

Industry Indepth  
2019. 3. 27

# 초록뱀 047820

## 올해의 전략 확인이 필요

### ▲ 엔터/레저

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

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

- ✓ '18년 CJ ENM 비중 늘리며 드라마 중 매출 감소 겪지 않은 몇 안 되는 업체
- ✓ 현재까지 유료방송 채널 드라마 확정 밝혀진 바 없어 2019년 매출 감소 예상
- ✓ 텐트폴인 <알함브라 궁전의 추억> 인식 고려하더라도 올해 증익 쉽지 않아
- ✓ 전환사채 고려 시 현 시가총액 1,450억원으로 드라마 제작사 중 높은 편
- ✓ 업사이드 위해서는 자체 제작 및 이에 대한 판권 판매 확정이 필요

## Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (3.26) 1,600 원

상승여력

|            |               |
|------------|---------------|
| KOSDAQ     | 736.81pt      |
| 시가총액       | 1,222억원       |
| 발행주식수      | 7,640만주       |
| 유동주식비율     | 100.00%       |
| 외국인비중      | 4.90%         |
| 52주 최고/최저가 | 2,355원/1,350원 |
| 평균거래대금     | 50.0억원        |

### 주요주주(%)

|          |       |
|----------|-------|
| 아이오케이컴퍼니 | 20.43 |
|----------|-------|

| 주가상승률(%) | 1개월   | 6개월  | 12개월 |
|----------|-------|------|------|
| 절대주가     | -11.1 | 5.3  | 6.7  |
| 상대주가     | -9.9  | 18.3 | 23.6 |

### 주가그래프



## 2019년 초록뱀의 전략은 변화 중?

동사는 드라마 제작, 배우 매니지먼트를 사업으로 영위하는 업체로 매출 대부분은 드라마 제작으로부터 발생한다. SBS <올인>, MBC <불새>, <주몽>을 제작하였으며 최근에는 TVN의 <알함브라 궁전의 추억>(이하 <알함브라>)을 제작한 국내 Top tier급 드라마 제작사로 손꼽힌다.

동사는 지상파 드라마 예산이 삭감되는 동안 CJ ENM 비중을 늘렸고, 그 결과 2018년 매출 감소를 겪지 않은 극소수의 드라마 업체였다. 최근 지상파의 드라마 편성에 대한 적극성이 높아지며 전략 변화 가능성이 점쳐진다. 실제로 동사의 '18년 5개 드라마는 MBC <내사랑 치유기>를 제외하고 모두 CJ ENM에서 방영되었다. 반면 '19년에는 유료방송(CJ ENM, JTBC) 向 편성이 확정되었다고 알려진 드라마가 없다. 다만, CJ ENM에서 호평 받은 드라마를 집필한 작가의 계약이 남아 있어 추후 편성 가능성은 열려 있다.

## <알함브라> 프로젝트 수익은 30억원 추정, 업사이드 위해 자체제작 필요

4분기 매출 및 영업이익은 각각 185억원(+18% YoY)과 13억원(OPM 7%)을 기록했다. 제작비 200억원으로 추산되는 <알함브라 궁전의 추억> 관련 매출 및 비용이 60% 반영된 수치다. 동 작품의 1분기 인식 예상 매출은 90억원이며 동 프로젝트 수익률은 15%(GPM 13%)으로 추정된다.

2019년 매출 및 영업이익은 각각 575억원(-10% YoY)과 7억원(-41% YoY)으로 전망된다. 전환사채를 고려한 시가총액은 1,450억원으로 드라마 제작사 중 높은 편에 속한다. 추가 업사이드를 위해서는 과거 중국 판권을 핸들링했던 방식과 같이 1) 자체 제작 작품이 필요하고, 2) 이에 대한 글로벌/동남아 OTT 수요가 가시화되어야 할 전망이다.

| (십억원) | 매출액   | 영업이익 | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|-------|------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2015  | 24.8  | -2.3 | -0.6          | -18               | -77.9      | 1,291      | -209.7     | 2.9        | -77.3            | -1.5       | 77.9        |
| 2016  | 105.9 | 7.7  | 4.9           | 99                | -665.5     | 1,448      | 19.7       | 1.3        | 12.2             | 7.2        | 71.9        |
| 2017  | 58.8  | 0.1  | -13.3         | -227              | -329.1     | 1,258      | -6.2       | 1.1        | 77.4             | -17.4      | 35.6        |
| 2018  | 63.9  | 1.1  | -15.4         | -232              | 2.0        | 648        | -7.6       | 2.7        | 60.0             | -20.2      | 55.9        |
| 2019E | 57.5  | 0.7  | -1.4          | -18               | -92.3      | 636        | -86.8      | 2.4        | 135.5            | -1.9       | 65.1        |

