



초록백미디어 (047820)

수익모델 진화의 서막

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

Not Rated

현재 주가(9/14)	2,590원
상승여력	-
시가총액	4,251억원
발행주식수	164,149천주
52 주 최고가 / 최저가	3,145 / 1,850원
90 일 일평균 거래대금	169.49억원
외국인 지분율	2.5%
주주 구성	
초록백컴퍼니 (외 1인)	20.0%
김세연 (외 1인)	0.2%
이응길 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.6	3.8	2.4	-17.6
상대수익률(KOSDAQ)	1.9	-0.2	-9.8	-33.7

(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



수익모델 변화를 앞둔 동사가 획기적인 장기 비전을 제시했습니다.

4Q21 수익모델 진화의 서막

동사는 가장 열악한 '방송사의 외주제작' 수익모델인데도 불구하고, <결혼작사 이혼작곡>, <펜트하우스>의 흥행으로 1H21 매출액 644억, 영업이익 38억 원을 기록했다. 반기 기준으로 보면 최대 성과표1, 그림 1]다. 3Q21에는 <오케이 광자매>도 반영돼 더 높은 실적 성장이 기대되는 가운데, 동사는 본격적인 수익모델 진화의 전환점[표4]에 서있다.

바로 롱테일 비즈니스가 가능한 'IP 보유' 모델이다. 첫 작품은 11월 말 글로벌 동시방영되는 김수현, 차승원 주연의 <어느 날>이다. 이미 쿠팡 플레이, 코퍼스코리아, Viu향 선판매로 제작비 약 200억 원을 온전히 리눅했다. 추가로 논의 중인 OTT향 판매 및 부가수익 등을 감안하면 기존 대비 월등히 높은 GPM이 기대된다. 두 번째 IP는 BTS 세계관을 영상화한 <Youth>다. 내년 초 방영 목표이며 하이브와 IP를 공유한다.

획기적인 장기 비전 제시

작년 말부터 중소형사는 외주제작 → 'IP 보유' 모델로 진화를 시도 중이다. 이는 풍부한 자본력을 요구하는데, 글로벌향 선판매를 아무리 빠르게 진행하더라도 '사전제작'이 더 중요하기에 제작사가 직접 모든 제작비를 투자할 수 있어야 하기 때문이다. 그간 중소형사들이 방송사 외주제작 모델에 멈춰있던 이유 중 하나기도 하다. 자본력이 적어서다.

동사의 자체제작 자금은 약 2,000억 원(보유현금 630억+현금화가능자산 1,000억+유상증자(21/9/30) 200억+투자금 회수)이다. 엘시티 전망대 임대 사업으로 최소 영업이익(MG)도 매년 40억 원씩 쌓인다. 캡티브 채널을 보유한 대형 2개사를 제외하면 자금 역량은 중소형사 중 최고다. 동사는 이를 기반으로 매우 획기적인 장기 비전을 제시했는데...

2026년 목표 매출액 2,000억 원, 드라마 캐파 20편... 바로 기타 중소형사들과의 동맹[그림4,5]을 통해서다. 현재 소속 PD와 작가는 각각 11명, 27명, 캐파는 연간 ~5편인데 이들과 동맹하면 총 20명, 51명을 보유하게 되며 기획 단계에서 플랫폼에게 주도권을 뺏기지 않기 위해 동사가 직접 자금을 수혈해 IP를 최대한 지켜내는 전략이다. 이는 중간 점검이 여러 번 요구되겠지만... 일단 너무 좋은 올해에 집중할 때다.

