



초록빔미디어 (047820)

첫 사례

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Not Rated

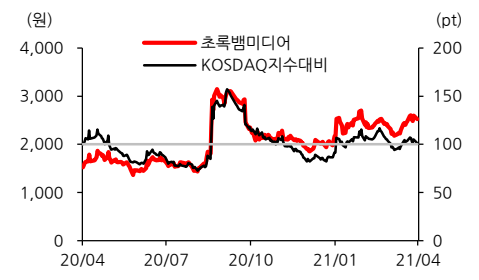
현재 주가(4/21)	2,560원
상승여력	-
시가총액	3,318억원
발행주식수	129,618천주
52 주 최고가 / 최저가	3,145 / 1,364원
90 일 일평균 거래대금	396.67억원
외국인 지분율	3.2%
주주 구성	
김상현 (외 1 인)	0.1%
최희석 (외 1 인)	0.0%
박성수 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.6	18.0	11.3	68.2
상대수익률(KOSDAQ)	0.2	13.8	-11.8	5.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	59	64	49	47
영업이익	0	1	1	-9
EBITDA	1	2	2	-6
지배주주순이익	-13	-15	8	-34
EPS	-219	-225	99	-314
순차입금	-13	20	33	83
PER	-6.1	-7.5	12.3	-6.7
PBR	1.1	2.2	1.4	2.7
EV/EBITDA	77.1	69.6	66.9	-57.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-17.4	-18.4	8.7	-29.1

주가 추이



드라마 IP 확보, 쿠팡의 사전제작 드라마 구매 모두 처음입니다.

중소형 제작사 공시 내용은 당분간 호재

지난 4/2 초록빔미디어 보고서에 대한 업데이트다. 중소형 제작사는 ① 해외 OTT뿐 아니라 국내 OTT에서도 대규모 콘텐츠 투자[그림1-3]가 이어지는 가운데, ② 제작편수 증가, 수익모델 진화[표3]의 기대감으로 재평가 받고 있다. 또한, ③ 콘텐츠 scale-up 기대감도 유효해 앞으로 중소형 제작사의 공시 사항이 매우 중요하다고 주장(4/15 산업자료)한 바 있는데... 그 중 반가운 동사의 공시 소식이 전해졌다.

<어느 날> 목표 GPM 40%

동사의 첫 IP 드라마인 <어느 날>을 100억 원에 쿠팡플레이와 국내 방송권 공급을 계약했다는 내용[표1]이다. 배우 김수현, 차승원이 주연인 <어느 날>은 제작비 약 200억 원(8부작x회당 25억)인데, 그 중 절반을 국내 방송권으로 판매한 셈이다. 쿠팡플레이 런칭 후, 한국 드라마의 대규모 수주는 첫 사례다. 글로벌 판권은 아직 사업자들과 조율 중이며 올해 11월 내 업로드 예정이다.

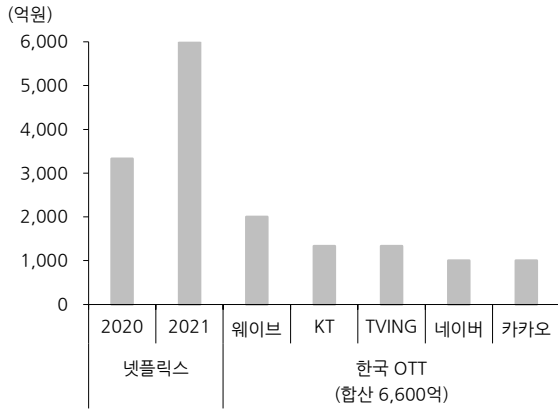
국내 방영권+글로벌 방영권+협찬, PPL 등 부가수익을 감안한 <어느 날>의 제작비 대비 최종 리눅비율은 140%, GPM으로 40%다. 100% IP는 아니지만 절반 이상의 권한을 보유한 것으로 파악된다. 향후 쿠팡 판권가격보다 당연히 높을 것으로 추정되는 <어느 날>의 글로벌 OTT 방영권 판매, 또 다른 IP 작품인 <Youth>의 공시 내용도 기대된다.

일시 조정, 사이클은 사이클

4월에 접어들며 중소형 제작사 주가는 조정을 겪고 있다. 하지만 필자는 많이 오른 탓에 일부 차익 실현, 일시 조정이라 판단한다. 결코 짧지 않을 이 업황은 여전히 중소형 제작사에게 유리한 환경으로 흘러가고 있으며 나올 것은 아직 훨씬 더 많이 남아있기 때문이다.

