

스튜디오드래곤

(253450)

BUY

	현재	직전	변동
투자조건	BUY		신규
목표주가	100,000		신규
Earnings			신규

Stock Information

현재가(4/13)	75,500원
예상 증가상승률	32.5%
시가총액	21,213억원
비중(KOSDAQ내)	0.95%
발행주식수	28,096천주
52주 최저가/최고가	54,000 - 97,300원
3개월 일평균거래대금	190억원
외국인 지분율	9.6%
주요주주지분율(%)	
CJ ENM (외 6인)	58.2
스튜디오드래곤우리스주 (외 1인)	0.4

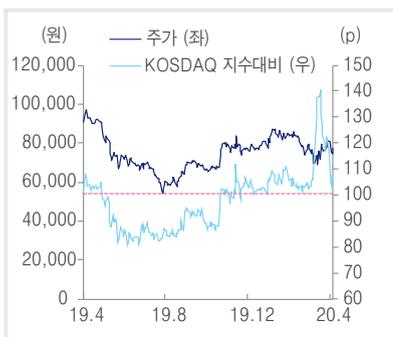
Valuation wide

	2019	2020E	2021E
PER(배)	85.9	45.7	37.0
PBR(배)	11.6	6.3	4.3
EV/EBITDA(배)	14.9	12.5	10.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
증가상승률	8.9	16.2	(16.5)	(6.7)
KOSDAQ대비 상대수익률	(4.9)	21.9	5.8	4.2

Price Trend



순수한 비즈니스 모델의 강점

Issue

커버리지 개시

Pitch

스튜디오드래곤에 대한 투자조건 Buy, 목표주가 100,000원을 제시하며 커버리지 개시. 목표주가는 25년 예상 순이익에 잠재 P/E 30배, 연간 할인율 10%를 적용하여 현재 가치로 환산하여 산출. 20E~25E CAGR 26.6%임을 고려하면 Target P/E는 납득 가능한 수준으로 판단. 향후 빠른 속도로 성장할 해외 판매 매출에 주목

Rationale

- 20년 매출액 5,535억원 (YoY 18.1%), 영업이익 581억원 (YoY 102.3%), 당기순이익 470억원 (YoY 77.9%) 전망. 본격적인 해외 판매 매출 증가로 높은 실적 성장 기대
- 1분기 매출액과 영업이익은 각각 1,189억원 (YoY 13.4%, QoQ 22.0%), 100억원 (YoY -9.3%, QoQ 흑전, OPM 8.4%)으로 전망. <사랑의 불시착>의 인기로 판권 및 부가 수익 호조 예상
- 4Q19 대규모 판권 상각으로 잔존액이 381억원인 것을 감안하면 올해 상각비 부담은 완화. 향후 대규모 제작비가 투입된 작품들이 많아질 것을 감안한 선제적인 조치로 판단
- 국내 방송사들의 TV 광고 수익 부진으로 인해 캡티브행 드라마 슬롯 축소 및 리콥을 하향 가능성 존재. 다만 올해 넷플릭스향 오리지널 드라마 3편의 제작이 예정되어 있고, 동시 방영되는 작품 수를 감안하면 해외 판매 매출이 국내 편성 부진 영향을 상쇄할 수 있을 것. 작년에도 체결한 넷플릭스와의 콘텐츠 공급 계약으로 올해부터 오리지널과 판매 작품 모두 리콥율이 상승할 것으로 예상. 20년 해외 판매 매출 2,214억원 (YoY 38.0%) 전망
- 4/17 SBS에 방영 예정인 김은숙 작가의 <더 킹: 영원의 군주>은 캡티브 채널보다 우호적인 조건으로 편성된 것으로 파악되고, 넷플릭스에 선판매되었기 때문에 방영 전 이미 BEP에 달성했을 것으로 예상
- 미국 법인 설립, HBO Asia와 오리지널 시리즈 기획을 통해 현지화에 집중하고 있고, 넷플릭스향 작품 판매 및 제작으로 양질의 레퍼런스를 쌓으며 글로벌 제작사로 도약할 것

