

# SBS (034120)

## 드라마 편성이 줄어들니 실적이 너무 좋아지는 딜레마

### 말도 안되는 서프라이즈가 당황스럽다. 목표주가 상향

상반기 TV광고 시장이 너무 부진해 제작비를 최소화했는데, 예능으로 대체해도 시장이 생각보다 빨리 회복하면서 연간 실적을 분기로 달성하는 엄청난 서프라이즈를 기록했다. 드라마 편성을 줄이니 실적이 너무 좋아지는 이상한 딜레마가 발생했는데, 스튜디오S 본격 출범을 앞두고 TV광고 회복과 웨이브의 투자 지속이라는 점을 주목할 필요가 있다. 이익상향을 반영해 목표주가를 25,000원(+14%)으로 상향한다.

### 3Q Review: OPM 15.9%(+14.0%p YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 2,218억원(+20% YoY)/353억원(흑전)으로 컨센서스(47억원)를 엄청나게 상회했다. 별도 매출액은 1,782억원(+8%)으로 2분기를 저점으로 회복 중인 광고가 812억원(-8%), 디지털 매출을 포함한 사업이 969억원(+26%)을 기록했다. 매출이 기존 예상과 거의 비슷함에도 이익이 큰 폭으로 성장한 것은 3분기 드라마 라인업을 분기 평균 4편에서 2편으로 예능 대체 편성을 확대하면서 방송 제작비가 100억원 이상 절감된 영향이며, <앨리스>의 웨이브 오리지널 판매가 긍정적으로 작용했다. 또한, 고마진 유튜브/웨이브는 합산 158억원(+177% YoY)으로 고성장이고 있고, 비용은 여전히 통제되고 있다.

특이사항으로 기타 비용이 1,287억원이 반영되며 당기 순이익이 -620억원을 기록했다. 이는 티와이홀딩스가 출범하면서 8월 감사를 진행했고, 방송콘텐츠자산 중 도쿄/베이징 올림픽 등 중계비만 약 970억원을 손상 인식했기 때문이다. 너무 보수적인 회계 처리라고 판단되지만, 스포츠 이벤트를 부정적으로 평가해왔던 투자자 입장에서는 오히려 향후 관련한 실적 변동성이 낮아지는 효과이기에 긍정적이다.

### 예상보다 회복이 빠른 광고 시장

CJ ENM도 4분기 TV광고 시장의 회복(전년 대비 성장)을 언급했으며, SBS 역시 제작비를 크게 줄인 상황에서도 광고는 연초 대비 빠르게 개선되고 있다. 4분기는 -1%까지 회복하면서, 영업이익은 300억원(-8%) 수준으로 예상된다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 25,000원(상향) | CP(11월16일): 16,250원

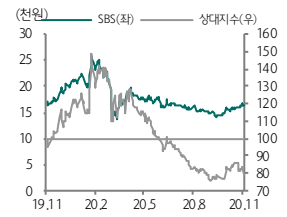
#### Key Data

|                  |                     |
|------------------|---------------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,543.03            |
| 52주 최고/최저(원)     | 25,900/13,550       |
| 시가총액(십억원)        | 296.6               |
| 시가총액비중(%)        | 0.02                |
| 발행주식수(천주)        | 18,252.6            |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 72,394.7            |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 1.1                 |
| 20년 배당금(예상, 원)   | 150                 |
| 20년 배당수익률(예상, %) | 0.85                |
| 외국인지분율(%)        | 0.00                |
| 주요주주 지분율(%)      |                     |
| SBS미디어홀딩스        | 36.92               |
| 국민연금공단           | 13.50               |
| 주가상승률            | 1M 6M 12M           |
| 절대               | 4.8 (7.9) (1.2)     |
| 상대               | (3.5) (30.2) (16.0) |

#### Consensus Data

|           | 2020   | 2021   |
|-----------|--------|--------|
| 매출액(십억원)  | 809.8  | 888.4  |
| 영업이익(십억원) | 24.4   | 28.0   |
| 순이익(십억원)  | 10.7   | 24.2   |
| EPS(원)    | 510    | 1,249  |
| BPS(원)    | 33,294 | 34,588 |