[표1] 초록백미디어 사업부문별 연간 및 분기 실적 추이

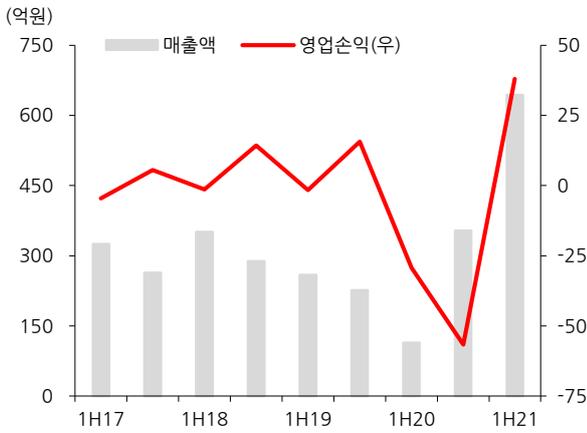
(단위: 억원, %)

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%
2Q21	265	285.4%	139	11	115	235	30	11.2%	17	3	7	9	6.3%

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

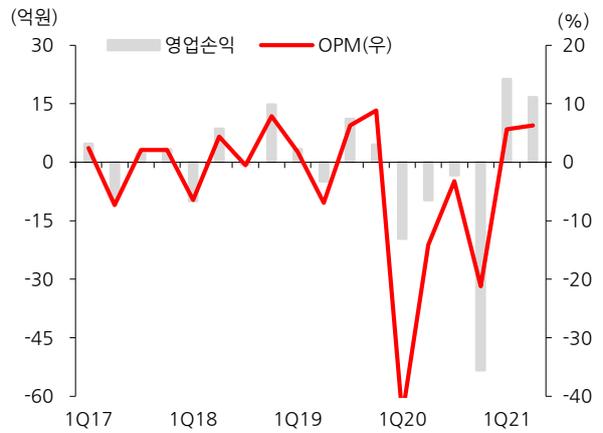
자료: 초록백, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 초록백미디어 반기 실적 추이



자료: 초록백미디어, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 초록백미디어 분기별 수익성 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	엑스加里온(만화, 4Q20 IP 청산)
4Q18	내사랑 치유기(MBC), 알함브라 궁전의 추억(tvN)	4Q19	
1Q20	그 남자의 기억법(MBC)	2021	결혼작사 이혼작곡(TV조선) 시즌 1, 2 펜트하우스(SBS) 시즌 2, 3 오케이 광자매(KBS2) 주말드라마 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 시즌 1 & 2 시청률 각각 9.7%, 16.6%
펜트하우스 2~3	SBS	유진 김소연	김순욱 <황후의 품격>	주동민 <황후의 품격>	펜트하우스 시즌 2 시청률 29.2% 시즌 3 시청률 19.1%
오케이 광자매	KBS2	홍은희 전혜빈	문영남 <왜그래 풍상씨>		주말극 50부작, 제작비 200억 팬엔터와 공동제작 / 외주제작
어느 날(구 그날 밤)	국내: 쿠팡 해외: Viu, 코퍼스코리아, 그 외 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 350억원, BTS 세계관 드라마, 일부 IP 확보(IP 공동 소유)
나의 해방 일지 (2022년 방영 예정)	JTBC	이민기 김지원	박해영 <또 오해영>, <나의 아저씨>	김석윤 <눈이 부시게>, <로스쿨>	일부 IP 확보

