

SBS (034120)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

25,000

유지

현재주가

16,000

(20.10.26)

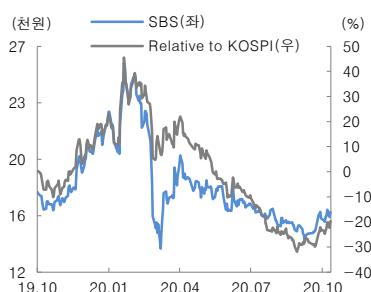
미디어업종

4차 산업혁명/안전등급

■ Neutral Green

KOSPI	2330.84
시가총액	292십억원
시가총액비중	0.02%
지분금(보통주)	91십억원
52주 최고/최저	25,900원 / 13,550원
120일 평균거래대금	19억원
외국인지분율	0.00%
주요주주	SBS미디어홀딩스 36.92% 국민연금공단 13.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.1	0.0	-12.6	-0.9
상대수익률	8.6	-4.8	-27.9	-11.3



투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 25,000원 유지

– 12M FWD EPS 1,358원에 PER 19배 적용. 과거(‘11~’19) PER band 하단

3Q20 Review: 드라마 편성 줄이고, 비용도 줄이고

- 매출 1.8천억원(+8% yoy, -5% qoq), OP 152억원(흑전 yoy, 흑전 qoq) 전망
- 하계 올림픽이 예정되어 있었는데 코로나 상황까지 겹치면서 드라마 편성 축소
- 18년은 분기 평균 5개, 연간 20개 편성. 4Q19 부터는 수목 드라마 슬롯을 예능으로 대체하면서, 월화/금토 드라마 슬롯만 운영하며 분기 3개 정도 편성
- 3Q20에는 월화도 예능으로 대체하면서 드라마 2개만 편성. 7~8월 월화 드라마 시간대에 편성된 〈동상이몽2〉, 〈불타는 청춘〉 등이 평균 시청률 5%대로 양호했고, 광고도 드라마 수준으로 판매되면서 높은 효율 발생한 것으로 추정
- 보유 중인 컨텐츠를 유튜브 채널에 편성함으로써 발생하는 광고수익은 1Q20 60억원, 2Q20 90억원, 3Q20 90억원으로 꾸준한 수익 발생한 것으로 추정
- 3Q20 TV 광고 기본 판매율은 29%로 추정. 3Q19 30%, 2Q20 28% 수준
- 드라마 대비 제작비가 20~50% 수준인 예능으로 드라마와 유사한 광고 판매를 달성했기 때문에, 당사의 직전 추정 OP 46억원 대비 개선된 152억원 전망

제대로 시동 거는 스튜디오S. 고품격 막장드라마 〈펜트하우스〉

- 4Q20 월화 드라마 재개. 10/26 〈펜트하우스〉 1회 9.2%로 SBS의 평균 수준으로 순조롭게 출발. 추정 제작비가 250억원을 상회하는 작품으로, 스튜디오S 출범 이후의 첫 텐트풀. 이지아, 김소연, 유진 및 악역 전문 엄기준 주연
- SBS의 20년 드라마 편성은 12개, 스튜디오S 제작은 5개. 스튜디오S의 연간 제작 가능 규모는 15편이고, SBS는 연간 22편까지 편성 가능(2p에 계속)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	당시추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당시추정	YoY	QoQ
매출액	165	187	173	178	7.7	-5.3	174	262	15.3	47.7
영업이익	-4	-2	5	15	흑전	흑전	2	12	-56.8	-18.4
순이익	-4	-1	6	15	흑전	흑전	2	12	-44.6	-17.3

자료: SBS, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	872	750	789	880	1,053
영업이익	1	6	17	30	25
세전순이익	3	5	19	36	34
총당기순이익	2	3	14	27	25
자체자본순이익	2	3	14	27	25
EPS	82	180	787	1,472	1,389
PER	243.2	115.8	20.3	10.9	11.5
BPS	30,720	30,719	31,361	32,590	33,495
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE	0.3	0.6	2.5	4.6	4.2