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	380	469	553	628	737	865	1,001
영업이익	40	29	58	71	88	107	147
EBITDA	115	146	154	170	195	210	251
순이익	36	26	46	57	70	86	116
순차입금	(157)	(106)	(193)	(328)	(488)	(655)	(852)
매출증가율	32.4	23.5	18.1	13.4	17.4	17.3	15.7
영업이익률	10.5	6.1	10.5	11.3	11.9	12.4	14.7
순이익률	9.4	5.6	8.4	9.1	9.6	9.9	11.6
EPS증가율	50.3	(26.3)	75.3	23.6	22.9	22.2	35.3
ROE	9.3	6.4	10.3	11.4	12.4	13.3	15.6

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 스튜디오드래곤 목표주가 산출

구분	내용	비고
25E 순이익	151.1	
implied P/E	30.0x	
20E 적정가치	2,814.3	연간 할인율 10% 적용, 20E 기준 환산
주식 수(천주)	28,096.4	
적정 주가(원)	100,166	
목표 주가(원)	100,000	반올림 적용
현재 주가(원)	77,500	
상승 여력	29.0%	

Source: KTB투자증권

Note: 20E~25E NP CAGR 26.6%

Figure 02 스튜디오드래곤의 historical P/E 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

Figure 22 스튜디오드래곤 수익 추정 표

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	97.4	118.9	145.5	146.5	142.5	286.9	379.6	468.7	553.5	627.9
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	45.7	44.6	61.5	62.1	54.2	131.2	178.1	208.7	222.4	237.1
Captive	33.0	33.1	48.7	53.8	43.9	54.4	50.4	45.7	42.7	46.1	56.6	48.7	105.5	168.6	194.3	194.0	202.3
Non-captive	7.7	1.0	0.2	0.6	0.2	3.7	10.5	0.0	1.9	15.4	5.5	5.6	25.7	9.4	14.4	28.4	34.7
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	42.8	62.7	72.6	73.9	76.6	111.9	162.1	219.3	285.8	342.3
국내	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	18.1	16.1	11.1	14.1	19.7	16.9	13.6	44.7	51.8	58.8	64.3	68.7
해외	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	43.9	31.7	48.5	52.8	57.0	63.1	67.2	110.2	160.4	221.4	273.7
기타(PPL, MGMT, OST 등)	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	8.9	11.7	11.4	10.6	11.6	43.7	39.4	40.6	45.3	48.5
YoY growth rate																	
매출액	6.0%	19.6%	59.7%	41.3%	40.0%	72.6%	6.0%	-4.2%	6.3%	13.4%	11.7%	46.3%	46.8%	32.3%	23.5%	18.1%	13.4%
