



뿌리깊은나무들 (266170)

KONEX 상장기업



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com투자의견 **Not Rated (I)**

목표주가 -

현재주가 (11/24) **988원**

상승여력 -

| | |
|-------------|------------|
| 주가 (11/24) | 988원 |
| 자본금 | 13억원 |
| 시가총액 | 55억원 |
| 주당순자산 | -1,499원 |
| 부채비율 | -369.57 |
| 총발행주식수 | 5,603,977주 |
| 60일 평균 거래대금 | 0억원 |
| 60일 평균 거래량 | 2,465주 |
| ?주 고 | |

| | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|----------|------|------|--------|
| 절대 | 8.2 | 37.2 | (63.7) |
| 상대 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 절대(달러환산) | 10.2 | 46.6 | (61.5) |

한국거래소 코넥스 기업분석보고서
발간 지원사업(KONEX Research Project)에 따라 선정되어 작성된
보고서입니다.

원주 스타플렉스를 통한 자본확충 및 재무구조 개선

원주 스타플렉스를 통한 자본확충 및 Cash-cow 확보

뿌리깊은나무들은 영화, 드라마를 촬영할 수 있는 스튜디오와 배우, 스태프가 상주할 수 있는 각종 편의시설을 갖춘 복합문화상업시설인 원주 스타플렉스 개발사업을 진행 중. 동 시설은 디지털 스튜디오 2개동(9,064m²)과 근린생활시설(6,266m²)로 1차 설계가 완성되어 원주시 건축 허가를 받은 상태. 현재는 오피스텔 객실(850실)을 추가하는 방향으로 2차 설계 진행 중. 4Q20 중으로 최종 설계도면 완성 예정. 2021년에 원주시 최종허가 및 착공, 2023년엔 완공이 가능할 전망

동 사업은 1)오피스텔 및 근린생활시설 분양을 통한 자본확충, 2)스튜디오(세트장) 임대를 통한 안정적인 현금흐름 확보 등 2가지 측면에서 의미가 있음. 오피스텔 및 근린생활시설 관련 분양 매출은 약 1,500억원, 연간 스튜디오 임대매출은 15~20억원 가량 예상. 동사는 분양차익을 통해 수백억원대의 자본확충 가능. 본업인 콘텐츠 사업을 안정적으로 영위하기 위한 기본재원 확보가 가능해지는 것. 스튜디오 임대매출은 동사의 Cash-cow로 기능하게 될 것. 고퀄리티 작품에 대한 수요 증가, 드라마 평균 제작기간 증가 등으로 인해, 동 스튜디오는 완공 후 연간 Full 가동이 가능할 것으로 기대

원주 스타플렉스 사업 본격화시, 재무구조 개선

동사의 유동자산은 2019년 별도기준 12억원에 그쳐 유동부채 130억원 대비 1/10도 안 되는 상황. 자본총계도 -35억원으로 완전 자본잠식 상태. 이러한 재무구조 악화는 원주 스타플렉스 사업을 위한 부지확보 재원마련 과정에서 발생한 것

동사는 2020년 매니지먼트 관련 일부 사업권 양도, 자회사 지분매각, 소규모 유상증자를 통해 유동성 위기에 대응 중. 참고로, 2020년 10월 하순엔 브릿지론 발행 성공. 이를 통해, 시설자금 대출 등의 상환이 가능해질 전망. 최종적으로, 2021년 원주 스타플렉스 건축허가를 획득하면 PF대출이 가능해지면서 동사 유동부채 대부분이 비유동부채로 전환될 수 있음. 이 경우, 동사의 재무적 리스크는 완전히 해소 가능할 전망

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A |
|-----------|-------|-------|--------|-------|
| 매출액 | 0 | 18 | 13 | 18 |
| 영업이익 | 0 | -5 | -7 | -21 |
| 지배순이익 | 0 | 1 | -16 | -59 |
| PER | - | 156.7 | -7.6 | -2.4 |
| PBR | - | 19.7 | 9.5 | -4.2 |
| EV/EBITDA | - | -70.2 | -36.4 | -12.6 |
| ROE | 0.0 | 22.7 | -118.8 | 497.8 |

자료: 유안타증권

『육룡이 나르샤』로 알려진 콘텐츠 제작사

뿌리깊은나무들(266170)은 2010년에 설립된 콘텐츠 제작사로 1)드라마/영화 제작, 2)배우 매니지먼트, 3)스튜디오(세트장) 등 3가지 사업을 영위하고 있다.

[그림 1] 뿌리깊은나무들의 3 대 사업군



자료: 뿌리깊은나무들

동사 드라마/영화의 주요 작품으로는 제작비 350억원대의 대작드라마 『육룡이 나르샤』, 김지수 주연의 저예산영화 『우주의 크리스마스』, 네이버 웹툰 기반의 웹드라마 『손의 흔적』 등이 있다. 드라마/영화 제작과 배우 매니지먼트를 함께 영위한다는 측면에선, 상장사인 키스트, iHQ, 스튜디오산타클로스(舊 화이브라더스코리아) 등과 비슷한 사업구조인 것으로 볼 수 있다.

