당성 유효

향후 동사 주가 상승의 중장기 catalyst 는 네이버웹툰 IPO 와 네이버파이낸셜/뱅크의 성공적 시장 정착에 따른 적정 가치의 부여가 될 것. LINE Pay 는 300 억엔 이벤트 종료 후 하반기 기점 마케팅비 감소되었으나 금융 플랫폼 진입 단계의 영업적자는 지속, 향후 LINE 광고 실적 증가와 Pay 마케팅 안정화의 Golden-cross 확인 중요. 최근 3 개월 주가상승(+27%)으로 현 Valuation P/E 37x 는 다소 높아보일 수 있으나(3yrs. Avg 대비 30% 프리미엄) 동사가 맞이한 새로운 국면을 이해해야 할 필요성. IT 플랫폼 경쟁사는 45x 수준에서 거래 중이고, 이익 규모가 동사 2% 수준인 커머스 플랫폼사도 35x 부여. 이익회수 초입단계의 내년 지배순익 7,665 억원 기준 Implied P/E 40x 로 이익 상승기인 13~15Y 구간 감안 시 합리적이며 동일 이익 레벨의 16~17Y 구간 시총 수준에도 부합

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	4,023	4,678	5,587	6,569	7,676	8,688
yoy	%	23.6	16.3	19.4	17.6	16.9	13.2
영업이익	십억원	1,102	1,179	943	750	1,113	1,202
yoy	%	32.7	7.0	-20.1	-20.4	48.5	7.9
EBITDA	십억원	1,265	1,385	1,204	1,054	1,376	1,434
세전이익	십억원	1,132	1,196	1,112	675	1,054	1,184
순이익(지배주주)	십억원	749	773	649	483	767	858
영업이익률%	%	27.4	25.2	16.9	11.4	14.5	13.8
EBITDA%	%	31.5	29.6	21.5	16.0	17.9	16.5
순이익률	%	18.9	16.5	11.2	5.8	9.6	9.6
EPS(계속사업)	원	4,618	4,705	3,906	2,924	4,648	5,199
PER	배	33.6	37.0	31.2	52.7	33.1	29.6
PBR	배	7.1	6.0	3.8	4.5	3.9	3.4
EV/EBITDA	배	18.5	19.0	15.2	22.3	16.3	14.9
ROE	%	26.2	18.5	13.0	8.8	12.6	12.3
순차입금	십억원	-3,017	-3,182	-2,897	-3,123	-4,327	-5,462
부채비율	%	54.3	51.2	66.1	84.5	81.5	76.7

## 1. 유일무이한 시장 방어력: '전략'과 '기술'의 결합

### (1) Platform - 끝까지 수성(守城)해야 할 요새

한국이 글로벌 시장 대비 검색엔진 시장 방어에 성공했던 것은 절대적 사업자였던 NAVER가 외부 검색엔진의 크롤링을 거부했던 영향이 가장 컸다고 볼 수 있다. 앞서 언급한 바 Google과 Facebook을 차단한 중국 정부는 Youtube 접속도 '09년 티베트 사태 당시 저작권 침해 방지를 이유로 차단했기 때문에 비교 대상이 아니다. 중국 시장에서 철수하기 전에도 Google 현지 점유율은 30%를 넘어가고 있었기 때문에 중국 당국의 극단적 조치가 없었다면 Baidu가 자생하기 힘든 구조였다고 볼 수 있다. 이외에도 러시아의 Yandex 사례가 있으나 이 역시 동구권 문화 정보를 독점적으로 담고 있기 때문에 가능했던 것이고 현지 포털이 특별히 전략적 차별성, 기술적 우위를 점하고 있지 않다. 심지어 유럽, 일본, 아세안 국가들은 최근에서야 소수의 포털이 전세계 인터넷 서비스를 장악하고 있다는 점에 위기감을 느끼고 있다.

결과적으로 한국의 NAVER가 독자적 포털을 수성한 유일한 사례라고 할 수 있다. R&D 기업의 정체성을 잃지 않고 연결기준 매출액 대비 25%의 연구개발비를 지출, 3,411개의 지식재산권을 보유한 것이 NAVER 방어력의 핵심 지표이다. 전년 5.6조원 매출액 중 1.4조원이 연구개발비로 집행되었으며 현재 15,148명의 직원 중 36%에 달하는 인원이 R&D 인력이다. 구체적으로, NAVER가 가치로 삼는 키워드 'Ambient Intelligence(AmI)'는 방어 역량을 공격 역량으로 치환시켜 주었다. AmI는 1)Embedded or Ubiquity: 주변 환경에서의 디바이스, 어플리케이션 내재성, 2)Context Aware: 인텔리전스가 인간의 상황을 인지하는 것, 3)Personalized: 사용자 맞춤, 4)Adaptive: 상황 변화에 따른 인텔리전스의 적응능력, 5)Anticipatory: 인텔리전스의 니즈 예견능력을 요한다. 현재 대세를 이룬 플랫폼 기업들은 위 5대 카테고리에 기반한 선도적 테크놀로지를 보유 중이며 이 기술력의 차이가 기업 역량의 차이로 이어진다. 테크놀로지 기반 UX를 지속 제고시킨 NAVER는 2018/19년에도 UV가 증가했 +58만명, Youtube 대비 +70만명 더 많다.