편성	54.5%	41.1%	17.1%	39.5%	8.4%	70.5%	24.4%	-16.1%	1.1%	5.9%	2.0%	18.8%	49.5%	35.7%	17.2%	6.6%	6.6%
Captive	64.0%	51.0%	38.2%	90.4%	33.0%	64.4%	3.3%	-15.0%	-2.8%	-15.2%	12.3%	6.6%	50.8%	59.8%	15.3%	-0.1%	4.3%
Non-captive	23.7%	-56.0%	-97.5%	-94.4%	-97.5%	277.9%	6399.4%	-100.0%	888.4%	315.9%	-47.3%	-	44.3%	-63.3%	52.3%	97.6%	22.5%
판매	-12.0%	9.5%	172.0%	46.4%	75.1%	109.2%	-5.4%	13.3%	11.5%	20.3%	23.2%	79.1%	48.4%	44.8%	35.3%	30.3%	19.8%
국내	-32.6%	21.0%	68.2%	24.9%	45.0%	46.5%	-6.2%	-14.4%	4.1%	9.1%	5.1%	22.3%	43.4%	16.0%	13.5%	9.3%	6.7%
해외	0.6%	2.2%	253.1%	61.7%	87.5%	156.3%	-5.0%	27.7%	13.9%	25.1%	29.9%	99.0%	51.8%	64.1%	45.5%	38.0%	23.6%
기타(PPL, MGMT, OST 등)	-43.4%	-1.9%	-8.3%	33.1%	63.1%	-14.1%	-9.0%	-6.7%	1.1%	16.5%	2.0%	30.7%	35.3%	-9.8%	3.0%	11.5%	7.0%
영업비용	69.2	67.0	102.3	101.3	100.8	117.5	120.2	101.5	108.9	126.8	131.1	128.5	253.8	339.7	440.0	495.4	556.7
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	115.9	95.2	104.4	120.9	125.7	121.3	239.7	324.0	420.8	472.3	530.1
제작비	44.1	33.3	47.7	60.0	48.8	64.5	70.8	48.6	62.2	82.3	85.5	79.3	135.6	185.1	232.7	309.3	356.1
무형자산상각비	12.4	13.1	23.3	26.0	26.7	32.2	28.4	27.7	26.2	21.2	21.9	23.8	21.2	26.1	21.7	27.0	25.9
판매관리비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.4	6.2	4.6	5.9	5.4	7.3	14.2	15.7	19.2	23.1	26.7
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	-4.0	10.0	18.7	15.4	14.0	33.1	39.9	28.7	58.1	71.2
영업이익률	13.3%	9.9%	17.4%	0.4%	9.9%	8.4%	8.3%	-4.1%	8.4%	12.8%	10.5%	9.8%	11.5%	10.5%	6.1%	10.5%	11.3%
세전이익	10.8	11.0	22.0	1.7	13.1	11.8	13.1	-5.1	11.0	19.9	16.7	15.2	30.4	45.6	33.1	62.7	76.4
법인세비용	3.0	2.2	4.8	0.0	4.0	4.6	1.6	-3.5	2.9	5.2	4.3	3.9	6.4	9.9	6.6	16.3	19.1
당기순이익	7.9	8.9	17.2	1.7	9.1	7.3	11.6	-1.6	8.1	14.7	12.3	11.2	24.0	35.7	26.4	46.4	57.3
당기순이익률	9.8%	12.0%	13.9%	1.6%	8.2%	5.7%	8.8%	-1.6%	6.8%	10.1%	8.4%	7.9%	8.3%	9.4%	5.6%	8.4%	9.1%