주: EPS와 BPS, ROE는 자비자분 기준으로 산출 / 자료: SBS, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	782	877	789	880	0.8	0.3
판매비와 관리비	129	152	130	152	0.7	0.1
영업이익	17	31	17	30	1.3	-5.1
영업이익률	2.2	3.6	2.2	3.4	0.0	-0.2
영업이순익	2	6	2	6	0.0	0.0
세전순이익	19	37	19	36	1.2	-4.3
자본구조분석	15	28	14	27	-4.1	-4.3
순이익률	1.9	3.2	1.8	3.1	-0.1	-0.1
EPS(자본구조분석)	820	1,538	787	1,472	-4.1	-4.3

자료: SBS, 대신증권 Research Center

제대로 시동 거는 스튜디오S, 고품격 막장드라마 〈펜트하우스〉

- 4Q20 월화 드라마 편성 재개. 현재 월화/금토 드라마 편성 중. 수목은 여전히 예능으로 대체. 10/26 〈펜트하우스〉 1회 9.2%로 SBS의 드라마 평균 수준으로 순조롭게 출발. 추정 제작비가 250억원을 상회하는 작품으로, 스튜디오S가 20.4월 SBS의 드라마 전문 스튜디오로 출범한 이후의 첫 텐트폴. 이지아, 김소연, 유진 및 악역 전문 엄기준 주연. 〈황후의 품격, 18%〉, 〈언니는 살아있다, 25%〉의 김순옥 작가 작품
- SBS의 20년 드라마 편성은 12개, 스튜디오S 제작은 5개. 스튜디오S의 연간 제작 가능 규모는 15편이고, SBS는 연간 22편까지 편성 가능
- 스튜디오S는 스토리웍스 시절 포함, 12년 이후 누적 26개의 포트폴리오 보유. 17년의 〈피고인〉은 지성과 엄기준의 악역 연기에 힘입어 최고 28.3%의 시청률 달성
- 현재 드라마 시장은 tvN-스튜디오 드래곤, JTBC-JTBC 스튜디오 등 드라마 전문 스튜디오 체제로 재편 중. 전문 스튜디오 체제에서 독립적으로 시청자들이 선호하는 장르 및 텐트폴을 제작하면서 편성 및 판매 확대 중
- SBS는 지상파 중 가장 먼저 20.4월 스튜디오 체제 도입. 그 동안 지상파 내에서의 드라마 제작 및 편성은 다소 제약이 있었지만, 독립 체제로 출범했기 때문에 본격적으로 텐트폴 시장에 뛰어들 것으로 전망. 〈펜트하우스〉가 그 첫 번째 작품
- 스튜디오S의 제작 편수 및 규모 확대에 따라 SBS의 시청률 및 광고판매 회복 전망

표 1. 스튜디오 S(더스토리웍스) 제작 드라마 현황

(편 %)

연도	SBS 방영 편수	스튜디오S 제작	비율	작품명	최고 시청률
2012	21	1	4.8	유령	15.3
2013	22	2	9.1	내 연애의 모든 것 황금의 제국	7.4 11.7
2014	19	1	5.3	엔젤 아이즈	11.9
				마을-이itch아리의 비밀	7.6
2015	20	3	15.0	냄새를 보는 소녀 이흔변호사는 연애중	10.8 6.0
2016	20	1	5.0	미녀 공심이	15.1
				조작	12.6
2017	16	3	18.8	수상한 파트너 피고인	10.5 28.3
				친애하는 판사님께	8.6
				시크릿 마더	8.1
2018	14	5	35.7	리턴 흉부외과: 심장을 훔친 의사	17.4 8.8
				나도 엄마야	10.3
				사우촌미	7.8
				닥터 탐정	5.7
2019	15	4	26.7	시크릿 부티크 VIP	6.0 15.9
				17세의 조건	3.0
				아무도 모른다	11.4
				굿 캐스팅	12.3
2020	12	5	41.7	브림스를 좋아해하세요 알리스 펜트하우스	6.3 10.6 9.2

