

## 디지털 시대에 맞춘 지상파의 성장 시작

### 투자 의견 'BUY', 목표주가 33,000원 제시

'21년 예상 EPS에 CJ ENM의 미디어 부문 타겟 P/E(24배)에 15%를 할인하여 목표 주가 33,000원(P/E 19배)을 제시한다. 올해도 지상파 TV광고는 역 성장(-8%)하면서 어려운 업황이 지속될 것이다. 그러나, 1) 유튜브/웹이브 등 디지털 매출의 가파른 기여, 2) 드라마 분사 등 높아지는 콘텐츠 경쟁력, 그리고 3) '21년 기준 P/E 14배, P/B 0.7배에 불과한 높은 밸류에이션 매력을 기반으로 매수를 추천한다. 미디어 내 디지털 역량 강화에 따른 이익 베타가 가장 높은 기업이다.

### 어려운 TV광고 업황 지속. 예능 확대와 CPS 인상으로 대응

온라인 광고가 TV광고를 넘어선 것은 이미 4년 전의 일이고, 특히 지상파 TV광고 규모는 '15년 1.9조원 → '19년 1.2조원으로 CAGR -10.6% 하락했다. 유튜브를 중심으로 한 디지털로 이동하는 시청자들의 움직임에 잡지 못하면 주 52시간 등 제작비가 높아지는 불리한 사업환경이 지속될 수 밖에 없다.

SBS는 원가 절감과 CPS 재협상으로 대응하고 있다. 드라마를 경쟁력이 높은 예능으로 대체(맛남의 광장 등)해 원가를 절감하고 있다. 또한, 언론에 따르면 CPS(재전송 수수료)가 '18년 400원 → '19년 460원(+15%) → '21년 500원(+25%)으로 인상되는 안의 채택이 유력하다. '18년 해당 매출이 약 750억 원임을 감안하면 의미 있는 기여가 예상된다.

### 유튜브/웹이브 매출은 '18년 110억원 → '20년F 500억원

디지털 전략도 강화하고 있다. 유튜브는 숏 폼 영상의 노출(혹은 AI추천)에 따른 의외성(동물농장 '19년 조회 수 20억부)으로 구작의 가치를 재창출하면서 관련 매출은 '18년 20억원 → '19년 약 120억원 → '20년F 300억원이 예상된다. TV와 디지털의 통합광고 솔루션 전략도 강화될 가능성이 높아 꾸준히 성장할 것이다. 또한, WAVE의 경우 SKT의 적극적인 프로모션에 따른 가입자 성장과 지상파 내 콘텐츠 점유율 확대로 '18년 93억원 → '20년F 200억원 이상이 예상된다. 디지털 전략 강화로 TV광고 업황을 상쇄하는 수준 이상을 보여줄 것이다.

### Initiation

## BUY(신규)

| TP(12M): 33,000원(신규) | CP(2월 25일): 23,700원

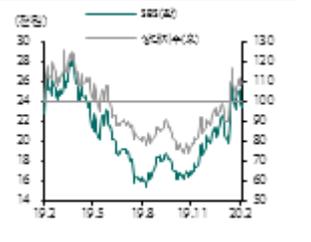
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,103.61
52주 최고/최저(원)	28,550/15,450
시가총액(십억원)	432.6
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	18,252.6
60일 평균 거래량(천주)	137.7
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	0.00
주요주주 지분율(%)	
SBS미디어홀딩스	36.92
국민연금공단	11.87
주가상승률	1M 6M 12M
절대	14.8 45.4 (11.9)
상대	22.5 34.7 (6.5)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	831.7	994.9
영업이익(십억원)	(0.7)	32.4
순이익(십억원)	21.3	30.6
EPS(원)	1,055	1,597
BPS(원)	32,742	34,005

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	773.2	914.0	819.0	886.0	886.5
영업이익	십억원	18.7	5.1	12.6	31.4	37.3
세전이익	십억원	20.3	7.9	25.5	30.9	42.7
순이익	십억원	15.0	4.9	16.0	22.1	31.0
EPS	원	824	267	879	1,213	1,698
증감율	%	흑전	(67.6)	229.2	38.0	40.0
PER	배	31.38	74.96	23.67	19.54	13.96
PBR	배	0.83	0.63	0.64	0.71	0.67
EV/EBITDA	배	9.28	10.41	8.23	6.09	4.85
ROE	%	2.74	0.87	2.82	3.77	5.05
BPS	원	31,261	31,512	32,391	33,604	35,301
DPS	원	250	0	0	0	0



Analyst 이기훈  
02-3771-7722  
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸  
02-3771-7529  
dagyeompark@hanafn.com

# CONTENTS

---

<b>1. SBS, 투자 의견 'BUY', 목표주가 33,000원 제시</b>	<b>3</b>
<b>2. 지상파TV 광고는 죽은 걸까?</b>	<b>7</b>
1) 지상파TV 전망: 2020년 -8% (YoY)	8
2) 2021년까지 CPS는 500원(+25%)으로 인상(매출 기준 150억원 이상)	10
3) 중간광고 재개 시 매출 80억원 이상 증가 예상	11
4) 제작비 통제 노력의 시작: 가성비 좋은 예능 확대	13
<b>3. 그래서, 우리도 디지털로 간다</b>	<b>14</b>
1) 유튜브를 필두로 한 디지털 광고 시장의 성장	14
2) 2019년 유튜브 매출은 약 120억원(18년의 6배)	15
3) POOQ 대비 WAVE 가입자의 빠른 성장	18
<b>4. 그리고, 여전히 높은 추가적인 성장 잠재력</b>	<b>20</b>
1) 드라마 분사의 의미	20
2) 한한령 해제 시 수혜 가능성	21
<b>Appendix</b>	<b>22</b>

### 1. SBS, 투자 의견 'BUY', 목표주가 33,000원 제시

지상파 광고 역성장 전망하나, 사업수익 증가분 > 광고 감소분 전망

'20년과 '21년 별도 영업이익 각각 300억원, 330억원 전망

'20년 예상 별도 매출/원가 증감분 매출

- 광고(-310억원)
- 유통(+250억원)
- 디지털(+250억원)
- CPS(+250억원)

원가

- 중계비(+220억원)
- 제작비(+120억원)

목표주가 33,000원 제시

- 1) 디지털 매출 기여 증가
- 2) 드라마 분사의 기회
- 3) 밸류에이션 매력

'20년과 '21년 지상파TV 광고는 각각 8%, 7% 역성장할 것으로 전망하나, '20년에는 콘텐츠 경쟁력 강화에 따른 디지털 사업 수익 본격화 및 CPS 인상 등의 효과로 별도기준 영업이익 300억원을 전망하며, '21년에는 중간광고 허용(약 80억원)과 스토리웍스를 통한 자체 제작 편수 확대에 따른 TV광고 업황 속에서도 성장이 이어질 것으로 예상된다.

구체적으로, '20년은 지상파 광고 시장의 위축으로 전년 대비 광고 수익의 감소(약 310억원)가 예상되나 사업 수익의 성장분이 이를 상회할 전망이다. 콘텐츠 흥행력 제고에 따른 유통 수익(국내 VOD 및 수출) 외에도 디지털(유튜브와 웨이브)과 CPS 단가 인상 효과가 크다. 디지털은 1) 유튜브가 약 300억원(+180억원 YoY), 2) 웨이브 매출이 200억원(+70억원 YoY), 3) 재전송수수료는 CPS 인상 효과(+20%)와 전년 소급분 인식(70억원)으로 약 '20년에만 250억원의 수익 증대가 예상된다.

제작비는 중계료와 드라마 단가 상승으로 인해 상승이 불가피하나, 중계비 제외 제작비는 드라마 편성 슬롯의 예능 대체(연간 총 제작 부수 약 1.5편 감소 전망)로 소폭 증가(약 120억원 증가)에 그칠 것으로 전망한다. 판권비는 인건비 인상 가정에도 정체가 예상되는데 광고 수익 감소로 광고대행수수료와 관련 세금이 감소하기 때문이다.

SBS의 '21년 추정 EPS에 CJ ENM의 미디어 부문 타겟 P/E(24배)에 15%를 할인한 후 시가 가치를 다시 할인 반영하여 주가 33,000원(P/E 19배)을 제시한다. 1) 유튜브/웨이브 등 디지털 부문의 가파른 기여, 2) 드라마 분사 등 높아지는 콘텐츠 경쟁력, 그리고 3) '21년 기준 P/E 14배, P/B 0.7배에 불과한 높은 밸류에이션 매력이 투자 포인트이다.

표 1. SBS - 목표주가 33,000원 제시

지배주주순이익('21년)	31	(십억원)
주식 수	18,253	(천주)
EPS	1,698	(원)
목표 P/E	19.4	(배)
목표 주가	33,000	(원)
현재 주가	23,700	(원)
상승 여력	39	(%)

자료: 하나금융투자

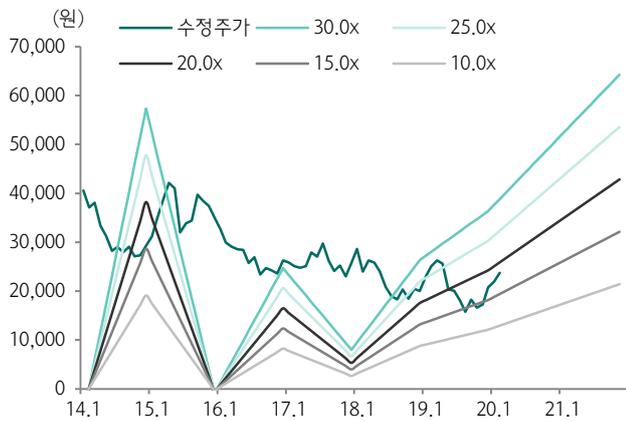
표 2. SBS 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	18	19F	20F	21F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출	914	819	886	886	168	221	185	245	183	223	226	255
별도	872	750	812	807	153	205	165	227	166	204	206	236
광고	433	392	361	349	83	109	88	112	71	100	89	101
사업	439	358	450	458	70	96	77	115	95	103	117	135
기타	42	69	74	79	14	16	20	17	17	19	20	19
영업손익	5	13	31	37	(28)	4	4	33	(13)	6	9	30
별도	1	9	30	33	(26)	7	(4)	32	(13)	6	4	32
기타	4	3	1	5	(2)	(3)	8	0	(0)	(1)	4	(2)
당기순이익(손실)	6	19	24	33	(5)	1	18	5	(11)	4	7	24

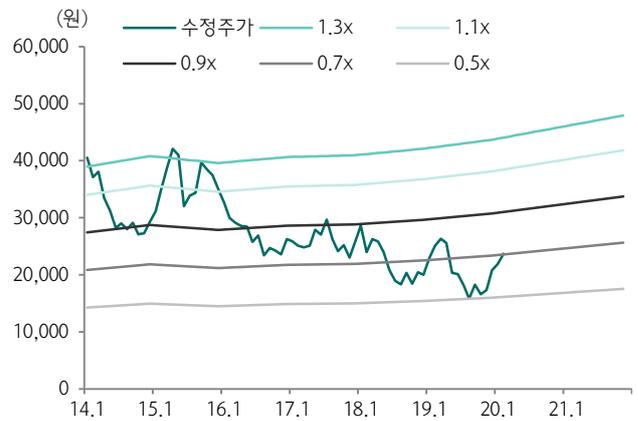
자료: 하나금융투자

그림 1. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자



표 3. SBS 주요 유튜브 채널 구독자 수 추이 - 19년 하반기부터 급성장

채널명	구독자 수(만명)						뷰 수(백만뷰)						
	17.1	18.1	19.1	19.6	20.1	20/19 YoY	17.1	18.1	19.1	19.6	20.1	20/19 YoY	
SBS Entertainment	84	130	213	249	323	52%	784	1,141	1,647	1,863	2,606	58%	
SBS NEWS	3	11	39	50	68	74%	56	215	543	662	882	62%	
SBS Story	20	22	33	35	69	109%	294	334	411	426	852	107%	
SBS KPOP Play	125	166	235	270	327	39%	752	977	1,251	1,382	1,749	40%	
SBS Catch	2	8	40	72	93	133%	10	51	272	488	737	171%	
SBS ENTER Play	76	92	107	116	146	36%	345	440	503	537	841	67%	
SBS NOW	122	150	224	273	312	39%	1,163	1,626	2,275	2,619	3,107	37%	
SBS Drama	66	102	164	206	298	82%	877	1,310	1,706	1,963	2,870	68%	
<b>개별 채널</b>													
SBS Runningman	52	58	82	98	125	53%	477	525	677	770	1,092	61%	
우와한 비디오 X SBS 세상에 이런 일이			1	13	20	37	185%		6	103	163	363	252%
SBS TV동물농장x애니멀바			23	107	151	256	139%		144	656	943	1,877	186%
Kritter Klub				4	61	245	6025%			14	163	726	5086%
SBS World					8	32					15	109	
그것이 알고싶다 공식계정					2	43					0	48	
합계	550	763	1,261	1,611	2,374	88%	4,758	6,769	10,058	11,994	17,859	78%	

