

초록뚰 (047820)

양수점장의 3분기 - 성장성은 구해령, 수익성은 엑스가리온

부진했던 2분기 → 큰 폭의 실적 개선이 예상되는 3분기

초록뚰에 대해 투자의견 'BUY'와 목표주가 3,040원을 유지한다. 2019년 상반기 실적이 부진했음에도 불구하고 투자의견과 목표주가를 유지하는 근거는 ① '신입사관 구해령'을 통해 매출액 136억원이 3분기에 전액 반영될 전망이다, ② 특촬물인 '엑스가리온'이 하반기 수익성 개선에 크게 기여할 것으로 예상되기 때문이다. '엑스가리온'은 이미 2분기에 제작 완료되어 제작비는 기반영되었으나 매출액은 3분기부터 반영되기 때문에 수익성이 높은 사업으로 자리잡을 전망이다.

3분기 실적 구해령과 엑스가리온이 견인할 전망

2분기 초록뚰의 매출액은 큰 폭으로 하락하였다. 수주 기반의 산업과 매출 인식이 비슷하여 2분기에 방영한 작품이 없었기 때문이다. 그러나 3분기에는 2개의 작품의 방영되어 성장성과 수익성이 모두 개선될 전망이다.

① '신입사관 구해령'은 성장성을 이끌 전망 - 지난 7월 17일부터 방영된 '신입사관 구해령'은 평균 약 5% 안팎의 시청률을 기록하며 무난한 작품으로 자리잡았다. 높은 시청률은 아니지만 방송국과 OTT 회사 양쪽으로부터 매출액이 창출되어 기존 작품들 대비 높은 수익성을 기록할 전망이다. '신입사관 구해령'으로부터 반영되는 매출액은 136억원이 예상되며 두 자리 수 대의 프로젝트 수익률(매출총이익률 개념의 이익률)을 기록할 전망이다.

② 비용 이미 지출, 매출액 반영만 남은 '엑스가리온' - 특촬물 '엑스가리온'은 콘텐츠 제작비용을 전부 초록뚰에서 부담했으며 매출액은 완구 판매를 통해 반영될 전망이다. 즉, 제작은 2분기에 완료되었기 때문에 비용 반영은 이미 종료되었다. 3분기부터는 완구 판매액의 일부를 완구 유통상인 손오공으로부터 러닝개런티 형식으로 수취할 전망이다(8월 28일 판매 개시). 완구 판매액의 약 10~20% 정도를 매출액 성격으로 받아 올 것으로 전망되며, 비용이 없는 이익으로 상당부분 반영되는 수익성 높은 매출액이 될 전망이다.

Update

BUY

| TP(12M): 3,040원 | CP(8월 27일): 1,445원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	588.32
52주 최고/최저(원)	2,355/1,295
시가총액(십억원)	120.8
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	83,591.4
60일 평균 거래량(천주)	1,229.8
60일 평균 거래대금(십억원)	1.8
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	3.64
주요주주 지분율(%)	
아이오케이컴퍼니	18.67
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.6) (19.7) (8.0)
상대	3.5 2.6 25.3

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	64.7	86.4
영업이익(십억원)	1.9	4.5
순이익(십억원)	7.2	5.8
EPS(원)	64	50
BPS(원)	848	898

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	58.8	63.9	59.5	86.4	100.9
영업이익	십억원	0.1	1.3	2.8	8.4	10.7
세전이익	십억원	(12.8)	(15.3)	8.2	9.9	12.0
순이익	십억원	(13.3)	(15.5)	8.3	10.0	10.2
EPS	원	(227)	(210)	74	86	88
증감률	%	적전	적지	흑전	16.2	2.3
PER	배	N/A	N/A	19.53	16.78	16.37
PBR	배	1.11	2.11	1.69	1.53	1.40
EV/EBITDA	배	77.42	69.64	40.64	14.55	10.92
ROE	%	(17.41)	(17.90)	8.69	9.56	8.94
BPS	원	1,258	838	857	944	1,032
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com

RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

투자포인트 3가지 - 3분기 실적 호전, '엑스가리온' 수익 인식, 수익성 개선의 원년

1. 3분기 실적 호전, 수익성 개선의 원년이 될 2019년

'신입사관 구해령' 140여억원,
에이나인미디어 약 50억원,
완구 판매를 통한 매출 약 20억원

초록뱀의 3분기 매출액과 영업이익은 209억원과 22억원으로 전년 대비 각각 107.4% 증가, 흑자전환을 기록할 전망이다. 매출액은 '신입사관 구해령' 140여억원, 자회사인 에이나인미디어 약 50억원, 완구 판매를 통한 매출 약 20억원이 더해져 지난 해 대비 큰 폭으로 증가하는 매출액을 기록할 전망이다. 영업이익은 드라마제작 15억원, 완구 판매 등 7억원 등 총 22억원을 예상하나, 완구 판매는 추정이 쉽지 않아 보수적인 수치를 적용하여 매출액과 영업이익에 반영하였다. 분기별 실적 변동성이 큰 기업이지만 사업 다각화 및 작품수 확대를 통하여 실적 변동성을 긍정적인 방향으로 축소시킬 것으로 예상되어 투자하기에 용이한 기업으로 거듭날 전망이다.

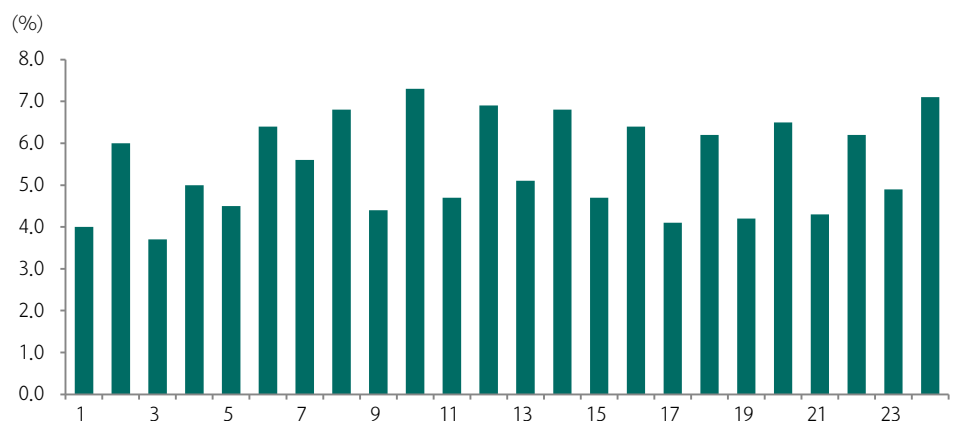
표 1. 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	15.4	19.6	10.1	18.7	18.8	7.1	20.9	12.7	58.8	63.9	59.5	86.4
YoY(%)	(21.9)	54.5	(5.7)	19.5	21.9	(64.0)	107.4	(31.9)	(44.5)	8.7	(6.9)	33.5
방송프로그램	11.7	14.6	9.1	18.6	18.7	5.4	19.3	11.2	50.2	54.1	54.6	80.3
매니지먼트	1.3	1.6	0.1	0.0	0.0	1.6	1.5	1.5	4.0	3.0	4.6	5.8
모델에이전시	0.3	1.0	0.1						2.0	1.4		
외식	2.0	2.3	0.7						2.3	5.1		
부동산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
영업이익	(1.0)	0.9	(0.1)	1.5	0.3	(0.5)	2.2	0.7	0.1	1.3	2.8	8.4
OPM(%)	(6.5)	4.4	(0.5)	7.9	1.8	(6.9)	10.7	5.3	0.2	2.0	4.7	9.7
(지배)순이익	12.0	3.9	(7.7)	(23.7)	(3.3)	6.4	2.2	0.8	(13.3)	(15.5)	8.2	9.9
NPM(%)	77.8	20.0	(76.4)	(126.5)	(17.4)	90.6	10.7	6.1	(22.7)	(24.2)	13.7	11.5

자료: 초록뱀, 하나금융투자

그림 1. '신입사관 구해령' 회차별 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 하나금융투자