자료: 스튜디오S, AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

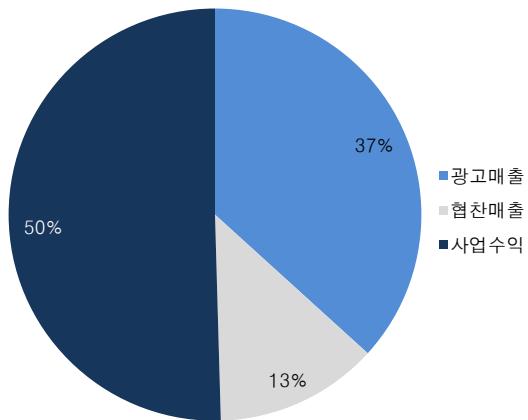
- 2019년 매출 7,505억원 영업이익 60억원 당기순이익 33억원
- 2Q20 기준 매출 비중 광고매출 37%, 사업수익 50%, 협찬매출 13%
- 2Q20 기준 주요 주주는 SBS 미디어홀딩스 36.92%, 국민연금공단 11.9%, 대한체부 5.6%

주가 코멘트

- 코로나 영향으로 TV 광고 크게 위축, 1Q20 기본 판매율은 24.9%로 역대 최저, 2Q20 기본 판매율도 28.0%로 2분기 기준 역대 최저, 당분간 TV 광고 위축은 지속될 것으로 전망
- 하지만 재전송료 인상 협상이 마무리 되었고, 온라인 컨텐츠 수요 증가에 따라 유튜브 매출이 크게 증가하고 있으며, 드라마 사업부를 분사하여 독립법인인 스튜디오S가 출범하는 등 구조적인 변화에 잘 적응하고 있는 중

자료: SBS, 대신증권 Research Center

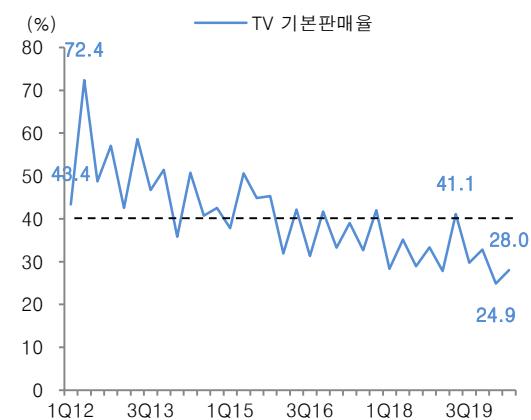
매출 비중(2Q20)



자료: SBS, 대신증권 Research Center

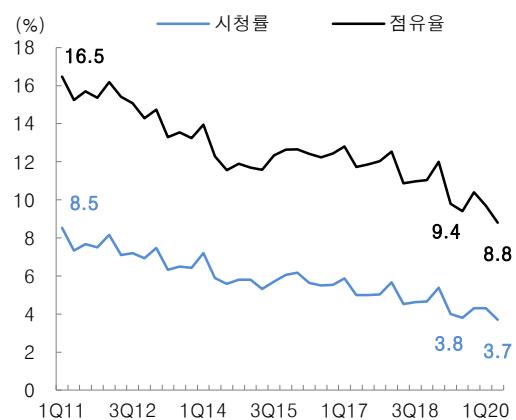
2. Earnings Driver

그림 1. TV 광고 기본판매율(2Q20)



