



# 초록밤 (047820)

조용할리 없는데...

▶ Analyst 지인해 inhae.jj@hanwha.com 3772-7619

## Not Rated

현재 주가(3/31)	2,240원
상승여력	-
시가총액	2,903억원
발행주식수	129,618천주
52 주 최고가 / 최저가	3,145 / 1,111원
90 일 일평균 거래대금	380.63억원
외국인 지분율	2.9%
주주 구성	
최희석 (외 1인)	0.0%
박성수 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.3	7.2	-27.7	99.1
상대수익률(KOSDAQ)	-8.9	8.4	-40.5	31.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	106	59	64	49
영업이익	8	0	1	1
EBITDA	9	1	2	2
지배주주순이익	5	-13	-15	8
EPS	94	-219	-225	99
순차입금	7	-13	15	31
PER	19.7	-6.1	-7.5	12.3
PBR	1.3	1.1	2.1	1.4
EV/EBITDA	12.1	77.1	67.3	65.9
배당수익률	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE	7.2	-17.4	-17.9	8.4

### 주가 추이



탐방을 통해 확인한 내용은 결국 같은 방향성이었습니다.

### 가장 소외 당한 중소형 제작사

작년 말부터 급부상하고 있는 중소형 제작사들 중 가장 소외받고 있는 종목은 초록밤이 아닐까 싶다. 2020년 9월 박히트 상장 직전, BTS 관련주로 크게 급등한 후 오히려 주가는 하락했고, 중소형 제작사들과 결을 함께 하지 못했다. 과연 정말 다른 방향일까?

### 탐방을 통해 확인한 내용 세 가지

① 2021년 드라마 제작편수는 총 7편이다. 이는 동사의 과거 연평균 2.8개보다도 많고, 타 중소형 제작사와 비교해도 많다. 심지어 <펜트하우스> 1~3, <결혼작사 이혼작곡> 1~2 등 최근 흥행 드라마를 모두 제작한다. 아쉽게도, 외주제작 모델(표3의 (1))이기 때문에 가장 레버리지 가 큰 IP를 통한 해외판권 수익은 직접 인식하지 못하지만, 신드롬에 가까운 시청률을 기록하면서 순수 외주제작사 몫인 '협찬+PPL'의 고수익으로 수익성은 평균 외주제작 대비 훨씬 높은 것으로 추정된다.

② 창립 이래 처음으로 IP 드라마 제작을 시작한다. BTS의 이야기를 담은 <Youth>, 배우 김수현과 차승원을 주연으로 한 <그날 밤>이다. 제작비는 각각 400억, 2~300억 원 수준이며 하반기 글로벌 OTT향 방영을 목표로 준비 중이다. 100%가 아닌 일부 IP 확보로 파악되나, 처음으로 IP 전략을 도모하고 있다는 점에서 의미 있다.

③ 방송 외에도 외식(자회사 더스카이팜), 임대사업을 운영 중이다. 외식사업은 세상의 모든 아침, 사대부집 공간 등을 포함한다. 아마도 <펜트하우스>에 유독 세상의 모든 아침 장면이 많은 이유다. 자체 PPL+협찬 수익 내재화다. 지난 3Q20부터 부산 엘시티 전망대 사업이 본격화됐다. '개발'과는 관련 없이 순수 전망대를 임대해 수익을 인식하는 구조다. 2020년 20억 창출, 연간 최소 기대매출은 40억 원 수준이다.

따라서 동사는 재평가가 크게 반영되고 있는 다른 중소형 제작사들과 드라마 제작편수 확대, 수익모델 진화 관점에서 결국 같은 방향성을 향해 가고 있으며 기타사업도 성장 발판을 확보했다. 주가가 차별화될 이유는 없다는 뜻이다.