## (2) Contents- 무게중심의 이동

“It's OK to break things, to make them better.” 마크 저버버그의 지론이다. 저커버그 스스로가 인정했듯이 현재의 Android+iOS 모바일 OS 체제에서 Facebook은 이에 예속된 어플리케이션 기업 중 하나일 뿐이다. 그렇기에 글로벌을 제패한 소셜미디어의 신사업은 콘텐츠로 무게중심을 옮겼다. '14년도 20억달러에 오쿨러스 VR을 인수했던 것도 이 때문이다. 현재 Facebook은 콘텐츠와 XR(VR+AR+MR)의 융합을 통한 비즈니스 모델을 구현 중에 있다. Google의 방향성 역시 다르지 않다. '06년도 인수한 Youtube는 이제 범접할 수 없는 영상 플랫폼으로 성장했다. Youtube 조회수 기준 Top 10 중 9개 콘텐츠는 음악(M/V)이며 그 중 5개는 Vevo에서 공급한 것이다. 세계 3대 레이블인 Universal Music Group, Sony Music Entertainment, Warner Music Group에서 M/V를 제작, Vevo 채널을 통해 Youtube에 게시되고 이로 파생되는 이익은 Alphabet 측과 각 레이블이 일정 비율로 나눠 가져간다.

NAVER의 대응은 글로벌 플랫폼 기업과 속도 면에서 꺾을 같이 하면서도 'In-house' 개발 중심이라는 특징이 있다. Google은 절대 지위의 영상플랫폼 Youtube를 운영하고 Facebook은 Instagram을 통해 사진과 숏폼 시장을 선점했지만 양자 모두 M&A의 결과다. 그런데 NAVER 계열사 캠프모바일이 '15년 9월 출시한 <SNOW>는 사진, 숏폼 메시징 앱이며 한국을 비롯해 중국, 대만, 태국 등지에서 정식 서비스 중이다. 심지어 <SNOW>는 Facebook 측으로부터 런칭 초기에 인수 제안을 받은 바도 있다. 또한, 자체 개발하고 콘텐츠 밸류체인을 형성한 NAVER Webtoon은 주요 진출 국가에서 MAU 1위를 달성했으며, 국내 출시한 '시리즈' 앱도 시장 반응이 우호적이다. 글로벌 라이브 영상 플랫폼인 V LIVE도 오리지널 콘텐츠 및 커뮤니티 활성화로 사용자 유입이 견실하게 성장 중이다. 우리가 이미 LINE의 성공적 런칭과 확장성을 경험했듯이 NAVER 내부로부터 진척될 수 있는 성공 모델들이 매우 많다. 과거와 차이점이 있다면 무게의 중심이 플랫폼으로부터 콘텐츠로 전이되고 있다는 것이다.

## NAVER 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>영업수익</b>	<b>1,510.8</b>	<b>1,630.3</b>	<b>1,653.0</b>	<b>1,775.0</b>	<b>1,787.8</b>	<b>1,898.8</b>	<b>1,919.7</b>	<b>2,069.6</b>	<b>5,586.9</b>	<b>6,569.1</b>	<b>7,675.9</b>
Ad.	142.2	166.6	154.0	175.0	163.5	188.6	173.3	195.7	573.0	637.8	721.0
Biz Platform	669.3	715.9	717.0	757.0	777.7	809.0	788.7	841.8	2,475.8	2,859.2	3,217.2
IT Platform	99.2	105.9	114.0	124.0	121.0	131.7	142.7	158.1	355.9	443.1	553.6
Contents Serv.	35.0	50.1	54.0	59.0	67.2	88.9	85.6	93.9	125.8	198.1	335.6
LINE & Etc.	565.1	591.8	614.0	660.0	658.3	680.6	729.4	780.1	2,056.4	2,430.9	2,848.5
<b>YoY</b>	<b>15.4%</b>	<b>19.6%</b>	<b>18.3%</b>	<b>17.0%</b>	<b>18.3%</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>19.4%</b>	<b>17.6%</b>	<b>16.8%</b>
Ad.	6.8%	12.0%	13.2%	12.8%	15.0%	13.2%	12.5%	11.8%	8.2%	11.3%	13.0%
Biz Platform	12.9%	17.1%	17.0%	15.0%	16.2%	13.0%	10.0%	11.2%	14.7%	15.5%	12.5%
IT Platform	36.8%	22.6%	24.7%	17.4%	22.0%	24.4%	25.2%	27.5%	63.4%	24.5%	24.9%
Contents Serv.	18.2%	61.6%	62.7%	84.4%	92.0%	77.5%	58.5%	59.2%	20.4%	57.5%	69.4%
LINE & Etc.	17.4%	21.8%	17.2%	16.8%	16.5%	15.0%	18.8%	18.2%	23.2%	18.2%	17.2%
<b>영업비용</b>	<b>1,304.6</b>	<b>1,502.0</b>	<b>1,470.9</b>	<b>1,541.7</b>	<b>1,474.8</b>	<b>1,663.3</b>	<b>1,658.1</b>	<b>1,766.2</b>	<b>4,644.5</b>	<b>5,819.2</b>	<b>6,562.5</b>
개발/운영	218.4	234.6	241.3	236.1	258.1	272.1	287.2	269.6	767.0	930.4	1,087.1
대행/파트너	277.0	298.2	287.8	308.8	310.8	328.0	319.5	346.5	1,035.5	1,171.8	1,304.8
인프라	75.8	80.4	83.0	86.0	89.6	97.3	101.3	103.6	255.8	325.2	391.8
마케팅	65.8	102.9	86.9	100.0	67.2	110.8	97.4	110.0	338.2	355.6	385.4
라인기타	667.6	785.9	771.8	810.8	749.0	855.1	852.8	936.5	2,248.0	3,036.1	3,393.4
<b>영업이익</b>	<b>206.2</b>	<b>128.3</b>	<b>182.1</b>	<b>233.3</b>	<b>313.0</b>	<b>235.5</b>	<b>261.6</b>	<b>303.4</b>	<b>942.4</b>	<b>749.9</b>	<b>1,113.4</b>
YoY	-19.8%	-48.8%	-17.9%	9.4%	51.8%	83.5%	43.6%	30.0%	-20.1%	-20.4%	48.5%
OPM	13.6%	7.9%	11.0%	13.1%	17.5%	12.4%	13.6%	14.7%	16.9%	11.4%	14.5%
세전이익	189.7	110.4	181.8	193.3	301.4	220.8	265.3	267.5	1,111.5	675.3	1,055.0
당기순이익	87.5	27.7	127.3	141.1	211.0	154.6	185.7	187.2	627.8	383.7	738.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>129.7</b>	<b>79.2</b>	<b>126.2</b>	<b>147.7</b>	<b>226.7</b>	<b>145.0</b>	<b>213.0</b>	<b>181.8</b>	<b>648.8</b>	<b>482.8</b>	<b>766.5</b>
세전이익률	12.6%	6.8%	11.0%	10.9%	16.9%	11.6%	13.8%	12.9%	19.9%	10.3%	13.7%
당기순이익률	5.8%	1.7%	7.7%	8.0%	11.8%	8.1%	9.7%	9.0%	11.2%	5.8%	9.6%
지배주주순이익률	8.6%	4.9%	7.6%	8.3%	12.7%	7.6%	11.1%	8.8%	11.6%	7.4%	10.0%