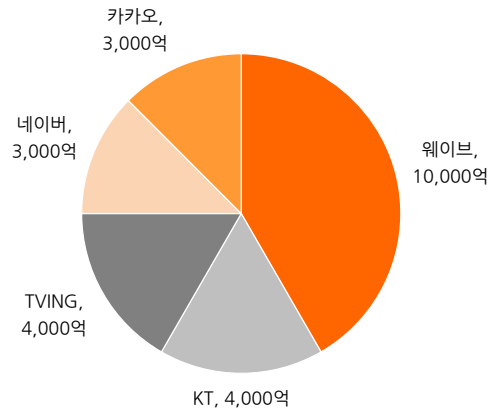
특히 동사는 그간 중소형 제작사의 재평가에 포함되지 못해 오히려 4월에 접어들면서 시장의 관심을 새롭게 받고 있다. 올해 제작 예정인 드라마들이 가시화되면서 과거 최대 연매출 천억 원 돌파도 가능해 보인다. 점진적인 기업가치 상승이 기대된다.

[그림1] 넷플릭스 vs. 한국 OTT 콘텐츠 투자비 비교



자료: 각사, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 현재~2025년까지 확정 콘텐츠 투자비



자료: 각사, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 국내외 OTT의 콘텐츠 투자 지속 → OTT 간 경쟁심화 → 콘텐츠 제작사 수혜

해외 플랫폼

NETFLIX
콘텐츠 투자비: '19년 153억 → '20년 173억 → '21년 190억 달러 예상
순수 한국 콘텐츠 투자: '20년 3,300억 → '21년 6,000억 원
'20년 9월 한국 콘텐츠 별도법인 설립, '21년 1월 파주시 스튜디오와 다년 임대 계약

Disney+
디즈니+: '19년 11월 12일 출시. 월 6.99달러. '24년 약 3억 명 타겟. '21년 하반기 한국 진출, 통신사 접촉 중. '24년까지 국가별 50여편 오리지널 콘텐츠 제작

Apple tv+
애플tv+: '19년 11월 1일 출시. 월 4.99달러. '21년 아시아 타겟 드라마 <파친코> 제작(총 제작비 약 1000억 원). '20년 2월 한국 인력 채용 시작, 8월 한국어 자막 추가, 한국 UI 업데이트

HBO max
HBO MAX: '20년 5월 27일 출시. 월 14.99달러. '20년 오리지널 31개. '21년 신작 17편 모두 극장과 동시 개봉
한국 진출 위해 국내 통신사, OTT와 적극 협업 계획

prime video
아마존 프라임 비디오: '06년 9월 7일 출시. 전세계 약 1.5천만명 구독자 보유
연내 한국 론칭 목표, SKT와 협력 방안 논의 중

국내 플랫폼

wavve
웨이브: '23년까지 3,000억 원 → '25년까지 총 1조 원 투자
쿠팡: '20년 7월 싱가포르 OTT Hooq 인수, <쿠팡플레이> 출시, 쇼박스+NEW와 콘텐츠 공급 계약

NAVER
NAVER: 3년간 총 3,000억 원 투자, CJ그룹과 빅히트와 제휴, IP 기반 콘텐츠 확장

kakaoTV
카카오: 3년간 총 3,000억 원 투자, '24년부터 연간 4,000억 원 투자, 카카오페이지+카카오M = 카카오엔터테인먼트 출범,

TVING
티빙(CJENM): 3년간 4,000억 원 투자, 오리지널 콘텐츠 20여개 공개, '23년까지 유료가입자 500만 명 확보 목표

[통신3사] KT: 3년간 4,000억 원 투자, 100여개 드라마 IP확보
SKT: 3년간 오리지널 콘텐츠에 3,000억 원 투자
LGU+: 해외 OTT와 제휴해 서비스 제공