[표1] 초록뱀 사업부문별 분기 실적 추이

(단위: 억원, %)

DATE	매출액	증감률	방송 프로그램	매니지먼트	임대 (엘시티)	외식	매출 원가	매출 총이익	영업이익	방송 프로그램	매니지먼트	임대 (엘시티)	외식
1Q16	130	27.3	109	13	1	0	106	25	2	-1	-1	0	
2Q16	203	250.2	175	19	1	0	177	27	2	-4	1	0	
3Q16	306	427.0	283	17	1	0	244	62	36	33	-1	0	
4Q16	420	1302.2	396	16	1	0	374	45	38	33	1	0	
1Q17	198	51.7	183	9	1	0	174	24	5	2	1	0	
2Q17	127	-37.5	110	11	1	0	115	12	-9	-6	-1	-1	
3Q17	107	-65.0	90	10	1	0	88	19	2	-7	2	1	
4Q17	157	-62.6	121	9	21	3	127	30	3	4	0	2	0
1Q18	154	-21.9	118	13	0	20	133	21	-10	-11	1		1
2Q18	196	54.5	147	16	0	23	160	36	9	-2	1		2
3Q18	101	-5.7	91	1	0	7	85	16	-1	1	0		0
4Q18	187	19.5	186	0	3	0	163	24	15	15	0		0
1Q19	188	21.9	187		1		179	9	3	3			
2Q19	71	-64.0	54	16	1		65	6	-5	-4	1	0	
3Q19	176	74.3	159	16	1		153	22	11	11	1	0	
4Q19	51	-72.9	34	16	1		34	17	4	5	1	1	
1Q20	45	-76.0	33	11	1		51	-6	-20	-19	0	0	
2Q20	69	-2.8	69	0	0		66	2	-10	-10	0	0	
3Q20	102	-42.1	2	0	9	91	72	30	-3	-12	0	1	8
4Q20	252	396.3	139	0	10	104	293	-41	-53	-60	0	8	0

자료: 초록뱀, 한화투자증권

[표2] 분기별 주요 드라마

분기	방영 드라마	분기	방영 드라마
1Q16		1Q17	
2Q16	또! 오해영(tvN)	2Q17	최고의 한방(KBS2), 듀얼(OCN)
3Q16	W(더블유, MBC), 우리 갑순이(SBS)	3Q17	
4Q16	역도요정 김복주(MBC)	4Q17	
1Q18	나의 아저씨(tvN)	1Q19	왜그래 풍상씨(KBS2)
2Q18	미스트리스(OCN)	2Q19	신입사관 구해령(MBC)
3Q18	아는 와이프(tvN)	3Q19	그 남자의 기억법(MBC)
4Q18	내사랑 치유기(MBC), 알함브라 궁전의 추억(tvN)	4Q19	엑스가리온(만화, 4Q20 IP 청산)
1Q20		2021	결혼작사 이혼작곡(TV 조선) 시즌 1, 2
2Q20			펜트하우스(SBS) 시즌 2, 3
3Q20			오케이 광자매(KBS), <또 오해영> 작가의 신작 준비 중
4Q20	펜트하우스(SBS) 시즌 1		최초 드라마 IP: BTS 드라마 <Youth>, 그날밤(김수현, 차승원 주연)

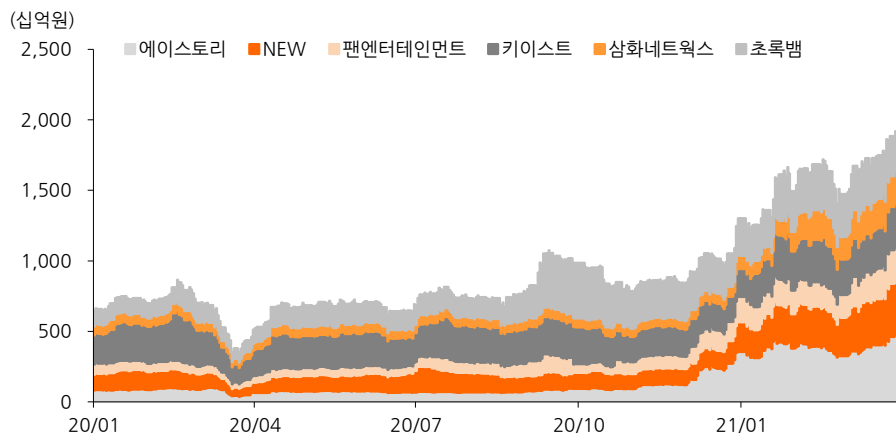
자료: 초록뱀, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 콘텐츠 제작사 수익 모델 비교