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

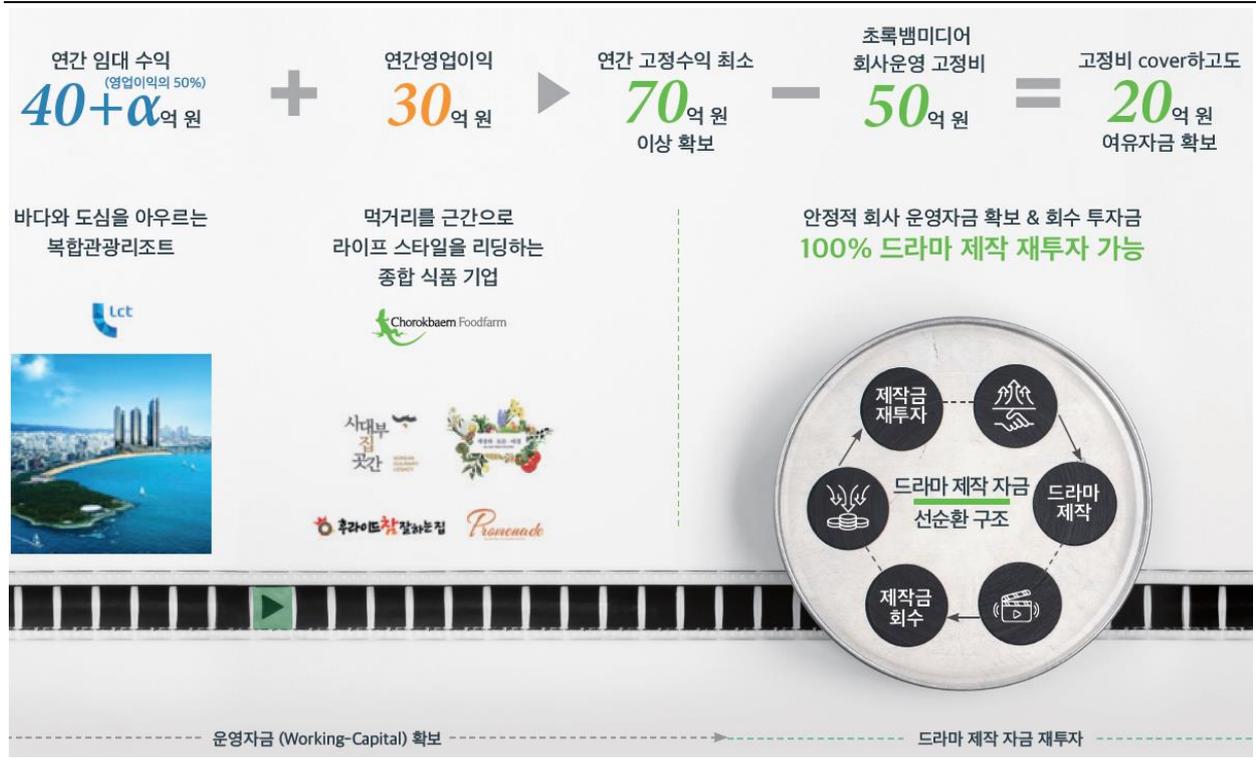
[표4] 콘텐츠 제작사 수익 모델 비교

	(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	다양한 OTT 사업자와 오리지널 제작 논의 중	어느 날(쿠방+ViU+코퍼스코리아+추가 논의 중), 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 뒀던 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 - 후발주자인 디즈니플러스 GPM 30~40% 예상 	<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