자료: NAVER, SK 증권 리서치센터

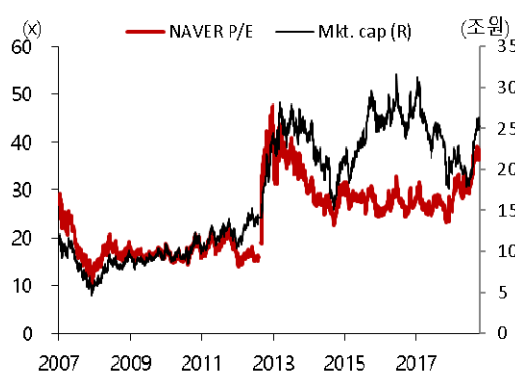
## NAVER Target price: SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원, 백만주)

Portal segment NP(12M Fwd.)	995	a	
Target multiple(x)	18.2	b	Peer Group 20% discount
<b>Portal segment Fair Value</b>	<b>18,069</b>	<b>c=(a*b)</b>	
LINE Mkt. cap	11,536	d	
Naver 지분율	73.3%	e	
LINE 지분가치	8,456	f=(d*e)	
<b>LINE Fair Value</b>	<b>5,919</b>	<b>g=(f*0.7)</b>	30% discount
<b>Naver Webtoon FV</b>	<b>1,672</b>	<b>h</b>	12M Fwd. transaction * 3.8x
<b>Naver Financial FV</b>	<b>1,725</b>	<b>i</b>	19E transaction * 0.22 (peer multiple) * 0.8(지분율 가정) 30% discount
순차입금	-1,779	j	
<b>자사주</b>	<b>2,040</b>	<b>k</b>	11.75% 지분율 30% discount
<b>적정 시가총액</b>	<b>31,204</b>	<b>l= c+g+h+i+j+k</b>	
주식수	0.1648133	m	shares bn
<b>목표주가</b>	<b>190,000</b>	<b>n=l/m</b>	KRW
현재주가	152,500		KRW
upside	24.6%		

자료: NAVER, DART, SK 증권 리서치센터

## NAVER Valuation Trend



자료: Quantwise, SK 증권

## NAVER Shareholders

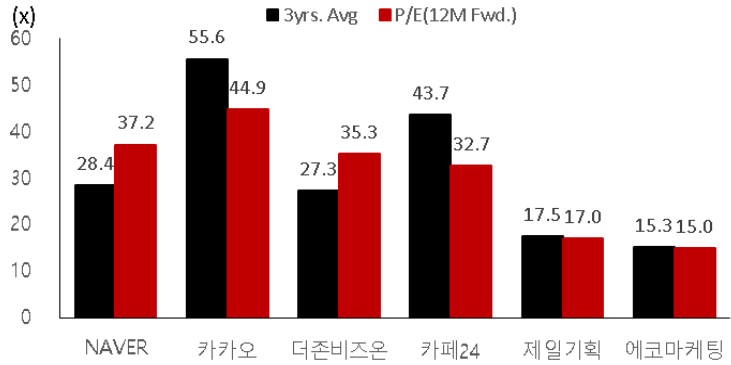
주주명	지분율(%)
국민연금기금	10.5
BlackRock Fund Advisors	5.0
Harris Associates	5.0
이해진	3.7
NAVER(자사주)	11.8