[그림 2] 뿌리깊은나무들의 역대 작품 라인업



자료: 유인티증권 리서치센터

[그림 3] 뿌리깊은나무들(매니지먼트 레드우즈) 주요 전속 배우



자료: 유안타증권 리서치센터

동사의 주주구성은 이재원 대표이사 28.1%, Pastoral Investment(홍콩계 투자회사; 창업 발기인으로 참여) 20.1%, 기술보증기금(중소벤처기업부 산하기금) 6.0%, 기타 51.8%이다. 이 중에서, 기술보증기금의 보유 지분은 모두 상환전환우선주이다. 기술보증기금은 2020년 11월 26일부터 상환전환우선주의 상환권 행사가 가능하다. (상환권 행사 가능성은 낮게 평가)

[표 1] 뿌리깊은나무들 지분 구조

| | 보통주(만주) | 우선주(만주) | 지분율(%) |
|---------------------|---------|---------|--------|
| 이재원 대표이사 | 156 | - | 28.1 |
| Pastoral Investment | 112 | - | 20.1 |
| 기술보증기금(상환전환우선주) | - | 33 | 6.0 |
| 기타 | 288 | - | 51.8 |
| 합계 | 556 | - | 100.0 |

* 기술보증기금은 2020년 11월 26일부터 보유중인 상환전환우선주의 상환권 행사 가능

주: 2020년 5월 19일 기준. 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 이재원 대표이사(1973년생) 주요 이력

- 前 IMI 문화콘텐츠 투자담당
- 前 싸이더스 HQ(HQ) CFO
- Maryland University, 경영학 전공
- Professional Experience**
- 영상콘텐츠소프트웨어진흥시설 건축허가
- 원주혁신도시 클러스트 부지 계약(LH 공사)
- Sony Pictures 공동제작 계약
- 50부작 SBS 드라마 『육룡이 나르샤』 제작
- UHD 영화 『우주의 크리스마스』 제작
- 싸이더스 HQ : SKT M&A, 물적분할

자료: 뿌리깊은나무들, 유안타증권 리서치센터

현재 동사와 집필계약을 체결한 주요 작가는 『이브의 모든 것』, 『가을동화』의 오수연 작가, 『허준』, 『주몽』의 최완규 작가, 『아랑 사또전』, 『미생』의 정윤정 작가 등이 있다. 이 중에서, 2021년 드라마 극본 집필을 준비하고 있는 작가로는 오수연 작가와 최완규 작가 등 2명이 있다.

[표 2] 뿌리깊은나무들 주요 집필 계약작가들의 작품 이력 - 2021년 오수연, 최원규 작가의 드라마 준비 중

| 작가 | 작품명 | 회차 | 방송국 | 편성기간 | 평균 시청률 | 제작사 |
|-----|-------------|-----|-----------|-------------------------|--------|------------------|
| 오수연 | 오박사네 사람들 | 60 | SBS | 1993.02.18~1993.10.17 | - | - |
| | 좋은걸 어떡해 | - | SBS | 1994.07.13~1994.12.29 | - | - |
| | 느낌 | 16 | KBS2 | 1994.07.20~1994.09.08 | - | - |
| | LA 아리랑 | 399 | SBS | 1995.07.10~2000.04.09 | - | - |
| | 파파 | 18 | KBS2 | 1996.01.03~1996.02.29 | - | KBS 드라마본부 |
| | 내 안의 천사 | 16 | KBS2 | 1997.01.06~1997.02.25 | - | - |
| | 뉴욕 스토리 | - | SBS | 1997.10.25~1998.02.28 | - | - |
| | 나 어때 | - | SBS | 1998.10.19~1999.05.24 | - | - |
| | 광끼 | 36 | KBS2 | 1999.05.04~2000.01.03 | - | KBS 드라마본부 |
| | 이브의 모든 것 | 20 | MBC | 2000.04.26~2000.07.06 | 30.1% | MBC C&I |
| | 기을동화 | 16 | KBS2 | 2000.09.18~2000.11.07 | 29.9% | KBS 드라마본부 |
| | 러브레터 | 16 | MBC | 2003.02.10~2003.04.01 | 11.0% | - |
| | 웨딩 | 18 | KBS2 | 2005.08.23~2005.10.25 | 11.8% | 삼화프로덕션 |
| | 스타의 연인 | 20 | SBS | 2008.12.10~2009.02.12 | 7.1% | 올리브나인 |
| | 시랑비 | 20 | KBS2 | 2012.03.26~2012.05.29 | 5.1% | 윤스킬라 |
| 최원규 | 종합병원 | 92 | MBC | 1994.04.17~1996.03.03 | 21.0% | - |
| | 그들의 포옹 | 16 | MBC | 1996.02.26~1996.04.23 | - | - |
| | 간이역 | - | MBC | 1996.10.27~1997.10.10 | - | - |
| | 아방의 전설 | 60 | KBS2 | 1998.04.04~1998.10.25 | - | - |
| | 허준 | 64 | MBC | 1999.11.22~2000.06.27 | 53.0% | - |
| | 상도 | 50 | MBC | 2001.10.15~2002.04.02 | 17.4% | - |
| | 올인 | 24 | SBS | 2003.01.15~2003.04.03 | 33.7% | 초록뱀미디어 |
| | 폭풍 속으로 | 24 | SBS | 2004.03.13~2004.05.30 | 20.8% | JS 픽처스 |
| | 러브스토리 인 하버드 | 16 | SBS | 2004.11.22~2005.01.11 | 17.2% | 로고스필름, JS 픽처스 |
| | 주몽 | 81 | MBC | 2006.05.15~2007.03.06 | 41.0% | 초록뱀미디어, 올리브나인 |
| | 로비스트 | 24 | SBS | 2007.10.10~2007.12.26 | 12.9% | 초록뱀미디어 |
| | 식객 | 24 | SBS | 2008.06.17~2008.09.09 | 20.3% | JS 픽처스 |
| | 종합병원2 | 17 | MBC | 2008.11.19~2009.01.15 | 13.7% | 에이스토리, MOPLUS |
| | 태양을 삼켜라 | 25 | SBS | 2009.07.08~2009.10.01 | 16.8% | 뉴포트 픽처스 |
| | 마이더스 | 21 | SBS | 2011.02.22~2011.05.03 | 11.6% | JS 픽처스 |
| | 빛과 그림자 | 64 | MBC | 2011.11.28~2012.07.03 | 18.1% | 빛과 그림자 문전사, 케이픽스 |
| | 구암 허준 | 135 | MBC | 2013.03.18~2013.09.27 | 9.1% | MBC |
| | 트라이앵글 | 26 | MBC | 2014.05.05~2014.07.29 | 8.0% | 태원엔터테인먼트 |
| | 옥중화 | 51 | MBC | 2016.04.30 ~ 2016.11.06 | 17.3% | 김종학 프로덕션 |
| 정윤정 | 별순검 시즌1 | 20 | MBC 드라마넷 | 2007.10.13~2007.12.29 | 2.8% | - |
| | 별순검 시즌2 | 20 | MBC 드라마넷 | 2008.10.04~2008.12.06 | 1.7% | - |
| | 아랑 시또전 | 20 | MBC | 2012.08.15~2012.10.18 | 14.3% | MBC |
| | 몬스타 | 12 | Mnet, tvN | 2013.05.17~2013.08.02 | 0.9% | CJ E&M |
| | 미생 | 20 | tvN | 2014.10.17~2014.12.20 | 5.5% | 넘버쓰리픽처스 |
| | 하백의 신부 2017 | 16 | tvN | 2017.07.03~2017.08.22 | 3.1% | 넘버쓰리픽처스 |