## 그림30 초록뱀미디어 연혁 및 주요 작품



자료: 초록뱀미디어, 메리츠종합증권 리서치센터

표25 초록뱀미디어 2018~2019년 방영 프로그램 매출

| 드라마명        | 방송국 | 편수 | 방송프로그램 매출 (백만원) | 방영일       |
|-------------|-----|----|-----------------|-----------|
| 나의 아저씨      | tvN | 16 | 9,455           | 2018년 3월  |
| 미스트리스       | OCN | 12 | 5,844           | 2018년 4월  |
| 아는 와이프      | tvN | 16 | 6,720           | 2018년 8월  |
| 내사랑 치유기     | MBC | 40 | 8,592           | 2018년 10월 |
| 알함브라 궁전의 추억 | tvN | 16 | -               | 2018년 12월 |
| 왜그래 풍상씨     | KBS | 20 | 6,300           | 2019년 1월  |

주: 알함브라 궁전의 추억은 계약 상대방(스튜디오드래곤)과의 약정에 따라 비공개.

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠종합증권 리서치센터

표26 초록뱀미디어 주요 작가진

| 작가    | 송재정                                                                                 | 양희승                                                                                 | 문영남                                                                                 | 박해영                         | 원영옥                                                                                   |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
|       |  |  |  |                             |  |
| 주요 작품 | W(2016)<br>나인: 아홉 번의 시간여행(2013)                                                     | 아는 와이프(2018)<br>역도요정 김복주(2016)<br>오 나의 귀신님(2015)                                    | 우리 갑순이(2016)<br>왕가네 식구들(2013)<br>조강지처클럽(2007)                                       | 나의 아저씨(2018)<br>또 오해영(2016) | 내 사랑 치유기(2018)<br>다시 시작해(2016)<br>모두 다 감치(2014)                                       |

자료: 초록뱀미디어, 메리츠종합증권 리서치센터

## 초록뱀 (047820)

## Income Statement

| (십억원)      | 2015 | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E |
|------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 24.8 | 105.9 | 58.8  | 63.9  | 57.5  |
| 매출액증가율 (%) | -2.9 | 326.3 | -44.4 | 8.5   | -10.0 |
| 매출원가       | 24.5 | 90.1  | 50.3  | 54.2  | 51.7  |
| 매출총이익      | 0.4  | 15.8  | 8.5   | 9.7   | 5.8   |
| 판매관리비      | 2.7  | 8.1   | 8.4   | 8.6   | 5.1   |
| 영업이익       | -2.3 | 7.7   | 0.1   | 1.1   | 0.7   |
| 영업이익률      | -9.4 | 7.3   | 0.2   | 1.7   | 1.1   |
| 금융손익       | 1.7  | -1.7  | 0.7   | -17.9 | -3.6  |
| 종속/관계기업손익  | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타영업외손익    | 0.1  | -0.5  | -13.6 | 1.8   | 1.6   |
| 세전계속사업이익   | -0.6 | 5.6   | -12.8 | -15.0 | -1.4  |
| 법인세비용      | 0.0  | 0.7   | 0.5   | 0.1   | 0.0   |
| 당기순이익      | -0.6 | 4.9   | -13.3 | -15.4 | -1.4  |
| 지배주주지분 순이익 | -0.6 | 4.9   | -13.3 | -15.4 | -1.4  |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름      | -2.2  | 6.7   | 0.7   | -44.0 | -1.3  |
| 당기순이익(손실)      | -0.6  | 4.9   | -13.3 | -15.4 | -1.4  |
| 유형자산상각비        | 0.0   | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.1   |
| 무형자산상각비        | 0.0   | 0.4   | 0.4   | 0.3   | 0.1   |
| 운전자본의 증감       | -0.3  | -2.5  | 2.0   | -23.0 | -0.0  |
| 투자활동 현금흐름      | -74.0 | 2.8   | -8.0  | 15.0  | -3.3  |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -1.4  | -5.4  | -1.0  | -1.2  | 0.0   |
| 투자자산의감소(증가)    | -2.5  | -13.9 | 2.9   | -2.7  | -1.1  |
| 재무활동 현금흐름      | 78.0  | -4.6  | -0.9  | 42.7  | 5.2   |
| 차입금의 증감        | 39.9  | -3.4  | -21.4 | 10.8  | 5.2   |
| 자본의 증가         | 41.2  | -0.3  | 25.8  | -6.2  | 0.0   |
| 현금의 증가(감소)     | 6.2   | 5.3   | -8.3  | 12.0  | 0.7   |
| 기초현금           | 1.5   | 7.7   | 13.0  | 4.7   | 16.7  |
| 기말현금           | 7.7   | 13.0  | 4.7   | 16.7  | 17.3  |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 55.2  | 50.8  | 42.4  | 61.7  | 65.5  |
| 현금및현금성자산  | 7.7   | 13.0  | 4.7   | 16.7  | 17.3  |
| 매출채권      | 4.9   | 16.7  | 8.6   | 10.3  | 11.0  |
| 재고자산      | 0.0   | 0.0   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 비유동자산     | 59.0  | 73.4  | 68.6  | 56.0  | 56.9  |
| 유형자산      | 0.4   | 0.6   | 5.5   | 1.5   | 1.4   |
| 무형자산      | 37.8  | 31.5  | 26.2  | 18.2  | 18.1  |
| 투자자산      | 2.7   | 16.6  | 13.7  | 16.4  | 17.5  |
| 자산총계      | 114.2 | 124.2 | 111.1 | 117.7 | 122.4 |
| 유동부채      | 48.6  | 49.9  | 27.7  | 40.9  | 47.0  |
| 매입채무      | 0.0   | 0.0   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 단기차입금     | 1.5   | 0.8   | 2.8   | 0.0   | 5.0   |
| 유동성장기부채   | 0.0   | 28.3  | 12.5  | 0.0   | 0.0   |
| 비유동부채     | 1.4   | 2.1   | 1.5   | 1.2   | 1.3   |
| 사채        | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 장기차입금     | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.0   | 0.0   |
| 부채총계      | 50.0  | 51.9  | 29.2  | 42.2  | 48.3  |
| 자본금       | 24.6  | 24.7  | 32.4  | 33.0  | 33.0  |
| 자본잉여금     | 39.5  | 39.1  | 57.2  | 50.4  | 50.4  |
| 기타포괄이익누계액 | -0.2  | 2.6   | -0.2  | 0.0   | 0.0   |
| 이익잉여금     | -0.6  | 4.9   | -8.1  | -12.3 | -13.7 |
| 비지배주주지분   | 0.6   | 0.6   | 0.3   | 5.0   | 5.0   |
| 자본총계      | 64.2  | 72.3  | 81.9  | 75.5  | 74.1  |

