

SBS

(034120)

김희재
769,3540
khjae@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

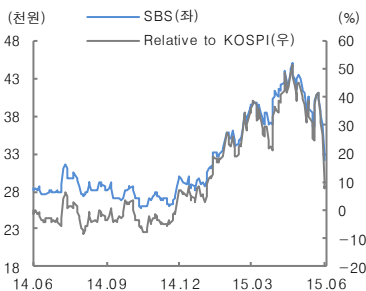
목표주가 **52,000**
유지

현재주가 **32,200**
(15.06.25)

미디어업종

KOSPI	2085.06
시가총액	588십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	91십억원
52주 최고/최저	45,000원 / 25,850원
120일 평균거래대금	29억원
외국인지분율	0.00%
주요주주	SBS미디어홀딩스 34.72% 한국투자신탁운용 12.10%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-26.0	-18.6	7.7	13.4
상대수익률	-23.8	-20.2	0.5	7.8



느리지만 광고는 회복 중

투자의견 매수(Buy), 목표주가 52,000원 유지

– 목표주가는 12M FWD EPS 2,344원에 PER 21배(2011~2013년 평균) 적용

2Q15 Preview, 느리지만 광고는 회복 중

– SBS의 2Q15 매출액은 1,779억원(-23.2% yoy, +8.7% qoq), 영업이익은 140억원(흑전 yoy, 흑전 qoq) 전망

– 2Q15 TV 기본 광고판매율은 51.6%(+1.7% yoy) 전망. 광고경기는 회복되는 추세에 맞지만, 6월 메르스 영향에 따른 일부 광고판매 위축으로 1Q15 판매율(+5.0% yoy) 보다는 상승률 소폭 감소

– 직전 리포트의 2Q15 영업이익 추정 223억원 대비 하향 조정 이유는 두 가지이고, 두 가지 모두 수익의 하향 조정이 아닌 인식 시점의 지연일 뿐

– 첫째, 유료방송사업자와의 실시간 재전송 협상(CPS(Cost Per Subscribers), 유료방송 사업자 280원 vs. 지상파 400원)이 지연되면서 당사 추정 약 68억원의 재전송료 수익 지연. 당사에서는 보수적으로 기존의 CPS 280원 기준으로 산정한 2015년 271억원이 4Q15에 인식될 것으로 추정. 만일 400원으로 협상이 타결된다면 116억원의 추가 수익 발생 가능

– 둘째, 15.1월부터 시작된 중국 광전총국(한국의 방송통신위원회)의 전송권(한국에서 방송되는 드라마를 동시에 중국의 온라인 채널을 통해 방송하는 것) 심의 강화에 따라 1~2Q중 방영된 드라마의 전송권 수익이 심의가 끝나고 전송되는 3~6개월 후에 인식되면서, 사업수익 내 판권수익 약 30억원의 인식 시점이 3Q15 이후로 지연될 것으로 추정

최근 주가하락은 메르스 우려와 중국발 규제이슈에 기인

– 최근 SBS의 주가 하락 원인은 예상보다 길어지는 메르스 사태에 따른 경기불황으로 광고가 위축될 것이라는 우려에, 중국 광전총국이 한국 예능의 수입을 제한할 것이라는 언론보도의 영향이 반영되었다고 판단

– 언론보도에 의하면 중국 광전총국은 중국 방송사의 한국 예능 수입을 1년에 한 시즌으로 제한하는 규제안을 만들고 있음. 따라서, 이미 달려라 형제(중국판 런닝맨) 시즌 1(14.10.10~15.1.16)과 시즌2(15.4.17~)가 저장위성TV를 통해 방송되었기 때문에, 15.10월 예정으로 알려진 시즌3의 방송이 힘들 것이라는 우려가 제기됨

