신한금융투자

SBS (034120)

시가총액 1조원을 향해

매수 (유지)

주가 (2월 21일)	22,800 원
목표주가	31,000 원 (유지)
상승여력	36.0%

홍세종 ☎ (02) 3772-1584 ✉ sejonghong@shinhan.com

구현지 ☎ (02) 3772-1508 ✉ hyunji.ku@shinhan.com

KOSPI		2,228.66p
KOSDAQ		747.33p
시가총액		416.2 십억원
액면가		5,000 원
발행주식수		18.3 백만주
유동주식수		11.0 백만주(60.0%)
52 주 최고가/최저가		27,050 원/18,000 원
일평균 거래량 (60 일)		45,280 주
일평균 거래액 (60 일)		991 백만원
외국인 지분율		0.00%
주요주주	SBS 미디어홀딩스	36.92%
	국민연금	13.46%
절대수익률	3 개월	9.6%
	6 개월	23.9%
	12 개월	-9.0%
KOSPI 대비 상대수익률	3 개월	2.1%
	6 개월	26.2%
	12 개월	-0.8%

- 지배구조 개편 결정
- 분명해지는 중장기 방향성
- 목표주가 31,000원, 투자의견 '매수' 유지

지배구조 개편 결정

SBS콘텐츠허브(046140)의 최대주주 변경이 있었다. 최대주주인 SBS미디어홀딩스(101060)가 보유한 13,943,122주(64.96%)를 장내시간외 대량매매를 통해 SBS(034120)에게 매각했다. 매각 목적은 전략적 협업관계 강화다. SBS의 취득금액은 809억원으로 SBS콘텐츠허브의 현재 주가 수준을 반영했다. 지배구조 변경과 수직 계열화에 따른 수혜는 일단 SBS다. SBS미디어홀딩스는 이제 지주회사로서의 기능만 수행하게 된다. SBS의 경우 광고와 판권의 별도 실적에 유통, 투자, 재방 등의 연결 실적이 편입될 전망이다.

분명해지는 중장기 방향성

노조가 강력히 요구했던 SBS를 중심으로 한 지배구조 개편은 반영됐다. 반대로 사측이 노조에 요구해왔던 회사 방침도 조만간 관철될 전망이다. 드라마 사업부 분사다. 2019년 드라마 라인업은 이런 방향성을 이미 반영하고 있다. 드라마 사업부 분사 이후의 SBS의 이론 시가총액은 큰 폭으로 증가할 수 있다. SBS의 기존 광고에 SBS콘텐츠허브의 유통, 드라마 스튜디오(분사 이후)의 별도 가치를 더하면 9천억원 이상의 시가총액이 충분히 설명될 수 있다.

문화체육관광부의 중간광고 관련 자구책 마련 요청을 확대 해석할 필요는 전혀 없다. 시간대별 중간광고 차등 적용, 교양 비중 유지, 전후광고 판매가격 하락 유도 등을 통해 충분히 정부 부처의 요구에 대응할 수 있다. 2019년 별도 영업이익은 중간광고 지연에도 333억원(흑자전환 YoY)이 기대된다.

목표주가 31,000원, 투자의견 '매수' 유지

목표주가 31,000원을 유지한다. 1) 드라마 스튜디오 설립을 통한 기업가치 재평가 임박, 2) 큰 폭으로 증가하는 2019년 영업이익(YoY 흑자전환), 3) 미디어 내 가장 저평가 국면의 밸류에이션(2019년 PBR 0.7배)을 근거로 매수 관점을 유지한다. 시가총액 1조원은 절대 꿈이 아니다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2016	798.6	(8.9)	(1.8)	(1.1)	(59)	적전	29,739	(441.3)	21.9	0.9	(0.2)	0.1
2017	737.7	14.0	17.2	14.0	768	흑전	30,559	33.7	10.7	0.8	2.5	2.7
2018F	862.9	(0.9)	3.2	2.7	146	(81.0)	30,705	156.2	13.2	0.7	0.5	0.5
2019F	756.0	33.3	38.3	31.0	1,698	1,063.5	31,871	13.4	5.8	0.7	5.4	(6.8)
2020F	815.8	31.4	37.3	29.1	1,594	(6.1)	32,932	14.3	5.7	0.7	4.9	(9.8)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