기존 사업자

신규 사업자 진입

양질의 콘텐츠에 대한 수요(P, Q 양 측면에서)는 더욱 확대될 것

콘텐츠 제작사 수혜

자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 2021년 초록백 드라마 라인업

제목(혹은 가제)	편성	배우	작가	PD	추가 내용
결혼작사 이혼작곡 1~2	TV 조선	성훈 박주미	임성한 <인어아가씨>, <하늘이시여>	정희석	TV 조선에서 시청률 10% 육박 6월부터 시즌 2 방영 확정
펜트하우스 2~3	SBS	유진 김소연	김순옥 <황후의 품격>	주동민 <황후의 품격>	
오케이 광자매	KBS2	홍은희 전혜빈	문영남 <왜그래 풍상씨>		주말극 50부작, 제작비 200억 팬엔터와 공동제작 / 외주제작
어느 날(구 그날 밤)	쿠팡 외	김수현 차승원	권순규 <무사 백동수>	이명우 <편의점 셋별이>, <열혈사제>	BBC <크리미널 저스티스> 리메이크 제작비 200억원, 일부 IP 확보
유스	글로벌 OTT		김수진 <눈이부시게>		제작비 400억원, BTS 드라마, 일부 IP 확보
미정			박해영 <또 오해영>		

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 초록백 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	엑스加里온(만화, 4Q20 IP 청산)
1Q20		2021	결혼작사 이혼작곡(TV 조선) 시즌 1, 2 펜트하우스(SBS) 시즌 2, 3 오케이 광자매(KBS), <또 오해영> 작가의 신작 준비 중 최초 드라마 IP: BTS 드라마 <Youth>, 어느 날(김수현, 차승원 주연)
2Q20			
3Q20			
4Q20	펜트하우스(SBS) 시즌 1		

자료: 초록백, 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), 초록빔(047820), 키이스트(054780), 화이브러더스(204630) 쇼박스(086980) 등	스튜디오드래곤(253450), 제이콘텐츠(036420) 에이스토리(241840), 키이스트(054780)	스튜디오드래곤, 제이콘텐츠, IHQ(003560), 키이스트, 에이스토리, 팬엔터, NEW, 초록빔, 삼화네트웍스 (캡티브 채널 無 IP 전략 有)
초록빔 드라마	펜트하우스(SBS), W(더블유, MBC), 또! 오해영(tvN), 나의 아저씨(tvN), 알함브라 궁전의 추억(tvN), 결혼작사 이혼작곡(TV 조선) 등		어느 날(쿠팡+해외 OTT 미정), Youth(미정)
수익모델			
수익모델	<ul style="list-style-type: none"> - 원가의 70-80%는 본방영을 담당하는 방송사로부터 '방영권료' 항목으로 인식 - IP는 방송사에 귀속, 20억 원 차액은 드라마 제작사가 직접 협찬, PPL 등의 부가수익을 통해 창출 - 한 드라마 작품당 적자~7% gpm의 박한 수익률 - 초록빔이 2020-2021년 제작한 드라마는 높은 시청률로 순수 외주제작사 몫인 협찬+PPL 수익이 증가하는 상황, (1) BM에도 불구하고, 높은 수익성 창출 	<ul style="list-style-type: none"> - 원가 전부와 15% 이상의 GPM을 안정적으로 글로벌 OTT 플랫폼이 부담 - IP 기반의 부가수익 창출 시, RS 구조 가능 - 최근 다양한 플랫폼으로부터 오리지널 콘텐츠 니즈 확대, 향후 보장 GPM은 더욱 높아질 것 	<ul style="list-style-type: none"> - 제작비 전액을 제작사가 직접 투자한 후, 드라마를 방영하면서 회수하는 구조 - 평균적으로 50-70%는 방영권료, 10-20%는 협찬+PPL, 나머지는 국내외 판권 판매로 회수 - 일반 드라마 5-10%, 텐트폴 20-30% gpm 겨냥
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"> - 제작원가 부담이 없어 안정적 수익 창출 - 글로벌 인지도 상승, 제작역량 가치 상승 	<ul style="list-style-type: none"> - 구작+신작 IP 활용을 통한 부가수익 레버리지 - 안정적인 캡티브 채널 확보로 편성 부담 없음
단점	- IP 축적 불가능, 비용 증가 우려로 제한적인 수익성	- 영상물에 대한 IP 축적 불가능	- 구조적인 제작비용 증가에 따른 수익성 저하

자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 초록백 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