\* 외인보유율 59.4%

\* GIO, LINE 1.91%(4,594,000주) 보유

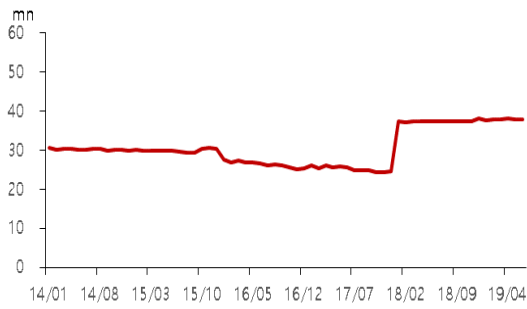
자료: DART, SK 증권

국내 주요 Communication Services 기업군 P/E Valuation



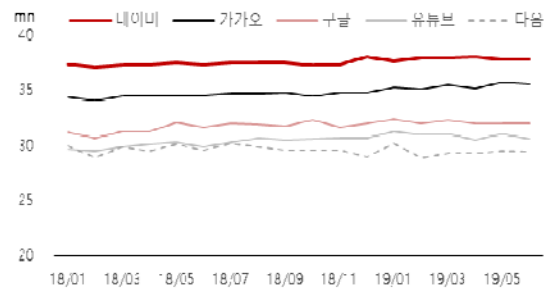
자료 : Quantwise, SK 증권

NAVER UV 반등: 1H19 월 평균 3,790 만



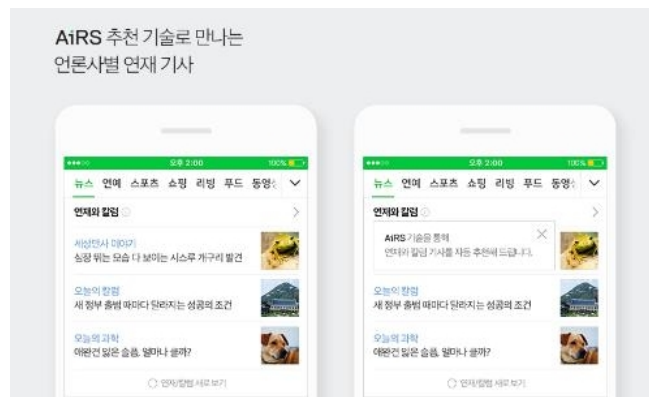
자료 : Korean Click, SK 증권

주요 플랫폼 UV Trend



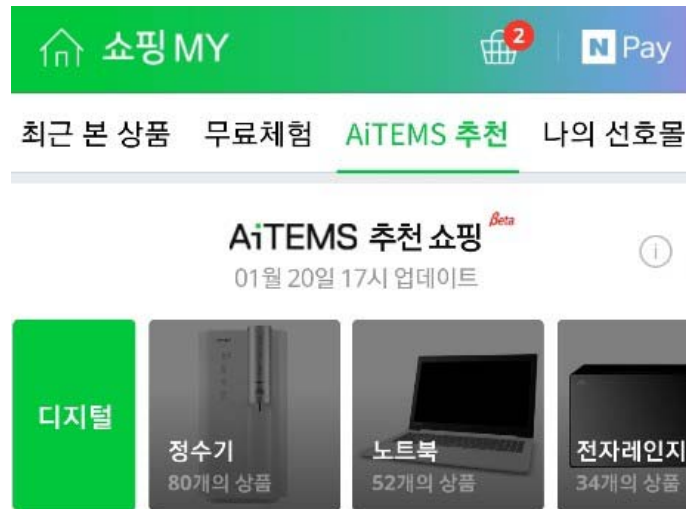
자료 : Korean Click, SK 증권

NAVER AiRS 기술 적용, 사용자별 기사 추천



자료 : NAVER, SK 증권

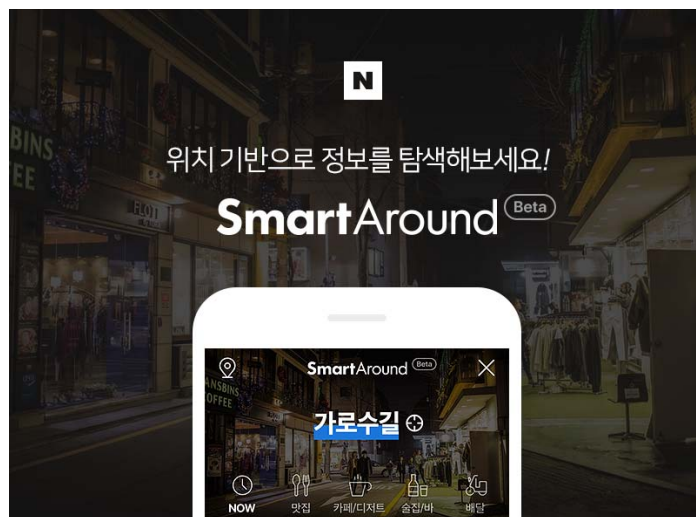
## NAVER AiTEMS 쇼핑 아이템 추천



The interface features a green header with a home icon, '쇼핑 MY', a shopping cart icon with a '2' notification, and the 'N Pay' logo. Below the header are navigation tabs: '최근 본 상품', '무료체험', 'AiTEMS 추천', and '나의 선호물'. The main section is titled 'AiTEMS 추천 쇼핑' with a 'Beta' label and a refresh icon, dated '01월 20일 17시 업데이트'. It displays four categories: '디지털' (highlighted in green), '정수기' (80 items), '노트북' (52 items), and '전자레인지' (34 items).