자료: Socialblade, 하나금융투자

표 4. CJ ENM 주요 유튜브 채널 구독자 수 추이

채널명	구독자 수(만명)					20/19 YoY	뷰 수(백만뷰)					
	17.1	18.1	19.1	20.1	17.1		18.1	19.1	20.1	20/19 YoY		
CJ ENM	81	95	108	115		6%	904	1,185	1,435	1,616	13%	
Mnet Official	114	233	504	687		36%	747	1,850	3,561	5,538	56%	
Tooniverse	11	30	63	94		49%	102	211	386	583	51%	
OCN	4	8	20	31		55%	26	44	148	248	68%	
Olive	8	10	13	33		154%	49	76	115	296	157%	
tvN	52	70	122	207		70%	307	538	889	1,917	116%	
<b>tvND(디지털 전문 채널)</b>												
tvND ENT	24	26	39	132		238%	72	93	176	1,373	680%	
tvND Classic				65						948		
tvND Story	85	92	140	163		16%	217	4	100	295	195%	
Onstyle D	23	31	41	52		27%	107	156	206	280	36%	
SLICE D	29	46	56	66		18%	23	47	73	97	33%	
M2	81	149	323	522		62%	314	752	1,581	2,904	84%	
합계	512	790	1,429	2,167		52%	2,868	4,956	8,670	16,095	86%	

자료: Socialblade, 하나금융투자

## 2. 지상파TV 광고는 죽은 걸까?

### 국내 광고 시장 트렌드

- 디지털 영상↑/방송↓
- 지상파는 비지상파 성장으로 방송보다 가파르게 감소

국내 광고 시장은 2015년 이후 낮은 한 자릿수 대 성장을 기록해 왔다. 일면 잔잔해 보이는 광고 시장의 성장 뒤에는 디지털 광고의 급성장과 지상파 방송의 감소가 있었다. 스마트폰 사용량 증가에 힘입어 빠르게 성장한 디지털 광고는 2016년 4.1조원을 기록하며 이전까지 국내 광고 시장에서 가장 큰 비중을 차지하던 방송 광고를 따라잡았으며 2019년에는 6.5조원으로 방송 광고(3.4조원)를 크게 앞서고 있다. 리서치애드에 따르면 국내 동영상 광고 시장 규모는 '16년 약 3,400억원에서 '19년 9,800억원으로 성장했으며 가장 큰 비중을 차지하는 유튜브의 경우 1,200억원에서 4,100억원으로 3배 이상 성장했다. 결국 영상 광고 수요가 TV에서 디지털 매체로 옮겨간 데서 방송 광고 부진의 원인을 찾을 수 있다. 특히, 지상파는 디지털과 케이블/종편의 성장에 따른 이중고로 2015년 1.8조원에서 2019년 1.2조원으로 감소했다.

### 지상파 TV 광고는 브랜딩 수요에서 여전히 강함

: 넓은 도달률 & 긴 일평균 이용시간

그럼 이제 지상파는 계속 악화될 일만 남았을까? 하지만 지상파TV의 SA급 광고는 디지털 매체 대비 여전히 압도적으로 비싸(15초 1,300만원 이상)다. 편당 뷰수는 유튜브가 훨씬 높으나 전연령대가 이용해 가장 넓은 도달률을 가진 매체라는 점과 일평균 이용 시간도 167분으로 타매체(ex 스마트폰 96분)보다 여전히 많기 때문이다. 특히, 대부분 대기업 TV광고는 브랜딩 목적이므로 리치가 중요하다. 스타트업들(마켓컬리, 배달의 민족 등)이 규모를 키우고 타겟 고객군을 넓히는 과정에서 TV 광고에 나서는 것도 같은 맥락이다.

### 지상파TV의 본질적 문제는 매체 증가로 인한 미판매율↑('18년 75%)

지상파의 본질적인 문제는 팔리지 않는 슬랏의 증가다. 언론에 따르면 2018년 지상파 광고 미판매율은 약 75%라고 한다. 콘텐츠 경쟁력이 타 지상파 대비 상대적으로 높은 SBS도 광고 판매율이 30% 내외이다. 과거 매체가 한정적이던 시절 지상파의 지대효과로 인해 팔리던 비인기 시간/프로그램이 새로운 매체와 플랫폼(종편/케이블, IPTV, 유튜브 및 각종 OTT)의 등장으로 위축되고 있는 것이다. 더군다나, 지상파는 미디어렐법으로 결합판매(지상파3사 광고 판매시 비인기 지역/종교 방송 광고 결합) 의무로 부담이 더하다. 작년 KOBACO, SBS M&C의 결합판매비율은 각각 12%, 9%다.

### '19년 디지털향 콘텐츠 공급 본격화

- 유튜브 활용 디지털 전략
- SKT 협업으로 웨이브 재탄생

그럼, 가장 중요한 질문은 바로 **TV광고는 꾸준히 감소하는데 높은 제작비를 투입해 좋은 콘텐츠를 만들 필요가 있느냐**는 점이다. 당사는 그 질문에 대한 답을 TV가 아닌 디지털에서 찾고 있다. 디지털로 이동한 시청자들을 잡기 위해 디지털로 콘텐츠를 뿌리기 시작한 것이다. 유튜브 활용 디지털 전략(구작 업로드, 디지털 전용 콘텐츠 송출)은 2019년 상반기 가장 많이 본 유튜브 콘텐츠가 TV방송 프로그램임을 감안할 때 이미 성공적이다. 자체 OTT를 통한 콘텐츠 송출을 고집하던 데서 벗어나 넷플릭스 판매도 시작했다. 폭은 SKT와의 협업을 통해 한층 강화한 웨이브로 재 탄생했다. 2020년 디지털 성과에 기반한 SBS의 투자 기회를 확인해보자.

### 1) 지상파TV 전망: 2020년 -8% (YoY)

19년 광고 시장 결산

- 방송광고 3.4조원(YoY -7%)
- 지상파TV: 1.2조원(-13%)
- 경기 둔화와 중간광고 도입 무산으로 예상 대비 부진

KOBACO에 따르면 2019년 예상 방송 광고비는 3.4조원(YoY -7%)이며, IPTV를 제외한 모든 매체가 감소했다. 특히, 지상파TV 광고는 1.2조원(-13%)으로 추산된다. 기존 예상 성장률이 -2.7%였던 점을 감안하면 당초 예상에 훨씬 못 미친 수준이다. '19년 국내 경기 둔화와 중간 광고 도입 무산이 그 원인이다. 20년에 대한 전망은 더욱 심각하다. 방송 광고 시장이 8.5%, 지상파TV가 23% 역 성장하리라는 전망을 내놓았다.

표 5. 매체별 광고비 현황 및 추정치 - KOBACO

(단위: 십억원, %)

	15	16	17	18	19E	20E	19년 성장률	20년 성장률	19E_Old	19E 변동률
<b>총계</b>	11,325	11,794	12,848	13,479	13,915	14,508	3.2	4.3	14,326	(2.9)
<b>방송</b>	4,464	4,106	3,950	3,655	3,392	3,104	(7.2)	(8.5)	4,202	(19.3)
지상파TV	1,932	1,769	1,552	1,422	1,235	951	(13.1)	(23.0)	1,447	(14.7)
지상파DMB	10	8	5	4	4	4	(19.1)	(1.7)	3	6.7
케이블PP	2,005	1,895	1,854	1,713	1,665	1,663	(2.8)	(0.1)	2,239	(25.6)
케이블SO	145	135	139	141	127	137	(9.5)	7.4	134	(4.5)
위성방송	24	28	48	51	50	50	(1.5)	(0.1)	60	(16.1)
IPTV	90	85	99	116	117	128	0.4	9.5	116	0.5
라디오	257	186	253	207	194	172	(6.3)	(11.7)	203	(4.5)
<b>인쇄</b>	2,330	2,319	2,310	2,348	2,215	2,227	(5.7)	0.5	2,313	(4.2)
신문	1,856	1,867	1,859	1,903	1,761	1,768	(7.5)	0.4	1,850	(4.8)
잡지	474	452	452	445	454	459	2.1	1.0	463	(1.8)
<b>온라인</b>	3,428	4,155	4,775	5,717	6,529	7,389	14.2	13.2	6,060	7.7
인터넷	2,053	2,173	1,909	2,055	1,961	1,911	(4.6)	(2.6)	2,084	(5.9)
모바일	1,374	1,982	2,866	3,662	4,568	5,478	24.7	19.9	3,976	14.9
<b>옥외</b>	1,061	1,089	1,306	1,330	1,346	1,347	1.2	0.1	1,364	(1.3)
<b>기타</b>	508	465	412	429	433	441	1.0	1.7	387	12.1

자료: KOBACO, 하나금융투자

표 6. 매체별 총 광고비 현황 및 추정치 - 제일기획

(단위: 십억원, %)

	15	16	17	18	19E	20E	19년 성장률	20년 성장률	19E_Old	19E 변동률
<b>총계</b>	10,727	10,932	11,185	11,704	11,975	12,628	2.3	5.5	12,370	(3.2)
<b>방송</b>	4,228	4,049	3,954	3,966	3,691	3,752	(7.0)	1.7	4,085	(9.7)
지상파TV	1,970	1,731	1,531	1,412	1,196	1,220	(15.3)	2.0	1,470	(18.6)
라디오	297	304	278	250	232	235	(7.2)	1.3	248	(6.5)
케이블/종편	1,777	1,747	1,846	1,990	1,948	1,983	(2.1)	1.8	205	849.1
IPTV	80	85	99	116	124	128	6.7	3.3	131	(5.1)
위성, DMB 등	104	181	200	198	191	186	(3.4)	(2.8)	184	3.6
<b>인쇄</b>	1,918	1,849	1,781	1,737	1,683	1,654	(3.1)	(1.7)	1,715	(1.9)
신문	1,501	1,471	1,437	1,429	1,400	1,385	(2.1)	(1.1)	1,425	(1.8)
잡지	417	378	344	308	283	269	(8.1)	(5.1)	290	(2.4)
<b>온라인</b>	2,944	3,383	3,840	4,393	5,053	5,625	15.0	11.3	4,892	3.3
PC	1,769	1,637	1,625	1,592	1,771	1,873	11.2	5.8	1,566	13.1
모바일	1,175	1,745	2,216	2,801	3,282	3,752	17.2	14.3	3,326	(1.3)
<b>옥외</b>	1,005	1,009	1,002	1,034	1,038	1,060	0.4	2.1	1,070	(3.0)
<b>기타</b>	574	643	607	573	510	538	(11.0)	5.4	608	(16.0)

자료: 제일기획, 하나금융투자

**‘20년 지상파TV 광고**

- KOBACO: 9,510억원(YoY -23%)
- 제일기획: 1조 2,200억원(+2%)

2020년 광고 시장의 (+), (-) 요소  
 (+) 빅이벤트, 높아진 Hit Ratio  
 (-) 경기 침체, 디지털 전환

당사는 ‘20년 지상파TV 광고의  
 -8% 역성장 전망

한편, 지난 13일 제일기획도 결산 자료를 발표했는데, 지상파에 대한 19년 수치는 유사하나 20년에 대한 전망은 KOBACO와 온도차가 크다. 방송 광고 시장과 지상파TV가 각각 2% 성장하는 낙관적인 전망을 내놓았다. 경기 침체를 예상하면서도, 1) 도쿄올림픽과 총선이라는 빅이벤트가 있고, 2) 신종코로나 여파로 방송광고비가 증액되라는 이유에서다.

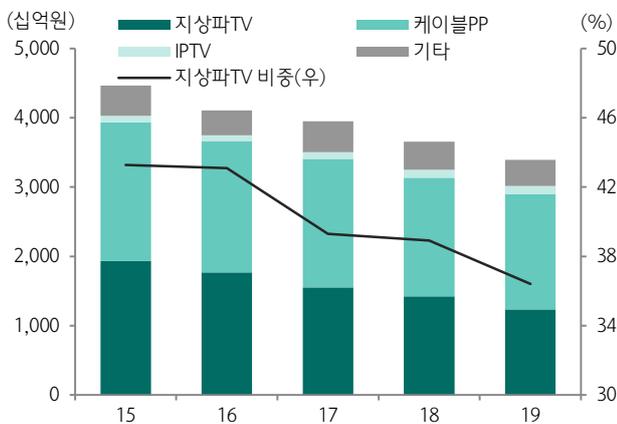
둘 사이의 간극이 큰데, 양측의 추정치 다 극단적인 면이 있다. KOBACO의 -23% 역성장 전망은 지상파 광고의 부진이 지속되어 왔지만 빅이벤트와 지상파 프로그램들의 Hit Ratio가 올라간 현재 추세를 고려할 때 다소 과하게 느껴진다. 제일기획의 2% 성장 추정치 경우, 광고가 기본적으로 경기에 연동되며 광고주들의 매체별 광고비 투입이 TV보다는 디지털 향으로 변하고 있다는 점을 고려할 때 쉽지 않아 보인다. 당사는 2020년 국내 지상파TV 광고의 연간 -8% 역성장을 예상한다.