주: 4Q20 <펜트하우스 시즌 1> 반영되며 매출액 급증, 그러나 2019년 제작한 <엑스가리온> IP 청산으로 일시적 손실 반영

자료: 초록백, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	106	59	64	49	47
매출총이익	16	9	10	5	-1
영업이익	8	0	1	1	-9
EBITDA	9	1	2	2	-6
순이자손익	-5	-3	5	0	-1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	-6	2	5
세전계속사업손익	6	-13	-15	8	-35
당기순이익	5	-13	-15	8	-34
지배주주순이익	5	-13	-15	8	-34
증가율(%)					
매출액	326.3	-44.4	8.5	-24.0	-3.7
영업이익	흑전	-98.7	1,194.8	9.2	적전
EBITDA	흑전	-88.2	121.0	-6.3	적전
순이익	흑전	적전	적지	흑전	적전
이익률(%)					
매출총이익률	14.9	14.5	15.2	11.2	-3.2
영업이익률	7.3	0.2	2.0	2.9	-18.4
EBITDA 이익률	8.1	1.7	3.5	4.3	-13.0
세전이익률	5.2	-21.8	-24.1	17.2	-73.8
순이익률	4.6	-22.7	-24.2	17.0	-72.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	7	1	-22	12	1
당기순이익	5	-13	-15	8	-34
자산상각비	1	1	1	1	3
운전자본증감	-2	2	-26	6	9
매출채권 감소(증가)	-12	8	-3	6	-4
재고자산 감소(증가)	44	23	41	32	28
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	0
투자현금흐름	3	-8	-55	-22	-69
유형자산처분(취득)	-5	-1	-1	-12	-7
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	21	-30	-32	16	23
재무현금흐름	-5	-1	80	16	89
차입금의 증가(감소)	-5	-1	60	3	59
자본의 증가(감소)	0	0	20	0	46
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	9	0	3	3	-10
(-)운전자본증가(감소)	7	-6	5	-20	12
(-)설비투자	5	1	1	12	8
(+)자산매각	0	-1	0	0	2
Free Cash Flow	-3	5	-3	11	-28
(-)기타투자	9	-19	43	40	65
잉여현금	-12	23	-46	-29	-93
NOPLAT	7	0	1	1	-6
(+) Dep	1	1	1	1	3
(-)운전자본투자	7	-6	5	-20	12
(-)Capex	5	1	1	12	8
OpFCF	-4	6	-4	10	-24

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	51	42	64	32	76
현금성자산	32	31	54	24	64
매출채권	17	10	9	6	9
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	73	69	105	154	223
투자자산	41	37	90	75	178
유형자산	1	6	2	62	9
무형자산	31	26	14	18	35
자산총계	124	111	169	187	299
유동부채	50	28	73	78	120
매입채무	8	9	2	22	6
유동성이자부채	39	18	69	55	106
비유동부채	2	1	5	3	46
비유동이자부채	0	0	5	2	41
부채총계	52	29	78	80	166
자본금	25	32	38	42	64
자본잉여금	39	57	66	60	95
이익잉여금	5	-8	-12	8	-25
자본조정	3	0	-1	-4	-4
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	72	82	91	106	133

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	94	-219	-225	99	-314
BPS	1,382	1,200	765	869	785
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	171	-2	40	35	-92
ROA(%)	4.1	-11.3	-11.0	4.6	-14.0
ROE(%)	7.2	-17.4	-18.4	8.7	-29.1
ROIC(%)	11.2	0.1	1.2	1.2	-4.1
Multiples(x, %)					
PER	19.7	-6.1	-7.5	12.3	-6.7
PBR	1.3	1.1	2.2	1.4	2.7
PSR	0.9	1.4	1.8	2.1	4.8
PCR	10.8	-535.3	42.3	34.7	-22.8
EV/EBITDA	12.1	77.1	69.6	66.9	-57.1
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	71.9	35.6	85.6	75.5	124.2
Net debt/Equity	10.0	-15.9	22.0	31.0	61.9
Net debt/EBITDA	84.8	-1,287.3	899.1	1,577.2	-1,358.5
유동비율	101.9	153.2	87.9	41.7	63.3
이자보상배율(배)	1.4	0.0	0.3	0.7	n/a
자산구조(%)					
투하자본	46.4	45.4	41.6	56.3	42.2
현금+투자자산	53.6	54.6	58.4	43.7	57.8
자본구조(%)					
차입금	35.3	18.0	45.0	34.8	52.4
자기자본	64.7	82.0	55.0	65.2	47.6

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 04월 22일)

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, 조은아)
 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%