전격적인 지배 구조 개편 결정

SBS가 SBS미디어홀딩스가 보유한 SBS콘텐츠허브 65% 지분을 인수

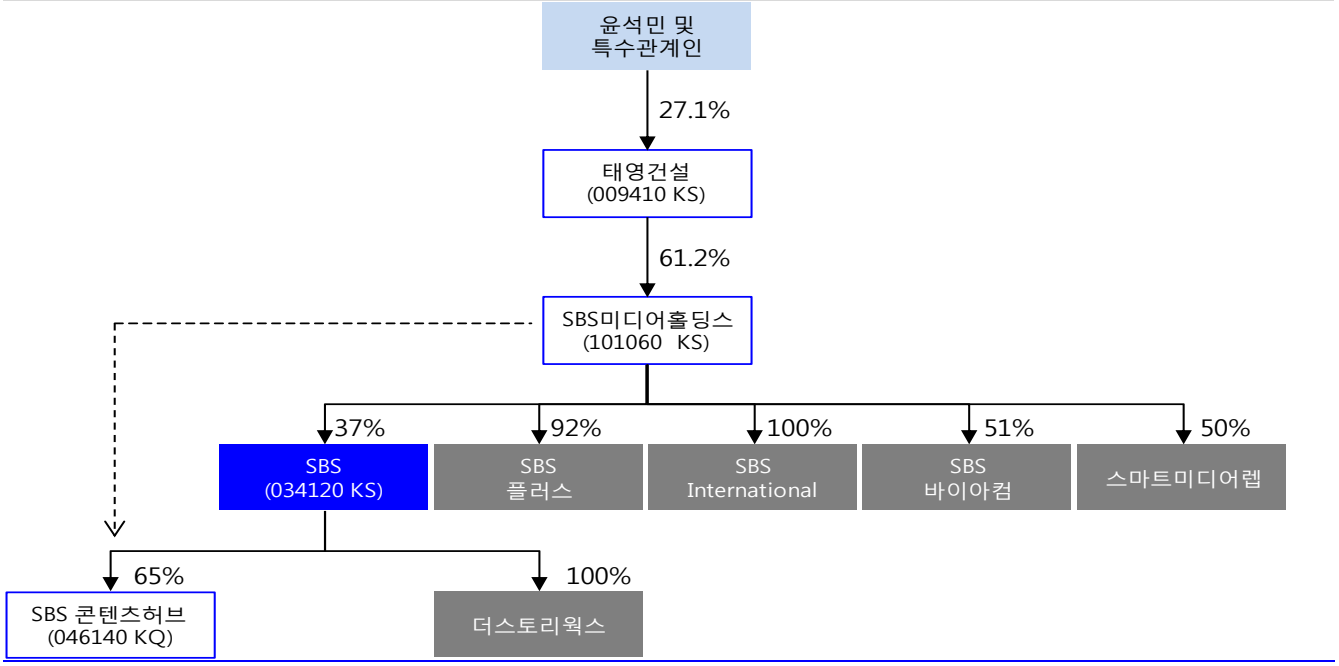
SBS콘텐츠허브(046140)의 최대주주 변경이 있었다. 최대주주인 SBS미디어홀딩스(101060)가 보유한 13,943,122주(64.96%)를 장내시간외 대량매매를 통해 SBS(034120)에게 매각했다. 매각 목적은 전략적 협업관계 강화다. SBS의 취득금액은 809억원으로 SBS콘텐츠허브의 현재 주가 수준을 반영했다. 2008년 SBS 그룹의 지주사 체재 전환 이후 약 10여 년 만에 유통의 기능이 SBS 본사로 돌아온다.

언론자료에 따르면 이 변화는 SBS 노사와 미디어홀딩스가 2017년 10월에 합의한 내용을 이행하기 위한 세부 협약 결과다. 지주사 체재 전환 이후 SBS로 인식되어야 할 수익이 지주회사로 유출되고 있다는 노조의 불만을 사측에서 반영했다고 볼 수 있다. 향후 SBS콘텐츠허브는 SBS의 자회사로 유통과 투자(VOD 선구매 형식)에 집중하게 된다. SBS미디어홀딩스 기타 자회사들에게도 변화가 있을 가능성이 높다. 프로그램 제작 및 재방을 담당하고 있는 SBS플러스의 기능도 일부 SBS에 편입될 가능성이 높다.

SBS는 기존 광고, 제작, 판권에 유통과 일부 투자가 연결로 편입

지배 구조 변경과 수직 계열화에 따른 수혜는 일단 SBS다. SBS미디어홀딩스는 이제 지주회사로서의 기능만 수행하게 된다. SBS의 경우 광고와 판권의 별도 실적에 유통, 투자, 재방 등의 연결 실적이 편입되게 된다. SBS콘텐츠허브의 주가를 감안하면 매각금액이 비싸다고 보기도 어렵다. SBS콘텐츠허브도 나쁘지 않다. 투자자 입장에서는 매년 걱정했던 SBS와의 협상을 통한 유통 비율 악화에서 자유로울 수 있다. 수직계열화를 통한 콘텐츠 경쟁력 강화 역시 국내 판권 매출 증가로 이어지겠다.

SBS의 지배구조 변화



자료: 회사 자료, 신한금융투자

지배구조 개편에 따른 부산물

드라마 스튜디오 설립 시기는 4월 1일 예상

노조가 강력히 요구했던 SBS를 중심으로 한 지배구조 개편은 반영됐다. 반대로 사측이 노조에 요구해왔던 회사 방침도 조만간 관철될 전망이다. 시장이 오랫동안 기다린 드라마 사업부 분사다. 2019년 2월 20일에 플라자호텔에서 개최된 'SBS 연간 설명회'에 따르면 드라마 사업부 분사 시기는 4월 1일이다(SBS 드라마 본부 기준). 이사회 결의를 통해 제 2의 스튜디오드래곤이 국내에 탄생할 전망이다.

드라마 사업부 분사 이후 100% 자회사인 더스토리웍스(IP 개발 법인)와 합병하는 그림이 현재로서는 가장 유력하다. 본사 내 드라마 작가 수는 15명 내외로 추정된다. 더스토리웍스에는 약 5명의 작가가 있다. 총 20명의 작가에 드라마 본부 내 PD들을 더하면 큰 규모의 스튜디오 설립이 가능하다. 신규 법인의 기능은 결국 제작과 투자다. 스튜디오드래곤(253450)과 제이콘텐트리(036420) 산하의 JTBC콘텐트허브와 비교할 수 있다. 스튜디오드래곤의 작가진은 70명이 넘는다. 150명에 육박하는 투자PD와 연출PD도 보유하고 있다. 스튜디오드래곤은 약 3조원의 시가총액에 거래되고 있다. 제이콘텐트리의 방송 가치는 1/3 수준인 1조원 내외다. 드라마 제작 수는 1/4 내외지만 유통과 투자(연간 13편) 기능을 감안했다. SBS는 연간 20편의 드라마 중 4~5편을 자체 제작한다. 나머지 드라마에도 일정 부분의 투자가 진행된다. 쉽지 않은 추정이지만 스튜디오드래곤의 1/5, 제이콘텐트리 방송 부문의 1/2 이상의 가치를 인정해 줄 수 있다. 보수적으로도 약 5천억원의 가치가 예상된다.

