



초록빔미디어 (047820)

2017년 이후 최대 분기 영업이익

Not Rated

현재 주가(5/21)	2,390원
상승여력	41,741.1%
시가총액	3,889억원
발행주식수	162,702천주
52 주 최고가 / 최저가	3,145 / 1,364원
90 일 일평균 거래대금	183.12억원
외국인 지분율	2.6%

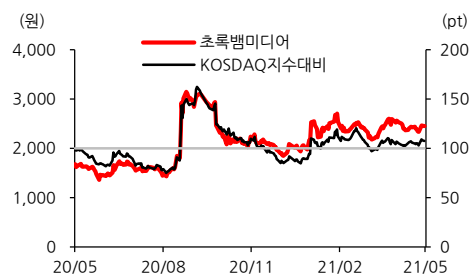
주주 구성	
초록빔컴퍼니 (외 1인)	22.7%
김상현 (외 1인)	0.1%
이응길 (외 1인)	0.1%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.6	-5.7	6.7	42.3
상대수익률(KOSDAQ)	-1.1	-5.8	-4.3	7.5

(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	-	-	-	-
ROE	-17.4	-18.4	8.7	-29.1

주가 추이



지난 5/20 외주제작산업 자료의 연장선으로 올해 최대 실적이 예상되는 초록빔미디어의 NDR 후기를 담았습니다.

방송사업, 뚜렷한 매출 성장 및 수익성 제고

동사의 1Q21 연결 매출액은 379억, 영업이익 21억 원으로 중국향 매출이 사라진 2017년 이후 가장 높은 실적[표1]을 기록했다. ① 방송 실적은 <펜트하우스2>, <결혼작사 이혼작곡> 등 외주제작 작품들만 반영했지만, 높은 시청률에 기반한 협찬 및 PPL 등의 부가수익 성과로 초과이익을 달성했다. 수익성 역시 GPM 17%, OPM 6%로 높았다.

2Q21에는 <오케이 광자매>, <펜트하우스3>, <결혼작사 이혼작곡2> 실적이 반영된다. 시즌물로 개발되는만큼 제작비 대비 리스크비용 상승, 후행 매출 증가 등으로 수익성은 더욱 개선될 것으로 기대된다. 과거에는 적자~7% GPM을 맴돌던 수익모델[표4]이 점차 호전되고 있다는 의미다. 외주제작만으로도 양호한 상반기를 예상하는 가운데...

하반기부터는 창립 이래 처음으로 IP 드라마 수익을 인식할 전망이다. BTS의 세계관을 영상화 시킨 <Youth>와 김수현, 차승원 주연의 <어느 날>이다. 제작비는 각각 2~300억, 200억 원으로 두 작품 모두 한참 촬영 중이며 올해 내로 방영할 계획이다. <어느 날>은 200억 원 제작비 중 절반인 100억 원을 쿠팡에게 국내 판권으로 판매했고, 현재 해외 OTT와 중국 사업자, 협찬 부가수익을 협상 중이며 <Youth>도 글로벌 대형 OTT에게 납품을 계획 중이다.

임대+외식사업, 이익 기여도 확대 전망

2H20부터 본격화된 ② 부산 엘시티 전망대 임대사업은 1Q21 매출액 10억, 영업이익 7억 원을 기록했다. 연간 최소 40억 원 MG 계약이다. 실적 변동성 완화에 기여, 대규모 비용 투자가 없는 고마진 사업이다.

③ 마지막으로 외식사업은 BEP를 기록했다. <세상의 모든 아침>, <사대 부집 곳간> 등 외식사업은 코로나로 적자였지만, 치킨 가맹사업의 흑자로 상쇄시켰다. 향후 밀키트, HMR 사업으로 확대해나갈 전략이며 외식사업은 1Q21를 저점으로 수익 기여도가 확대될 것으로 예상된다.

방송+외식+임대 세 사업부문의 balance로 올해는 2016년을 넘어서는 연간 최대 실적을 예상한다.