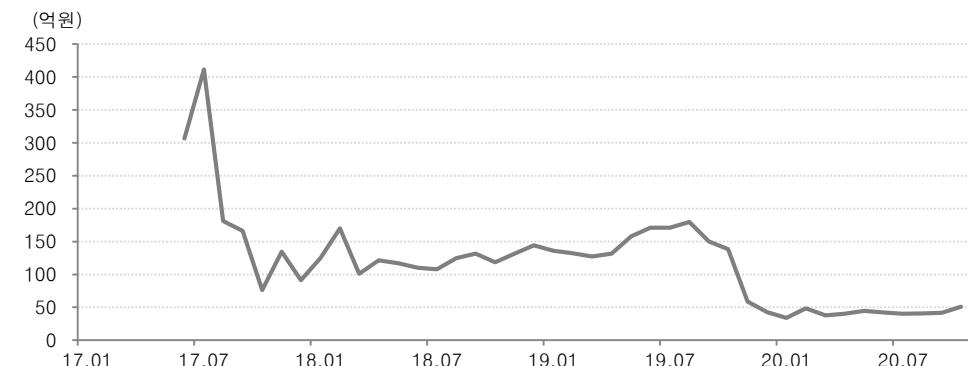
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 뿌리깊은나무들 연혁

| 일자 | 내용 | 일자 | 내용 |
|-------------------------|---------------------------------------|-----------------|--------------------------------------|
| 2010년 4월 | 법인설립 | 2018년 8월 | (주)마이너먼트 AND 흡수합병 |
| 2013년 11월 | 외국인투자기업 등록 | 2018년 10월 | 원주혁신도시 영상테마파크부지 소유권 이전 |
| 2014년 9월 | 유상증자 - 자본금 6.9억원 | 2018년 11월 | 제5회차 무보증 사모전환사채 발행 |
| 2015년 7월 | SBS 50부작 『육룡이나르샤』 프로그램제작 계약체결 | 2019년 5월 | 제6회차 무보증 사모전환사채 발행 |
| 2015년 10월~16년 3월 | SBS 50부작 『육룡이나르샤』 방영 시작 | 2019년 8월 | 원주혁신도시 영상테마파크 건축심의 통과 |
| 2016년 6월 | 영화 『우주의크리스마스』 배급계약(인디플러그) | 2019년 11월 | IPO 대표 주간회사 선정계약 - 미래에셋대우 |
| 2016년 7월 | Sony Pictures 공동제작 계약 | 2020년 1월 | 유상증자 - 자본금 7억원 |
| 2016년 10월 | 영화 『우주의크리스마스』 개봉 | 2020년 3월 | 원주혁신도시 영상테마파크 건축 허가원료 |
| 2016년 11월 | 기술보증기금 우선주 투자 | 2020년 4월 | 일부 소속배우의 매니저먼트 권리매매 및 양도계약 체결 - 20억원 |
| 2017년 2월 | 웹드라마 『손의흔적』 시즌1 방영 - 네이버 TV, Viki | 2020년 6월 | 유상증자 - 자본금 6억원 |
| 2017년 3월 | 웹드라마 『손의흔적』 시즌2,3 해외방영 - 네이버 TV, Viki | 2020년 8월 | 매니저먼트 레드우즈 출범 |
| 2017년 4월 | 『법정의여신』 제작지원 협약 - 강원도, 원주시, 영월군, 정선군 | 2020년 9월 | 주사월이일 지분 매도 - 3.6억원 |
| 2017년 6월 | 코넥스시장 상장 | 2021년 | 과학기술정보통신부 오피스텔 설치인가 |
| 2017년 8월 | 강원도, 원주시 기업이전 투자양해각서 체결 | 2023년 | 강원도 입주변경 사업승인(오피스텔 추가) |
| 2018년 4월 | 주사월이일 지분 취득 | | 원주혁신도시 영상테마파크 착공 예정 |
| 2018년 6월 | 디지털 영상콘텐츠 소프트웨어진흥시설 사업계획 승인 | | 원주혁신도시 영상테마파크 원공 예정 |
| 2018년 7월 | 제4회차 무보증 사모전환사채 발행 | | |