신규 법인에 본업의 가치를 더하면 이론 시가총액은 9천억원 이상도 가능

드라마 분사 이후의 SBS의 이론 시가총액은 큰 폭으로 증가할 수 있다. 신규 법인 5천억원에 본사가 가진 채널과 예능의 가치를 더해야 한다. 시장은 스튜디오드래곤을 제외한 CJ ENM(037560)의 방송 부문에 최소 1조원의 가치를 부여한다. PSR(주가매출비율) 1배 이상이다(디지털 광고 포함). JTBC도 마찬가지다. JTBC의 2017년 광고 매출액은 3,112억원(+56.0%)을 기록했다. 2018년 기준 4천억원 이상의 가치를 부여한다. SBS의 2018년 광고 매출액은 4,526억원(전년과 유사)으로 추정된다. 경쟁사 대비 할인한 0.8배의 PSR을 적용해도 3,835억원의 가치 부여가 가능하다. 여기에 유통을 담당하는 SBS콘텐츠허브(046140)의 시가총액을 지분율대로 더하면 9천억원에 육박하는 이론 시가총액이 계산된다.

드라마 사업부 분사 가정한 기업가치 산정

분류	근거	가치(십억원, 원)
방송 가치(a)	19년 광고 매출액에 PSR 0.8배 적용(케이블 대비 할인)	383.5
유통 부문(b)	SBS콘텐츠허브 시가총액에 지분율 적용	84.8
방송 + 유통(a+b)	ENM과 마찬가지로 유통 기능 내재화	468.3
신규법인 최소 가치	스튜디오드래곤의 18%, JTBC콘텐트허브의 50% 수준	506.5
영업 가치	드라마 사업부 분사 가정	974.8
순차입금	2018년 말 기준(SBS콘텐츠허브 인수 금액은 차입 가정)	81.0
전체 기업가치	본사 가치 + 신규 법인 가치	893.8
전체 주식 수	자기주식 제외	17,690,068
수정 목표주가(원)		51,000

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SBS 드라마의 반격 시작

2018년 예능을 석권한 회사의 목표는 드라마 부활, 열혈사제, 배가본드 등 기대작들이 줄비

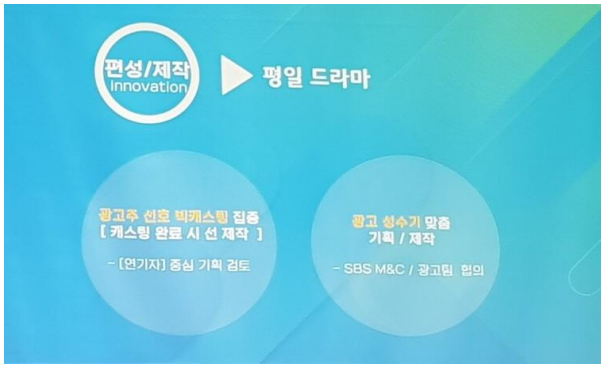
SBS의 예능 경쟁력은 이제 이견의 여지가 없다. 대한민국 1등 예능이라는 수식이 어울린다. 2018년 평일/주말 시청률 1위는 물론 골목식당을 앞세워 비드라마 부문 화제성 1위에 등극했다. '미운우리새끼'는 최고 시청률 28.5%를 기록하는 기염을 토했다. 지난 3년간의 예능 제고 노력은 지상파 내 점유율 상승으로 이어졌다.

2019년 최대 목표는 드라마의 부활이다. 국내 연합 플랫폼(푹수수 = 옥수수 + 푹)과 해외 플랫폼(넷플릭스 포함)으로의 판권 판매를 통해 유통 수익 증가를 적극적으로 지향할 전망이다. 제작비 증가가 수반된 기대작들도 즐비하다. 2월 11일 방영을 시작한 월화드라마 해치(정일우, 고아라)를 필두로 금토드라마 열혈사제(김남길, 이하늬)도 높은 시청률이 예상된다. 5월에는 최대작 배가본드가 방영된다. 이승기와 수지를 앞세워 전통적으로 강했던 수목드라마 시장을 정조준한다. 하반기에는 월화드라마 낭만닥터 김사부 2(한석규), 닥터룸(지성) 등이 글로벌 플랫폼향 매출을 기대하고 있다. 대표 주말예능과 함께 고효율의 광고 패키지 구성이 가능한 작품들이다.

SBS의 2019년 드라마 라인업

자료: 회사 자료, 신한금융투자

SBS의 드라마 편성 제작 방향성



자료: 회사 자료, 신한금융투자

SBS의 드라마 유통 방향성

자료: 회사 자료, 신한금융투자

중간광고: 규제 우려에 대한 확대 해석 경계

문화체육관광부의 요청은 충분히 대응 가능한 부분

언론자료에 따르면 문화체육관광부가 방송통신위원회가 추진 중인 지상파 중간광고 도입에 제동을 걸었다. 방송사들의 자구책 마련이 미흡하다는 이유다. 신문협회를 포함한 여러 단체의 반대의견도 일부 반영됐다고 볼 수 있다. 현재 지상파 중간광고 도입은 40일의 의견수렴을 거친 상태다. 2월 20일 도입 안건을 상정하면 2개월 뒤인 4월 19일부터 중간광고 시행이 가능했다. 당사 수익 추정도 이를 반영했었다.