2. '엑스가리온'은 수익성 개선을 도모 시킬 Rising Star로 자리잡을 전망

3,4분기에는 완구 판매 실적에 따라 매출액의 일정부분을 이익으로 전부 반영되는 매출액이 인식될 전망

'엑스가리온'은 완구 판매를 위한 3대 요소인 콘텐츠/IP 제작, 완구 제작, 완구 유통/판매를 분업화한 몇 안 되는 사례의 콘텐츠가 될 전망이다. 콘텐츠 제작은 드라마 전문 제작 업체인 초록뚰이, 완구 유통/판매는 손오공이 맡아 전문성을 더하여 프로젝트를 진행할 예정이다. 콘텐츠 제작을 맡아 제작비를 전액 지불한 초록뚰은 완구 판매의 일정 부분을 러닝 개런티 형식으로 받아간다. 따라서 2분기를 기점으로 제작을 완료하였기 때문에 3,4분기에는 완구 판매 실적에 따라 매출액의 일정 부분(NDA로 인해 매출 인식 비율 알 수 없으나 10~20% 정도로 추정)을 이익으로 전부 반영되는 매출액이 인식될 전망이다. 8월 28일부터 완구 판매가 시작되기 때문에 완구 판매 실적이 4분기에는 온기에 걸쳐 반영될 전망이다.

표 2. '엑스가리온' 편성표

	월	화	수	목	금	토	일
8:00			 KBS Kids			KBS Kids	 
9:00							
10:00							
11:00							KBS Kids
12:00							
15:00			대교 어린이				
16:00				Tcon:verse		KBS Kids	
17:00			 				
18:00		대교 어린이					
19:00	KBS Kids						
21:00			KBS Kids				