자료 : NAVER, SK 증권

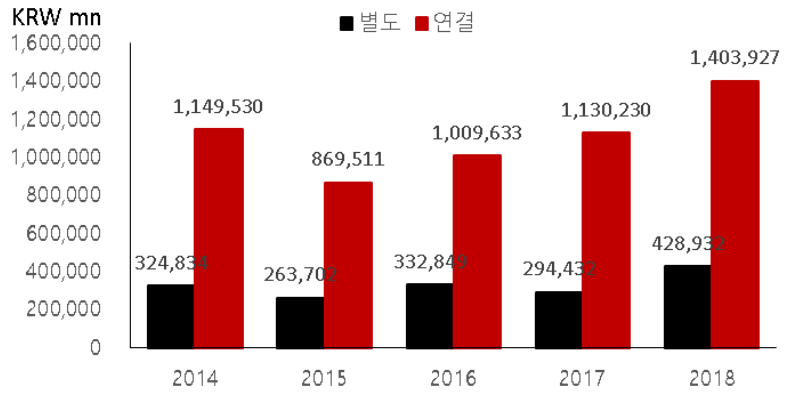
## NAVER AiRSPACE 기술 적용, Smart Around



The image shows the SmartAround application interface overlaid on a night street scene. The app displays the Naver logo, the text '위치 기반으로 정보를 탐색해보세요!', and 'SmartAround Beta'. The main screen shows a map of '가로수길' with various icons for 'NOW', '맛집', '카페/디저트', '술집/바', and '배달'.

자료 : NAVER, SK 증권

NAVER R&D 투자금액(연결기준 매출액 대비 25%)



자료 : NAVER, SK 증권

NAVER 특허권 포함 지식재산권 총계

등록국가	특허	상표권	디자인	합계
한국	1,519	645	219	2,383
일본	457	62	6	525
미국	268	10	6	284
중국	36	69	1	106
기타	33	75	5	113
합계	2,313	861	237	3,411

자료 : NAVER, SK 증권

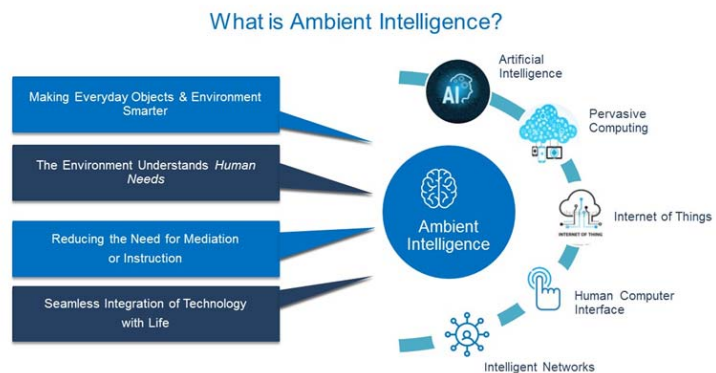


## NAVER R&amp;D 과제 및 적용 리스트 요약

연구과제	연구결과 및 적용	R&D 완료
모바일앱 스마트에디터	모바일앱에서 텍스트 편집 및 효과 적용, 도구 개발	2014
재노출 로직 연구	답변 적은 질문 구분, 재노출 시스템 개선	2015
카페 추천시스템	분산파일시스템 이용, 사용자 기반 카페 추천	2015
카페 활동 기반 콘텐츠 추천	활동 기반 콘텐츠 추천과 사용자 관계망 구축	2016
DA 쿼리브라우저	관계형, NoSQL 데이터베이스 쿼리 도구 (CUBRID/ORACLE/MySQL/MSSQL/nBase/Hive, etc)	2017
가격비교 자동생성 연구	가격비교 상품 자동 생성 위한 분석기술 연구	2017
카테고리별 상품분류 연구	클러스터링 기술 연구	2017
분산인코더	입고된 원본 인코딩 속도를 30~40배 이상 증속	2018
VOD 플랫폼 2.0	VOD 업로드, 인코딩, API 서버 효율화	2018
오디오 클라우드	오디오 업로더, 트랜스코더, 재생모듈 등 서비스 구축	2018
중복댓글 탐지 고도화	실시간 중복 댓글 감지 AI 모듈 고도화	2019
미디어 자동화	기사 클러스터링/시맨틱 태깅 활용, 서비스 자동화	2019
AI 동영상 추천	딥러닝 활용 사용자 취향 분석	진행중
Answering Engine 기술 연구	내용 이해 통해 답변 문장 자동으로 도출	진행중
Blockchain 플랫폼	네이버 비즈니스 적합한 플랫폼과 알고리즘 확보	진행중
Live Broadcaster	네이버, 유튜브 등 멀티 플랫폼 지원 라이브 도구	진행중
USER Context 연구	사용자 상황 이해, 검색 품질 개선 연구	진행중
V Live VR 플랫폼 개발	Oculus, Pico 플랫폼용 3 DOF 기반의 VR 앱 개발	진행중
DUET: AI기반의 ARS 기술	예약, 콜센터 등 도메인 AI ARS 기술 및 서비스 개발	진행중