표 7. 18~19년 주요 드라마 시청률 - 2019년 비지상파 흥행작 감소, SKY캐슬 제외 최상위권작품 지상파 독점

2018년					2019년				
순위	방영일	채널	작품명	최고시청률	순위	방영일	채널	작품명	최고시청률
1	07.07~09.30	tvN	미스터 션샤인	18.1	1	09.18~11.21	KBS	동백꽃 필 무렵	23.8
2	01.17~03.22	SBS	리턴	17.4	2	*11.23~02.01	JTBC	SKY 캐슬	23.8
3	09.10~10.30	tvN	백일의 낭군님	14.4	3	01.09~03.14	KBS	왜그래 풍상씨	22.7
4	*12.06~02.08	KBS	흑기사	13.9	4	02.15~04.20	SBS	열혈사제	22.0
5	04.02~05.29	KBS	우리가 만난 기적	13.1	5	*11.21~02.21	SBS	황후의 품격	17.9
6	02.20~04.24	SBS	키스 먼저 할까요?	12.5	6	10.28~12.24	SBS	VIP	15.9
7	*11.22~01.18	tvN	슬기로운 감빵생활	11.2	7	03.20~05.09	KBS	닥터 프리즈너	15.8
8	07.23~09.18	SBS	서른이지만 열일곱입니다	11.0	8	09.20~11.23	SBS	배가본드	13.0
9	04.25~06.14	KBS	슈츠	10.7	9	07.19~09.07	SBS	의사요한	12.3
10	09.27~11.15	MBC	내 뒤에 테리우스	10.5	10	07.13~09.01	tvN	호텔 델루나	12.0

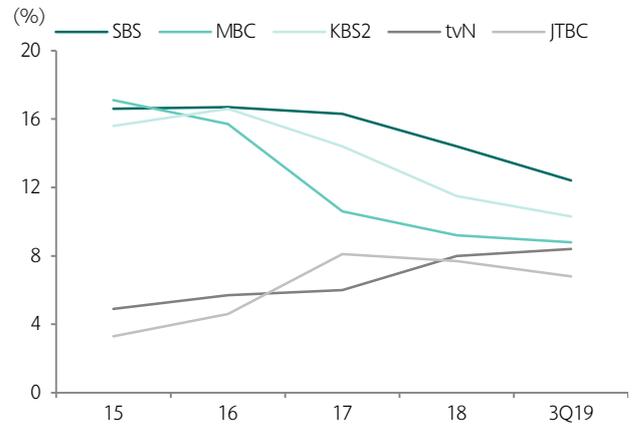
자료: 닐슨코리아, 하나금융투자  
 주: 종방일 기준으로 연도 분할, \* 표시는 전년도 시작

그림 7. 국내 방송광고 시장과 지상파 점유율 추이



자료: KOBACO, 하나금융투자

그림 8. 주요 채널 프라임타임 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 하나금융투자

## 2) 2021년까지 CPS는 500원(+25%)으로 인상(매출 기준 150억원 이상)

### 재전송 수신료(CPS) 추이

- '08년 IPTV 진입으로 부과 시작
- '13년 280원으로 합의
- '18년 400원 계약 종료

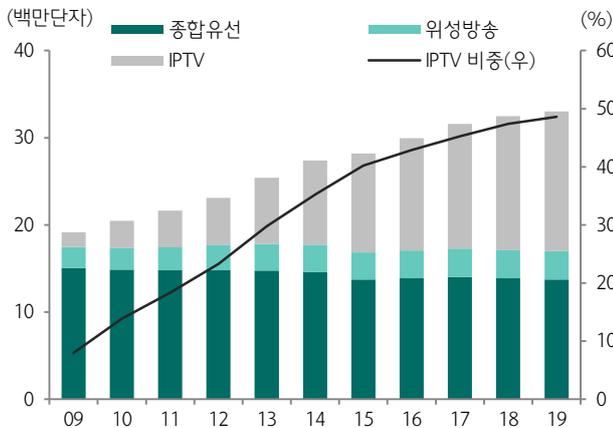
지상파 방송을 유료방송사가 재전송하는 과정에서 '재전송 수수료(CPS)'를 놓고 갈등이 반복되고 있다. 지상파는 유선방송(케이블)의 성장기에 시청 도달률을 높이기 위해 콘텐츠를 무료 송출했으나, '08년 IPTV도 유료방송 시장에 새로 진입하면서 CPS를 부과하기 시작했다. '13년부터는 모든 유료 방송 사업자들이 가입자당 280원의 CPS를 지불하기로 합의하며 갈등이 일단락되었으나, 계약 갱신 때마다 지상파는 콘텐츠에 대한 지불 정상화를 이유로 꾸준히 CPS 인상을 추진해왔다. 가장 최근의 계약 종료('18년까지) 이후 500원(+25%)으로 인상을 주장하고 있다. 반면, 유료방송사들은 지상파의 시청점유율이 낮아지고 있으며, 명확한 기준이 없다는 점에서 협상에 소극적이었다.

### 순차적 가격 인상안 유력

- 19년 460원(+15%)
  - 20년 480원(+20%)
  - 21년 500원(+25%)
- 1Q20, 19년 CPS 인상분(약 70억원)  
소급 반영 예정

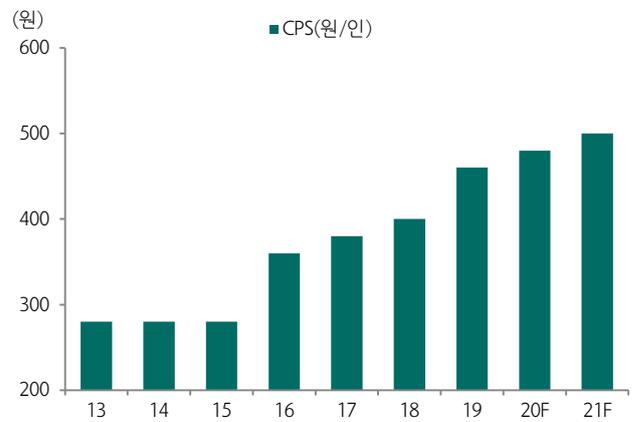
그러나, 2019년부터 지상파들의 어려운 영업 환경을 감안해 IPTV부터 재협상이 순차적으로 완료될 예정이다. 언론에 따르면 현재 IPTV와의 CPS 협상이 막바지에 접어든 상태로 '19년 460원(+15%), '20년 480원(+20%), '21년 500원(+25%)으로 인상하는 안의 채택이 유력하다. SBS의 '18년 CPS 관련 매출이 약 750억원이었던만큼, 20년 1분기 실적에 소급 반영될 CPS 매출 증분은 약 70억원 이상으로 예상된다.

그림 9. 유료방송 가입자 추이



자료: 나스미디어, 하나금융투자

그림 10. IPTV 기준 CPS 단가 추이



자료: 언론 보도, 하나금융투자

### 3) 중간광고 재개 시 매출 80억원 이상 증가 예상

방통위는 하반기 지상파-유료방송간 차별적 규제 해소 예정

현행 차별적 규제

- 중간광고: 지상파X, 유료O
- 프로그램 대비 가상간접광고 시간 : 지상파(5/100), 유료방송(7/100)

지상파는 PCM 통해 유사중간광고 도입해 중간광고 허용 통한 수익 증대 폭은 제한적일 전망이다,

중간광고 도입시 유연한 광고 배치 통해 단가 인상 가능성↑

현재 PCM 단가는 지상파<유료방송

- SBS 금토 PCM 2,100만원
- tvN 금토 PCM 3,750만원

드라마 2편에 중간광고 도입 가정

- 단가 약 10% 인상
- 판매율 각각 50%, 40%
- 보수적으로 연간 80억원 증익 가능

방통위는 지난 1월 16일 ‘2020년도 업무계획’을 발표했다. 그간 방통위원장이 언론과 소통 해온 ‘동일서비스 동일규제 원칙’과 ‘공공성 강화’의 모토에 구체적인 실행안과 시점이 더해졌다. 특히, 지상파가 지난 수년간 성토해온 중간 광고가 가장 먼저 다뤄졌는데, 2020년 하반기까지 매체 간 규제형평성을 제고할 수 있도록 중간광고, 가상광고, 간접광고 등 지상파와 유료방송 간 차별적 광고규제를 해소하겠다는 내용이다. 현재 중간광고의 경우 지상파는 금지되어 있고 유료방송은 허용되어 있으며, 가상·간접광고의 시간 역시 유료 방송이 더 길다. 방통위 내부에도 변화한 미디어 환경에서 과거 기준에 맞춘 방송 규제는 부적절하다는 공감대가 깔려있는 듯 하다.

다만, 중간 광고 도입 논의 초기 기대치(3사 합산 2,000억원)만큼은 쉽지 않아 보인다. ‘15년 광고 총량제 도입을 반추해보면, 제도 변화로 혜택을 본 프로그램은 연간 지상파3사 합산 15개 프로그램에 그쳤다. 대부분 프로그램에서 광고 공급이 수요보다 크다 보니 인기 프로그램을 중심으로 제한적인 매출 증가 효과가 나타났던 것이다. 중간광고 도입에서도 유사한 흐름이 예상된다. 대부분의 인기프로그램이 이미 PCM 가격을 도입하고 있어 매출 증가 폭 역시 제한적이겠으나, 중간광고 도입시 유사 중간광고 체제에서 균등하게 분할했던 방송 시간을 자의적으로 분할 수 있어 클라이막스 전후로 광고를 도입하는 등의 배치를 통한 단가 인상이 가능할 전망이다. 참고로, SBS가 3부 편성을 재개한 금토(스토브리그)의 경우 PCM 단가는 2,100만원(vs 기본 CM 단가 1,350만원)인데, 중간광고가 허용되고 있는 tvN 토일 드라마 PCM 단가는 3,750만원(vs 기본 CM 단가 1,500만원)에 달한다.

연중 평일 드라마 1편과, 금토 드라마에 2번의 중간 광고(PCM 적용, 판매율 각각 50%, 40% 가정)가 가능하고, 중간광고 허용으로 PCM 단가가 10% 상승할 수 있다면 연간 약 80억원의 수익 증가가 가능할 것이다. 예능 프로그램들은 이미 2편이 3부 편성으로 되어 있어 1) 추가적인 3부 편성 증가나, 2) 단가 인상은 제한적으로 가정했으며, 콘텐츠 경쟁력에 따라 매출이 추가될 여지가 분명히 있다. 아직 도입이 확정되지 않은 상황이기엔 보수적으로 추정할 계획이다.

표 8. 연간 2개 드라마 3부 편성 및 중간광고 단가 10% 인상시 연간 광고 매출 증분은 약 80억원

금토드라마(3부 편성 유지)					
기존			단가 인상시		
방송시간	70	분	방송시간	70	분
광고 가능 시간	11	분	광고 가능 시간	11	분
PCM 가능 개수	21	Unit(15초 슬롯)	PCM 가능 개수	21	Unit(15초 슬롯)
PCM 단가(기존)	21	백만원	PCM 단가(10% 인상)	23	백만원
PCM 매출(판매율 50%)	2	억원	PCM 매출(판매율 50%)	2	억원
1일 매출 증분	0.2	억원	연간 매출 증분	21	억원
평일드라마(3부 편성 도입 가정)					
기존			단가 인상시		
방송시간	70	분	방송시간	70	분
광고 가능 시간	11	분	광고 가능 시간	11	분
PCM 가능 개수	14	Unit(15초 슬롯)	PCM 가능 개수	21	Unit(15초 슬롯)
PCM 단가(기존)	18	백만원	PCM 단가(10% 인상)	20	백만원
PCM 매출(판매율 40%)	1	억원	PCM 매출(판매율 40%)	2	억원
1일 매출 증분	0.7	억원	연간 매출 증분	63	억원