#### Stock Price



#### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2018    | 2019   | 2020F   | 2021F  | 2022F  |
|-----------|-----|---------|--------|---------|--------|--------|
| 매출액       | 십억원 | 914.0   | 817.7  | 843.4   | 865.4  | 902.9  |
| 영업이익      | 십억원 | 5.1     | 12.6   | 60.6    | 42.8   | 51.2   |
| 세전이익      | 십억원 | 7.9     | 27.4   | (62.7)  | 40.3   | 57.1   |
| 순이익       | 십억원 | 4.9     | 19.7   | (59.8)  | 28.4   | 40.3   |
| EPS       | 원   | 267     | 1,079  | (3,278) | 1,556  | 2,206  |
| 증감율       | %   | (67.60) | 304.12 | 적전      | 흑전     | 41.77  |
| PER       | 배   | 74.91   | 19.28  | (4.96)  | 10.44  | 7.37   |
| PBR       | 배   | 0.63    | 0.64   | 0.56    | 0.53   | 0.50   |
| EV/EBITDA | 배   | 10.41   | 11.66  | 4.69    | 5.49   | 4.30   |
| ROE       | %   | 0.87    | 3.45   | (10.90) | 5.35   | 7.16   |
| BPS       | 원   | 31,512  | 32,632 | 29,208  | 30,619 | 32,680 |
| DPS       | 원   | 0       | 150    | 150     | 150    | 150    |



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

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

표 1. SBS 목표주가 하향

|               |        |       |
|---------------|--------|-------|
| 지배주주순이익('21년) | 28.4   | (십억원) |
| 주식 수          | 18,253 | (천주)  |
| EPS           | 1,556  | (원)   |
| 목표 P/E        | 16.0   | (배)   |
| 목표 주가         | 25,000 | (원)   |
| 현재 주가         | 16,250 | (원)   |
| 상승 여력         | 54     | (%)   |

자료: 하나금융투자

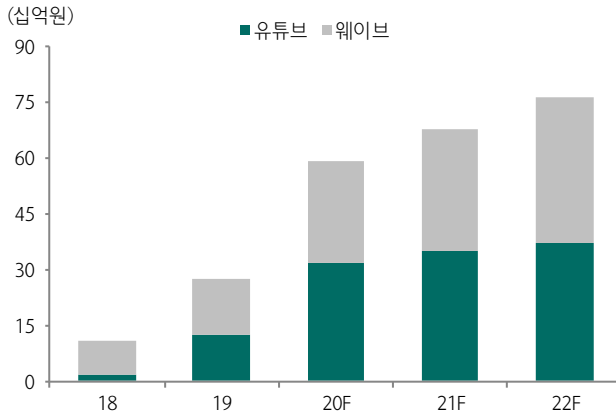
표 2. SBS 실적 추정

(단위: 십억원, %)

|          | 19  | 20F  | 21F | 22F | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20F |
|----------|-----|------|-----|-----|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 매출       | 818 | 843  | 865 | 903 | 168  | 221  | 185  | 244  | 177  | 201  | 222  | 244   |
| 별도       | 750 | 751  | 781 | 814 | 153  | 205  | 165  | 227  | 162  | 187  | 178  | 224   |
| 광고       | 388 | 356  | 366 | 367 | 83   | 109  | 88   | 108  | 75   | 93   | 81   | 107   |
| 사업       | 362 | 395  | 415 | 447 | 70   | 96   | 77   | 119  | 87   | 95   | 97   | 117   |
| 기타       | 67  | 92   | 84  | 89  | 14   | 16   | 20   | 16   | 15   | 14   | 44   | 20    |
| 영업이익(손실) | 13  | 61   | 43  | 51  | (28) | 4    | 4    | 33   | (6)  | 2    | 35   | 30    |
| 별도       | 6   | 41   | 31  | 38  | (26) | 7    | (4)  | 29   | (8)  | (2)  | 25   | 27    |
| 기타       | 7   | 19   | 11  | 13  | (2)  | (3)  | 8    | 4    | 2    | 4    | 10   | 3     |
| 지배주주순이익  | 20  | (60) | 28  | 40  | (6)  | (0)  | 17   | 9    | (16) | (1)  | (64) | 21    |