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 뿌리깊은나무들 시가총액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

원주 스타플렉스를 통한 자본확충 및 재무구조 개선

동사의 핵심 투자포인트는 원주혁신도시에서 추진 중인 원주 스타플렉스(Starflex) 사업이다. 원주 스타플렉스는 연중 무휴로 영화, 드라마를 촬영할 수 있는 최신 스튜디오와 150명 이상의 배우, 스태프가 상주할 수 있는 각종 편의시설을 갖춘 복합문화상업시설로 방송국 밀집지역인 서울시 상암동으로부터 동쪽으로 자동차 이동시간 기준 2시간 반 가량이 소요되는 지점에 위치해 있다.

동 시설은 디지털 스튜디오 2개동($9,064\text{m}^2$)과 근린생활시설($6,266\text{m}^2$)로 1차 설계가 완성되어 원주시 건축허가를 받은 상태이다. 현재는 기존 시설에 오피스텔 객실(850실)을 추가하는 방향으로 2차 설계가 진행 중이며, 4Q20 중으로 최종 설계도면이 완성될 예정에 있다. 2021년엔 원주시 최종허가 및 착공, 2023년엔 완공이 가능할 것으로 전망된다.

[그림 6] 원주스타플렉스 개요



스타플렉스 (Starflex)

- 건축면적: $6,781.49\text{ m}^2$
※ 지하 3층, 지상 20층 규모
- 총면적: $60,558.71\text{ m}^2$
※ 용적률 산정용 연면적: $37,789.12\text{m}^2$
- 건폐율: 61.29% (법정한도 70%)
- 용적률: 341.52% (법정한도 500%)
- 디지털 스튜디오: $9,063.64\text{m}^2$
- 근린생활시설: $6,265.98\text{m}^2$

* 상기 용도 및 규모, 용적률은 설계 및 인허가 상황에 따라 상향 변경될 수 있음.

자료: 뿌리깊은나무들, 유안타증권 리서치센터

동 사업은 1) 오피스텔 및 근린생활시설 분양을 통한 자본확충, 2) 스튜디오(세트장) 임대를 통한 안정적인 현금흐름 확보 등 2가지 측면에서 의미가 있다. 오피스텔 및 근린생활시설 관련 분양 매출은 약 1,500억원, 연간 스튜디오 임대매출은 15~20억원 가량이 예상된다. 동사의 별도기준 자기자본은 2016년 18억원 → 2018년 18억원 → 2019년 -35억원이다. 분양사업은 오는 2023년까지 수백억원대의 자본확충이 가능한 사업인 것으로 추정된다. 본업인 콘텐츠 사업을 위한 기본재원 확보를 가능하게 하는 사업인 것이다. 여기에, 스튜디오 임대매출은 동사의 Cash-cow로 기능할 수 있다. 한국 드라마 시장은 종합편성채널과 케이블채널의 드라마 편성량 확대, 국내외 OTT형 오리지널 드라마 제작 수요가 맞물리면서 양적/질적 성장을 지속 중에 있다. 넷플릭스 효과로 인해 해외 수출시장이 확대되면서 고퀄리티 작품에 대한 수요가 증가하고 있고, 2019년 7월 주52시간 근무제가 방송/드라마 업계에 적용되면서 드라마 평균 제작기간이 길어지고 있다. 따라서, 동 스튜디오는 완공 후, 연간 Full 가동이 가능할 것으로 보인다.

[표 4] 원주스�타플렉스 내 디지털스튜디오 계획안

| 구분 | | 면적 | | | | 비고 |
|------|---|------------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|------------------------------------|-------------------|
| | | 전체 | 세트장 | 부속실 | 공용면적 | |
| 스튜디오 | A | 6,318.69m ² (1,911평) | 2,151.28m ² (671평) | 1,412.20m ² (427평) | 2,755.21m ² (833평) | 총고 18m 의 다목적 스튜디오 |
| | B | 2,744.95m ² (830평) | 1,088.85m ² (323평) | 478.84m ² (145평) | 1,196.91m ² (362평) | 총고 16m 의 다목적 스튜디오 |
| 합 계 | | 9,063.64m ² (2,742평) | 3,220.48m ² (974평) | 1,891.04m ² (572평) | 3,952.12m ² (1,196평) | |

주: 세트장은 영화, 드라마 촬영을 할 수 있는 최신시설의 스튜디오. 부속실은 배우대기실, 회의실, 창고 등 세트장 운영에 필요한 부속시설

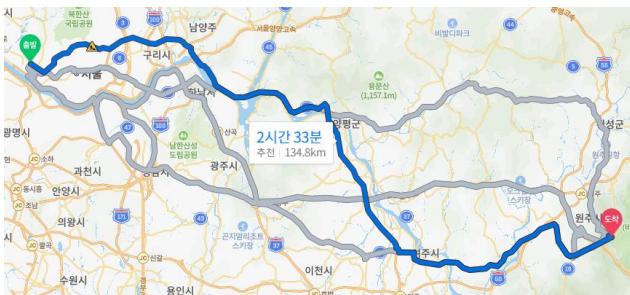
자료: 뿌리깊은나무들, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 원주스�타플렉스 프로젝트 관련 주요 진행사항