[표1] 초록뱀미디어 사업부문별 연간 및 분기 실적 추이

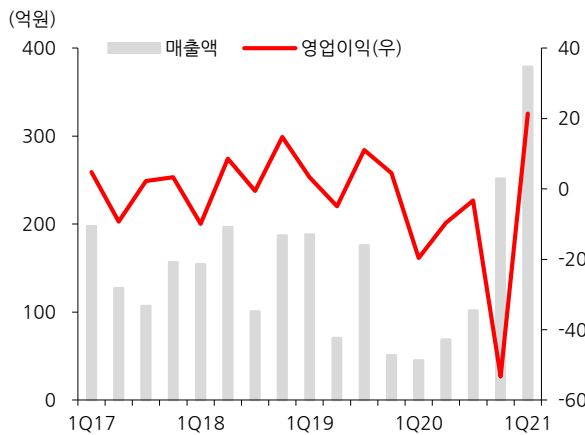
(단위: 억원, %)

DATE	매출액	growth	방송	임대사업	외식사업	매출원가	매출총이익	GPM	영업이익	방송	임대사업	외식사업	OPM
2013	226					212	14	6.3%	-19				-8.3%
2014	256	12.9%				251	5	1.9%	-21				-8.4%
2015	248	-2.9%				244	4	1.6%	-23				-9.4%
2016	1,059	326.3%				901	158	14.9%	77				7.3%
2017	588	-44.4%				503	85	14.5%	1				0.2%
2018	639	8.5%				542	97	15.2%	13				2.0%
2019	485	-24.0%				431	54	11.2%	14				2.9%
2020	467	-3.7%				482	-15	-3.2%	-86				-18.4%
1Q16	130	27.3%	109	1	0	106	25	18.8%	2	-1	0		1.4%
2Q16	203	250.2%	175	1	0	177	27	13.2%	2	-4	0		1.1%
3Q16	306	427.0%	283	1	0	244	62	20.1%	36	33	0		11.6%
4Q16	420	1302.2%	396	1	0	374	45	10.8%	38	33	0		9.0%
1Q17	198	51.7%	183	1	0	174	24	12.2%	5	2	0		2.4%
2Q17	127	-37.5%	110	1	0	115	12	9.5%	-9	-6	-1		-7.3%
3Q17	107	-65.0%	90	1	0	88	19	17.6%	2	-7	1		2.1%
4Q17	157	-62.6%	121	21	3	127	30	19.2%	3	4	2	0	2.1%
1Q18	154	-21.9%	118	0	20	133	21	13.8%	-10	-11		1	-6.5%
2Q18	196	54.5%	147	0	23	160	36	18.4%	9	-2		2	4.4%
3Q18	101	-5.7%	91	0	7	85	16	15.7%	-1	1		0	-0.5%
4Q18	187	19.5%	186	3	0	163	24	12.7%	15	15		0	7.9%
1Q19	188	21.9%	187	1		179	9	5.0%	3	3			1.8%
2Q19	71	-64.0%	54	1		65	6	8.1%	-5	-4	0		-6.9%
3Q19	176	74.3%	159	1		153	22	12.7%	11	11	0		6.3%
4Q19	51	-72.9%	34	1		34	17	33.5%	4	5	1		8.9%
1Q20	45	-76.0%	33	1		51	-6	-13.1%	-20	-19	0		-43.4%
2Q20	69	-2.8%	69	0		66	2	3.5%	-10	-10	0		-14.1%
3Q20	102	-42.1%	2	9	91	72	30	29.3%	-3	-12	1	8	-3.2%
4Q20	252	396.3%	139	10	104	293	-41	-16.4%	-53	-60	8	0	-21.2%
1Q21	379	738.0%	231	10	138	316	62	16.5%	21	15	7	0	5.6%