자료: 하나금융투자

그림 1. 디지털 매출 추이 및 예상



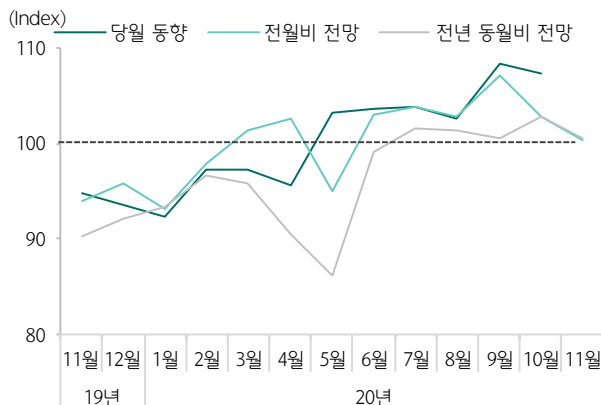
자료: SBS, 하나금융투자

그림 2. 4분기 주요 라인업



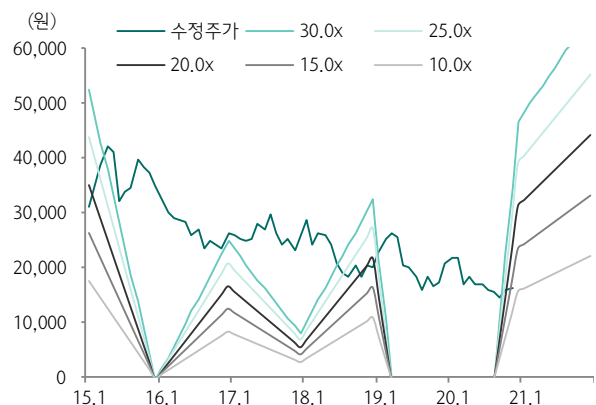
자료: SBS M&C, 하나금융투자

그림 3. 지상파 TV KAI 지수 동향 및 전망 추이



자료: KOBACO, 하나금융투자

그림 4. SBS 12MF P/E밴드차트



자료: SBS, 하나금융투자

추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위:십억원) |         |         |         |       |
|--------------|----------|---------|---------|---------|-------|
|              | 2018     | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F |
| 매출액          | 914.0    | 817.7   | 843.4   | 865.4   | 902.9 |
| 매출원가         | 756.3    | 657.3   | 640.3   | 677.8   | 706.0 |
| 매출총이익        | 157.7    | 160.4   | 203.1   | 187.6   | 196.9 |
| 판매비          | 152.7    | 147.8   | 142.4   | 144.8   | 145.8 |
| 영업이익         | 5.1      | 12.6    | 60.6    | 42.8    | 51.2  |
| 금융손익         | 0.8      | (0.7)   | (0.7)   | 0.3     | 0.8   |
| 종속/관계기업손익    | (0.4)    | (8.4)   | (5.8)   | (5.0)   | 3.0   |
| 기타영업외손익      | 2.5      | 23.9    | (116.9) | 2.2     | 2.2   |
| 세전이익         | 7.9      | 27.4    | (62.7)  | 40.3    | 57.1  |
| 법인세          | 2.1      | 6.4     | (7.8)   | 10.1    | 14.3  |
| 계속사업이익       | 5.8      | 20.9    | (55.0)  | 30.2    | 42.8  |
| 중단사업이익       | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0   |
| 당기순이익        | 5.8      | 20.9    | (55.0)  | 30.2    | 42.8  |
| 비배주주지분 손익    | 1.0      | 1.2     | 4.9     | 1.8     | 2.6   |
| 지배주주순이익      | 4.9      | 19.7    | (59.8)  | 28.4    | 40.3  |
| 지배주주지분포괄이익   | (2.5)    | 20.4    | (52.3)  | 28.7    | 40.7  |
| NOPAT        | 3.7      | 9.6     | 53.1    | 32.1    | 38.4  |
| EBITDA       | 33.0     | 40.5    | 85.4    | 64.8    | 70.7  |
| 성장성(%)       |          |         |         |         |       |
| 매출액증가율       | 18.21    | (10.54) | 3.14    | 2.61    | 4.33  |
| NOPAT증가율     | (74.66)  | 159.46  | 453.13  | (39.55) | 19.63 |
| EBITDA증가율    | (35.17)  | 22.73   | 110.86  | (24.12) | 9.10  |
| 영업이익증가율      | (72.73)  | 147.06  | 380.95  | (29.37) | 19.63 |
| (지배주주)순이익증가율 | (67.33)  | 302.04  | 적전      | 흑전      | 41.90 |
| EPS증가율       | (67.60)  | 304.12  | 적전      | 흑전      | 41.77 |
| 수익성(%)       |          |         |         |         |       |
| 매출총이익률       | 17.25    | 19.62   | 24.08   | 21.68   | 21.81 |
| EBITDA이익률    | 3.61     | 4.95    | 10.13   | 7.49    | 7.83  |
| 영업이익률        | 0.56     | 1.54    | 7.19    | 4.95    | 5.67  |
| 계속사업이익률      | 0.63     | 2.56    | (6.52)  | 3.49    | 4.74  |