| | | | |
|-----------|-------------|---|--|
| 토지 소유권 이전 | 토지 매매 계약 | 2016년 4월 6일 (LH 공사 토지 분양 계약 / ₩4,843,480,000) | 1. 강원도 원주시 반곡동 2040-2 (면적 5,006.0m ² 매매대금 : ₩ 2,186,530,000) |
| | 지번획정 및 면적정산 | 2018년 01월 31일 | 1. 지번 확정 : 강원도 원주시 반곡동 2042번지 - 2040-2, 3001-1을 통합하여 2042번지로 지번 확정 2. 면적확정 및 정산 : 2042번지 (면적 : 11,065.1m ²) - 토지 확정 총량 : 2040-2(면적 5,006.0m ²) + 3001-1 (면적 6,083.0m ²) → 2042번지 (면적 : 11,065.1m ²)로 확정 |
| | 토지 소유권 이전 | 2018년 10월 17일 | - 토지 매매 대금 : ₩4,830,400,170 ※ 토지 매매계약금액과의 차액은 면적정산 환급금액 및 선납할인금액 차액임. |
| | 토지 근저당 설정 | KEB 하나은행 | - 토지담보대출 : ₩3,855,777,560 (채권최고액 : ₩4,648,800,000) |
| 인허가 진행사항 | 주요 인허가 진행 | ①2018.06.19 ②2019.08.09 ③2020.01.31 ④2020.08.28 ⑤2020년 11~12월 ⑥2021년 1분기 | 강원도 입주 승인 - 사업분야(업종) : 소프트웨어 진흥시설 - 주요시설 : 방송통신시설(스튜디오), 근린생활시설, 판매시설, 업무시설 원주시 건축심의 통과 - 용도 : 방송통신시설 - 복합시설 (소프트웨어진흥시설) 원주시 건축허가 원료 - 연면적 : 31,507.62m ² / 지하 2층, 지상 11층 - 주요시설 : 방송통신시설 (스튜디오), 근린생활시설, 판매시설, 업무시설 과학기술정보통신부 인가 - 소프트웨어 진흥시설 인가 최종 설계도면 완성 원주시 건축허가 최종 완료 기대 (오피스텔 포함) |
| | 사업인가 | 소프트웨어 진흥시설 | |

자료: 뿌리깊은나무들, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 원주스타플렉스 입지조건 : 자동차 이동시간



상암동(주요 방송국 소재지)에서 원주스타플렉스까지 약 2시간 반 소요

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 원주스타플렉스 입지조건 : 원주혁신도시 내 주요 공공기관



자료: 뿌리깊은나무들

[표 6] 대전 스튜디오큐브의 2021년 대관요금 (Peer 세트장)

| 시설명 | 면적 | 크기(m) | 층고(m) | 시설 | 사용요금(만원/일) | 냉방(만원/시간) | 난방(만원/시간) |
|---------------|--------|-------------|-------|------------|------------|-----------|-----------|
| 스튜디오 A | 1,136평 | 81.3×46.2 | 19 | 캣워크 | 320 | 16.5 | 15.7 |
| 스튜디오 B(舊 B+C) | 788평 | 34.5 × 75.6 | 14 | 조명비트, 세트비트 | 230 | 11.6 | 11.0 |
| 스튜디오 D | 667평 | 34.5 × 63.9 | 16 | 조명비트, 세트비트 | 190 | 9.8 | 9.2 |
| 스튜디오 E | 291평 | 29.1 × 33 | 14 | 조명비트, 세트비트 | 80 | 4.3 | 4.0 |
| 스튜디오 F | 676평 | 37.2 × 60 | 16 | 캣워크 | 190 | 10.0 | 9.5 |

자료: 한국콘텐츠진흥원, 유안타증권 리서치센터

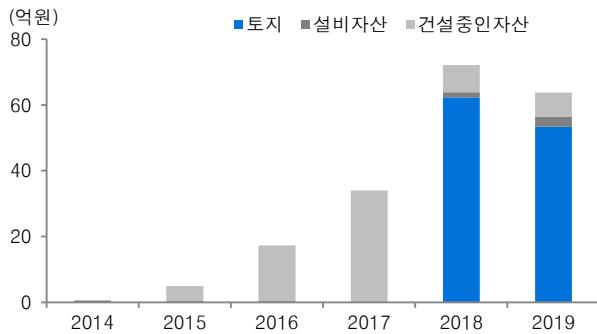
[표 7] 국내 주요 스튜디오 현황 (2016년 10월 기준)