주: (1) < (2) < (3) 순으로 진화

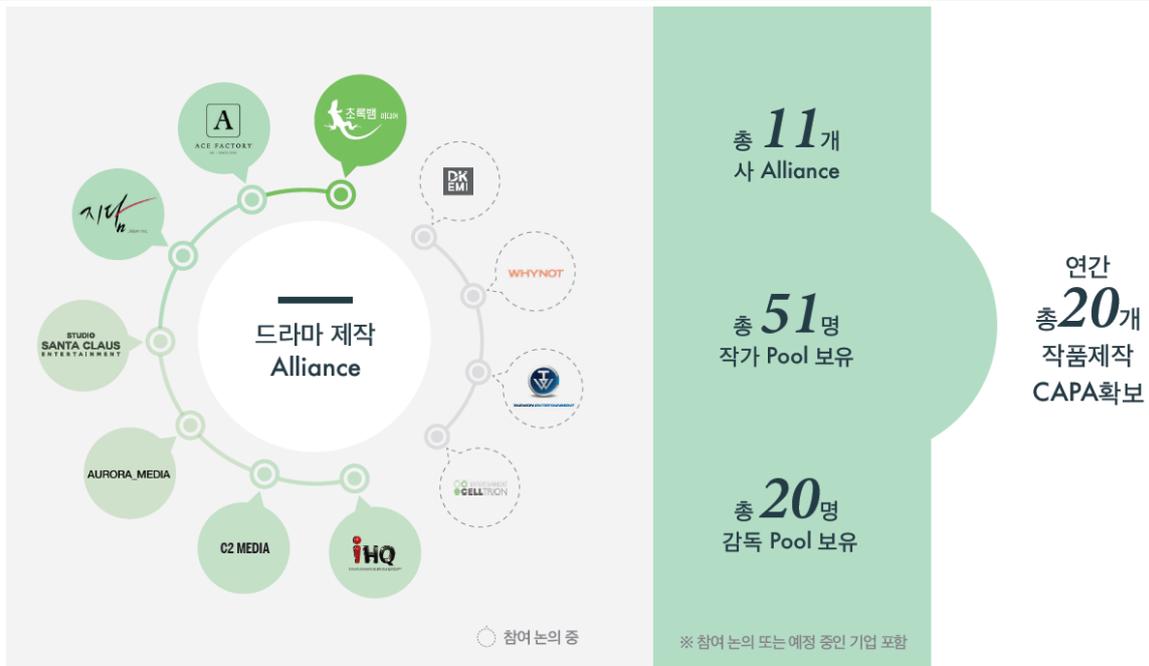
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주요 경쟁 우위 : 안정적 캐시카우 보유, 콘텐츠 제작 선순환 구조 확립



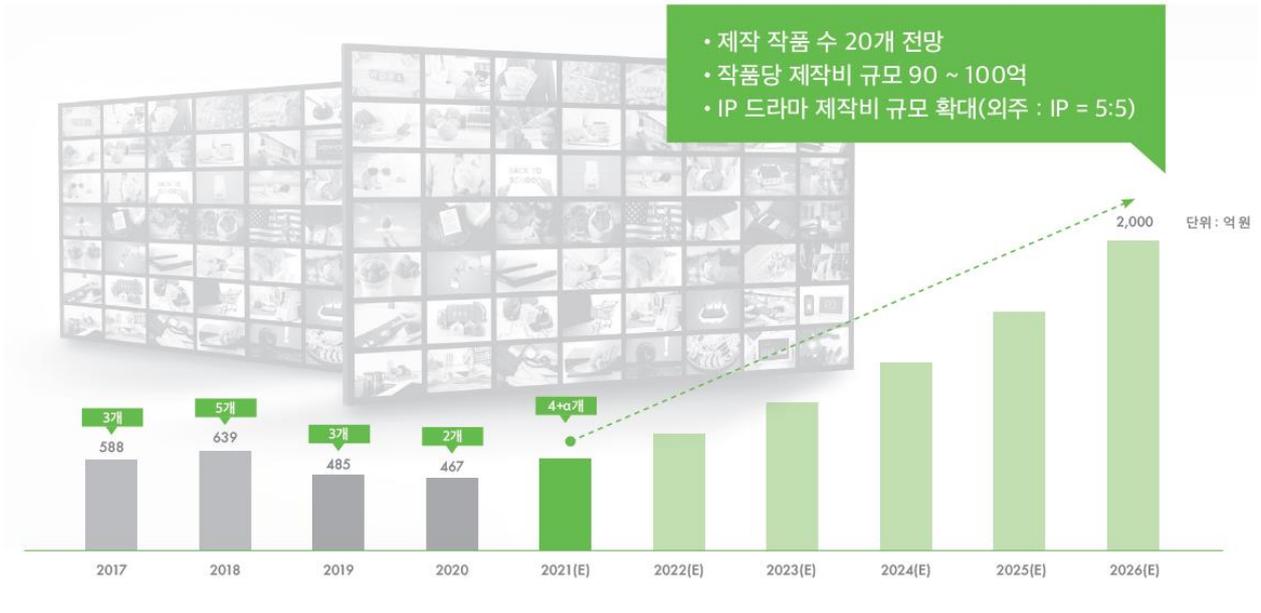
자료: 초록백미디어, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 종합 콘텐츠 제작 플랫폼 구축 : 드라마 Alliance 를 통해 국내 최대규모 연간 작품 제작역량 확보