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 49 스튜디오드래곤의 연간 실적 및 Valuation

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	379.6	468.7	553.5	627.9	737.1	864.9	1,000.9	1,139.8
편성	178.1	208.7	222.4	237.1	250.7	255.3	268.1	279.2
Captive	168.6	194.3	194.0	202.3	208.0	204.1	206.3	206.5
Non-captive	9.4	14.4	28.4	34.7	42.8	51.2	61.8	72.8
판매	162.1	219.3	285.8	342.3	434.8	557.1	677.6	803.1
국내	51.8	58.8	64.3	68.7	73.0	79.5	86.2	92.5
해외	110.2	160.4	221.4	273.7	361.7	477.6	591.4	710.6
기타(PPL, MGMT, OST 등)	39.4	40.6	45.3	48.5	51.6	52.5	55.1	57.4
YoY growth rate								
매출액	32.3%	23.5%	18.1%	13.4%	17.4%	17.3%	15.7%	13.9%
편성	35.7%	17.2%	6.6%	6.6%	5.8%	1.8%	5.0%	4.1%
Captive	59.8%	15.3%	-0.1%	4.3%	2.8%	-1.8%	1.1%	0.1%
Non-captive	-63.3%	52.3%	97.6%	22.5%	23.1%	19.7%	20.7%	17.7%
판매	44.8%	35.3%	30.3%	19.8%	27.0%	28.1%	21.6%	18.5%
국내	16.0%	13.5%	9.3%	6.7%	6.4%	8.8%	8.4%	7.4%
해외	64.1%	45.5%	38.0%	23.6%	32.2%	32.0%	23.8%	20.1%
기타(PPL, MGMT, OST 등)	-9.8%	3.0%	11.5%	7.0%	6.4%	1.8%	5.0%	4.1%
영업비용	339.7	440.0	498.2	556.7	649.4	757.5	854.1	947.8
매출원가	324.0	420.8	472.3	530.1	618.2	720.9	811.8	899.7
제작비	185.6	232.7	309.3	356.1	424.6	518.8	596.9	660.0
무형자산상각비	75.0	115.0	93.2	96.1	103.8	98.2	99.0	113.8
판매관리비	15.7	19.2	23.1	26.7	31.2	36.6	42.3	48.2
영업이익	39.9	28.7	58.1	71.2	87.7	107.5	146.8	191.9
영업이익률	10.5%	6.1%	10.5%	11.3%	11.9%	12.4%	14.7%	16.8%
세전이익	45.6	33.1	62.7	76.4	93.9	114.7	155.2	201.4
법인세비용	9.9	6.6	16.3	19.1	23.5	28.7	38.8	50.4
당기순이익	35.7	26.4	46.4	57.3	70.4	86.0	116.4	151.1
NP growth rate		-25.9%	75.5%	23.6%	22.9%	22.2%	35.3%	29.8%
CAGR(20E~25E)								26.6%
잠재 P/E(배)								30
20E 적정가치(십억원)								2,814.3