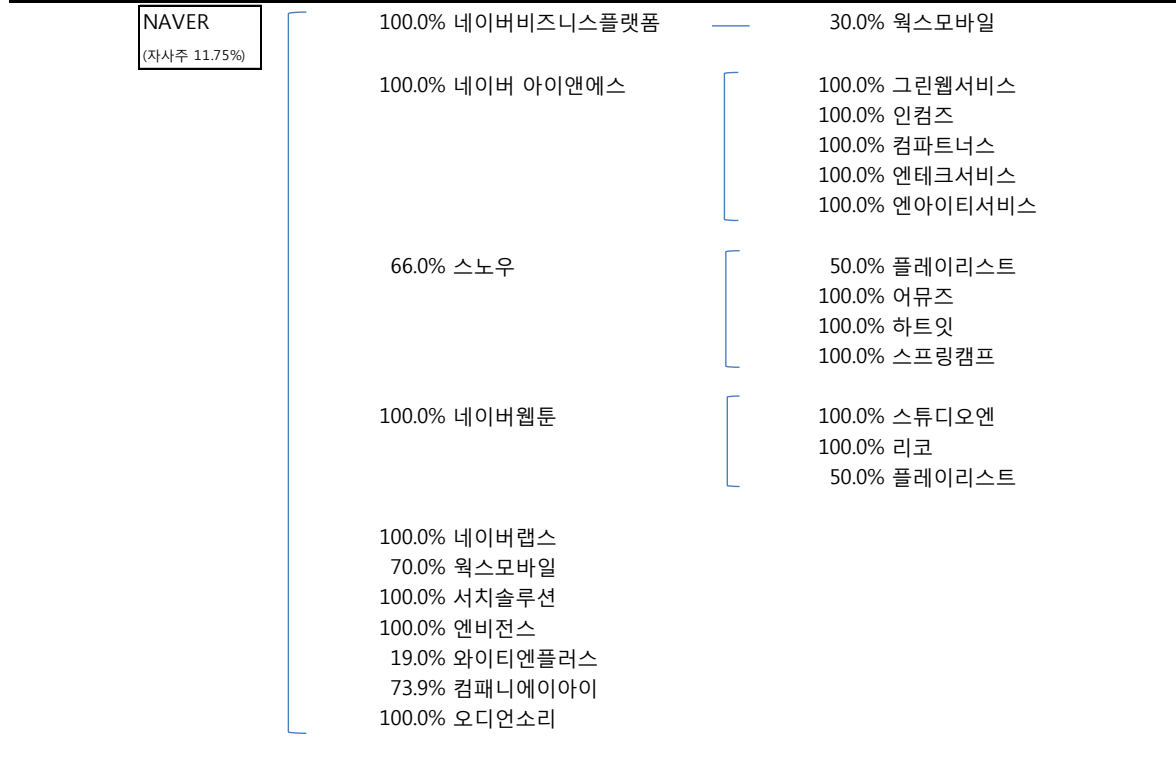
자료 : NAVER, DART, SK 증권

## Ambient Intelligence



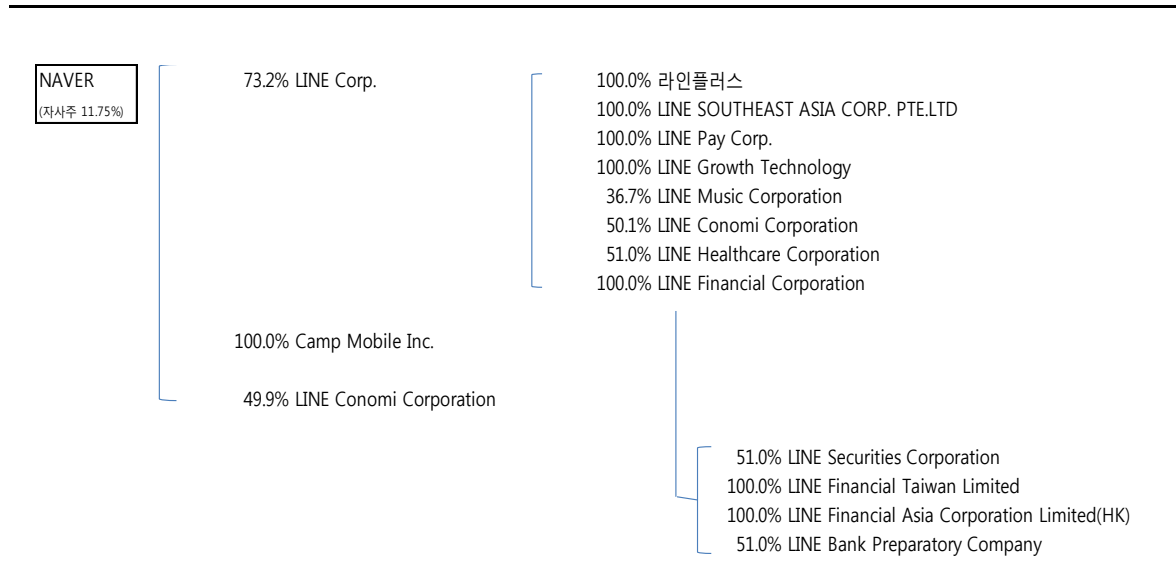
자료 : Infosys, SK 증권

NAVER 지배구조도(국내)



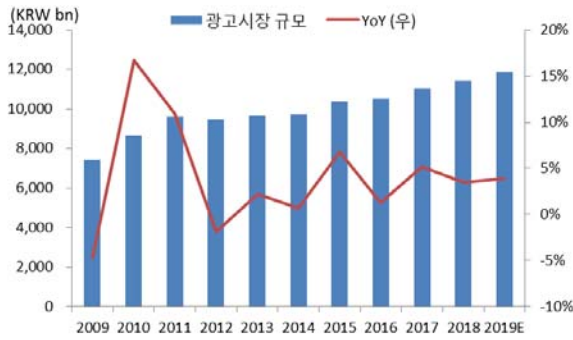
자료 : NAVER, DART, SK 증권

NAVER 지배구조도(해외)



자료 : NAVER, DART, SK 증권

광고시장: 19E 11.9 조원, 10yrs. CAGR +4.8%



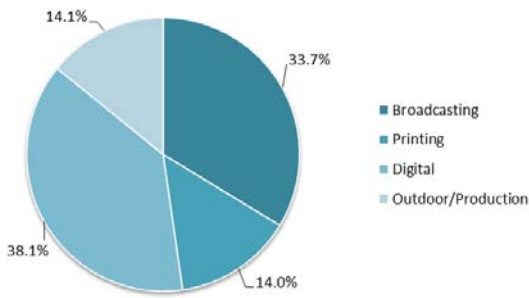
자료: KOBACO, KOA, SK 증권 리서치센터

2010/11 광고시장 부문별 고른 성장세 시현



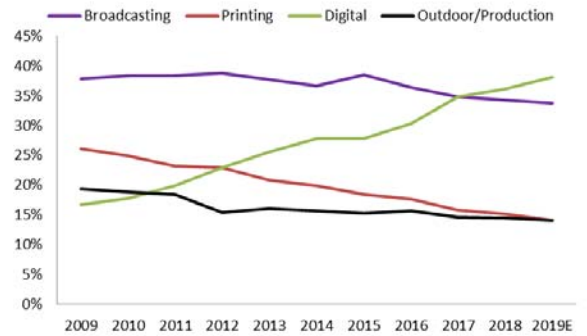
자료: KOBACO, KOA, SK 증권 리서치센터