| 운영주체 구분 | 국내 주요 스튜디오 | 지역 | 스튜디오 보유 현황 |
|--------------------------------------|--|---|---|
| | 남양주종합촬영소 전주영화종합촬영소 | 남양주 전주 | 6개 (3~400평 3개, 1~200평 3개), 아외세트장 27개 (316평, 240평), 아외촬영소 (나대지 14,500평) |
| 공공기관 (지역 문화산업진흥원 / 영상위원회 등) | 부신글로벌종합촬영스튜디오 ('23 준공 목표) | 부산 | 2개 (1,700평, 700평), 디지털후반작업시설, 제작지원시설, 오픈세트장 등 |
| | 부산영화촬영스튜디오 대전영화촬영스튜디오 대전액션영상센터 | 부산 대전 대전 | 2개 (500평, 250평) 2개 (345평, 175평) 이쿠아스튜디오 등 |
| | 스튜디오큐브 (17.6 편성) | 대전 | 6개 (1,500평, 1,000평, 600평 2개, 특수세트, 특수효과) |
| | 빛마루 방송지원센터 상암 DMS 광주 CGI 센터 고양이쿠아스튜디오 | 상암 상암 광주 고양 | 6개 (500평, 300평, 150평 3개, S3D150평) 3개 (181평, 60평, 144평) 1개 (335평) 아외수조 5개 (대형, 중형, 소형, 실내형) |
| 민간 사업자 (기타 영상 제작업체 출신 등) | DIMA 종합촬영소 아트서비스스튜디오 원방세안스튜디오 맹가노니스튜디오 무대마당 덕일시스템 포프라자 | 안성 파주 파주 남양주 이천 안성 포천 | 3개 (600평, 300평, 100평) 3개 (400평, 300평, 200평) 7개 (700평, 600평, 500평 2개, 450평, 400평 2개) 진접읍, 청평에 각 1소 (각 500평) 2개 (500평 2개) 2개 (500평 2개) 2개 (160평, 85평) |
| 방송사 및 자회사 | KBS 수원제작센터 MBC 드림센터 SBS 일산 제작센터 | 수원 고양 일산 | 6개 (300평 2개, 250평 2개, 200평 2개) 5개 (600평, 330평, 300평 2개, 270평) 9개 (200평대 6개, 368평, 창고형 600평 2개) |

자료: 한국콘텐츠진흥원, 유안타증권 리서치센터

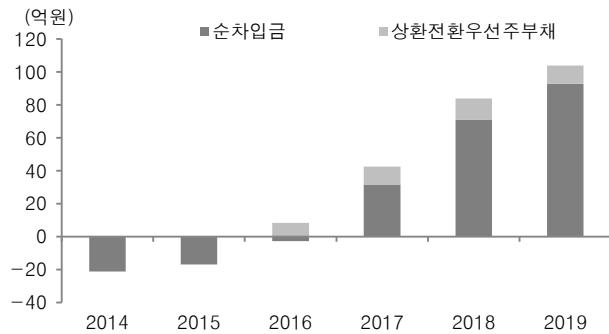
원주 스타플렉스는 동사에 있어 기회요인인 동시에 리스크로 작용 중에 있다. 동사의 단기차입금, 프로젝트차입금, 전환사채 등은 대부분 원주 스타플렉스 사업을 위한 부지확보의 과정에서 조달된 것이다. 동 사업에 차질이 발생할 경우 유동성 리스크에 직면할 수 있는 구조이다.

[그림 9] 뿌리깊은나무들 유형자산 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 뿌리깊은나무들 순차입금 및 상환전환우선주부채 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

동사의 유동자산은 2019년 별도기준 12억원에 그쳐 유동부채 130억원 대비 1/10도 안 되는 상황이다. 유동부채 중에서 시설자금대출 39억원엔 원주 토지가 담보로 제공되어 있다. 자본총계는 -35억원으로 완전 자본잠식 상태이다.

동사는 2020년 매니지먼트 관련 일부 사업권 양도, 자회사 지분매각, 소규모 유상증자를 통해 유동성 위기에 대응 중이다. 참고로, 2020년 10월 하순엔 브릿지론 발행이 있었는데, 이를 통해 시설자금대출 등의 상환이 가능해질 전망이다. 최종적으로, 2021년 원주 스타플렉스 건축허가를 획득하면 PF대출이 가능해지면서 동사 유동부채 대부분은 비유동부채로 전환될 수 있다. 이 경우, 동사의 재무적 리스크는 완전히 해소 가능할 전망이다.

[표 8] 2019년 별도기준 뿌리깊은나무 대차대조표

(단위: 억원)

| 계정명 | 금액 | 계정명 | 금액 |
|---------------|-----------|-----------------------|------------|
| [자산총계] | 96 | [부채총계] | 131 |
| 유동자산 | 12 | 유동부채 | 130 |
| 현금및현금성자산 | 4 | 매입채무및기타채무 | 6 |
| 당기손익금융자산 | 0 | 단기차입금 | 64 |
| 매출채권및기타채권 | 6 | 프로젝트차입금 | 20 |
| 기타유동자산 | 2 | 기타유동부채 | 6 |
| 당기법인세자산 | 0 | 상환전환우선주부채(유동) | 11 |
| 비유동자산 | 83 | 전환사채(유동) | 13 |
| 기타포괄손익금융자산 | 1 | 파생상품부채(전환권 및 상환면: 유동) | 10 |
| 증속기업투자 | 4 | 비유동부채 | 1 |
| 유형자산 | 64 | 기타비유동부채 | 1 |
| 무형자산 | 14 | [자본총계] | -35 |
| 기타비유동자산 | 2 | 자본금 | 13 |
| | | 자본잉여금 | 25 |
| | | 기타자본구성요소 | 1 |
| | | 기타포괄손익누계액 | 2 |
| | | 미처리결손금 | -76 |

자료: 유안타증권 리서치센터

실적전망 : 2020년 예상 영업이익 9억원

2020년 예상 연결실적은 매출액 25억원(+39% YoY), 영업이익 9억원(흑전 YoY), 지배순이익 2억원(흑전 YoY)을 기록할 것으로 추정된다. 연결 영업이익은 2016년 이후 4년만에 흑자를 달성 할 전망이다. 2020년 가장 중요한 매출원은 일부 소속 배우의 매니지먼트 권리 양도매출 20억 원이다. 동 계약을 통해 김다미, 김혜준 등의 배우진이 앤드마크로 이적했다. 2020년 드라마/영화 제작은 없었고, 매니지먼트 매출은 배우진 이적효과로 인해 대폭 축소되게 된다.