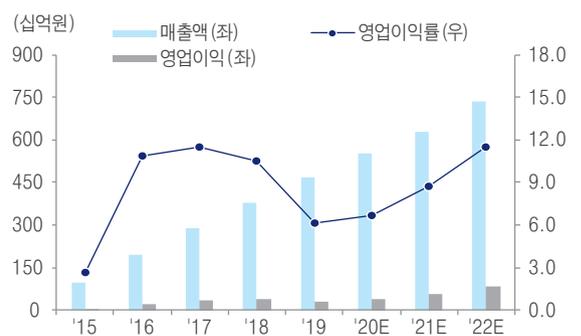
Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 01 스튜디오드래곤 판매 수익 추이 및 전망



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 02 스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망



Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Figure 01 스튜디오드래곤 드라마 라이브러리

(단위: 십억원)

연도	No.	편성	타이틀	방송일	극본	연출	주연	시청률 (%) (기구) 평균	최고
2017	1	tN	도깨비	16.12.2~17.1.21	16부	김수현	이성준, 김소연, 김고은	13.3	19.8
	2		내성적인 부스	1.16~3.14	16부	김수현	김고은	1.9	3.1
	3		내일 그대	2.3~3.25	16부	김수현	김고은	1.7	3.7
	4		그녀는 거짓말을 너무 사랑해	3.20~5.9	16부	김수현	김고은	1.4	1.8
	5		시크릿 가든	4.7~6.3	16부	김수현	김고은	2.2	2.7
	6		싸늘한 이터진 두 세계	5.22~6.27	12부	김수현	김고은	2.0	2.8
	7		비밀의 숲	6.10~7.30	16부	김수현	김고은	2.4	6.3
	8		하백의 숲	7.3~8.22	16부	김수현	김고은	3.0	3.5
	9		크리미널 마인드	7.26~9.28	20부	김수현	김고은	2.7	4.0
	10		여명의 첫사랑	8.12~10.1	16부	김수현	김고은	2.6	3.0
	11		아름다운 첫사랑	9.4~9.26	8부	김수현	김고은	2.1	6.3
	12		이번 생은 처음이라	10.9~11.28	16부	김수현	김고은	3.4	4.7
	13		부부의 세계	10.11~11.16	12부	김수현	김고은	5.0	6.1
	14		변호사의 사랑	10.14~12.3	16부	김수현	김고은	2.8	3.7
	15		세상에서 가장 아름다운 이별	12.9~12.17	4부	김수현	김고은	4.2	6.2
16	OCN	보이스	1.14~3.12	16부	김수현	김고은	4.6	5.5	
17		티노	3.25~5.21	16부	김수현	김고은	4.5	6.3	
18		드림캐쳐	6.3~7.23	16부	김수현	김고은	1.7	2.1	
19		블랙홀	8.5~9.24	16부	김수현	김고은	2.4	4.6	
20		블랙홀	10.14~12.10	18부	김수현	김고은	3.2	4.2	
21	그외	품앗이	6.16~8.19	20부	김수현	김고은	6.3	11.6	
22		한반도	17.9.2~18.3.11	52부	김수현	김고은	35.6	46.3	
23		투리	17.10.21~18.2.3	56부	김수현	김고은	6.5	8.4	
2018	1	tN	화유기	17.12.23~18.3.4	20부	김수현	김고은	5.2	6.7
	2		마녀	1.24~3.15	16부	김수현	김고은	3.3	4.6
	3		크로스	1.29~3.15	16부	김수현	김고은	3.3	4.6
	4		리턴	3.10~3.20	16부	김수현	김고은	5.7	7.1
	5		니오	3.21~5.17	16부	김수현	김고은	4.6	7.5
	6		무빙	5.12~5.17	16부	김수현	김고은	5.9	8.6
	7		머플러	5.21~7.10	16부	김수현	김고은	1.3	2.0
	8		머플러 시즌 2: 어버트 타임	6.6~7.26	16부	김수현	김고은	1.3	2.0
	9		키비디	7.7~9.30	24부	김수현	김고은	12.5	17.9
	10		미스틱 서사시	7.7~9.30	24부	김수현	김고은	12.5	17.9
	11		아드와인	8.1~9.20	16부	김수현	김고은	6.6	8.9
	12		백의의 천군	9.10~10.30	16부	김수현	김고은	2.7	13.9
	13		퀵에서 내리는 1억개의 별	10.3~11.22	16부	김수현	김고은	6.8	9.9
	14		나이를	10.6~11.25	16부	김수현	김고은	4.3	5.2
	15		개봉전	11.5~12.25	16부	김수현	김고은	8.2	10.0
16	OCN	나쁜 녀석들: 악의 도시	17.12.16~18.2.4	16부	김수현	김고은	3.6	4.6	
17		작은 신의 아이들	3.3~4.22	16부	김수현	김고은	3.0	3.8	