| 투자지표      | (단위:십억원) |        |         |        |         |
|-----------|----------|--------|---------|--------|---------|
|           | 2018     | 2019   | 2020F   | 2021F  | 2022F   |
| 주당지표(원)   |          |        |         |        |         |
| EPS       | 267      | 1,079  | (3,278) | 1,556  | 2,206   |
| BPS       | 31,512   | 32,632 | 29,208  | 30,619 | 32,680  |
| CFPS      | 2,763    | 3,520  | (2,025) | 3,425  | 4,147   |
| EBITDAPS  | 1,807    | 2,220  | 4,680   | 3,552  | 3,872   |
| SPS       | 50,077   | 44,797 | 46,205  | 47,412 | 49,466  |
| DPS       | 0        | 150    | 150     | 150    | 150     |
| 주가지표(배)   |          |        |         |        |         |
| PER       | 74.91    | 19.28  | (4.96)  | 10.44  | 7.37    |
| PBR       | 0.63     | 0.64   | 0.56    | 0.53   | 0.50    |
| PCR       | 7.24     | 5.91   | (8.02)  | 4.74   | 3.92    |
| EV/EBITDA | 10.41    | 11.66  | 4.69    | 5.49   | 4.30    |
| PSR       | 0.40     | 0.46   | 0.35    | 0.34   | 0.33    |
| 재무비율(%)   |          |        |         |        |         |
| ROE       | 0.87     | 3.45   | (10.90) | 5.35   | 7.16    |
| ROA       | 0.48     | 1.79   | (4.84)  | 2.29   | 3.13    |
| ROIC      | 0.81     | 1.94   | 10.24   | 6.63   | 8.18    |
| 부채비율      | 68.46    | 92.82  | 107.54  | 104.18 | 100.12  |
| 순부채비율     | (5.29)   | 4.04   | 1.46    | (6.16) | (14.09) |
| 이자보상배율(배) | 1.03     | 1.97   | 7.82    | 5.80   | 6.93    |

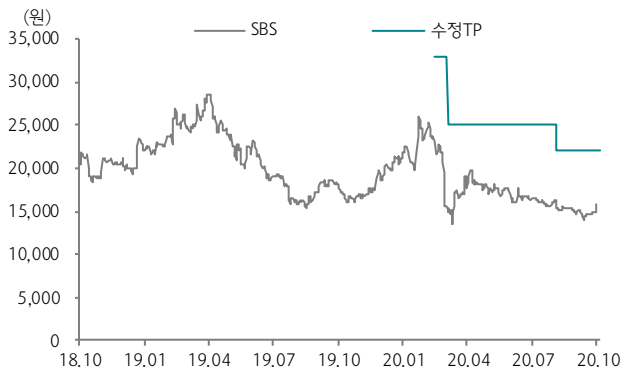
자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2018     | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| 유동자산      | 493.5    | 717.0   | 716.7   | 774.6   | 848.4   |
| 금융자산      | 216.1    | 297.9   | 285.6   | 332.2   | 387.0   |
| 현금성자산     | 13.2     | 91.4    | 85.0    | 130.3   | 182.6   |
| 매출채권      | 225.1    | 311.2   | 249.0   | 255.5   | 266.6   |
| 재고자산      | 2.6      | 2.6     | 2.7     | 2.8     | 2.9     |
| 기타유동자산    | 49.7     | 105.3   | 179.4   | 184.1   | 191.9   |
| 비유동자산     | 464.1    | 530.8   | 506.7   | 485.4   | 466.9   |
| 투자자산      | 88.3     | 127.8   | 128.5   | 129.1   | 130.2   |
| 금융자산      | 59.7     | 108.4   | 108.5   | 108.6   | 108.8   |
| 유형자산      | 305.1    | 313.1   | 289.4   | 268.5   | 249.9   |
| 무형자산      | 21.1     | 23.9    | 22.7    | 21.7    | 20.8    |
| 기타비유동자산   | 49.6     | 66.0    | 66.1    | 66.1    | 66.0    |
| 자산총계      | 957.6    | 1,247.8 | 1,223.4 | 1,259.9 | 1,315.3 |
| 유동부채      | 210.2    | 393.0   | 299.6   | 307.3   | 320.3   |
| 금융부채      | 26.3     | 138.2   | 8.3     | 8.4     | 8.5     |
| 매입채무      | 61.5     | 66.3    | 68.4    | 70.2    | 73.2    |
| 기타유동부채    | 122.4    | 188.5   | 222.9   | 228.7   | 238.6   |
| 비유동부채     | 179.0    | 207.6   | 334.3   | 335.6   | 337.8   |
| 금융부채      | 159.8    | 185.8   | 285.8   | 285.8   | 285.8   |
| 기타비유동부채   | 19.2     | 21.8    | 48.5    | 49.8    | 52.0    |
| 부채총계      | 389.2    | 600.6   | 634.0   | 642.9   | 658.0   |
| 지배주주지분    | 560.0    | 580.4   | 517.9   | 543.7   | 581.2   |
| 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 | (0.8)    | 6.2     | 6.2     | 6.2     | 6.2     |
| 이익잉여금     | 417.5    | 430.9   | 368.4   | 394.2   | 431.8   |
| 비배주주지분    | 8.5      | 66.7    | 71.6    | 73.4    | 76.0    |
| 자본총계      | 568.5    | 647.1   | 589.5   | 617.1   | 657.2   |
| 순금융부채     | (30.1)   | 26.2    | 8.6     | (38.0)  | (92.6)  |