문화체육관광부의 자구책 마련 요청을 확대 해석할 필요는 전혀 없다. 시간대별 중간광고 차등 적용, 교양 비중 유지, 전후광고 판매가격 인하 유도 등을 통해 충분히 정부부처의 요구에 대응할 수 있다. 지상파 광고비 흐름은 중간광고 허용에 대한 정당성을 더욱 강화한다. 2018년 기준 지상파 광고비는 글로벌 이벤트 개최에도 5.8% 감소한 1.4조원을 기록했다. 케이블/종편 대비 73% 규모에 불과하다. 중간광고 허용은 지상파의 존속을 위해서도 이제 필수다. 중간광고 도입 안건은 3월 방송통신위원회에서 다시 논의될 전망이다. 3월 상정을 가정하면 5월부터 중간광고 시행이 가능하겠다.

중간광고는 프리미엄 CM 대비 높은 단가 보장

중간광고에 따른 효과는 분명히 기대할 수 있다. 프리미엄 CM과 중간광고는 엄연히 다르다. 프리미엄 CM은 60분의 가운데에 위치한다. 전후 광고 대비 판매가격은 높지만 횟수는 물론 노출 시기가 획일적이다. 중간광고는 다르다. 케이블과 마찬가지로 시청률이 높은 콘텐츠 후반부에 2회 노출이 가능하다. 중간광고를 통한 지상파 턴어라운드는 분명히 기대되는 부분이다.

국내 매체별 광고비 추이 및 전망

(십억원)	13	14	15	16	17	18	19F	17년 성장률 (%)	18년 성장률 (%)	19년 성장률 (%)
TV	1,827	1,974	1,970	1,731	1,531	1,443	1,470	(11.5)	(5.8)	1.9
라디오	225	274	297	304	278	250	248	(8.7)	(9.9)	(0.9)
신문	1,545	1,494	1,501	1,471	1,437	1,429	1,425	(2.3)	(0.5)	(0.3)
잡지	465	438	417	378	344	308	290	(9.1)	(10.3)	(5.9)
4대매체 계	3,989	4,181	4,185	3,884	3,590	3,430	3,433	(7.6)	(4.4)	0.1
케이블TV	1,383	1,522	1,777	1,747	1,846	1,963	2,052	5.6	6.4	4.5
SO	71	76	76	181	200	191	184	10.4	(4.5)	(3.7)
위성방송	15	19	20	-	-	-	-	n.a	n.a	n.a
IPTV	39	64	80	85	99	116	131	17.5	17.0	12.4
DMB	12	11	9	-	-	-	-	n.a	0.5	0.5
온라인	2,003	1,867	1,722	1,637	1,625	1,592	1,566	(0.8)	(2.0)	(1.7)
모바일	460	839	1,280	1,745	2,216	2,801	3,326	27.0	26.4	18.7
뉴미디어 계	3,983	4,398	4,963	5,396	5,985	6,664	7,259	10.9	11.3	8.9
옥외광고	965	936	1,005	1,009	1,002	1,034	1,070	(0.7)	3.2	3.5
매체 합계	8,936	9,515	10,153	10,289	10,578	11,129	11,762	2.8	5.2	5.7
광고제작 및 기타	581	585	574	643	607	573	608	(5.5)	(5.6)	6.0
총광고비	9,589	10,100	10,727	10,932	11,185	11,702	12,370	2.3	4.6	5.7

자료: 제일기획, 신한금융투자 추정

프리미엄 CM과 중간광고 비교

유형	횟수	시기	판매가격
프리미엄 CM	방송 시간 내 1회	프로그램 중앙 위치	전후 대비 100% 이상 추정
중간광고	방송 시간 내 2회	시청률 상승하는 후반부 위치 예상	전후 대비 250% 추정

자료: 언론자료, 신한금융투자 추정

SBS의 분기별 영업실적 추이 및 전망 [K-IFRS 별도 기준]