광고시장 양강구도: 디지털 + 방송 합산 72% 비중



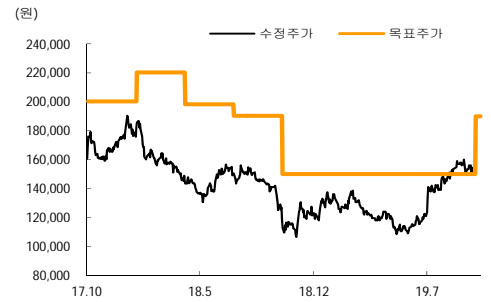
자료: KOBACO, KOA, SK 증권 리서치센터

10 개년 트렌드: 디지털 대약진 vs. 종이매체 비중축소



자료: KOBACO, KOA, SK 증권 리서치센터

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.24	매수	190,000원	6개월		
2019.04.26	매수	150,000원	6개월	-14.48%	6.67%
2018.10.26	매수	150,000원	6개월	-17.06%	-7.67%
2018.07.27	매수	190,270원	6개월	-24.15%	-18.00%
2018.04.27	매수	198,281원	6개월	-27.03%	-21.01%
2018.01.26	매수	220,312원	6개월	-27.02%	-15.27%
2017.10.27	매수	200,284원	6개월	-14.45%	-5.00%