자료: 하나금융투자

그림 11. SBS 2월 기본 편성표

급	시	분	월	화	수	목	금	급	시	분	토	일	분	시	급	
B	6		순간포착 세상에 이란일이(재) 6,000	볼타는 청춘(재) 6,000	백종원의 골목식당(재) 6,000	정글의 법칙(재) 6,000	행성 타이거즈(재) 6,000	A	6		6,000 / 7,500	안녕텐 2부	25	6		
A	7	30	생방송 투데이 1부 6,000 / 7,500						7		예능 스페셜 1부 7,500(12,000) / 9,000	집사부일체 2부	7			
			생방송 투데이 2부								예능 스페셜 2부					
	8		SBS 8 뉴스 10,500								8		SBS 8 뉴스 13,500			
SA	9	40	생활의 달인 9,000 (12,000)	본격연예한밤 1부 9,000 (12,000) / 12,000	순간포착 세상에 이란일이 1부 9,000 (12,000) / 12,000	맛남의 광장 1부 12,000 (13,500) / 15,000	공감한 이야기 Y 1부 12,000 / 15,000	SA	9	30	명인 블랙박스 정규의법칙 1부 12,000(13,500) / 15,000	명인 블랙박스 13,500	45	9	05	
	10	20	골드드라마 1부 13,500 / 18,000	본격연예한밤 2부	순간포착 세상에 이란일이 2부	맛남의 광장 2부	공감한 이야기 Y 2부		10	40	정규의법칙 2부	미운 우리 새끼 1부 13,500 / 18,000	45	10	25	
	11	40	이동욱은 토르가 최고 싫어서 1부 12,000 (13,500) / 15,000	이동욱은 토르가 최고 싫어서 2부	맛남의 광장 3부	행성타이거즈 1부 9,000(12,000) / 12,000	골드드라마 1부 15,000(13,500) / 21,000		11	10	미운 우리 새끼 2부	미운 우리 새끼 3부	25	10	05	
	12	20	동상이몽 2 2부 12,000 / 15,000	볼타는 청춘 1부 12,000 / 15,000	백종원의 골목식당 2부 12,000 / 15,000	정글의 법칙 2부 9,000 (12,000) / 12,000	행성타이거즈 2부		12	20	그것이 알고 싶다 10,500	SBS 스페셜 9,000	05	11	A	
			동상이몽 2 2부 12,000 / 15,000	볼타는 청춘 2부	백종원의 골목식당 2부	정글의 법칙 2부	행성타이거즈 2부						05	12	B	
			나이트라인 4,500	나이트라인 4,500	나이트라인 4,500	나이트라인 4,500	그라운드킥박스				예능 스페셜 2 4,500	일요심야재방 4,500		12	B	

자료: SBS M&C, 하나금융투자

주: 골드드라마는 2부 편성으로 기획되었으나, 스토브리그 흥행으로 3부 편성으로 변경

그림 12. tvN 20년 3월 기본 편성표

시급	시간	월	화	수	목	금	토	일	시간	시급
SSA	18	리틀빅 히어로 (본) (1,200/3,000)	방법 (1,200/3,000)	콜까당 (본) (1,200/3,000)	유 퀴즈 온 더 블록 (800/2,000)	슬기로운 의사생활 (1,200/3,000)	플레이어 (본) (8,000/20,000)	하이, 바이, 마마 (2,500/6,250)	18	
	19	노잰말싸미(-3/30) (본) (4,000/10,000)	책 읽어드립니다 (-3/31) (본) (6,000/15,000)	수미네반찬 (본) (6,000/15,000)	슬기로운 의사생활 (1,200/3,000)	너의 목소리가 보여7 (본) (6,000/15,000)	놀라운 토요일 도레미마켓 (본) (8,000/20,000)	코미디빅리그 (본) (8,000/20,000)	19	
	20								20	
PSA	21	반의 반(3/23-) (본) (11,000/27,500)	반의 반 (본) (11,000/27,500)	유 퀴즈 온 더 블록 (본) (6,000/15,000)	슬기로운 의사생활 (본) (13,000/32,500)	금요일 굿요일 밤에 감독판 (본) (12,000/30,000)	하이바이,마마! (본) (15,000/37,500)	하이바이,마마! (본) (15,000/37,500)	21	PSA
	22								22	
	23	더판내투어 (본) (6,000/15,000)	금요일 굿요일 밤에 (2,500/6,250)	메모리스트 (본) (13,000/32,500)	메모리스트 (본) (13,000/32,500)	신규 예능(미정) (본) (12,000/30,000)	더블캐스팅 (본) (8,000/20,000)	대탈출3 (본) (8,000/20,000)	23	
	0	프리한19 (본) (XtvN 공동) (4,000/10,000)				슬기로운 의사생활 (2,500/6,250)			0	
SA	1	코미디빅리그 (800/2,000)	반의 반 (2,500/6,250)	유 퀴즈 온 더 블록 (2,500/6,250)	슬기로운 의사생활 (2,500/6,250)		금요일 굿요일 밤에 감독판 (2,500/6,250)	하이, 바이, 마마 (2,500/6,250)	1	SSA

자료: CJ ENM, 하나금융투자

#### 4) 제작비 통제 노력의 시작: 가성비 좋은 예능 확대

광고 매출 하락 속 제작비 상승이 지상파 부진의 원인 중 하나였으나,

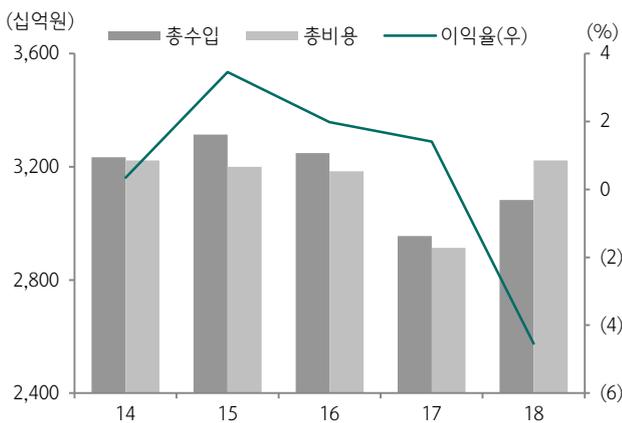
광고 매출이 줄어드는 상황에서도 파업이 있던 2017년을 제외하고 지상파와 PP의 제작비는 꾸준한 증가세를 기록했다. 주요 수입원인 광고 매출이 감소하는 가운데 비용 상승이 지속되어 2018년 지상파 3사 합산 영업손실은 1,814억원에 달했다.

##### '19년부터 선택과 집중 전략

- 프라임타임 드라마의 예능 대체
- 예능: 제작비 저렴한데 비해 PCM 단가 차이 크지 않아 효율↑
- 드라마: 편성 줄이는 대신 OTT 가입자 견인 위해 단위 투자 규모 ↑

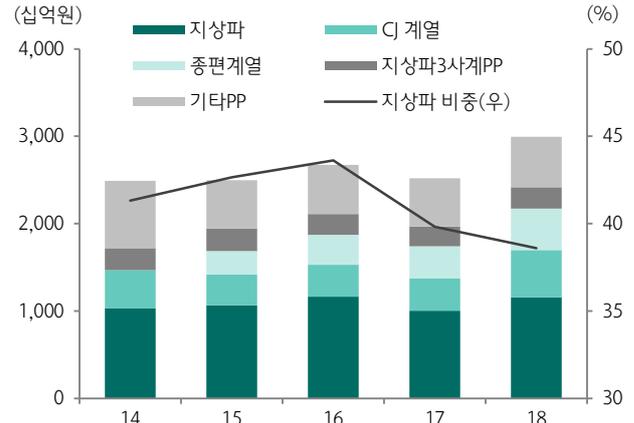
부정적 사업 환경에서 2019년 나타난 긍정적인 변화는 지상파 사업자들의 전략 변화다. 평일 프라임타임에 드라마 대신 예능을 배치하고, 드라마의 단위 투자 규모를 키워 퀄리티를 올리는 전략을 취하고 있다. 좋은 콘텐츠가 곧 OTT 가입자 성장의 핵심이기 때문이다. 예능의 회당 제작비는 1~2억원 사이로 회당 제작비가 7억원 가까이로 상승한 드라마에 비해 저렴하다. 흥행 예능의 경우 낮은 제작비로 드라마에 맞먹는 가격의 PCM(그림 15,16 참고)을 붙일 수 있어 효율이 높다. 드라마 1편(편성료 약 4.5억원 가정)을 예능으로 대체 시 약 50억원의 제작비 절감 효과를 낼 수 있다. 최근 SBS가 당초 2월까지로 예정되었던 수목드라마 대체 예능 '맛남의 광장'을 상반기까지로 연장한 결정도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다.

그림 13. 지상파 3사 총수입, 총비용 비교



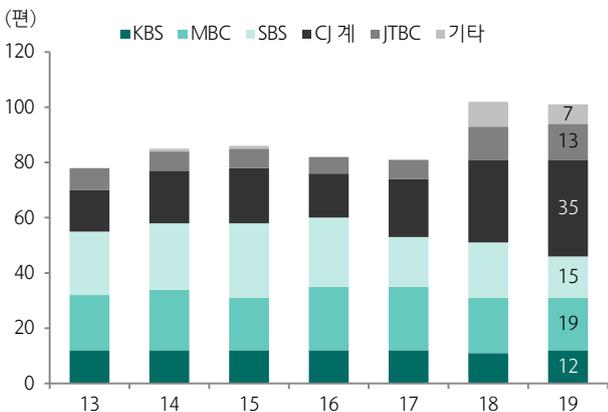
자료: 방송산업실태조사보고서, 하나금융투자  
 주: 지상파는 KBS, MBC, SBS

그림 14. 국내 지상파/PP의 제작비와 지상파 점유율 추이



자료: 방송산업실태조사보고서, 하나금융투자  
 주: 17년 지상파 매출/제작비 감소는 공영방송 파업에 주로 기인(특히 MBC)

그림 15. 한국 드라마 연간 편성 편수



자료: 각사, 하나금융투자

표 9. 지상파의 프라임타임 편성 변경- 드라마 대신 예능

방송사	주요 편성 변경 내용
SBS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 19년 8월 월화드라마 → 예능(리틀포레스트) 편성</li> <li>• 19년 12월 수목드라마 → 예능(이동욱토크쇼/맛남의 광장) 편성</li> </ul>
MBC	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 19년 11월 월화드라마 → 예능(편애중계) 편성</li> <li>• 20년 2월 이후 9시 주말드라마 폐지</li> </ul>
KBS2	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 19년 11월 월화드라마 → 예능(개는 훌륭하다) 편성</li> </ul>

자료: 언론 보도, 하나금융투자

### 3. 그래서, 우리도 디지털로 간다

#### 1) 유튜브를 필두로 한 디지털 광고 시장의 성장

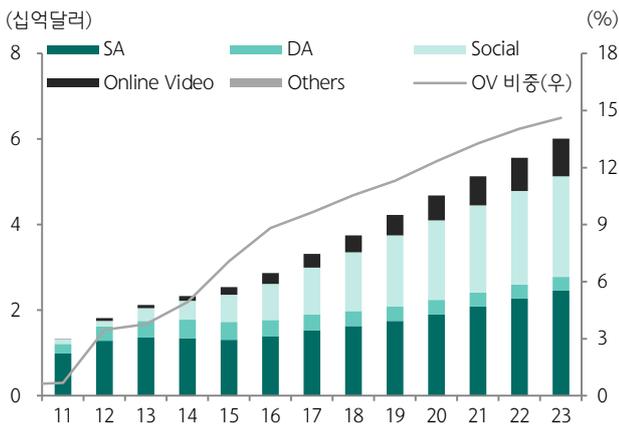
'16년에서 '19년 사이 국내 온라인 영상 광고 시장은 0.3조원에서 1조원 가까이로 성장

스마트폰의 이용 확대와 유튜브를 필두로 한 온라인 영상 이용 증가에 힘입어 디지털(그 안에서도 모바일) 광고의 성장이 도드라지고 있다. '16년에서 '19년 사이 국내 온라인 영상 광고는 3,400억원에서 9,800억원으로, 유튜브 광고는 동일 시기 약 1,200억원에서 4,100억원으로 약 3배 이상 성장했다.

유튜브의 성공 원인은 최대 플랫폼으로 브랜드 수요 흡수 가능했기 때문

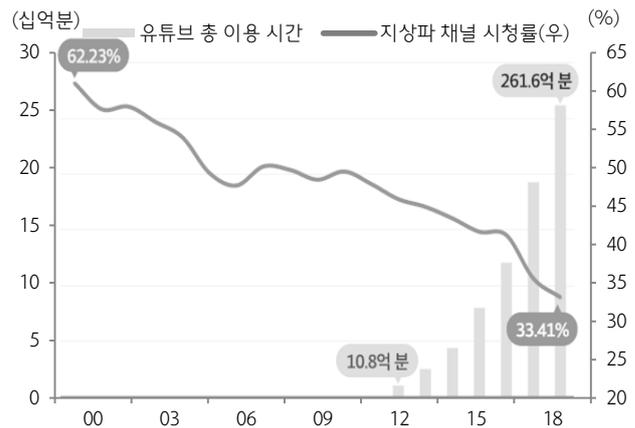
유튜브가 온라인 영상 광고 시장에서 압도적인 성과를 거둘 수 있었던 까닭은, 넓은 광고주베이스와 타게팅 효과도 있겠으나, 결정적으로 최대 영상 플랫폼이기 때문이다. 최근 몇 년 새 대형 광고주의 유튜브 유입이 시작되었는데, 동영상 시청자(오디언스)의 94%에 도달 가능해 단일 플랫폼으로 브랜딩이 가능하기 때문이다. 즉, 기존 지상파의 시청자와 광고주가 디지털로 이동한 것이다.