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018P	2019F
<국내 광고 가정>																
지상파	315.4	406.2	326.7	407.2	324.9	389.2	318.8	381.1	298.1	400.4	297.3	405.2	1,614.0	1,455.5	1,360.7	1,401.1
- TV	270.9	350.7	278.6	346.8	279.0	333.2	270.2	322.5	257.3	343.8	263.7	345.7	1,392.1	1,247.0	1,171.8	1,210.5
- Radio	44.5	55.5	48.1	60.4	45.8	56.1	48.6	58.6	40.9	56.6	33.6	59.5	221.9	208.5	188.9	190.6
SBS	81.8	96.7	81.1	112.8	85.7	102.4	83.8	104.2	84.4	105.0	85.2	113.2	372.1	372.3	374.1	387.8
- TV	73.9	86.8	71.7	100.6	77.4	93.0	74.3	92.1	76.2	95.2	76.8	100.4	336.3	333.0	334.9	348.5
- Radio	7.9	9.8	9.4	12.2	8.3	9.5	9.5	12.0	8.2	9.8	8.4	12.8	35.8	39.3	39.2	39.3
<실적 추정>																
매출액	**157.5**	**191.8**	**162.9**	**225.6**	**209.2**	**261.0**	**190.7**	**202.0**	**167.9**	**203.2**	**169.0**	**215.9**	**812.4**	**737.7**	**862.9**	**756.0**
광고수입	99.0	123.0	98.2	147.8	102.7	118.4	99.1	132.5	103.7	128.9	104.7	142.1	461.0	468.0	452.6	479.4
- 방송광고	82.0	96.8	81.3	112.9	85.9	102.4	83.9	104.2	84.4	105.0	85.2	113.2	372.9	372.9	374.2	387.9
- TV	73.9	86.8	71.7	100.6	77.4	93.0	74.3	92.1	76.2	95.2	76.8	100.4	336.3	333.0	334.9	348.5
- Radio	7.9	9.8	9.4	12.2	8.3	9.5	9.5	12.0	8.2	9.8	8.4	12.8	35.8	39.3	39.2	39.3
- DMB	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.6	0.1	0.1
- 협찬수익	17.0	26.2	16.9	34.9	16.8	15.9	15.2	28.2	19.2	23.9	19.4	28.9	88.1	95.1	78.4	91.5
- TV	15.1	23.5	14.3	30.6	14.7	13.1	12.5	24.9	16.8	20.9	16.9	25.1	78.1	83.6	66.5	79.7
- Radio	1.9	2.7	2.6	4.3	2.1	2.9	2.7	3.4	2.5	3.0	2.5	3.8	10.0	11.5	11.9	11.8
사업수입	58.5	68.8	64.7	77.8	106.5	142.6	91.7	69.5	64.3	74.3	64.3	73.7	351.4	269.7	410.4	276.6
- 문화행사	2.2	3.0	3.6	4.0	3.5	3.7	2.9	3.4	3.3	3.2	3.4	3.4	18.3	12.8	12.5	13.2
- 정보사업	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.5	0.5
- 판권판매	50.9	62.2	54.4	67.6	97.1	134.4	83.7	61.0	55.3	65.7	55.7	65.3	308.3	235.0	377.1	242.0
- 기타	5.4	3.5	6.6	5.1	5.8	4.4	4.9	5.0	5.5	5.3	5.1	5.0	10.8	20.6	19.8	20.9
매출원가	133.4	150.2	136.5	163.8	179.5	230.6	172.7	147.8	140.2	155.9	138.1	157.5	673.9	583.9	730.6	591.8
- 개별제작비	127.4	142.8	127.2	149.5	172.5	220.2	163.0	134.9	134.0	147.9	127.6	145.1	637.0	547.0	690.6	554.6
- 사업비	6.0	7.4	9.3	14.3	7.0	10.3	9.7	12.9	6.2	8.0	10.4	12.5	37.0	37.0	40.0	37.2
판매관리비	30.6	33.7	30.4	45.1	32.1	35.0	31.3	34.9	30.0	34.3	29.6	37.1	133.5	139.7	133.2	131.0
영업이익	**(6.6)**	**7.9**	**(4.0)**	**16.7**	**(2.4)**	**(4.6)**	**(13.3)**	**19.3**	**(2.3)**	**13.0**	**1.3**	**21.3**	**4.9**	**14.0**	**(0.9)**	**33.3**
세전이익	(6.4)	10.0	(3.4)	17.0	(1.2)	(3.4)	(10.3)	18.1	(1.0)	14.2	2.5	22.5	12.1	17.2	3.2	38.3
순이익	**(5.5)**	**7.6**	**(2.7)**	**14.6**	**(0.8)**	**(2.6)**	**(7.8)**	**13.9**	**(0.8)**	**11.5**	**2.0**	**18.3**	**12.8**	**14.0**	**2.7**	**31.0**
<% YoY growth>																
매출액	(2.0)	(2.2)	(26.0)	(4.2)	32.8	36.1	17.1	(10.4)	(19.7)	(22.1)	(11.4)	6.9	5.2	(9.2)	17.0	(12.4)
영업이익	적지	(266.5)	(70.6)	(62.1)	흑전	적전	230.0	15.8	적지	흑전	흑전	9.8	(87.7)	흑전	적전	흑전
순이익	적지	(339.0)	(69.1)	(58.7)	흑전	적전	186.3	(4.6)	적지	흑전	흑전	31.0	(63.1)	흑전	(81.0)	1,063.4
<이익률, %>																
영업이익률	(4.2)	4.1	(2.5)	7.4	(1.2)	(1.8)	(6.9)	9.6	(1.4)	6.4	0.8	9.8	0.6	1.9	(0.1)	4.4
순이익률	(3.5)	4.0	(1.7)	6.5	(0.4)	(1.0)	(4.1)	6.9	(0.5)	5.6	1.2	8.5	1.6	1.9	0.3	4.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SBS의 연간 수익 추정 변경 [K-IFRS 별도 기준]

	2019F			2020F		
(십억원)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	758.9	756.0	(0.4)	818.9	815.8	(0.4)
영업이익	34.2	33.3	(2.6)	31.5	31.4	(0.3)
순이익	31.7	31.0	(2.2)	29.2	29.1	(0.3)

자료: 신한금융투자 추정

주: 중간광고 허용 소폭 지연을 감안

SBS의 2018년 BPS 기준 PBR Valuation: 목표주가 31,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2017년 순이익	14.0	2018년 순이익	2.7	2019년 순이익	31.0
BPS (원)	30,559	BPS (원)	30,705	BPS (원)	31,871
목표주가 (원)	31,000	목표주가 (원)	31,000	목표주가 (원)	32,000
Target PBR (x)	1.0	Target PBR (x)	1.0	Target PBR (x)	1.0
		현재주가 (원)	22,800		
		현재주가 PBR (x)	0.8		

자료: 신한금융투자 추정

주: 지난 5년(중간광고 허용 기대감이 있었던 시기) 평균에서 10% 할인한 1.0배의 Multiple 적용, 광고 매출액 감소세는 예능 경쟁력을 앞세워 일단락된 상황, 드라마 사업 강화를 위한 회사의 의지와 판권의 성장세를 감안했을 때 평균 내외 적용은 타당성 있다고 판단

SBS의 Valuation Multiple 추이

(배)	2013	2014	2015	2016	2017	5년 평균
PBR 상단	1.7	1.4	1.4	1.2	1.0	1.4
PBR 하단	1.1	0.8	0.9	0.8	0.7	0.9
PBR 평균	1.4	1.1	1.2	0.9	0.8	1.1