18		미스트리스	4.28~6.3	12부	김수현	김고은	1.2	1.6	
19		라이프 온 마스	6.9~8.5	16부	김수현	김고은	4.0	5.6	
20		보이스	8.11~9.16	12부	김수현	김고은	4.8	6.8	
21		손	9.12~11.1	16부	김수현	김고은	2.9	3.9	
22		블레이어	9.29~11.11	14부	김수현	김고은	4.3	5.6	
23		신인 퀴즈: 리부트	18.11.14~19.1.10	16부	김수현	김고은	2.2	2.6	
24		프리스트	18.11.24~19.1.20	16부	김수현	김고은	1.9	2.6	
25	그외	은주의 방	18.11.6~19.1.22	12부	김수현	김고은	0.4	0.6	
2019	1	tN	알함브라 궁전의 추억	18.12.1~19.1.20	16부	김수현	김고은	8.2	9.7
	2		영웅이 된 남자	1.7~3.4	16부	김수현	김고은	8.1	10.5
	3		로맨스는 별책부록	1.26~3.17	16부	김수현	김고은	5.0	6.4
	4		진심이 닿다	2.6~3.28	16부	김수현	김고은	4.5	4.6
	5		사이코메트리 그녀석	3.11~4.30	16부	김수현	김고은	2.3	2.7
	6		자백	3.23~5.12	16부	김수현	김고은	4.6	6.1
	7		그녀의 사생활	4.10~5.30	16부	김수현	김고은	2.6	3.0
	8		어비스	5.6~6.25	16부	김수현	김고은	2.6	3.7
	9		이스탄불 연대기	6.1~7.7, 9.7~9.22	18부	김수현	김고은	6.4	7.5
	10		김새아름다운 일렁이세요 WWW	6.5~7.25	16부	김수현	김고은	3.4	4.1
	11		60일 지정생존자	7.1~8.20	16부	김수현	김고은	4.4	6.0
	12		호텔 델루나	7.13~9.1	16부	김수현	김고은	8.7	11.7
	13		위대한 쇼	8.26~10.15	16부	김수현	김고은	2.5	3.2
	14		청담동 미스트리	9.25~11.14	16부	김수현	김고은	2.8	3.8
	15		나쁜 녀석들	9.28~11.17	16부	김수현	김고은	2.1	3.1
	16		영광을 쫓아라	10.21~12.10	16부	김수현	김고은	2.8	4.1
	17		싸이코패스 다이어리	19.11.20~20.1.9	16부	김수현	김고은	2.1	2.9
18	OCN	비밀의 숲	3.6~4.25	16부	김수현	김고은	1.8	2.6	
19		부활	3.23~4.28	12부	김수현	김고은	1.7	2.7	
20		부활 2	5.8~6.27	16부	김수현	김고은	2.1	3.5	
21		보이스	5.11~6.30	16부	김수현	김고은	4.1	5.3	
22		와장	7.6~8.25	16부	김수현	김고은	4.4	6.4	
23		마스터 기가체	7.17~9.5	16부	김수현	김고은	3.2	4.7	
24		미르의 숫자권	9.18~10.31	16부	김수현	김고은	0.9	1.3	
25		모두의 거짓말	10.12~12.1	16부	김수현	김고은	1.4	2.1	
26	그외	분방 (MBC)	5.22~7.11	32부	김수현	김고은	5.9	8.7	
27		이시요한 (SBS)	7.19~9.7	16부	김수현	김고은	8.3	11.8	
28		좋아하면 울리는 (Netflix)	8.22	8부	김수현	김고은	-	-	
2020	1	tN	블랙독	19.12.16~20.2.4	16부	김수현	김고은	4.4	5.4
	2		사랑의 불시착	19.12.14~20.2.16	16부	김수현	김고은	12.1	21.7
	3		마녀 게임	1.15~3.5	16부	김수현	김고은	2.0	3.5
	4		변방	2.10~3.17	16부	김수현	김고은	4.2	6.7
	5		유이베이 마마!	2.22~	16부	김수현	김고은	-	-
	6		메모리스트	3.11~	16부	김수현	김고은	-	-
	7		반의반	3.23~5.12	16부	김수현	김고은	-	-
	8	OCN	분노로 말하라 (on-air)	2.1~3.22	16부	김수현	김고은	2.9	4.4
	9		루갈	3.28~5.17	16부	김수현	김고은	-	-
	10	그외	나 홀로 그대 (Netflix)	2.7	12부	김수현	김고은	-	-
	11		다 킁, 영원한 귀족	4.17~	16부	김수현	김고은	-	-
	12		좋아하면 울리는 2 (Netflix)	20.20 예상	8부	김수현	김고은	-	-
	13		웃어봐 (Netflix)	3Q20 예상	10부	김수현	김고은	-	-