그림 16. 한국 디지털 광고 시장 구분 및 온라인 비디오 비중



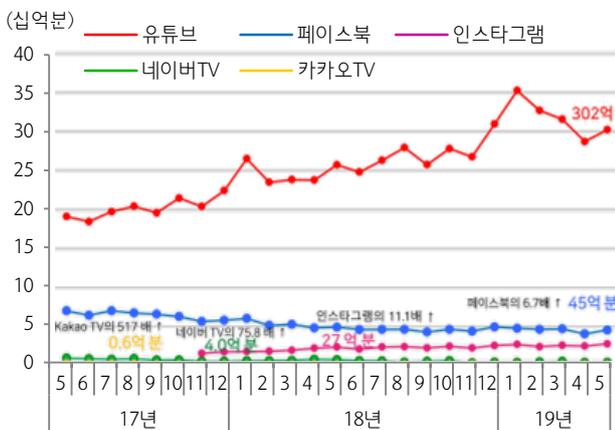
자료: Magna, 하나금융투자

그림 17. 국내 유튜브 총 이용 시간과 지상파 채널 시청률



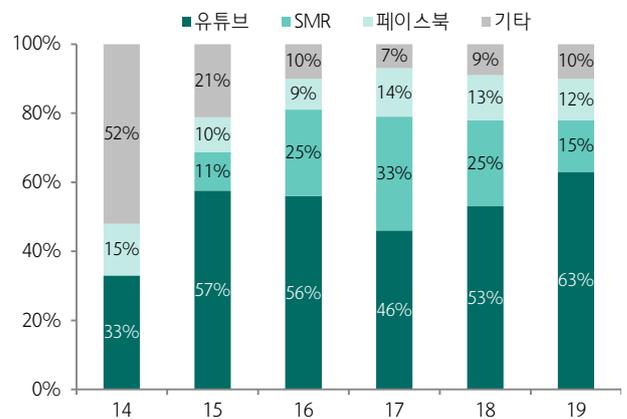
자료: 나스미디어, 하나금융투자

그림 18. 주요 플랫폼별 월별 체류시간 추이



자료: 닐슨 코리안클릭, 하나금융투자  
 주: 페이스북은 PC/모바일 전체 이용자수 기준

그림 19. 주요 매체로 본 동영상광고 시장



자료: 메조미디어, 하나금융투자

## 2) 2019년 유튜브 매출은 약 120억원(18년의 6배)

유튜브 성장의 핵심은 의외성

과거 1박 2일에서 MC 강호동이 멤버들과 5:1 라면 먹는 대결이나 혹은 무한도전에서 화제가 되었던 추격전 하이라이트 장면들을 기억하는가? IPTV나 OTT 플랫폼으로 굳이 찾아보지 않을 것 같은 해당 영상들은 유튜브에서 각각 388만뷰/1,000만뷰를 기록하고 있다. 하이라이트만 쏙 폼으로 편집한 다음, 노출(혹은 AI추천)을 통해 의미 있는 수익을 창출하고 있는 것이다. 해당 매출의 핵심은 예상치 못한 의외성, 즉, 예를 들면 탑골GD로 불리는 양준일의 성공이나, 1년 누적 20억뷰를 기록하고 있는 동물농장의 가치를 사전에 계획할 수 없다는 점이다. 이런 의외성을 극대화하기 위해 최근 1년 새 유튜브의 문법에 맞춘 채널들을 속속 개설하고 있으며, 빠른 성장을 보이고 있다. SBS의 유튜브 광고 매출은 2018년 20억원 → 2019년 상반기 18억원 → 2019년 하반기 약 105억원 → 2020년 약 300억원으로 추정된다. 올해부터 본격화될 신작VOD 클립의 유튜브 업로드로 더욱 큰 성장이 기대된다.

이를 극대화하기 위해 유튜브 문법에 맞춘 채널 속속 개설 중

유튜브 매출은 '18년 20억원 → 1H19 18억원 → 2H19 105억원 → '20년 약 300억원

### (1) 구작 라이브러리 가치의 확인과 SMR의 유튜브 향 공급 재개

'19년 9월 SBBS인기가요 시작으로 지상파 구작 콘텐츠 연쇄 흥행 경험

2019년 유튜브에서 지상파의 구작 중 가장 흥행한 콘텐츠는 8월부터 업로드된 SBS 인기가요였다. 인기가요는 90년대 콘텐츠를 24시간 재생해 18만명의 구독자를 끌어 모았으며 음악뿐만 아니라 드라마/예능 등 각종 지상파 구작 콘텐츠의 연쇄 흥행을 불러일으켰다. 특히, 인기가요가 흥행하기 시작한 9월을 기점으로 SBS의 유튜브 채널들은 폭발적인 구독자/뷰수 성장을 기록했다. 방송사들은 편집 인력 투입 외에 추가적인 비용 없이 구작의 레버리지를 체감했고, 더욱 적극적인 유튜브 전략을 펼치고 있다.

SMR은 '14년 12월 이후 국내 플랫폼에만 방송사 클립을 공급해왔으나,

지난 2014년 12월 국내 방송사(지상파 3사, 종편, CJ ENM)들은 광고 수익 배분 비율(약 5:5)을 문제로 유튜브에서 클립VOD를 모두 내린 바 있다. 국내 영상 플랫폼들이 우호적인 배분 비율(9:1)을 약속하면서 SMR이 이들에게만 콘텐츠를 공급하는 계약을 맺었기 때문이다. 그러나, 2017년까지 잘 성장하던 SMR은 국내 플랫폼(네이버TV, 카카오TV등)이 트래픽에서 유튜브의 우위에 밀리면서 한계에 부딪히게 되었다.

국내 플랫폼이 트래픽 경쟁에서 유튜브에게 밀리며 한계 봉착

'19년 12월부터 유튜브에 클립 제공 재개로 성장 도모

- 국내 플랫폼: 당일(빅헤드)
- 유튜브: 3~5일 이후(롱테일)

결국, SMR은 12월 16일부터 순차적으로 유튜브에 클립 제공을 재개했다. 단, 국내 플랫폼에는 당일 공급, 유튜브에는 3~5일 이후부터 공급한다. SMR 트래픽이 대부분 당일~3일 안에 나음을 감안할 때, 유튜브의 롱테일 수요를 통한 매출 증대를 도모하겠다는 전략이다. 실제로 SMR은 유튜브 진출 3주만에 유튜브 트래픽이 국내플랫폼 전체와 맞먹는 수준이 되었다고 발표하기도 했다. 여기서 그치지 않고 SMR은 지난 21일 아프리카TV에도 클립 제공을 시작했으며 상반기 중 네이버V라이브/카카오페이지까지 플랫폼을 확대할 예정이다.

방송 콘텐츠 공급 확대시 유튜브 CPM 단가 인상 가능성도 있음

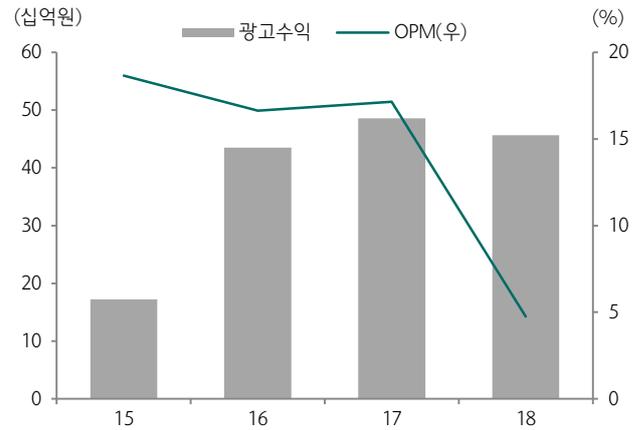
참고로, SMR의 공급 재개는 유튜브 입장에서도 반길 일인데, 방송 콘텐츠는 화이트리스트 문제에서 자유로우면서 유튜브 카테고리 내 구독자/뷰수 모두 1위인 인기 콘텐츠이기 때문이다. 방송 콘텐츠의 유튜브 공급 증가는 대형 트래픽을 원하는 대형 광고주들의 유튜브 광고 진입을 용이하게 해 중장기적으로 CPM 단가 상승 가능성도 열어준다.

그림 20. 주요 방송사의 유튜브 채널



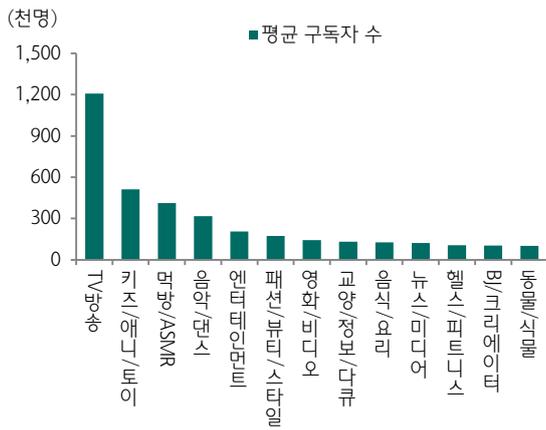
자료: 나스미디어, 하나금융투자

그림 21. SMR 실적 추이



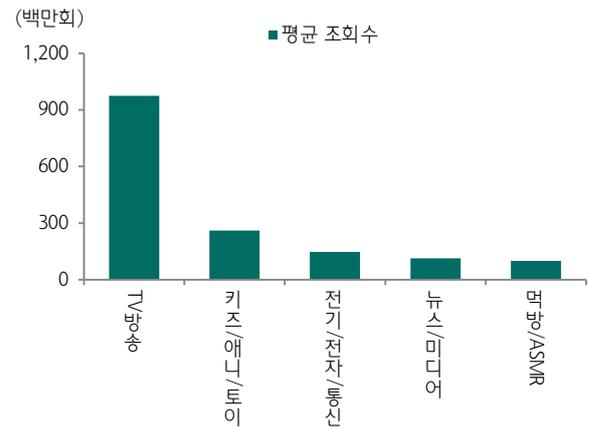
자료: SMR, 하나금융투자

그림 22. 19년 상반기 기준 유튜브 카테고리별 평균 구독자 수



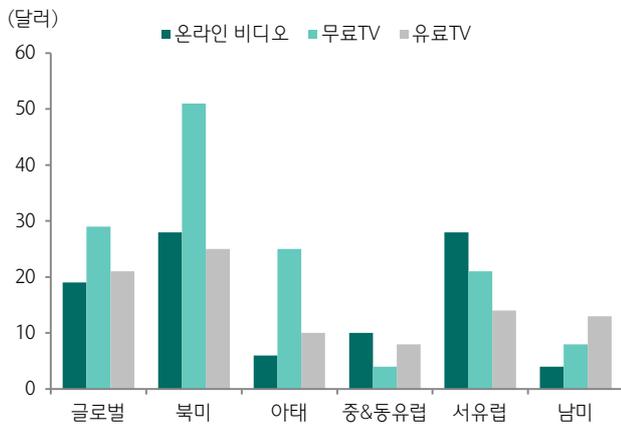
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 23. 19년 상반기 유튜브 평균 조회수 탑5 카테고리



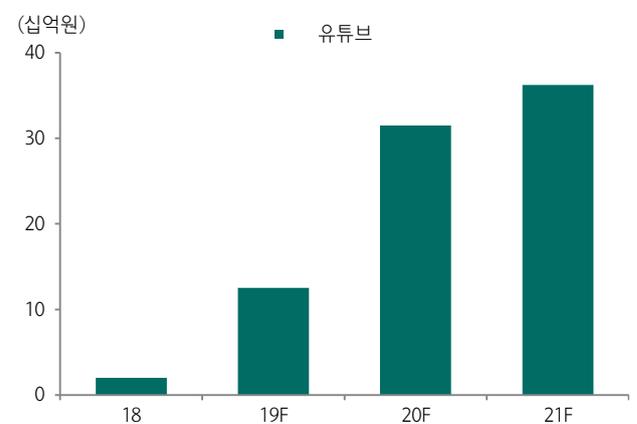
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 24. 지역별/매체별 CPM 추이



자료: Magna Global, Bloomberg, 하나금융투자

그림 25. SBS 유튜브 매출 추이



자료: SBS, 하나금융투자

(2) 디지털 전용 콘텐츠 업로드를 통한 콘텐츠 영향력 제고

- 프로그램 단위 유튜브 채널 운영
- 디지털용 부가 영상으로 콘텐츠 매력 확대
  - 숏폼 콘텐츠 주기적인 업로드로 관심 환기

디지털 전략에 있어서 SBS가 CJ ENM과 가장 다른 점은 채널이 아닌 프로그램 중심의 전략을 취하고 있다는 점이다. 기존에 명성을 가진 대표 프로그램이 방송사업자의 최대 장점인데, 인기가요를 통해 그 실효성을 확인한 듯 하다. 유튜브 채널에 본 방송에서는 분량의 문제나 심의 관계로 다룰 수 없었던 콘텐츠들을 업로드해 프로그램의 매력을 더욱 풍부하게 할 수 있다. 또한, 주기적인 숏폼 콘텐츠 업로드는 시청자들의 프로그램에 대한 지속적인 관심을 유발한다.