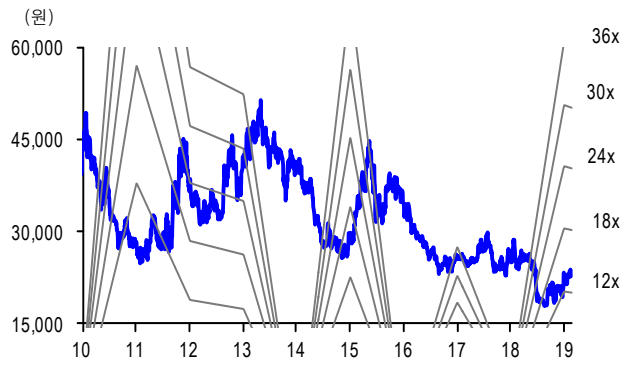
자료: 신한금융투자 추정

SBS의 1Q19 실적 추정[K-IFRS 별도 기준]

(십억원)	1Q19F	4Q18P	% QoQ	1Q18	% YoY	기존 실적 전망	컨센서스
매출액	167.9	202.0	(16.9)	209.2	(19.7)	167.9	178.6
영업이익	(2.3)	19.3	적전	(2.4)	적지	(2.0)	(2.4)
19.2순이익	(0.8)	13.9	적전	(0.8)	적지	(0.5)	(0.8)
영업이익률(%)	적자	9.6		적자		적자	적자
순이익률(%)	적자	6.9		적자		적자	적자

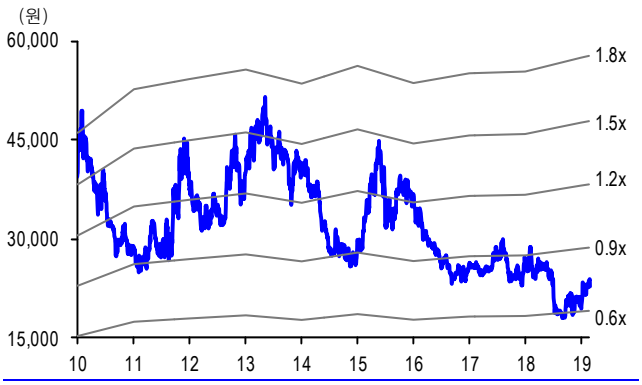
자료: 회사 자료, FnGuide, 신한금융투자 추정

SBS의 별도 PER Band (12M FWD)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

SBS의 별도 PBR Band (12M FWD)



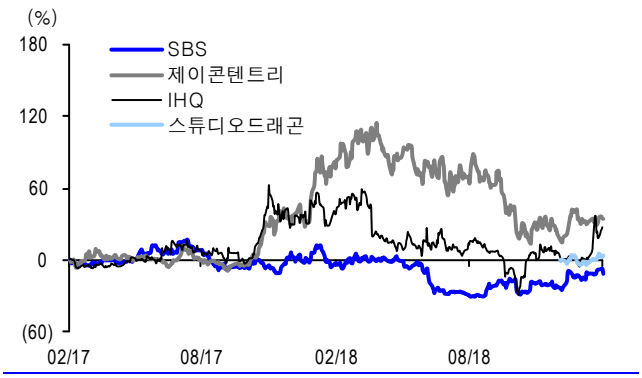
자료: QuantiWise, 신한금융투자

콘텐츠 사업자 Global Peers

Ticker		034120 KS	035760 KS	036420 KS	DIS US	NFLX US	CBS US	VIAB US	NWSA US
회사명		SBS	CJ E&M	제이콘텐트리	Walt Disney	Netflix	CBS	Viacom	News Corp
시가총액 (십억원)		416.2	4,944.4	727.5	190,692.7	176,812.8	21,483.6	13,609.8	8,538.3
Sales	2017	773.2	2,260.0	420.3	63,067.6	13,220.5	15,481.1	15,170.7	9,284.3
(십억원)	2018F	865.9	4,074.4	514.9	66,125.3	17,717.4	16,404.8	14,564.8	10,016.9
	2019F	765.6	4,676.2	591.9	68,079.3	22,743.2	17,583.4	14,745.6	11,587.5
OP	2017	18.7	224.5	33.3	15,868.4	992.4	3,704.1	3,137.5	400.4
(십억원)	2018F	(3.1)	302.4	41.3	16,622.7	1,807.8	3,415.7	3,080.7	580.4
	2019F	33.1	377.5	57.1	17,374.8	2,978.7	3,624.6	3,141.0	676.4
OP margin	2017	2.4	9.9	7.9	25.2	7.5	23.9	20.7	4.3
(%)	2018F	(0.4)	7.4	8.0	25.1	10.2	20.8	21.2	5.8
	2019F	4.3	8.1	9.7	25.5	13.1	20.6	21.3	5.8
NP	2017	12.7	142.6	7.9	10,291.1	674.9	1,963.8	1,728.3	11.8
(십억원)	2018F	2.3	236.3	21.6	11,655.5	1,646.1	2,227.0	1,880.6	283.1
	2019F	31.3	293.7	30.7	11,970.6	2,338.6	2,364.9	1,890.5	273.8
Sales Growth	2017	(6.7)	2.3	25.4	(2.3)	29.0	1.3	4.7	(4.5)
(% YoY)	2018F	12.0	80.3	22.5	4.8	34.0	6.0	(4.0)	7.9
	2019F	(11.6)	14.8	15.0	3.0	28.4	7.2	1.2	15.7
EPS Growth	2017	(439.5)	66.3	(59.7)	(1.7)	206.0	6.6	0.8	(96.8)
(% YoY)	2018F	(82.9)	(44.9)	130.7	17.4	130.4	19.6	7.3	2,881.5
	2019F	1,288.9	7.5	29.3	1.6	43.4	8.2	2.3	(3.5)
P/E	2017	30.4	10.6	95.8	17.3	143.8	13.8	7.4	959.4
(x)	2018F	184.7	17.3	31.1	16.5	112.0	9.8	7.2	29.7
	2019F	13.3	16.1	24.1	16.3	78.5	9.1	6.9	30.8
P/B	2017	0.8	1.4	3.9	3.6	23.2	11.4	1.9	0.7
(x)	2018F	0.7	2.0	2.7	3.6	31.4	7.0	1.6	0.7
	2019F	0.7	1.7	2.5	3.0	21.7	4.4	1.4	0.8
EV/EBITDA	2017	8.9	4.7	14.1	10.4	91.5	9.3	7.2	8.3
(x)	2018F	15.8	11.0	10.9	10.8	81.7	8.8	7.0	8.6
	2019F	6.7	8.1	9.1	10.9	52.3	8.4	6.9	6.9
ROE	2017	2.3	14.7	6.5	21.3	19.1	61.3	29.3	0.1
(%)	2018F	0.4	13.5	10.6	24.4	25.7	83.1	24.3	2.3
	2019F	5.5	12.3	11.7	20.3	28.1	59.7	20.7	2.5