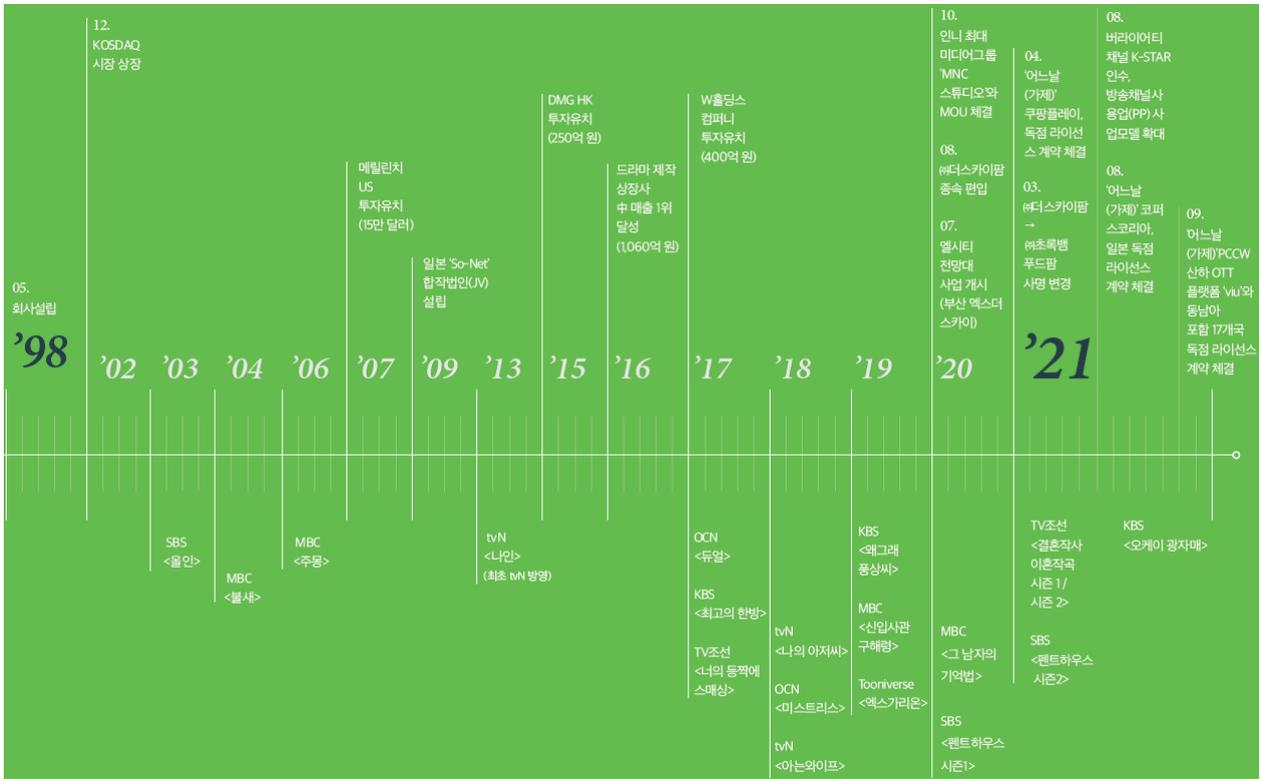
자료: 초록백미디어, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 매출액 및 드라마 제작 편수 전망



자료: 초록백미디어, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 초록백미디어 성장 연혁



자료: 초록백미디어, 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 09월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.1%	3.9%	0.0%	100.0%