- 인기 유튜브 채널 구독자/뷰수('1월)
- 그알: 43만명, 4,800만뷰
  - 동물농장: 256만명, 19억뷰

SBS 간판 프로그램인 '그것이 알고 싶다'(이하 그알), '동물농장', '세상에 이런 일이' 등이 대표적인데, 그알의 경우 '19년에 개설했음에도 '20년 1월 기준 구독자수 43만명, 뷰수 4,800만뷰를 기록했다. 동물농장은 개설 후 매년 두 배 이상의 성장을 기록하고 있는데, '20년 1월 기준으로 구독자수 256만명, 뷰수 19억뷰를 기록했으며, 동물농장의 글로벌 버전 'Kritter Klub'은 본 채널에 맞먹는 구독자수를 기록 중이다.

- 드라마는 허브 채널 활용
- 방영전: 메이킹/소개 영상
  - 방영후: 주기적 예고/하이라이트 영상 및 비주기적 스페셜 영상

드라마의 경우 프로그램별 채널을 개설하지는 않지만, 허브 채널을 통해 시기별로 트래픽을 유발하고 있다. 스토브리그의 사례를 보면, 방영 1달 전에는 메이킹 영상을, 방영 전일에는 소개 영상을, 첫방 후에는 1,2화 요약 영상(각 200만뷰 이상)을 업로드했다. 이후로는 정규적으로 예고 영상(SBS NOW), 하이라이트 클립(SBS Drama) 3~5개가 업로드 되었다. 또한, 스토브리그가 인기 몰이에 성공한 후에는 김사부2의 방영 전에 스토브리그X김사부2를 연결시키는 콘텐츠를 업로드하는 등 다양한 시도를 보여주고 있다.

- 유튜브를 통한 콘텐츠 영향력 제고 전략은 SMR 재개로 탄력 받을 것

즉, 매력의 확대와 화제성 환기를 통해 콘텐츠 영향력을 올린다는 측면에서 유튜브 영상은 SVOD들에 업로드 되는 원본 제작들과는 확연히 다른 가치를 가진다. 올해는 신작VOD 클립과 기운영 중인 개별 채널 콘텐츠간 연계로 더욱 큰 폭의 성장이 기대된다.

그림 26. 스토브리그 사례로 살펴본 SBS의 유튜브 활용 전략 - 스토브리그 3화 관련 조회수만 약 170만회(예고+하이라이트 합산)

<p>(방영 전)메이킹 - 24만회(스브스캐치)</p>  <p>[메이킹] 남궁민X박은빈 폴조함 스토브리그 다본 리딩 현장! (STOVE LEAGUE / 스프스캐치) 조회수 238,421회 · 2019. 11. 13.</p>	<p>(방영 전)Q&amp;A식 소개 - 19만회(SBS NOW)</p>  <p>스토브리그 3화전 Q&amp;A [스토브리그] '우털' '웃골' 외다 민형철 퇴짜버린 남궁민 / 'Hot Stove League' Special   SBS NOW 조회수 186,918회 · 2019. 12. 12.</p>	<p>(스페셜) 1,2화 요약(25분) - 213만회(NOW)/234만회(캐치)</p>  <p>스토브리그 1,2화 요약 [스토브리그] 1,2화 요약 '이정도 이 트레이드인데 반대하시는 분? 그리고 아무도 없었다...' / 'Hot Stove League' Special   SBS NOW 조회수 2,128,229회 · 2019. 12. 18.</p>
<p>(방영 직후) 2화 하이라이트 클립(3분) - 39만회(SBS Drama)</p>  <p>스토브리그 2화 하이라이트 클립 [스토브리그] 남궁민, 박은빈, 위기에서 구해줄 목가사 등장!   스토브리그   SBS DRAMA 조회수 388,361회 · 2019. 12. 14.</p>	<p>(방영 직전) 3화 예고(24초) - 2만회(SBS NOW)</p>  <p>스토브리그 3화 예고 [스토브리그] Ep 3 예고 "백승수 단장은 어떤 사람인가 같은데?" / Hot Stove League Preview   SBS NOW 조회수 19,218회 · 2019. 12. 19.</p>	<p>(김사부2 방영 전) 연계 영상(12분) - 28만회(SBS NOW)</p>  <p>스토브리그 X 김사부2 연계 영상 [스토브리그X김사부2] '대이게 리더십이다' / Hot Stove League X Dr. Romantic 2   SBS NOW 조회수 278,488회 · 2020. 1. 3.</p>

자료: 유튜브, 하나금융투자

### 3) WAVVE 가입자는 이미 POOQ의 2배 이상

동영상 구독 서비스는 지난해 콘텐츠 구독 서비스 중 가장 빠른 성장 보임

각종 구독 서비스가 생겨나는 가운데 지난해 콘텐츠 분야에서 가장 빠른 성장을 보여준 것은 동영상 구독 서비스다. 국내 대비 OTT 시장이 성숙한 미국의 사례를 볼 때, 성장하는 OTT 시장에서도 결국 소수의 상위 서비스만이 소비자의 선택을 받아 성장할 수 있다. 미국인 대상 설문조사 결과 응답자의 59%가 영상 스트리밍 서비스에 \$20이상 지출하지 않을 것이라고 했으며, 평균적으로 구독하는 스트리밍 서비스의 수는 약 3개 수준이었다.

단, 미국 사례로 볼 때 향후 소비자의 선택 받을 서비스는 한정적일 것

'19년 12월 기준 서비스별 순이용자  
- 웨이브: 400만명  
- 넷플릭스: 350만명

지난해 옥수수(SKT)와 폭(지상파)이 통합해 탄생한 웨이브(WAVVE)는 12월말 기준 순이용자 400만명(유료 가입자 약 140만명)을 기록했는데, 같은 시점 넷플릭스의 순이용자가 350만명 수준이었다. 웨이브의 성장은 양질의 콘텐츠(지상파 및 오리지널)와 SKT의 적극적인 프로모션(SKTV 상위 요금제에 무료 제공, 가입 초반 요금 할인 등) 덕이다.

웨이브 성장에 따른 콘텐츠 수익↑  
- 1) 가입자 수 성장(약 2배)  
- 2) 웨이브 내 점유율 상승

SBS는 웨이브 지분 23.3%를 보유하고 있으며, 웨이브에서 1) 가입자수에 비례한 콘텐츠 사용료와 2) 콘텐츠 점유율에 따른 채널 사용료를 받고 있다. 웨이브 내 SBS의 점유율은 지속적으로 상승할 것으로 보이는데, KBS는 '19년 천억원대 적자를 예상해 지난해 하반기부터 연간 600억원의 비용을 절감하는 '비상경영계획'을 실시하고 있으며, MBC도 900억원 이상의 적자가 예상되어 300억원 이상의 비용을 줄이겠다고 선포한바 있기 때문이다. 이와 반대로 SBS는 작년 하반기에는 '배가본드'를, 올해 상반기에는 '더킹:영원의 군주'(예정) 등 텐트폴 작품을 소싱하면서 차별화된 콘텐츠 경쟁력을 위해 투자하고 있다.

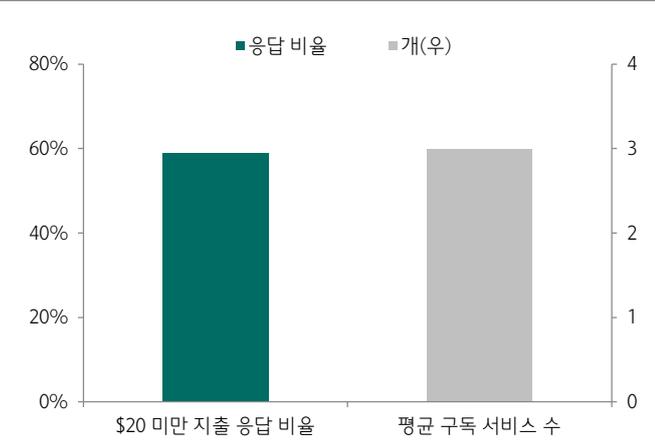
텐트폴 공급 통해 플랫폼 내 콘텐츠 경쟁력↑

가입자 성장으로 매출도 2배 이상↑

'18년 말 폭 유료가입자 70만명을 기준으로 93억원의 콘텐츠 유통 수익을 기록했음을 감안할 때, 4분기는 물론 추후 웨이브 성장에 따른 온라인 유통 수익도 기대해 볼만하다. 언론자료를 통해 유추해보면 이미 150만명을 상회한 것으로 추정되며, 관련 이익 역시 POOQ 대비 2배 이상 증가한 것으로 예상된다. 금년 WAVVE의 가입자 목표인 200~250만명까지 성장한다면 SBS의 관련 매출 역시 3배 이상 성장(매출 기준 약 300억원 내외)이 예상된다.

WAVVE의 2020년 가입자 목표(200~250만명)까지 성장 시 관련 매출 3배 이상↑ 기대

그림 27. 미국 성인의 평균 SVOD 서비스 이용수는 3개



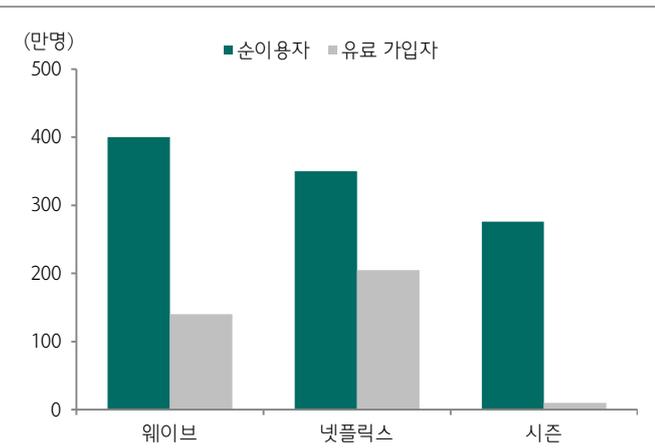
자료: 딜로이트, 아이뉴스24, 하나금융투자

그림 28. 구독 서비스 장르별 순이용자수 증감



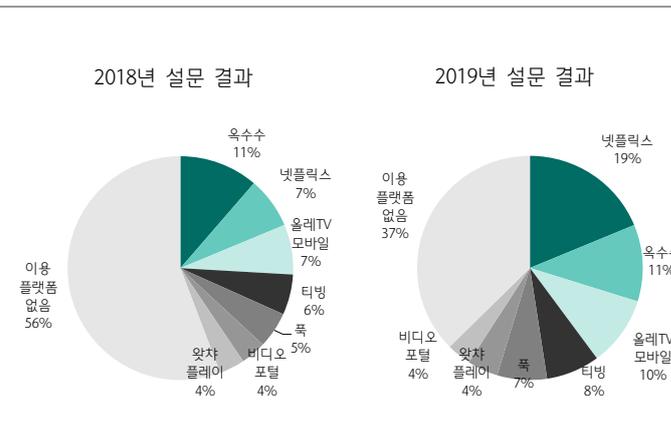
자료: 닐슨 코리아클릭, 하나금융투자

그림 29. 19년 12월 국내 주요 OTT 순이용자 및 유료가입자 수



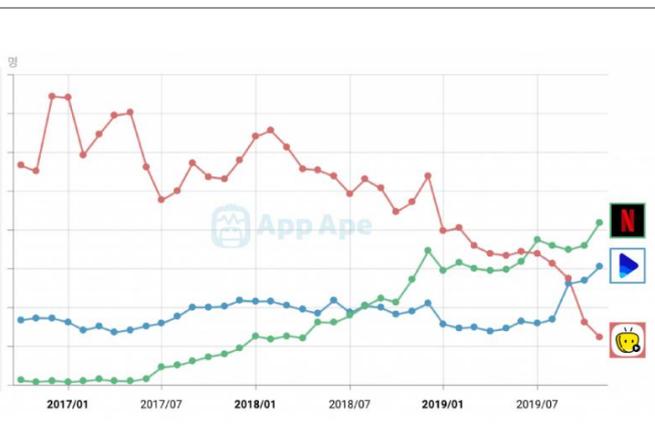
자료: 언론 보도 및 닐슨코리아클릭, 하나금융투자

그림 30. '18년 vs '19년 국내 SVOD 이용 설문 결과



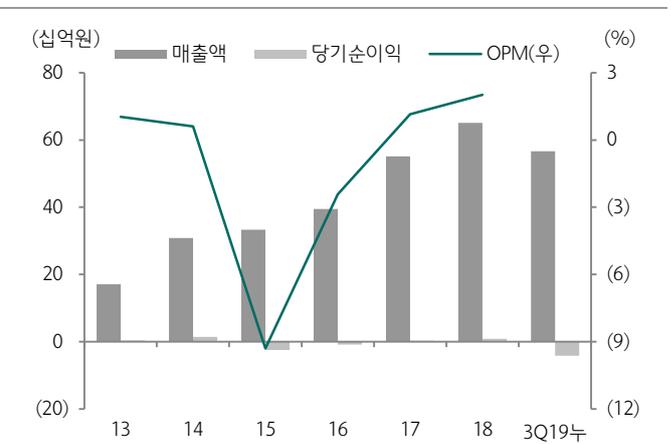
자료: ACR, 하나금융투자

그림 31. Netflix, WAVE, 옥수수 MAU 추이



자료: AppApe, 하나금융투자  
 주: 상세 수치는 데이터 미공개로 미공개, 트렌드 파악 참고용

그림 32. 콘텐츠웨이브 실적 추이



자료: 콘텐츠웨이브, SBS, 하나금융투자  
 주: 콘텐츠웨이브는 비상장, 분기실적은 SBS통해 매출과 당기순이익만 공시됨

## 4. 그리고, 여전히 높은 추가적인 성장 잠재력

### 1) 드라마 분사가 주는 기회 - 편수 증대와 제작 역량 강화

#### 드라마 분사 타임라인

- 18년 찬반 투표에서 반대 우세 (60%)에도 분사 추진
- '18년 3월 대주주 관련 노사 갈등
- '19년 1월 분사 무산
- '19년 12월 찬반 투표(찬성 69%)
- '20년 3월 출범 목표로 재추진 중