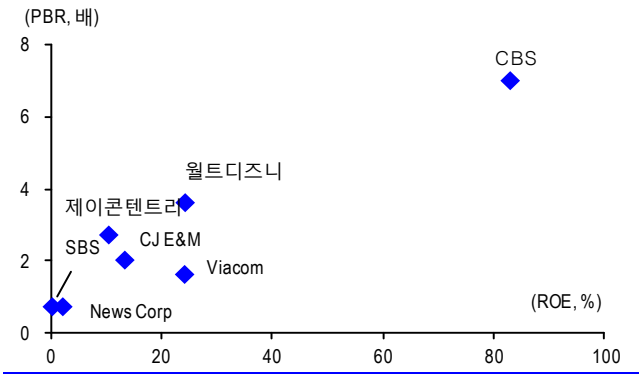
자료: Bloomberg, 신한금융투자

국내 콘텐츠 사업자 주가 추이 (2년)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

콘텐츠 사업자 2018년 예상 PBR과 ROE 비교



자료: Bloomberg, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	**895.7**	**1,044.0**	**1,101.5**	**1,147.9**	**1,183.1**
유동자산	417.8	567.4	616.6	652.5	675.4
현금및현금성자산	3.7	1.2	43.3	99.8	123.5
매출채권	191.4	194.3	202.5	176.1	178.2
재고자산	1.9	1.8	1.9	2.0	2.0
비유동자산	477.9	476.5	484.9	495.4	507.8
유형자산	318.9	310.5	306.8	304.1	301.9
무형자산	6.2	6.2	5.3	4.3	3.7
투자자산	51.7	126.9	139.9	154.1	169.2
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**352.9**	**486.2**	**541.0**	**566.2**	**582.1**
유동부채	219.8	311.4	363.7	391.0	405.7
단기차입금	69.6	9.8	29.8	47.8	47.8
매입채무	65.3	48.5	31.5	33.1	39.8
유동성장기부채	0.0	60.0	60.0	60.0	60.0
비유동부채	133.1	174.8	177.4	175.2	176.4
사채	119.8	159.7	159.7	159.7	159.7
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**542.8**	**557.8**	**560.5**	**581.7**	**601.1**
자본금	91.3	91.3	91.3	91.3	91.3
자본잉여금	57.9	57.9	57.9	57.9	57.9
기타자본	(15.2)	(15.2)	(15.2)	(15.2)	(15.2)
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	409.0	423.9	426.5	447.8	467.2
지배주주지분	**542.8**	**557.8**	**560.5**	**581.7**	**601.1**
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	189.5	229.5	249.5	267.5	267.5
*순차입금(순현금)	0.8	15.3	2.9	(39.8)	(59.1)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**798.6**	**737.7**	**862.9**	**756.0**	**815.8**
증가율 (%)	3.4	(7.6)	17.0	(12.4)	7.9
매출원가	**673.9**	**583.9**	**730.6**	**591.8**	**659.1**
매출총이익	**124.6**	**153.8**	**132.3**	**164.3**	**156.6**
매출총이익률 (%)	15.6	20.8	15.3	21.7	19.2
판매관리비	**133.5**	**139.7**	**133.2**	**131.0**	**125.2**
영업이익	**(8.9)**	**14.0**	**(0.9)**	**33.3**	**31.4**
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	(5.7)
영업이익률 (%)	(1.1)	1.9	(0.1)	4.4	3.8
영업외손익	**7.1**	**3.2**	**4.1**	**5.0**	**5.9**
금융손익	(0.4)	0.2	0.8	0.3	0.9
기타영업외손익	7.6	3.1	3.3	4.7	5.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**(1.8)**	**17.2**	**3.2**	**38.3**	**37.3**
법인세비용	(0.7)	3.2	0.5	7.3	8.2
계속사업이익	(1.1)	14.0	2.7	31.0	29.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(1.1)**	**14.0**	**2.7**	**31.0**	**29.1**
증가율 (%)	N/A	N/A	(81.0)	1,063.5	(6.1)
순이익률 (%)	(0.1)	1.9	0.3	4.1	3.6
(지배주주)당기순이익	(1.1)	14.0	2.7	31.0	29.1
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	**(2.5)**	**15.0**	**2.7**	**31.0**	**29.1**
(지배주주)총포괄이익	(2.5)	15.0	2.7	31.0	29.1
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	**21.9**	**45.6**	**31.8**	**65.4**	**62.9**
증가율 (%)	(69.4)	108.5	(30.2)	105.4	(3.8)
EBITDA 이익률 (%)	2.7	6.2	3.7	8.7	7.7