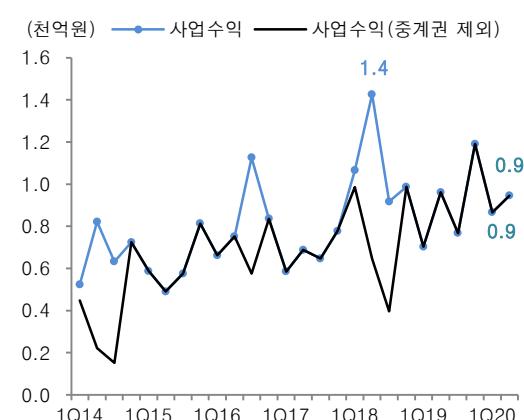
자료: SBS, 대신증권 Research Center

그림 2. SBS 시청률 및 점유율(2Q20)



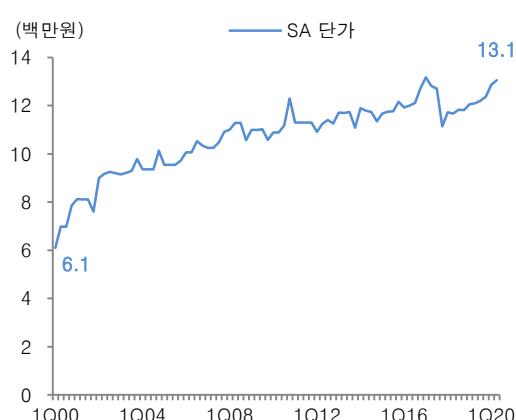
자료: SBS, 대신증권 Research Center

그림 3. 사업수익(2Q20)



자료: SBS, 대신증권 Research Center

그림 4. SA 광고단가(2Q20)