| 현금흐름표          | (단위:십억원) |         |        |        |        |
|----------------|----------|---------|--------|--------|--------|
|                | 2018     | 2019    | 2020F  | 2021F  | 2022F  |
| 영업활동 현금흐름      | 55.1     | (61.0)  | 21.0   | 49.9   | 58.4   |
| 당기순이익          | 5.8      | 20.9    | (55.0) | 30.2   | 42.8   |
| 조정             | 4        | 4       | 2      | 2      | 2      |
| 감가상각비          | 27.9     | 27.9    | 24.8   | 22.0   | 19.5   |
| 외환거래손익         | 0.3      | 0.4     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 지분법손익          | 0.4      | 8.4     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | (24.6)   | (32.7)  | (22.8) | (20.0) | (17.5) |
| 영업활동 자산부채 변동   | 5.8      | (120.3) | 51.2   | (2.4)  | (4.0)  |
| 투자활동 현금흐름      | (5.9)    | 13.9    | 5.2    | (2.0)  | (3.5)  |
| 투자자산감소(증가)     | (6.3)    | (38.2)  | (0.7)  | (0.6)  | (1.1)  |
| 자본증가(감소)       | (20.2)   | (11.3)  | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | 20.6     | 63.4    | 5.9    | (1.4)  | (2.4)  |
| 재무활동 현금흐름      | (48.6)   | 125.4   | (32.5) | (2.6)  | (2.6)  |
| 금융부채증가(감소)     | (43.8)   | 138.0   | (29.9) | 0.1    | 0.1    |
| 자본증가(감소)       | 0.0      | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타재무활동         | (0.4)    | (11.0)  | 0.1    | 0.0    | 0.0    |
| 배당지급           | (4.4)    | (1.6)   | (2.7)  | (2.7)  | (2.7)  |
| 현금의 증감         | 0.6      | 78.1    | (6.3)  | 45.2   | 52.3   |
| Unlevered CFO  | 50.4     | 64.3    | (37.0) | 62.5   | 75.7   |
| Free Cash Flow | 34.9     | (73.1)  | 21.0   | 49.9   | 58.4   |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SBS



| 날짜      | 투자의견      | 목표주가   | 괴리율     |         |
|---------|-----------|--------|---------|---------|
|         |           |        | 평균      | 최고/최저   |
| 20.8.17 | BUY       | 22,000 |         |         |
| 20.3.16 | BUY       | 25,000 | -32.50% | -21.00% |
| 20.2.26 | BUY       | 33,000 | -36.52% | -29.70% |
| 19.12.9 | Not Rated | -      | -       | -       |
| 19.12.6 | 담당자 변경    | -      | -       | -       |
| 19.3.5  | 1년 경과     | -      | -       | -       |
| 18.3.5  | BUY       | 38,000 | -41.99% | -28.82% |

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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 | 92.19%  | 7.81%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2020년 10월 13일

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 10월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 10월 13일 현재 해당회사의 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.