

Industry InDepth
2019. 3. 27

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**
02. 6098-6684
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (3.26) 1,960 원

상승여력

KOSDAQ	736.81pt
시가총액	842억원
발행주식수	4,297만주
유통주식비율	53.79%
외국인비중	0.97%
52주 최고/최저가	2,075원/1,130원
평균거래대금	11.2억원

주요주주(%)

신상윤 외 4 인 38.80

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.7	16.0	13.3
상대주가	13.2	30.3	31.3

주가그래프



삼화네트웍스 046390

기로에 선 전통 강자의 부활 여부

- ✓ 2018년 드라마 제작 1편에 불과했으나 올해 5편 편성 확정, 본업 정상화
- ✓ 과거 지상파 편성에 집중했으나 2019년 유료방송 비중 40%까지 증가할 전망
- ✓ SBS <열혈사제>를 비롯해 제작비 보존 구조로 손실 가능성 낮아
- ✓ 향후 관전 포인트는 1) 자회사 ramp up을 통한 제작 역량 증가
2)보유 현금과 인프라를 활용한 자체 제작과 이를 통한 이익 증대

드라마 제작의 조상도 유료채널과의 협업 늘어난다

삼화네트웍스는 드라마 제작 및 배우 매니지먼트, 드라마OST 위주의 음반을 제작하는 업체다. 1980년부터 드라마 제작 사업을 영위해 국내 드라마 제작 산업의 역사로 불리기도 한다. KBS <목욕탕집 남자들>, <술약국집 아들들>을 비롯해 주말드라마에 강한 업체로, 현재도 주말드라마 강자로 군림 중이다.

평균 20명 이상의 드라마 작가 계약을 유지하고 있으며 지상파 위주로 드라마 편성을 집중시키는 업체다. 콘텐츠 한한령 이후 중국 판권 판매가 부재하고, 제작편수가 지난해 1편(웹드라마 제외)까지 감소한 바 있다.

그러나 2019년을 기점으로 본업인 드라마의 턴어라운드가 예상된다. 방영 중인 SBS <열혈사제>를 비롯하여 편성 확정된 드라마만 5개로 사실상 본업의 풀 캐파 가동이 전망된다. 과거 지상파 중심으로 편성이 진행되었으나 올해부터는 유료방송 채널 비중이 40%까지 증가할 전망이다. 편성된 5개 작품들은 제작비 대다수를 방송사로부터 보존받는 구조로, 판권에 대한 기대감은 크지 않으나 반대로 손실에 대한 우려도 없다. 안정적 수익과 오래된 업력에도 불구하고, 글로벌 OTT 등 buyer와의 커넥션 부재는 아쉬운 포인트다.

포인트는 제작 capa 증가 및 자체 제작 드라마를 통한 이익 증대

이에 기반한 2019년 매출 및 영업이익은 470억원(+274% YoY)과 12억원(흑전 YoY)으로 전망된다. 지난해 드라마 제작 자회사를 설립했다. 연출 등 라인업이 현재로는 미흡하나 추후 ramp up될 경우 전사 기준 연간 8개까지 드라마 제작이 가능해진다. 여건이 마련될 경우 보유 현금이 풍부해 자체 제작이 가능한 점은 주목할 포인트다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	19.8	-2.6	-2.0	-48	26.0	756	-27.8	1.8	-27.6	-6.1	11.6
2016	45.7	7.0	7.7	181	-459.5	923	9.5	1.9	3.9	21.6	14.4
2017	21.0	-0.2	0.8	18	-90.8	902	75.2	1.5	23.4	2.0	14.0
2018	12.6	-3.8	-3.7	-85	-574.1	814	-17.0	1.8	-17.7	-9.9	56.3
2019E	47.0	1.2	1.7	40	-147.0	854	45.9	2.1	24.7	4.8	102.0

그림32 삼화네트웍스 연혁 및 주요 작품



자료: 삼화네트웍스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 SBS 방영 중인 '열혈사제', 미국 리메이크까지 결정된 상황