자료: SBS, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)					재무상태표		(단위: 십억원)				
		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F			2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액		872	750	789	880	1,053	유동자산		418	483	486	569	554
매출원가		739	623	641	698	852	현금및현금성자산		4	4	32	93	16
매출총이익		134	127	148	182	202	마출채권 및 기타채권		178	227	239	266	317
판매비와관련비		133	121	130	152	176	재고자산		2	2	2	3	3
영업이익		1	6	17	30	25	기타유동자산		234	249	213	208	218
영업이익률		0.1	0.8	2.2	3.4	2.4	비유동자산		484	593	583	571	563
EBITDA		28	31	40	51	45	유동자산		303	286	275	265	256
영업외손익		2	-1	2	6	9	관계기업투자금		77	150	150	150	150
관계기업손익		-2	-3	-1	0	0	기타유동자산		104	157	158	156	156
금융수익		6	4	6	6	6	자산총계		902	1,076	1,069	1,140	1,116
외환포트폴리오		0	0	0	0	0	유동부채		159	312	193	242	251
금융비용		-5	-6	-7	-7	-6	매입채무 및 기타채무		103	114	115	119	126
외환포트폴리오		0	0	0	0	0	차입금		26	6	16	11	14
기타		4	4	4	7	8	유동부채		0	130	0	50	50
법인세비용차감전순이익		3	5	19	36	34	기타유동부채		30	62	62	62	62
법인세비용		-1	-1	-5	-9	-8	비유동부채		182	203	303	303	253
계속사업순이익		2	3	14	27	25	차입금		160	180	280	280	230
증권사업순이익		0	0	0	0	0	전환증권		0	0	0	0	0
당기순이익		2	3	14	27	25	기타비유동부채		22	24	24	24	24
당기순이익률		0.2	0.4	1.8	3.1	2.4	부채총계		341	515	497	545	505
비자바이분순이익		0	0	0	0	0	자본부분		561	561	572	595	611
자본부분순이익		2	3	14	27	25	자본금		91	91	91	91	91
매입기금용지수령과		0	0	0	0	0	자본잉여금		58	58	58	58	58
기타포괄이익		-6	-3	-3	-3	-3	이익잉여금		428	427	439	461	478
포괄손이익		-4	0	11	24	22	기타자본변동		-16	-16	-16	-16	-16
비자바이분포괄이익		0	0	0	0	0	비자바이분		0	0	0	0	0
자본부분포괄이익		-4	0	0	0	0	자본총계		561	561	572	595	611
							순자본금		-9	159	111	96	125
Valuation 지표		(단위: 원 배 %)					현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F			2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		82	180	787	1,472	1,389	영업활동 현금흐름		55	-34	9	6	-18
PER		2432	1158	20.3	10.9	11.5	당기순이익		2	3	14	27	25
BPS		30,720	30,719	31,361	32,590	33,495	비현금흐름의 기감		39	45	44	47	44
PBR		0.7	0.7	0.5	0.5	0.5	감기상각비		27	25	23	21	20
EBITDAPS		1,528	1,685	2,176	2,793	2,481	외환손의		0	0	0	0	0
EV/EBITDA		128	17.5	10.1	7.6	9.2	자본평균기준의		0	0	0	0	0
SPS		47,801	41,116	43,208	48,201	57,707	기타		11	20	22	26	24
PSR		0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	자산부채의 증감		14	-80	-44	-57	-79
CFPS		2,206	2,630	3,215	4,051	3,810	기타현금흐름		0	-2	-6	-10	-8
DPS		0	150	250	500	500	투자활동 현금흐름		-4	-94	-11	-8	-10
자유부채		(단위 원 배 %)					투자부채		-11	-126	-2	1	-1
		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	유형자산		-18	-11	-11	-11	-11
성장성							기타		26	43	1	1	1
매출액증가율		18.3	-14.0	5.1	11.6	19.7	자유활동 현금흐름		-48	128	-24	39	-58
영업이익증가율		-95.1	767.4	186.8	73.6	-15.1	단기차입금		0	0	10	-5	2
순이익증가율		-89.3	118.4	337.9	87.1	-5.6	사채		-60	150	100	0	-50
수익성							장기차입금		16	-20	0	0	0
ROIC		0.1	0.8	2.6	4.6	3.7	유상증자		0	0	0	0	0
ROA		0.1	0.6	1.6	2.7	2.2	현금배당		-4	0	-3	-4	-9
ROE		0.3	0.6	2.5	4.6	4.2	기타		0	-2	-131	48	-2
인정성							현금의 증감		3	0	28	61	-77
부채비율		60.8	91.9	86.8	91.7	82.6	기초현금		1	4	4	32	93
순차입금비율		-1.6	28.4	19.4	16.1	20.5	기말현금		4	4	32	93	16
이자보상배율		0.1	1.0	2.5	4.3	4.3	NOPLAT		0	4	13	22	19
							FCF		8	17	24	32	28

자료: SBS, 대신증권 Research Center

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research Center 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4 차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 피악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)

Neutral Green (보통)

Sky Blue (맑음)

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항 5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 시행이 없으며, 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 자산의 이해관계가 없습니다. 당시는 등 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 입력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김회재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당시 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 등 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SBS(034120) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제작일자	20.10.28	20.09.18	20.08.17	20.07.15	20.01.15	19.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	25,000	25,000	25,000	28,000	28,000	26,000
고마을평균%	(39.46)	(38.95)	(42.74)	(32.73)	(26.61)	
고마을최대/최소%	(35.40)	(38.40)	(40.89)	(7.50)	(16.15)	
제작일자	19.08.14	19.04.16	18.10.28			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	30,000	35,000	31,000			
고마을평균%	(43.16)	(39.73)	(26.78)			
고마을최대/최소%	(37.67)	(20.57)	(7.90)			
제작일자						
투자의견						
목표주가						
고마을평균%						
고마을최대/최소%						
제작일자						
투자의견						
목표주가						
고마을평균%						
고마을최대/최소%						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20201025)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	87.3%	11.8%	1.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

- Neutral(중립)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

- Underweight(비중축소)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

- Marketperform(시장수익률)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

- Underperform(시장수익률 하회)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상