2021년엔 오수연 작가와 최완규 작가의 드라마가 각각 1편씩 준비되고 있다. 이들 2편 중에서 1편이라도 편성을 확보한다면, 연간으로 필요로 하는 판관비를 충분히 커버할 수 있다. 여기에, 원주스타플렉스 관련 분양매출이 인식되기 시작하면, 대규모 분양차익이 발생할 수 있다. 분양 매출은 2021~23년의 공사기간 동안 진행률 기준으로 인식되게 된다.

[표 9] 뿌리깊은나무들 실적 추이

(단위: 억원)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------|-----------|------------|------------|-----------|------------|------------|-----------|
| 매출액 | 8 | 140 | 109 | 18 | 13 | 18 | 25 |
| 방송프로그램제작 및 판권 | 8 | 140 | 109 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 수수료 | – | – | – | – | 0 | – | – |
| 서비스(매니지먼트) | – | – | – | 15 | 6 | 15 | 5 |
| 광고대행 | – | – | – | – | 7 | 4 | 0 |
| 기타 | – | – | – | – | – | – | 20 |
| 매출총이익 | 8 | 2 | 5 | 16 | 3 | 3 | 20 |
| GPM | 100% | 1% | 4% | 91% | 24% | 15% | 80% |
| 판관비 | 9 | 2 | 3 | 21 | 10 | 24 | 11 |
| SG&A Ratio | 119% | 1% | 2% | 117% | 77% | 129% | 44% |
| 영업이익 | -1 | 0 | 2 | -5 | -7 | -21 | 9 |
| OPM | -19% | 0% | 2% | -26% | -53% | -114% | 36% |
| 세전이익 | -2 | 0 | 3 | 2 | -21 | -56 | 2 |
| RPM | -19% | 0% | 3% | 12% | -160% | -309% | 8% |
| 지배순이익 | -1 | 0 | 3 | 1 | -16 | -59 | 2 |
| NIM | -18% | 0% | 3% | 7% | -121% | -323% | 8% |

주: 2014~16년은 별도기준, 2017~19년은 연결기준

자료: 유안타증권 리서치센터

뿌리깊은나무들 (266170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 순익계산서 | | (단위: 억원) | | | | |
|-------------|---|----------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020F |
| 매출액 | 0 | 18 | 13 | 18 | 25 | |
| 매출원가 | 0 | 2 | 10 | 16 | 5 | |
| 매출총이익 | 0 | 16 | 3 | 3 | 20 | |
| 판관비 | 0 | 21 | 10 | 24 | 11 | |
| 영업이익 | 0 | -5 | -7 | -21 | 9 | |
| EBITDA | 0 | -4 | -6 | -19 | 10 | |
| 영업외손익 | 0 | 7 | -14 | -36 | -7 | |
| 외환관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 이자손익 | 0 | -1 | -2 | -8 | -7 | |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 기타 | 0 | 7 | -13 | -28 | 0 | |
| 법인세비용차감전순손익 | 0 | 2 | -21 | -56 | 2 | |
| 법인세비용 | 0 | 1 | -4 | 3 | 0 | |
| 계속사업순손익 | 0 | 1 | -17 | -60 | 2 | |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 당기순이익 | 0 | 1 | -17 | -60 | 2 | |
| 지배지분순이익 | 0 | 1 | -16 | -59 | 2 | |
| 포괄순이익 | 0 | 1 | -6 | -69 | -7 | |
| 지배지분포괄이익 | 0 | 1 | -4 | -69 | -7 | |

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

| 현금흐름표 | | (단위: 억원) | | | | |
|-----------------|------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020F |
| 영업활동 현금흐름 | 0 | -8 | 6 | -23 | 32 | |
| 당기순이익 | 0 | 1 | -17 | -60 | 2 | |
| 감가상각비 | 0 | 0 | 0 | 2 | 1 | |
| 외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 증속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 자산부채의 증감 | 0 | -6 | 13 | 1 | -1 | |
| 기타현금흐름 | 0 | -3 | 11 | 33 | 30 | |
| 투자활동 현금흐름 | 0 | -10 | -55 | 6 | -1 | |
| 투자자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | 0 | -17 | -26 | -2 | 0 | |
| 유형자산 감소 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | |
| 기타현금흐름 | 0 | 7 | -29 | 8 | -1 | |
| 재무활동 현금흐름 | 0 | 11 | 50 | 18 | 9 | |
| 단기차입금 | 0 | 15 | 21 | 13 | -4 | |
| 사채 및 장기차입금 | 0 | 0 | 31 | 6 | 0 | |
| 자본 | 0 | 0 | 0 | 3 | 17 | |
| 현금배당 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 기타현금흐름 | 0 | -3 | -1 | -4 | -4 | |
| 연결범위변동 등 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | -34 | |
| 현금의 증감 | 0 | -7 | 1 | 1 | 6 | |
| 기초 현금 | 0 | 9 | 2 | 3 | 4 | |
| 기말 현금 | 0 | 2 | 3 | 4 | 10 | |
| NOPLAT | 2146826281 | -5 | -7 | -22 | 9 | |
| FCF | 0 | -26 | -18 | -20 | 9 | |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