## Key Financial Data

|                        | 2015   | 2016  | 2017    | 2018    | 2019E |
|------------------------|--------|-------|---------|---------|-------|
| 주당데이터(원)               |        |       |         |         |       |
| SPS                    | 709    | 2,149 | 1,001   | 964     | 753   |
| EPS(지배주주)              | -18    | 99    | -227    | -232    | -18   |
| CFPS                   | -63    | 179   | -3      | -323    | 32    |
| EBITDAPS               | -66    | 173   | 17      | 30      | 10    |
| BPS                    | 1,291  | 1,448 | 1,258   | 648     | 636   |
| DPS                    | 0      | 0     | 0       | 0       | 0     |
| 배당수익률(%)               | 0.0    | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0   |
| Valuation(Multiple)    |        |       |         |         |       |
| PER                    | -209.7 | 19.7  | -6.2    | -7.6    | -86.8 |
| PCR                    | -59.1  | 10.9  | -540.9  | -5.5    | 48.7  |
| PSR                    | 5.2    | 0.9   | 1.4     | 1.8     | 2.1   |
| PBR                    | 2.9    | 1.3   | 1.1     | 2.7     | 2.4   |
| EBITDA                 | -2.3   | 8.6   | 1.0     | 2.0     | 0.8   |
| EV/EBITDA              | -77.3  | 12.2  | 77.4    | 60.0    | 135.5 |
| Key Financial Ratio(%) |        |       |         |         |       |
| 자기자본이익률(ROE)           | -1.5   | 7.2   | -17.4   | -20.2   | -1.9  |
| EBITDA 이익률             | -9.3   | 8.1   | 1.7     | 3.2     | 1.4   |
| 부채비율                   | 77.9   | 71.9  | 35.6    | 55.9    | 65.1  |
| 금융비용부담률                | 1.1    | 5.2   | 6.2     | 6.0     | 8.1   |
| 이자보상배율(x)              | -8.9   | 1.4   | 0.0     | 0.3     | 0.1   |
| 매출채권회전율(x)             | 5.7    | 9.8   | 4.6     | 6.8     | 5.4   |
| 재고자산회전율(x)             |        |       | 2,051.5 | 1,014.6 | 811.3 |