자료: SBS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 JTBC 7월 방영이 예정된 '멜로가 체질'



주: 영화 '극한직업' 이병헌 감독의 제작/극본 드라마
자료: 스타 뉴스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 하반기 SBS 방영 예정인 '낭만닥터 김사부 2'



주: 사진은 '낭만닥터 김사부'
자료: SBS, 메리츠증권증권 리서치센터

삼화네트웍스 (046390)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	19.8	45.7	21.0	12.6	47.0
매출액증가율 (%)	-39.9	131.3	-54.0	-40.2	274.2
매출원가	19.5	33.7	19.1	14.3	43.8
매출총이익	0.2	12.0	1.9	-1.8	3.2
판매관리비	2.8	5.0	2.1	2.0	2.0
영업이익	-2.6	7.0	-0.2	-3.8	1.2
영업이익률	-12.9	15.4	-0.9	-29.9	2.5
금융손익	0.3	0.4	0.8	0.4	0.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	0.3	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	-2.1	7.7	0.7	-3.4	1.6
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-2.1	7.7	0.7	-3.4	1.6
지배주주지분 순이익	-2.0	7.7	0.8	-3.7	1.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
영업활동 현금흐름	-0.3	14.3	4.3	0.8	14.2
당기순이익(손실)	-2.1	7.7	0.7	-3.4	1.6
유형자산상각비	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	0.9	5.1	1.3	1.5	1.2
운전자본의 증감	-0.4	-1.1	2.4	2.6	11.4
투자활동 현금흐름	1.7	-13.8	0.1	-5.0	-23.1
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-0.9	-0.2	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.2	0.3	1.1	-1.7	-18.7
재무활동 현금흐름	0.0	-0.5	-1.0	12.4	0.0
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	12.4	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1.4	0.1	2.7	8.2	-8.9
기초현금	2.5	3.9	4.0	6.7	15.0
기말현금	3.9	4.0	6.7	15.0	6.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
유동자산	17.8	32.8	33.8	39.1	41.0
현금및현금성자산	3.9	4.0	6.7	14.9	6.0
매출채권	0.8	5.3	0.3	0.2	0.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	18.1	12.2	10.3	15.9	33.4
유형자산	0.1	0.9	1.1	1.0	1.0
무형자산	4.2	1.1	0.6	4.6	3.5
투자자산	6.5	6.2	5.1	6.8	25.6
자산총계	35.9	44.9	44.1	55.0	74.5
유동부채	2.0	3.6	2.8	17.3	30.7
매입채무	0.7	2.7	0.8	3.7	13.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	12.4	12.4
비유동부채	1.7	2.1	2.6	1.6	5.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3.7	5.7	5.4	19.9	37.6
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	23.3	23.3	23.2	23.2	23.2
기타포괄이익누계액	-0.5	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	1.3	8.9	9.4	5.7	7.4
비지배주주지분	-0.1	-0.2	0.0	0.3	0.2
자본총계	32.2	39.3	38.6	35.3	36.9

Key Financial Data

	2015	2016	2017	2018	2019E
주당데이터(원)					
SPS	462	1,068	491	293	1,094
EPS(지배주주)	-48	181	18	-85	40
CFPS	-6	355	36	-50	56
EBITDAPS	-35	286	28	-50	56
BPS	756	923	902	814	854
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-27.8	9.5	75.2	-17.0	45.9
PCR	-231.8	4.9	37.1	-28.9	33.1
PSR	2.9	1.6	2.8	5.0	1.7
PBR	1.8	1.9	1.5	1.8	2.1
EBITDA	-1.5	12.3	1.2	-2.2	2.4
EV/EBITDA	-27.6	3.9	23.4	-17.7	24.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.1	21.6	2.0	-9.9	4.8
EBITDA 이익률	-7.6	26.8	5.7	-17.1	5.1
부채비율	11.6	14.4	14.0	56.3	102.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	9.0	15.2	7.6	52.1	109.9
재고자산회전율(x)					