지난해부터 SBS 드라마 제작 인력이 자회사 더스토리웍스(제작사)로 전직하는 방식으로 드라마 분사가 논의되고 있다. '17년 이후 SBS는 꾸준히 드라마 분사를 시도해왔으나 노조의 반대로 번번히 무산되었다. 지난해 박정훈 사장 재신임 이후 12월 드라마 본부 구성원을 대상으로 한 투표에서 과반이 찬성해 올해 3월 출범을 목표로 분사가 다시 추진 중이며 늦어도 상반기 이내에 분사한다는 계획이다. 변화하는 한국 콘텐츠 제작 환경에서 드라마 분사에 대한 구성원들의 공감대가 어느 정도 형성된 것으로 보인다. 드라마 분사는 SBS에 어떤 사업적 기회를 줄 수 있을까?

#### 1) 제작 편수 증대

: 제작 인력의 전적을 통한 타채널향 공급 가능

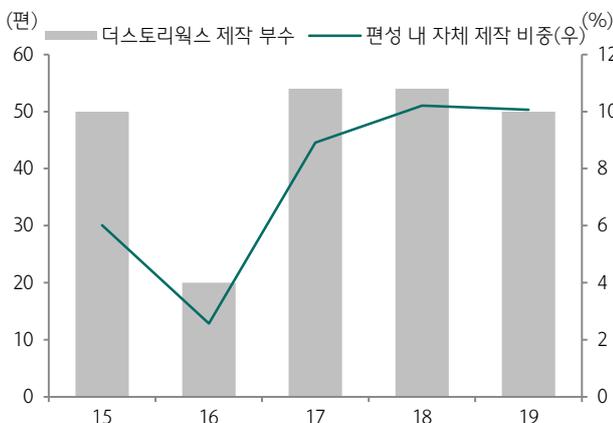
지난해 더스토리웍스는 '닥터탐정', '시크릿 부티크', 'VIP' 등 SBS 드라마를 제작했다. '18년 '리턴' 이후 'VIP'가 약 2년 만에 10%대 최고 시청률을 기록해 제작사로서의 역량을 다시 확인했다. 현 구조에서는 PD들의 소속이 SBS이기에 타채널의 작품을 제작할 수 없다. 그러나, 이들이 더스토리웍스로 전직하면 스튜디오드래곤처럼 타채널 작품도 제작할 수 있게 된다. SBS가 선택과 집중의 전략을 택함에 따라 드라마 편수를 축소하고 있는 상황에서 분사는 제작 편수 증대의 가능성인 것이다. 특히, 국내외 신규 플랫폼(국내 - Wavve, 시즌/해외 - 디즈니+, 애플TV+, HBO Max 등)이 증가하는 상황에서 분사 이후 기회의 폭은 더욱 넓을 수 있다.

#### 2) 제작 역량 강화

: 적절한 보상 체계 통한 인력 보존

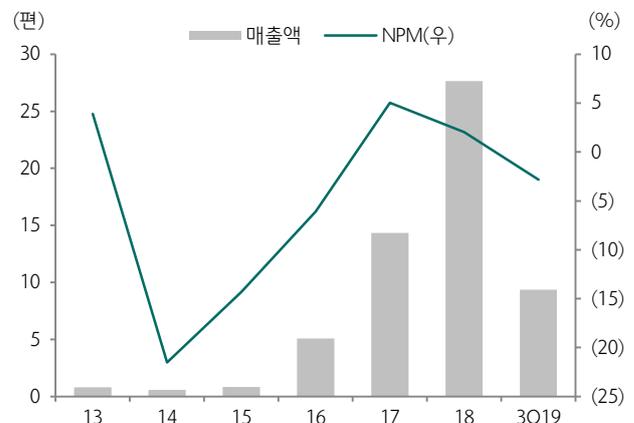
또한, 분사 시 기존 SBS의 임금 체계 하에서 불가능했던 성과에 따른 보상이 가능해진다. 이는 지상파의 고질적인 문제인 핵심 인력의 이탈(ex. 19년 열혈사제 이명우PD 퇴사)을 해결할 수 있다는 의미이며, 궁극적으로 제작 역량 강화로 이어질 것이다.

그림 33. 더스토리웍스 제작 미니시리즈 부수 및 편성 내 비중



자료: SBS, 더스토리웍스, 하나금융투자

그림 34. 더스토리웍스 실적 추이



자료: SBS, 더스토리웍스, 하나금융투자

주: '16년 2월 허브에서 SBS 산하로 옮김

## 2) 한한령 완화 시 높은 수혜

'14년 이후 중국판 런닝맨 '달려라 형제' 공동 제작해 흥행했으나, '17년 이후 한한령으로 중단

SBS는 한한령 전 중국에서 공동 제작한 런닝맨의 흥행으로 지상파 광고 수익 감소에도 매출 성장을 이룰 수 있었다. '14년 10월 처음 방영된 중국판 런닝맨 '달려라 형제'는 평균 시청률 2.7%를 기록했는데, 중국 내 채널이 2천개 이상(인기 드라마 평균 시청률 2%)임을 감안할 때 말 그대로 대박이었다. 이를 발판 삼아 '15년 선보인 시즌 2에서는 시청률이 5%까지 치솟았으며, '16년 2분기 선보인 시즌 4도 3%가 넘는 시청률을 기록해 '달려라 형제' 방영 채널인 저장위성TV는 그전까지 굳건히 1위 자리를 지키던 후난위성TV를 뛰어넘었다. '달려라 형제' 4의 타이틀 광고 비용은 1,500억원에 달했다. 그러나, 중국 정부가 '16년 7월부터 리얼리티 예능은 방송국당 1년에 한 시즌만 방영할 수 있게 하면서 하반기 예정되어 있던 달려라 형제 5 편성이 '17년으로 밀리게 되었다. 더욱이 '17년 저장위성TV가 프로그램 이름을 '달려라'로 바꾸고 다른 프로그램이라 주장하며 SBS와 공동제작도 종료하게 되면서 SBS의 중국발 수익은 급감하게 되었다.

콘텐츠허브의 중국향 수출  
'13년 67억원 → '14년 341억원 → '15년 501억원 → '16년 706억원

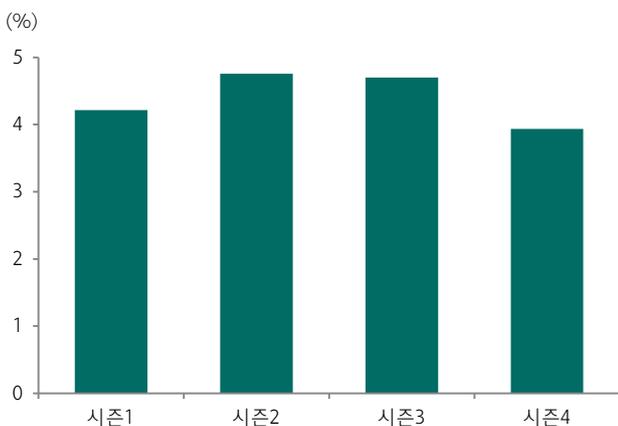
'달려라 형제'는 러닝 개런티 형태의 계약이었기 때문에 1)포맷 수출 비용에 더해 2)2차 판권, 3)VOD, 4)광고 수익까지도 공유했다. SBS의 콘텐츠 유통을 허브에서 담당했기 때문에 허브의 중국 매출 규모를 통해 '달려라 형제'의 수익 배분 규모를 짐작해볼 수 있다. 중국 매출은 '14년 41억원→'15년 501억원→'16년 706억원에 이르렀다. 보통 작품들은 제작사에 대한 수익 쉐어 비율이 있으나, 예능은 SBS 자체 제작이기에 제작사 지분이 없어 SBS 콘텐츠 허브와 SBS가 수익을 공유했던 것으로 보인다. '14년까지는 배분 비율이 허브에게 유리했던 것으로 보이나, '15년 SBS 해외 유통 금액 급등('14년 146억원→'15년 624억원→'16년 661억원)으로 미루어 보아 '15년부터 SBS에 다소 우호적인 분배 비율이 적용되었던 것으로 보인다.

SBS의 해외 유통 수익  
'14년 146억원 → '15년 624억원 → '16년 661억원

중국 사업 환경 변화했지만, 시장 열리면 가장 먼저 기회 잡을 것이며 허브 합병으로 온전한 수익 누릴 것

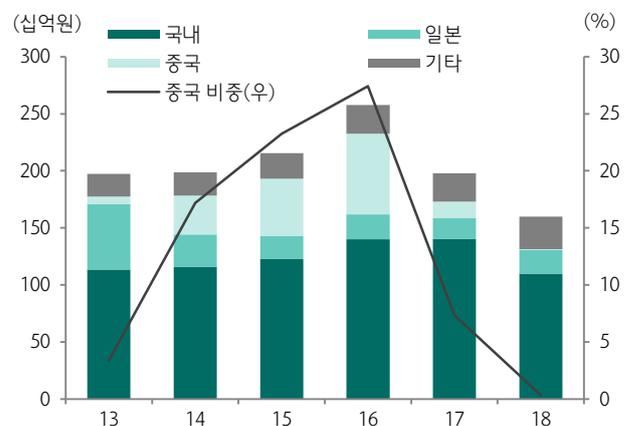
중국 자체 예능 시장 성장으로 사업 환경이 달라진 것은 사실이나, 과거 중국 예능 시장에서의 공동 제작 경험과 히트 경험이 있는 만큼, 시장이 열리면 가장 먼저 기회를 잡게 되는 것은 SBS가 될 확률이 높다. 또한, 작년에 허브를 합병한 만큼 중국 매출 발생시 효과를 온전히 누릴 수 있게 될 것이다.