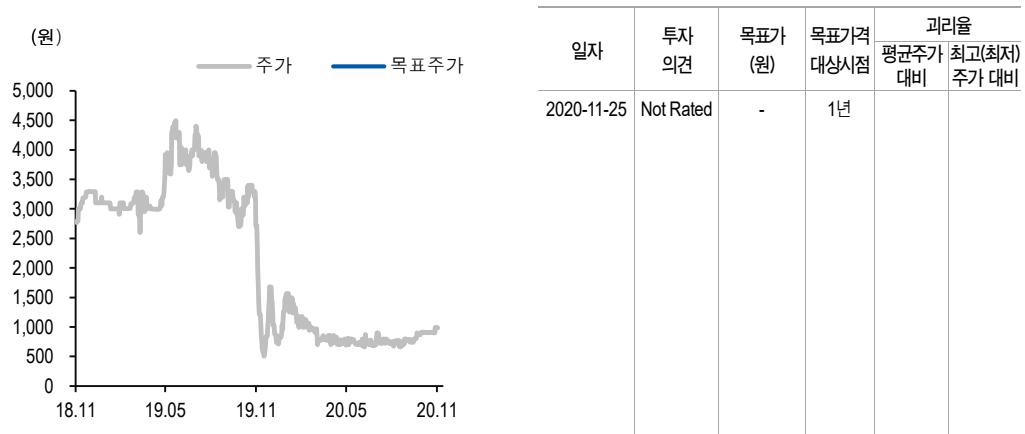
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

| 재무상태표 | | (단위: 억원) | | | | |
|--------------|--|----------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020F |
| 유동자산 | | 0 | 14 | 21 | 16 | 22 |
| 현금및현금성자산 | | 0 | 2 | 3 | 4 | 10 |
| 매출채권 및 기타채권 | | 0 | 1 | 1 | 6 | 6 |
| 재고자산 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | | 0 | 48 | 109 | 82 | 80 |
| 유형자산 | | 0 | 34 | 72 | 65 | 63 |
| 관계기업등 지분관련자산 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타투자자산 | | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 자산총계 | | 0 | 63 | 130 | 97 | 102 |
| 유동부채 | | 0 | 33 | 74 | 131 | 127 |
| 매입채무 및 기타채무 | | 0 | 2 | 3 | 7 | 7 |
| 단기차입금 | | 0 | 23 | 47 | 64 | 60 |
| 유동성장기부채 | | 0 | 7 | 23 | 20 | 20 |
| 비유동부채 | | 0 | 16 | 37 | 2 | 2 |
| 장기차입금 | | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | | 0 | 0 | 14 | 0 | 0 |
| 부채총계 | | 0 | 49 | 112 | 133 | 129 |
| 지배지분 | | 0 | 12 | 15 | -39 | -29 |
| 자본금 | | 0 | 11 | 12 | 13 | 30 |
| 자본잉여금 | | 0 | 4 | 13 | 25 | 25 |
| 이익잉여금 | | 0 | -3 | -21 | -80 | -78 |
| 비지배지분 | | 0 | 2 | 3 | 3 | 2 |
| 자본총계 | | 0 | 14 | 18 | -36 | -27 |
| 순차입금 | | 0 | 40 | 89 | 92 | 82 |
| 총차입금 | | 0 | 43 | 105 | 99 | 95 |

| Valuation 지표 | | (단위: 원, 배, %) | | | | |
|--------------|--|---------------|-------|-------|--------|-------|
| 결산 (12월) | | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020F |
| EPS | | 0 | 34 | -387 | -1,313 | 39 |
| BPS | | 0 | 269 | 311 | -749 | -495 |
| EBITDAPS | | 0 | -165 | -257 | -764 | 183 |
| SPS | | 0 | 410 | 290 | 374 | 441 |
| DPS | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PER | | - | 156.7 | -7.6 | -2.4 | 25.4 |
| PBR | | - | 19.7 | 9.5 | -4.2 | -2.0 |
| EV/EBITDA | | - | -70.2 | -36.4 | -12.6 | 13.4 |
| PSR | | - | 13.0 | 10.1 | 8.5 | 2.2 |

| 재무비율 | | (단위: 배, %) | | | | |
|---------------|--|------------|-------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월) | | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020F |
| 매출액 증가율 (%) | | 0.0 | 0.0 | -26.1 | 39.0 | 36.8 |
| 영업이익 증가율 (%) | | na | na | 적지 | 적지 | -143.2 |
| 지배순이익 증가율 (%) | | na | na | 적전 | 적지 | -103.5 |
| 매출총이익률 (%) | | 0.0 | 91.4 | 23.6 | 14.7 | 80.0 |
| 영업이익률 (%) | | 0.0 | -25.5 | -53.0 | -114.0 | 36.0 |
| 지배순이익률 (%) | | 0.0 | 7.5 | -120.8 | -322.9 | 8.3 |
| EBITDA 마진 (%) | | 0.0 | -20.1 | -44.3 | -102.3 | 41.5 |
| ROIC | | 0.0 | -12.2 | -7.4 | -24.6 | 11.9 |
| ROA | | 0.0 | 4.2 | -16.5 | -52.0 | 2.1 |
| ROE | | 0.0 | 22.7 | -118.8 | 497.8 | -6.1 |
| 부채비율 (%) | | 0.0 | 354.8 | 617.3 | -369.6 | -471.8 |
| 순차입금/자기자본 (%) | | 0.0 | 342.8 | 595.0 | -237.4 | -278.4 |
| 영업이익/금융비용 (배) | | 0.0 | -3.4 | -3.5 | -2.5 | 1.1 |

뿌리깊은나무들 (266170) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 1.2 |
| Buy(매수) | 90.2 |
| Hold(중립) | 8.5 |
| Sell(비중축소) | 0.0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2020-11-23

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률을 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.