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	**0.9**	**83.0**	**55.5**	**82.8**	**70.6**
당기순이익	(1.1)	14.0	2.7	31.0	29.1
유형자산상각비	29.6	30.2	31.4	30.7	30.2
무형자산상각비	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
외화환산손실(이익)	0.0	(1.3)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.3	(0.3)	(0.3)	(0.3)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(34.4)	25.6	22.5	22.1	12.4
(법인세납부)	(3.5)	0.0	(0.5)	(7.3)	(8.2)
기타	9.1	12.8	(1.7)	5.2	6.0
투자활동으로인한현금흐름	**(27.4)**	**(125.0)**	**(29.4)**	**(44.5)**	**(37.4)**
유형자산의증가(CAPEX)	(28.2)	(23.4)	(28.7)	(28.8)	(28.9)
유형자산의감소	0.1	0.2	1.0	0.8	0.9
무형자산의감소(증가)	(0.8)	(1.5)	(0.4)	(0.4)	(0.8)
투자자산의감소(증가)	(0.6)	(30.2)	(10.9)	(12.0)	(13.0)
기타	2.1	(70.1)	9.6	(4.1)	4.4
FCF	**18.8**	**(13.1)**	**18.8**	**64.3**	**38.3**
재무활동으로인한현금흐름	**5.7**	**39.6**	**15.6**	**18.0**	**(9.7)**
차입금의 증가(감소)	27.4	41.1	20.0	18.0	0.0
자기주식의처분(취득)	10.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(13.6)	0.0	(4.4)	0.0	(9.7)
기타	(18.4)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(20.7)**	**(2.5)**	**42.0**	**56.6**	**23.7**
기초현금	24.4	3.7	1.2	43.3	99.8
기말현금	3.7	1.2	43.3	99.8	123.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

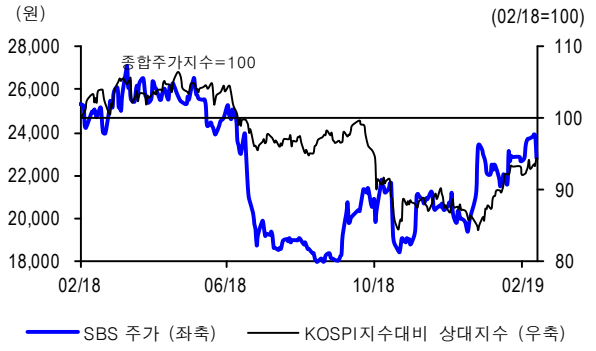
주요 투자지표

12월 결산	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (당기순이익, 원)	(59)	768	146	1,698	1,594
EPS (지배순이익, 원)	(59)	768	146	1,698	1,594
BPS (자본총계, 원)	29,739	30,559	30,705	31,871	32,932
BPS (지배지분, 원)	29,739	30,559	30,705	31,871	32,932
DPS (원)	0	250	0	550	550
PER (당기순이익, 배)	(441.3)	33.7	156.2	13.4	14.3
PER (지배순이익, 배)	(441.3)	33.7	156.2	13.4	14.3
PBR (자본총계, 배)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
PBR (지배지분, 배)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	21.9	10.7	13.2	5.8	5.7
배당성향 (%)	0.0	31.6	0.0	31.4	33.4
배당수익률 (%)	0.0	1.0	0.0	2.4	2.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	2.7	6.2	3.7	8.7	7.7
영업이익률 (%)	(1.1)	1.9	(0.1)	4.4	3.8
순이익률 (%)	(0.1)	1.9	0.3	4.1	3.6
ROA (%)	(0.1)	1.4	0.2	2.8	2.5
ROE (지배순이익, %)	(0.2)	2.5	0.5	5.4	4.9
ROIC (%)	(1.4)	3.6	0.1	6.7	6.9
안정성					
부채비율 (%)	65.0	87.2	96.5	97.3	96.8
순차입금비율 (%)	0.1	2.7	0.5	(6.8)	(9.8)
현금비율 (%)	1.7	0.4	11.9	25.5	30.5
이자보상배율 (배)	(2.2)	3.5	(0.2)	6.8	6.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	8.9	7.7	8.3	9.6	14.4
재고자산회수기간 (일)	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
매출채권회수기간 (일)	88.9	95.4	83.9	91.4	79.3

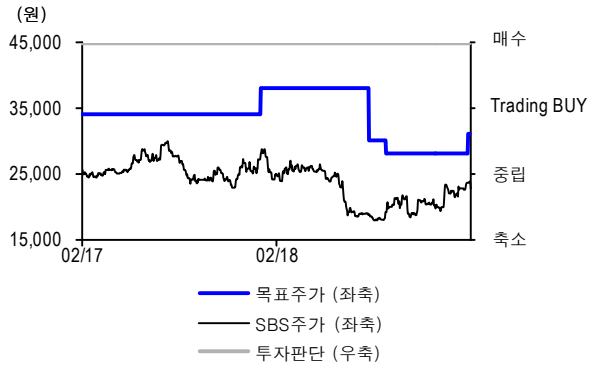
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SBS (034120)

주가차트



투자의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 홍세종, 구현지)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2017년 07월 27일		6개월경과	(24.8)	(11.8)
2018년 01월 25일	매수	38,000	(35.7)	(24.2)
2018년 07월 26일		6개월경과	(50.1)	(49.7)
2018년 08월 16일	매수	30,000	(39.2)	(35.8)
2018년 09월 17일	매수	28,000	(24.9)	(15.4)
2019년 02월 18일	매수	31,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	섹터
◆ **매수** : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ **Trading BUY** : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ **중립** : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ **축소** : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	◆ **비중확대** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ **중립** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ **축소** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 02월 20일 기준)

매수 (매수)	94.47%	Trading BUY (중립)	2.76%	중립 (중립)	2.76%	축소 (매도)	0%