	(1) 한국 방송사의 외주제작사	(2) 글로벌 OTT의 외주제작사	(3) IP + 캡티브 채널 보유 제작사
기업	팬엔터테인먼트(068050), 삼화네트웍스(046390), NEW(160550), 초록밴(047820), 키이스트(054780), 화이브라더스(204630) 쇼박스(086980) 등	스튜디오드래곤(253450), 제이콘텐트리(036420) 에이스토리(241840), 키이스트(054780)	스튜디오드래곤, 제이콘텐트리, IHQ(003560), 키이스트, 에이스토리, 팬엔터, NEW, 초록밴, 삼화네트웍스 (캡티브 채널 無, IP 전략 有)
수익모델			
수익모델	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 원가의 70-80%는 본방영을 담당하는 방송사로부터 '방영권료' 항목으로 인식</li> <li>- 대부분의 IP는 방송사에 귀속됨에 따라, 20억 원 차액은 드라마 제작사가 직접 협찬, PPL 등의 부가수익을 통해 창출</li> <li>- 한 드라마 작품당 적자~7% gpm의 박한 수익률</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 원가 전부와 15% 이상의 GPM을 안정적으로 글로벌 OTT 플랫폼이 부담</li> <li>- 협찬&amp;판매 매출이 아닌 오리지널 콘텐츠 편성에서 안정적인 수익 창출</li> <li>- IP 기반의 부가수익 창출 시, RS 구조 가능</li> <li>- 최근 다양한 플랫폼으로부터 오리지널 콘텐츠 니즈 확대, 향후 보장 GPM은 더욱 높아질 것</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 제작비 전액을 제작사가 직접 투자한 후, 드라마를 방영하면서 회수하는 구조</li> <li>- 평균적으로 50-70%는 본방영 담당 방송사로부터 '방영권료' 인식, 10-20%는 협찬+PPL, 나머지 수익은 VOD, OST, 판권 판매로 회수</li> <li>- 일반 드라마 5-10%, 텐트폴 20-30% gpm 겨냥</li> </ul>
매출처	방송국, Non-Captive 채널	글로벌 OTT 플랫폼	캡티브 채널, 글로벌 OTT, Non-Captive 모두 커버, 판권 비딩을 통해 수익성 극대화
IP 소유권	IP 미보유(IP의 대부분은 방송사에 귀속)	IP 미보유(모든 IP는 넷플릭스 귀속)	IP 보유
장점		<ul style="list-style-type: none"> <li>- 제작원가 부담이 없어 안정적 수익 창출</li> <li>- 글로벌 인지도 상승, 제작역량 가치 상승</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 구작+신작 IP 활용을 통한 부가수익 레버리지</li> <li>- 안정적인 캡티브 채널 확보로 편성 부담 없음</li> </ul>
단점	- IP 축적 불가능, 비용 증가 우려로 제한적인 수익성	- 영상물에 대한 IP 축적 불가능	- 구조적인 제작비용 증가에 따른 수익성 저하

자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 중소형 제작사 시가총액 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 초록뱀 드라마 라인업



자료: 초록뱀, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 초록뱀 작가 크리에이터



자료: 초록뱀, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 초록뱀 감독 크리에이터



자료: 초록뱀, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	25	106	59	64	49
매출총이익	0	16	9	10	5
영업이익	-2	8	0	1	1
EBITDA	-2	9	1	2	2
순이자손익	0	-5	-3	5	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	-6	2
세전계속사업손익	-1	6	-13	-15	9
당기순이익	-1	5	-13	-15	9
지배주주순이익	-1	5	-13	-15	8
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-2.9	326.3	-44.4	8.5	-24.0
영업이익	적지	흑전	-98.7	1,194.8	9.2
EBITDA	적지	흑전	-88.2	121.0	-6.3
순이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	1.6	14.9	14.5	15.2	11.2
영업이익률	-9.4	7.3	0.2	2.0	2.9
EBITDA 이익률	-9.3	8.1	1.7	3.5	4.3
세전이익률	-2.5	5.2	-21.8	-23.9	18.5
순이익률	-2.5	4.6	-22.7	-24.0	18.3