그림 35. 달려라 형제 시즌별 최고 시청률



자료: 언론 보도 종합, 하나금융투자

그림 36. SBS 콘텐츠 허브 매출 추이 및 중국 비중



자료: SBS콘텐츠허브, 하나금융투자  
주: '19년 2월 SBS가 허브 지분 인수

## Appendix

## 1. 미디어 산업 주요 용어 정리

용어	영문	설명
<b>방송 관련</b>		
지상파 방송	Terrestrial TV	KBS, MBC, SBS, EBS 등이 해당되며, 공중파 방송과 같은 의미를 지니며 케이블 방송에 비해서 영향력이 강하고 공공재의 성격을 가짐(원칙적으로 수신료를 받지 않음)
유료 방송	Cable TV	유료로 시청자에게 공급되는 방송 채널로 지상파와 반대되는 개념. SO, 위성TV, 인터넷TV로 구성
종합 편성 채널		11년 개국. 보도/오락·교양 등 전분야 프로그램 편성 가능한 채널. 프로그램 편성 주체인 동시에 SO/IPTV/위성방송 등 플랫폼에게 프로그램을 공급하는 사업자(예: JTBC, 채널A 등)
채널사용사업자(PP)	Program Provider	SO, 위성TV 등의 사업자와 계약을 체결해 특정 채널의 전용 사용권을 보유한 주체. 지상파계열PP, C계열PP, 종합편성계열PP 등으로 구성(예: tvN, OCN)
종합유선방송사업자(SO)	System Operator	93년 허가된 개별 PP와 계약해 케이블 채널을 송출, 지역별 독점 운영(예: CJ 헬로비전)
위성TV	Satellite TV	인공위성을 통해 방송을 송출하는 플랫폼(예: KT 스카이라이프)
IPTV	Internet Protocol TV	08년 시작된 인터넷 통한 채널 송출 서비스. 국내 통신 3사가 운영중(예: SK브로드밴드)
편성	Broadcast programming	일정 시기마다 인터넷, 텔레비전, 라디오 등의 방송 미디어 프로그램을 배치하고 순서를 정하는 일
라이브러리	Library	지상파/유료 방송/OTT 플랫폼이 시청자들에게 제공할 권리를 보유한 영상들의 총 목록
OTT	Over the Top	인터넷을 통해 미디어 콘텐츠를 제공하는 서비스의 통칭
VOD	Video on Demand	편성 시간표가 아닌 시청자가 원하는 시간에 맞춰 시청하는 영상
SVOD	Subscription VOD	월정기 구독료 기반으로 시청하는 VOD
AVOD	Advertisement VOD	광고 시청을 조건으로 무료 시청하는 VOD
<b>광고 관련</b>		
업프론트	Upfront	TV광고에서 6개월 이상 장기물로 광고패키지를 판매하여 판매자와 구매자가 안정적으로 거래하는 방식
정기물		업프론트 잔여물량을 통상 월단위로 판매하는 방식(1~5개월)
임시물		정기물 판매 이후 잔여물량 단건에 대해서 1개월 이하로 월중에 판매하는 방식
GRPs 보장판매		특정 수준의 GRPs를 보장해주는 판매 방식
GRPs	Gross Ratings Points	주단위 혹은 월단위 광고의 누적 전달량(리치*노출 빈도)으로, 총 광고 노출량을 의미
광고도달률	Reach	특정 캠페인 기간에 1회 이상 도달된 소비자 계층의 비율 (타겟 인구 중 실제 광고를 1회 이상 시청한 순인구의 비중)
시청률	Ratings	방송을 시청할 수 있는 상태에 있던 개인/가구의 총수에 대한 TV의 특정 프로그램/시간대를 시청한 개인/가구의 비율
점유율	Share(of Voice)	해당 업종 또는 카테고리 내에서 광고에 노출된 인구의 경쟁사 간 점유율(GRPs 기준)
프로그램광고	Commercial Message	특정 프로그램 스폰서로 참여하여 프로그램 전후/중간에 방영되는 광고. 광고 총량제 도입으로 허용 시간은 15/100(지상파)~20/100(유료 방송) 이내이며, 중간 광고는 현재 유료방송만 가능
임프레션	Impressions	실제 광고가 노출된 횟수. 주로 온라인 광고 단가 산정 기법인 CPM의 기준이 됨
CPM	Cost Per Mille	1,000번의 임프레션에 대한 광고비

자료: 하나금융투자

2. 더스토리웍스 기획/제작 작품

방영 시점	작품명	최고 시청률	연출	극본	출연
12.5	유령	15%	김형식	김은희	소지섭, 이연희
13.7	황금의 제국	12%	조남국	박경수	고수, 이요원
13.4	내 연애의 모든 것	7%	손정현	권기영	신하균, 이민정
14.4	엔젤아이즈	12%	박신우	윤지련	이상윤, 구혜선
15.4	냄새를 보는 소녀	11%	백수찬	이희명	박유천, 신세경
15.4	이혼변호사는 연애중	6%	박용순	김아정	조여정, 연우진
15.10	마을 아치아라의 비밀	8%	이용석	도현정	문근영, 옥성재, 신은경
16.5	미녀 공심이	15%	백수찬	이희명	남궁민, 민아
17.1	피고인	28%	조영광	최수진, 최창환	지성, 엄기준, 권유리
17.5	수상한 파트너	11%	박선호	권기영	지창욱, 남지현
17.7	조작	13%	이정흠	김현정	남궁민, 유준상
18.1	리턴	17%	주동민	최경미	박진희, 이진욱
18.4	EXIT	5%	정동윤	박연혁	최태준, 우연
18.5	시크릿 마더	8%	박용순	황예진	송윤아, 김소연
18.5	나도 엄마야	10%	배태섭	이근영	이인혜, 우희진
18.7	친애하는 판사님께	9%	부성철	천성일	윤시윤, 이유영
18.9	흉부외과	9%	조영광	최수진, 최창환	고수, 엄기준, 서지혜
18.11	사의찬미	8%	박수진	조수진	이종석, 신혜선
19.7	닥터탐정	6%	박준우	송윤희	박진희, 봉태규
19.8	17세의 조건	3%	조영민	류보리	윤찬영, 박시은
19.9	시크릿 부티크	6%	박영기	허선희	김선아, 장미희
19.10	VIP	16%	이정림	차해원	장나라, 이상윤

자료: 더스토리웍스, 하나금융투자

주: 2010~2011년에는 문전서를 통해 5개의 드라마 운영, 17세의조건(2회), 사의찬미(6회), 나도엄마야(아침연속극), EXIT(4회) 제외하고는 미니시리즈

추정 재무제표

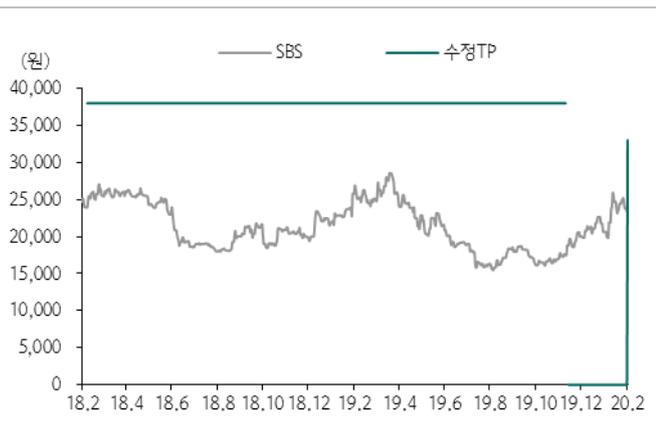
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>773.2</b>	<b>914.0</b>	<b>819.0</b>	<b>886.0</b>	<b>886.5</b>
매출원가	608.1	756.3	654.3	701.9	695.7
매출총이익	165.1	157.7	164.7	184.1	190.8
판매비	146.5	152.7	152.1	152.6	153.5
<b>영업이익</b>	<b>18.7</b>	<b>5.1</b>	<b>12.6</b>	<b>31.4</b>	<b>37.3</b>
금융손익	0.4	0.8	(1.2)	1.0	2.0
총속/관계기업손익	(1.9)	(0.4)	(1.9)	(3.5)	1.5
기타영업외손익	3.0	2.5	16.0	2.0	2.0
<b>세전이익</b>	<b>20.3</b>	<b>7.9</b>	<b>25.5</b>	<b>30.9</b>	<b>42.7</b>
법인세	4.4	2.1	6.2	6.8	9.4
계속사업이익	15.9	5.8	19.3	24.1	33.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>15.9</b>	<b>5.8</b>	<b>19.3</b>	<b>24.1</b>	<b>33.3</b>
비지배주주지분 손이익	0.9	1.0	3.3	1.9	2.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>15.0</b>	<b>4.9</b>	<b>16.0</b>	<b>22.1</b>	<b>31.0</b>
지배주주지분포괄이익	14.7	(2.5)	30.9	38.5	53.3
NOPAT	14.6	3.7	9.5	24.5	29.1
EBITDA	50.9	33.0	37.2	53.0	56.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(6.7)	18.2	(10.4)	8.2	0.1
NOPAT증가율	흑전	(74.7)	156.8	157.9	18.8
EBITDA증가율	115.7	(35.2)	12.7	42.5	6.2
영업이익증가율	흑전	(72.7)	147.1	149.2	18.8
(지배주주)순이익증가율	흑전	(67.3)	226.5	38.1	40.3
EPS증가율	흑전	(67.6)	229.2	38.0	40.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	21.4	17.3	20.1	20.8	21.5
EBITDA이익률	6.6	3.6	4.5	6.0	6.4
영업이익률	2.4	0.6	1.5	3.5	4.2
계속사업이익률	2.1	0.6	2.4	2.7	3.8
<b>투자지표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	824	267	879	1,213	1,698
BPS	31,261	31,512	32,391	33,604	35,301
CFPS	3,657	2,763	2,636	2,700	3,144
EBITDAPS	2,787	1,807	2,037	2,906	3,087
SPS	42,363	50,077	44,870	48,539	48,567
DPS	250	0	0	0	0
<b>주기지표(배)</b>					
PER	31.4	75.0	23.7	19.5	14.0
PBR	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
PCFR	7.1	7.2	7.9	8.8	7.5
EV/EBITDA	9.3	10.4	8.2	6.1	4.8
PSR	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	2.7	0.9	2.8	3.8	5.1
ROA	1.5	0.5	1.7	2.3	3.1
ROIC	3.0	0.8	2.2	6.0	7.4
부채비율	94.0	68.5	62.6	62.6	59.4
순부채비율	(1.3)	(5.3)	(14.5)	(20.1)	(27.2)
이자보상배율(배)	4.7	1.0	2.9	7.1	8.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>640.0</b>	<b>493.5</b>	<b>520.2</b>	<b>578.1</b>	<b>630.6</b>
금융자산	237.5	216.1	271.5	309.2	361.5
현금성자산	12.6	13.2	73.4	107.7	160.0
매출채권 등	240.3	228.0	204.3	221.0	221.1
재고자산	2.1	2.6	2.3	2.5	2.5
기타유동자산	160.1	46.8	42.1	45.4	45.5
<b>비유동자산</b>	<b>452.0</b>	<b>464.1</b>	<b>435.7</b>	<b>416.7</b>	<b>397.6</b>
투자자산	81.8	88.3	84.5	87.2	87.2
금융자산	56.4	8.0	7.2	7.8	7.8
유형자산	311.9	305.1	281.5	260.7	242.3
무형자산	20.7	21.1	20.1	19.3	18.5
기타비유동자산	37.6	49.6	49.6	49.5	49.6
<b>자산총계</b>	<b>1,092.0</b>	<b>957.6</b>	<b>955.9</b>	<b>994.8</b>	<b>1,028.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>360.0</b>	<b>210.2</b>	<b>191.1</b>	<b>204.5</b>	<b>204.7</b>
금융부채	70.1	26.3	26.3	26.3	26.3
매입채무 등	179.5	152.8	136.9	148.1	148.2
기타유동부채	110.4	31.1	27.9	30.1	30.2
<b>비유동부채</b>	<b>169.0</b>	<b>179.0</b>	<b>177.0</b>	<b>178.4</b>	<b>178.4</b>
금융부채	159.8	159.8	159.8	159.8	159.8
기타비유동부채	9.2	19.2	17.2	18.6	18.6
<b>부채총계</b>	<b>529.0</b>	<b>389.2</b>	<b>368.1</b>	<b>382.9</b>	<b>383.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>555.4</b>	<b>560.0</b>	<b>576.0</b>	<b>598.2</b>	<b>629.1</b>
자본금	91.3	91.3	91.3	91.3	91.3
자본잉여금	67.2	67.2	67.2	67.2	67.2
자본조정	(15.2)	(15.2)	(15.2)	(15.2)	(15.2)
기타포괄이익누계액	0.5	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
이익잉여금	411.6	417.5	433.5	455.7	486.6
<b>비지배주주지분</b>	<b>7.6</b>	<b>8.5</b>	<b>11.8</b>	<b>13.7</b>	<b>16.1</b>
<b>자본총계</b>	<b>563.0</b>	<b>568.5</b>	<b>587.8</b>	<b>611.9</b>	<b>645.2</b>
순금융부채	(7.6)	(30.1)	(85.4)	(123.1)	(175.4)
<b>현금흐름표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>81.7</b>	<b>55.1</b>	<b>51.5</b>	<b>40.4</b>	<b>52.4</b>
당기순이익	15.9	5.8	19.3	24.1	33.3
조정	50.2	43.5	24.6	21.7	19.1
감가상각비	32.2	27.9	24.6	21.7	19.1
외환거래손익	(1.3)	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.9	0.4	0.0	0.0	0.0
기타	17.4	14.9	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	15.6	5.8	7.6	(5.4)	(0.0)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(115.8)</b>	<b>(5.9)</b>	<b>8.6</b>	<b>(6.1)</b>	<b>(0.0)</b>
투자자산감소(증가)	(50.4)	(6.3)	3.8	(2.7)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(23.6)	(20.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(41.8)	20.6	4.8	(3.4)	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>39.8</b>	<b>(48.6)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
금융부채증가(감소)	40.4	(43.8)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.6)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(4.4)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>5.6</b>	<b>0.6</b>	<b>60.2</b>	<b>34.3</b>	<b>52.3</b>
Unlevered CFO	66.7	50.4	48.1	49.3	57.4
Free Cash Flow	57.8	34.9	51.5	40.4	52.4

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SBS



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.26	BUY	33,000		
19.12.9	Not Rated	0	-	-
19.12.6	담당자변경		-	-
18.3.5	BUY	38,000	-44.01%	-24.87%

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.5%	10.5%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 2월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 02월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 02월 26일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.