**Compliance Notice**

- 작성자(조용선)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 24 일 기준)**

매수	87.67%	중립	12.33%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	4,784	5,386	6,685	8,145	9,516
현금및현금성자산	1,908	3,323	4,791	5,995	7,129
매출채권및기타채권	1,014	1,079	1,263	1,473	1,667
재고자산	36	57	67	78	89
<b>비유동자산</b>	3,235	4,496	5,223	5,134	5,094
장기금융자산	1,107	1,246	1,544	1,544	1,544
유형자산	1,150	1,457	1,321	1,097	911
무형자산	340	307	345	392	433
<b>자산총계</b>	8,019	9,881	11,908	13,279	14,610
<b>유동부채</b>	2,303	2,620	3,259	3,698	4,105
단기금융부채	361	357	609	609	609
매입채무 및 기타채무	544	595	696	811	918
단기충당부채	6	2	4	5	5
<b>비유동부채</b>	411	1,312	2,193	2,264	2,237
장기금융부채	55	814	1,411	1,411	1,411
장기매입채무 및 기타채무	6	9	26	43	43
장기충당부채	35	42	61	80	80
<b>부채총계</b>	2,714	3,932	5,452	5,962	6,342
<b>지배주주지분</b>	4,762	5,240	5,697	6,529	7,453
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,508	1,541	1,585	1,585	1,585
기타자본구성요소	-1,200	-1,325	-1,414	-1,414	-1,414
자기주식	-1,172	-1,297	-1,390	-1,390	-1,390
이익잉여금	4,556	5,229	5,673	6,440	7,298
비지배주주지분	543	709	759	787	815
<b>자본총계</b>	5,305	5,949	6,456	7,317	8,268
<b>부채외자본총계</b>	8,019	9,881	11,908	13,279	14,610

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	880	929	1,849	1,270	1,211
당기순이익(손실)	770	628	384	739	830
비현금성항목등	663	607	1,088	638	605
유형자산감가상각비	183	228	270	224	186
무형자산상각비	24	33	34	39	46
기타	60	80	673	31	27
운전자본감소(증가)	-139	220	806	241	131
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-176	49	12	-210	-194
재고자산감소(증가)	0	0	-18	-11	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	97	52	-443	116	107
기타	-59	120	1,254	346	229
법인세납부	-415	-526	-428	-348	-355
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,248	-333	-534	-62	-56
금융자산감소(증가)	-561	726	185	0	0
유형자산감소(증가)	-466	-517	-263	0	0
무형자산감소(증가)	-28	-42	-86	-86	-86
기타	-193	-500	-370	25	30
<b>재무활동현금흐름</b>	634	740	17	-4	-21
단기금융부채증가(감소)	-1	125	63	0	0
장기금융부채증가(감소)	49	606	-31	0	0
자본의증가(감소)	498	-124	-94	0	0
배당금의 지급	-33	-42	-46	0	0
기타	120	177	125	-4	-21
<b>현금의 증가(감소)</b>	181	1,415	1,468	1,204	1,134
기초현금	1,726	1,908	3,323	4,791	5,995
기말현금	1,908	3,323	4,791	5,995	7,129
FCF	467	398	518	1,114	1,118

자료 : NAVER, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	4,678	5,587	6,569	7,676	8,688
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	4,678	5,587	6,569	7,676	8,688
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	3,499	4,644	5,819	6,562	7,486
<b>영업이익</b>	1,179	943	750	1,113	1,202
영업이익률 (%)	25.2	16.9	11.4	14.5	13.8
<b>비영업손익</b>	17	169	-75	-59	-18
순금융비용	-36	-14	1	-4	-9
외환관련손익	-16	-2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-13	185	-43	-32	0
<b>세전계속사업이익</b>	1,196	1,112	675	1,054	1,184
세전계속사업이익률 (%)	25.6	19.9	10.3	13.7	13.6
<b>계속사업법인세</b>	423	489	292	316	355
<b>계속사업이익</b>	773	623	383	738	829
<b>중단사업이익</b>	-3	5	1	1	1
<b>*법인세효과</b>	2	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	770	628	384	739	830
순이익률 (%)	16.5	11.2	5.8	9.6	9.6
지배주주	773	649	483	767	858
지배주주귀속 순이익률(%)	16.52	11.61	7.35	9.99	9.87
비지배주주	-3	-21	-99	-28	-28
총포괄이익	627	634	506	861	952
지배주주	673	627	548	833	923
비지배주주	-45	7	-43	28	28
<b>EBITDA</b>	1,385	1,204	1,054	1,376	1,434

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	16.3	19.4	17.6	16.9	13.2
영업이익	7.0	-20.1	-20.4	48.5	7.9
세전계속사업이익	5.7	-7.0	-39.3	56.2	12.3
EBITDA	9.5	-13.1	-12.5	30.6	4.2
EPS(계속사업)	1.9	-17.0	-25.2	59.0	11.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.5	13.0	8.8	12.6	12.3
ROA	10.7	7.0	3.5	5.9	6.0
EBITDA마진	29.6	21.5	16.0	17.9	16.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	207.8	205.6	205.1	220.3	231.8
부채비율	51.2	66.1	84.5	81.5	76.7
순차입금/자기자본	-60.0	-48.7	-48.4	-59.2	-66.1
EBITDA/이자비용(배)	2436.7	87.7	50.6	66.1	68.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	4,705	3,906	2,924	4,648	5,199
BPS	28,895	31,795	34,565	39,617	45,221
CFPS	5,941	5,521	4,772	6,249	6,613
주당 현금배당금	1,446	314	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	40.9	48.7	54.7	34.4	30.8
PER(최저)	30.7	27.3	37.1	23.3	20.9
PBR(최고)	6.7	6.0	4.6	4.0	3.5
PBR(최저)	5.0	3.4	3.1	2.7	2.4
PCR	29.3	22.1	32.3	24.6	23.3
EV/EBITDA(최고)	21.2	24.5	23.3	17.0	15.6
EV/EBITDA(최저)	15.5	13.1	15.2	10.9	9.7