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
<b>영업현금흐름</b>	-2	7	1	-22	12
당기순이익	-1	5	-13	-15	9
자산상각비	0	1	1	1	1
운전자본증감	0	-2	2	-26	6
매출채권 감소(증가)	1	-12	8	-3	6
재고자산 감소(증가)	24	44	23	41	32
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	0
<b>투자현금흐름</b>	-74	3	-8	-55	-22
유형자산처분(취득)	-1	-5	-1	-1	-12
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-32	21	-30	-32	16
<b>재무현금흐름</b>	78	-5	-1	80	16
차입금의 증가(감소)	35	-5	-1	60	3
자본의 증가(감소)	41	0	0	20	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
<b>총현금흐름</b>	-2	9	0	3	3
(-)운전자본증가(감소)	-1	7	-6	5	-20
(-)설비투자	1	5	1	1	12
(+)자산매각	0	0	-1	0	0
Free Cash Flow	-3	-3	5	-3	11
(-)기타투자	41	9	-19	43	40
잉여현금	-44	-12	23	-46	-29
<b>NOPLAT</b>	-2	7	0	1	1
(+) Dep	0	1	1	1	1
(-)운전자본투자	-1	7	-6	5	-20
(-)Capex	1	5	1	1	12
OpFCF	-2	-4	6	-4	10

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
<b>유동자산</b>	55	51	42	64	32
현금성자산	48	32	31	54	24
매출채권	6	17	10	9	6
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	59	73	69	105	154
투자자산	21	41	37	90	75
유형자산	0	1	6	2	62
무형자산	38	31	26	14	18
<b>자산총계</b>	114	124	111	169	187
<b>유동부채</b>	49	50	28	73	78
매입채무	4	8	9	2	22
유동성이자부채	42	39	18	69	55
<b>비유동부채</b>	1	2	1	0	1
비유동이자부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	50	52	29	73	78
자본금	25	25	32	38	42
자본잉여금	40	39	57	66	60
이익잉여금	-1	5	-8	-12	8
자본조정	0	3	0	-1	-4
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	64	72	82	96	108

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
<b>주당지표</b>					
EPS	-17	94	-219	-225	99
BPS	1,232	1,382	1,200	811	885
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-61	171	-2	40	35
ROA(%)	-0.9	4.1	-11.3	-11.0	4.6
ROE(%)	-1.5	7.2	-17.4	-17.9	8.4
ROIC(%)	-4.7	11.2	0.1	1.2	1.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-205.5	19.7	-6.1	-7.5	12.3
PBR	2.9	1.3	1.1	2.1	1.4
PSR	5.1	0.9	1.4	1.8	2.1
PCR	-57.9	10.8	-535.3	42.3	34.7
EV/EBITDA	-77.0	12.1	77.1	67.3	65.9
배당수익률	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	77.9	71.9	35.6	75.8	72.3
Net debt/Equity	-7.7	10.0	-15.9	15.5	28.6
Net debt/EBITDA	215.9	84.8	-1,287.3	670.1	1,483.0
유동비율	113.6	101.9	153.2	87.9	41.7
이자보상배율(배)	N/A	1.4	0.0	0.3	0.7
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	45.3	46.4	45.4	41.6	56.3
현금+투자자산	54.7	53.6	54.6	58.4	43.7
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	40.0	35.3	18.0	41.9	33.6
자기자본	60.0	64.7	82.0	58.1	66.4

**[ Compliance Notice ]**

(공표일: 2021년 04월 02일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%