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

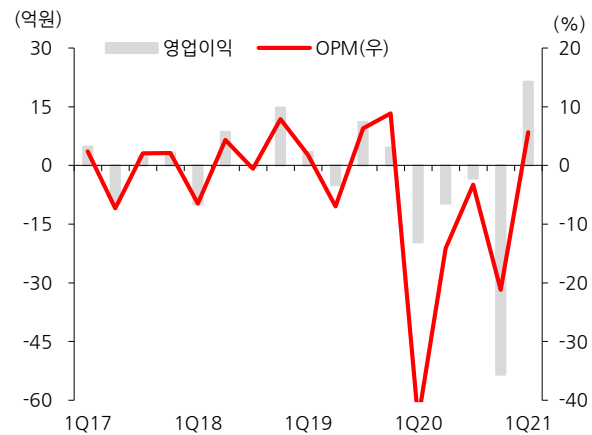
자료: 초록뱀, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 초록백미디어 분기별 실적 추이



자료: 초록백미디어, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 초록백미디어 분기별 실적 추이



자료: 초록백미디어, 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	엑스가리온(만화, 4Q20 IP 청산)
4Q18	내사랑 치유기(MBC), 알함브라 궁전의 추억(tvN)	4Q19	
1Q20	그 남자의 기억법(MBC)	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] 2021년 초록백 드라마 라인업 상세 내용

제목(혹은 가제)	편성	배우	작가	PD	추가 내용
결혼작사 이혼작곡 1~2	TV 조선	성훈 박주미	임성한 <인어아가씨>, <하늘이시어>	정희석	TV 조선에서 시청률 10% 육박 6월부터 시즌 2 방영 확정
펜트하우스 2~3	SBS	유진 김소연	김순욱 <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)	국내: 쿠팡 해외: 협상 중	김수현 차승원	권순규 <무사 백동수>	이명우 <편의점 셋별이>, <열혈사제>	BBC <크리미널 저스티스> 리메이크 제작비 200억원, 일부 IP 확보 쿠팡에게 국내판권 100억 원 판매 해외 OTT 협상 중
Youth	글로벌 OTT 협상 중		김수진 <눈이부시게>		제작비 약 300억원, BTS 세계관 드라마, 일부 IP 확보
미정			박해영 <또 오해영>		

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 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), 초록빔미디어(047820), 키이스트(054780) 쇼박스(086980) 등	스튜디오드래곤(253450), 제이콘텐트리(036420) 에이스토리(241840), 키이스트(054780)	스튜디오드래곤, 제이콘텐트리, IHQ(003560), 키이스트, 에이스토리, 팬엔터, NEW, 초록빔미디어, 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	70-80% 20-30% 부가수익에 대한 RS는 지극히 미미, IP의 대부분은 방송사 귀속	← 최소 15% 안전 GPM 보장 제작원가 100%는 전액 회수 가능 영상물에 대한 IP는 전부 넷플릭스에 귀속	50-70% 10-20% 40%+α
수익모델	- 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 뒤편 협찬+PPL 수익이 증가하는 상황, (1) BM에도 불구하고, 높은 수익성 창출	- 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 - 후발주자인 디즈니플러스 GPM 30~40% 예상	- 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		- 제작원가 부담이 없어 안정적 수익 창출 - 글로벌 인지도 상승, 제작역량 가치 상승	- 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

[표5] 초록빔미디어 드라마 투자 현황

(단위: 억원)

연도	작품명	총 제작비	회차	회당제작비
2020	기억법	90	16	5.6
	펜트하우스 1	134	20	6.7
2021	펜트하우스 2	134	20	6.7
	펜트하우스 3	134	20	6.7
	결혼작사 이혼작곡 1	112	16	7.0
	결혼작사 이혼작곡 2	112	16	7.0
	오케이 광자매	90	50	1.8
	Youth(추정)	300	10	30.0
	어느 날(추정)	200	8	25.0

자료: 초록빔미디어, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 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)

12 월 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)

12 월 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)

12 월 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 05월 24일)

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 책임소재에 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%