주: 2019년 8월 19일 기준
자료: 초록뚰, 하나금융투자

추정 재무제표

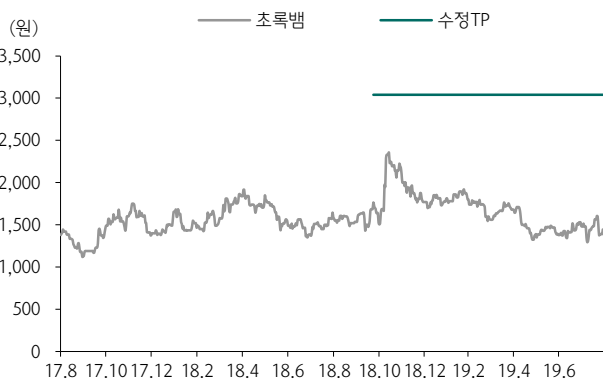
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	58.8	63.9	59.5	86.4	100.9
매출원가	50.3	54.2	53.0	73.6	85.8
매출총이익	8.5	9.7	6.5	12.8	15.1
판매비	8.4	8.4	3.8	4.4	4.4
영업이익	0.1	1.3	2.8	8.4	10.7
금융손익	0.7	(17.9)	5.3	(3.8)	(5.4)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(13.6)	1.3	0.2	5.3	6.6
세전이익	(12.8)	(15.3)	8.2	9.9	12.0
법인세	0.5	0.1	0.0	0.0	1.8
계속사업이익	(13.3)	(15.4)	8.2	9.9	10.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(13.3)	(15.4)	8.2	9.9	10.2
비배주주지분	0.0	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
순이익	(13.3)	(15.5)	8.3	10.0	10.2
지배주주순이익	(13.3)	(15.5)	8.3	10.0	10.2
지배주주지분포괄이익	(16.1)	(15.5)	8.3	10.0	10.2
NOPAT	0.1	1.3	2.8	8.4	9.1
EBITDA	1.0	2.2	3.2	8.7	10.9
성장성(%)					
매출액증가율	(44.5)	8.7	(6.9)	45.2	16.8
NOPAT증가율	(98.5)	1,200.0	115.4	200.0	8.3
EBITDA증가율	(88.2)	120.0	45.5	171.9	25.3
영업이익증가율	(98.7)	1,200.0	115.4	200.0	27.4
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	20.5	2.0
EPS증가율	적전	적지	흑전	16.2	2.3
수익성(%)					
매출총이익률	14.5	15.2	10.9	14.8	15.0
EBITDA이익률	1.7	3.4	5.4	10.1	10.8
영업이익률	0.2	2.0	4.7	9.7	10.6
계속사업이익률	(22.6)	(24.1)	13.8	11.5	10.1
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(227)	(210)	74	86	88
BPS	1,258	838	857	944	1,032
CFPS	(3)	37	103	89	110
EBITDAPS	17	30	29	75	94
SPS	1,001	867	532	746	870
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	19.5	16.8	16.4
PBR	1.1	2.1	1.7	1.5	1.4
PCFR	N/A	47.5	14.0	16.2	13.1
EV/EBITDA	77.4	69.6	40.6	14.5	10.9
PSR	1.4	2.0	2.7	1.9	1.7
재무비율(%)					
ROE	(17.4)	(17.9)	8.7	9.6	8.9
ROA	(11.3)	(11.0)	4.8	5.3	4.7
ROIC	0.2	3.0	7.8	23.2	24.0
부채비율	35.6	75.8	66.4	79.9	83.0
순부채비율	(15.9)	15.5	5.1	0.9	(4.9)
이자보상배율(배)	0.0	0.3	0.5	1.3	1.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	42.4	64.0	69.7	98.5	118.9
금융자산	31.0	54.4	60.8	85.6	103.8
현금성자산	4.7	6.0	15.6	20.3	27.8
매출채권 등	10.7	9.4	8.8	12.7	14.9
재고자산	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.6	0.2	0.1	0.2	0.2
비유동자산	68.6	105.1	104.1	107.3	108.9
투자자산	13.7	69.8	69.2	72.8	74.7
금융자산	6.2	0.3	0.3	0.4	0.4
유형자산	5.5	1.6	1.4	1.3	1.3
무형자산	26.2	13.5	13.3	13.0	12.8
기타비유동자산	23.2	20.2	20.2	20.2	20.1
자산총계	111.1	169.1	173.8	205.7	227.8
유동부채	27.7	72.8	69.2	91.3	103.1
금융부채	17.6	62.7	59.4	80.0	91.1
매입채무 등	9.5	3.2	3.0	4.3	5.0
기타유동부채	0.6	6.9	6.8	7.0	7.0
비유동부채	1.5	0.1	0.1	0.1	0.2
금융부채	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.1	0.1	0.1	0.1	0.2
부채총계	29.2	72.9	69.3	91.4	103.3
지배주주지분	81.6	91.1	99.4	109.3	119.6
자본금	32.4	38.2	38.2	38.2	38.2
자본잉여금	57.2	66.0	66.0	66.0	66.0
자본조정	0.3	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
기타포괄이익누계액	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	(8.1)	(12.4)	(4.2)	5.8	16.1
비배주주지분	0.3	5.1	5.0	5.0	4.9
자본총계	81.9	96.2	104.4	114.3	124.5
순금융부채	(13.0)	14.9	5.3	1.1	(6.1)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	0.6	(21.5)	7.9	3.2	4.0
당기순이익	(13.3)	(15.4)	8.2	9.9	10.2
조정	11.9	19.7	(0.7)	(4.2)	(4.9)
감가상각비	0.9	0.9	0.5	0.3	0.3
외환거래손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.3	6.4	0.0	0.0	0.0
기타	10.7	12.4	(1.2)	(4.5)	(5.2)
영업활동 자산부채	2.0	(25.8)	0.4	(2.5)	(1.3)
변동					
투자활동 현금흐름	(8.0)	(55.4)	5.0	(19.1)	(7.6)
투자자산감소(증가)	2.9	(56.1)	0.6	(3.5)	(1.9)
유형자산감소(증가)	(0.9)	(1.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(10.0)	1.7	4.4	(15.6)	(5.7)
재무활동 현금흐름	(0.9)	80.0	(3.3)	20.6	11.1
금융부채증가(감소)	(21.4)	44.7	(3.3)	20.6	11.1
자본증가(감소)	25.8	14.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.3)	20.8	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(8.3)	1.3	9.6	4.7	7.5
Unlevered CFO	(0.2)	2.7	11.6	10.3	12.8
Free Cash Flow	(0.3)	(22.8)	7.9	3.2	4.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

초록뱀



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.23	BUY	3,040		
18.10.22				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.2%	11.1%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 08월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 2019년 08월 28일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.