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

재무제표 (스튜디오드래곤)

대차대조표

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	247.2	244.5	379.0	545.4	730.0
현금성자산	159.1	115.5	203.1	338.3	497.9
매출채권	69.0	83.7	129.7	160.4	184.8
재고자산	0.6	0.0	0.4	0.5	0.6
비유동자산	265.2	337.1	245.9	151.8	49.7
투자자산	65.7	102.7	106.9	111.2	115.7
유형자산	1.0	1.2	(0.9)	(3.2)	(6.0)
무형자산	198.5	233.1	139.9	43.7	(60.1)
자산총계	512.4	581.6	624.9	697.2	779.7
유동부채	108.2	145.1	141.5	156.4	168.5
매입채무	55.3	64.4	59.9	74.1	85.4
유동성이자부채	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
비유동부채	2.9	8.2	8.2	8.2	8.2
비유동이자부채	2.1	7.9	7.9	7.9	7.9
부채총계	111.1	153.3	149.6	164.6	176.7
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	321.7	321.7	321.7	321.7
이익잉여금	67.6	93.5	139.9	197.2	267.6
자본조정	(0.5)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	428.3	474.6	531.9	602.3
투하자본	244.0	315.5	274.6	196.4	106.9
순차입금	(156.9)	(105.5)	(193.1)	(328.3)	(487.9)
ROA	7.4	4.8	7.7	8.7	9.5
ROE	9.3	6.4	10.3	11.4	12.4
ROIC	14.6	8.2	14.6	22.7	43.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	(24.9)	(12.2)	92.5	140.4	165.1
당기순이익	35.8	26.4	46.4	57.3	70.4
자산상각비	75.3	116.8	96.1	99.3	107.6
운전자본증감	(135.2)	(142.9)	(50.6)	(16.3)	(12.9)
매출채권감소(증가)	(27.2)	(21.8)	(46.0)	(30.7)	(24.4)
재고자산감소(증가)	0.3	0.6	(0.4)	(0.1)	(0.1)
매입채무증가(감소)	25.9	8.6	(4.5)	14.2	11.3
투자현금	136.4	(81.0)	(7.2)	(7.5)	(7.9)
단기투자자산감소	(4.7)	(18.8)	(2.3)	(2.4)	(2.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.3)	(0.3)	(0.3)
설비투자	(0.2)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(1.0)
유무형자산감소	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
재무현금	(9.7)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
차입금증가	(10.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	101.7	(93.2)	85.3	132.8	157.2
총현금흐름(Gross CF)	120.0	150.0	143.1	156.6	178.0
(-) 운전자본증가(감소)	(36.7)	5.9	50.6	16.3	12.9
(-) 설비투자	0.2	0.6	0.8	0.9	1.0
(+) 자산매각	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	121.2	(73.8)	85.3	132.8	157.2
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
잉여현금	121.2	(73.8)	85.1	132.5	156.8

손익계산서

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	379.6	468.7	553.5	627.9	737.1
증가율 (Y-Y,%)	32.4	23.5	18.1	13.4	17.4
영업이익	39.9	28.7	58.1	71.2	87.7
증가율 (Y-Y,%)	21.0	(28.1)	102.3	22.6	23.3
EBITDA	115.2	145.5	154.1	170.5	195.3
영업외손익	5.7	4.4	4.6	5.2	6.2
순이자수익	3.4	3.0	4.4	5.0	5.9
외화관련손익	2.6	2.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	45.6	33.1	62.7	76.4	93.9
당기순이익	35.8	26.4	46.4	57.3	70.4
지배기업당기순이익	35.8	26.4	46.4	57.3	70.4
증가율 (Y-Y,%)	50.3	(26.3)	75.5	23.6	22.9
NOPLAT	31.3	22.9	43.0	53.4	65.8
(+) Dep	75.3	116.8	96.1	99.3	107.6
(-) 운전자본투자	(36.7)	5.9	50.6	16.3	12.9
(-) Capex	0.2	0.6	0.8	0.9	1.0
OpFCF	143.1	133.2	87.7	135.6	159.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	44.8	24.5	18.3	16.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	19.9	20.7	21.3	45.1
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	55.4	27.5	14.0	10.3
순이익증가율(3Yr)	n/a	48.1	24.8	16.9	38.6
영업이익률(%)	10.5	6.1	10.5	11.3	11.9
EBITDA마진(%)	30.3	31.1	27.8	27.2	26.5
순이익률(%)	9.4	5.6	8.4	9.1	9.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Per share Data					
EPS	1,278	942	1,651	2,040	2,506
BPS	7,228	6,944	11,914	17,376	23,576
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	72.3	85.9	45.7	37.0	30.1
PBR	12.8	11.6	6.3	4.3	3.2
EV/EBITDA	21.1	14.9	12.5	10.5	8.4
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	21.6	15.1	14.8	13.5	11.9
PSR	6.8	4.8	3.8	3.4	2.9
재무건전성(%)					
부채비율	27.7	35.8	31.5	30.9	29.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	228.4	168.4	267.9	348.7	433.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.0	0.1	1.2	1.2	1.2
자산구조					
투하자본(%)	52.1	59.1	47.0	30.4	14.8
현금+투자자산(%)	47.9	40.9	53.0	69.6	85.2
자본구조					
차입금(%)	0.5	2.3	2.0	1.8	1.6
자기자본(%)	99.5	97.7	98.0	98.2	98.4

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권