– 이러한 규제가 사실인지, 만일 이러한 규제가 현실화된다고 하더라도, 방송사별로(중국에는 30여개의 위성방송사가 있고, 한국 콘텐츠는 후난위성, 저장위성, 안휘위성 등 상위 5개사 위주로 진출) 한국 예능의 수입이 1개인지, 시즌제의 경우 방송사를 달리해서 진출하면 문제가 없는 것인지, 달려라 형제처럼 소위 말하는 포맷 수출(한국의 제작 스태프 일부 제작에 관여하고, 제작비용 및 스태프 출연진 모두 중국에서 준비)은 해당이 없는지, 현지 법원에서 제작하는 콘텐츠는 예외인지 등등 확인된 내용은 전혀 없음

– 규제관련 내용이 확인되지 않은 가운데, 전일 SBS는 중국판 정글의 법칙을 15.10월에 중국 안휘위성을 통해 방송하기 위해 제작진을 직접 투입하였다고 밝힘

메인은 한국, 중국은 플러스 알파

– 당사가 SBS를 미디어업종 Top Picks로 선정했던 이유는(15.5.22 “광고가 좋다!”) 국내 광고에 대한 전망이 좋기 때문. 1Q15에 보여준 광고판매 회복이 2Q15에도 이어지고, 3Q15는 비수기이지만 월드컵 손실에 따른 기저효과로 전년 동기대비 영업이익 흑자 전환이 가능하고, 4Q15는 성수기 효과로 인한 무난한 실적 달성이 예상되며, 2016년에는 광고총량제 효과가 본격화될 것으로 전망

- 또한, 당사의 최근 리포트(15.6.4 “프로듀사가 반가운 이유”)에서 분석한 것처럼 광고총량제 도입 이후의 두 번째 규제완화로 정부가 수신료 인상을 추진하고 있기 때문에 SBS가 반사이익을 얻을 가능성도 높은 등, SBS에 대한 기본 투자포인트는 국내 광고경기의 회복
- 여기에 최근 중국에서 보여준 달려라 형제의 흥행(시즌 1, 2 모두 4~5%대의 시청률 기록, 중국에서 1%대 시청률은 한국 기준 약 10%에 해당하는 수준)은 주가 모멘텀으로는 좋은 이슈이지만, 실적에 미치는 영향은, 메인인 국내 광고 수익에 더해지는 약간의 플러스 알파 수준 정도로 추정
- 따라서, 만일 중국에서의 규제가 현실화 되더라도 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것
- 한국 콘텐츠의 중국 유통은 방송권(한국에서 종영된 후 중국 TV를 통해 방송되는 것. 광전총국 심의필) 판매에서 전송권 판매로 바뀌었고(15.1월부터 광전총국 심의필), 달려라 형제와 같은 포맷 수출이 등장했으며, 현지법인에서의 제작 등의 형태로 꾸준히 진화하고 있음. 중국에서의 규제는 어떤 형태로든 생겨날 수 밖에 없지만, 중국인민들이 한국 콘텐츠를 선호하기에 어떤 형태로든 중국으로의 진출은 지속될 것으로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	2Q14	1Q15	2Q15(F)	YoY	QoQ	2Q15F Consensus	Difference (%)
매출액	232	164	178	-23.2	8.7	206	-13.7
영업이익	-4	-4	14	흑전	흑전	19	-24.4
순이익	-1	-2	12	흑전	흑전	16	-24.2

구분	2013	2014	2015(F)	Growth		2015(F) Consensus	Difference (%)
				2014	2015		
매출액	708	796	751	12.4	-5.6	782	-3.9
영업이익	28	-13	41	적전	흑전	40	0.4
순이익	27	-3	35	적전	흑전	35	-0.6

자료: SBS, WSEIn, 대신증권 리서치센터

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	708	796	751	867	814
영업이익	28	-13	41	61	59
세전순이익	35	-5	47	67	65
총당기순이익	27	-3	35	50	49
지배지분순이익	27	-3	35	50	49
EPS	1,460	-184	1,921	2,767	2,704
PER	28.5	NA	16.8	11.6	11.9
BPS	30,870	29,690	31,611	33,635	35,348
PBR	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
ROE	4.8	-0.6	6.3	8.5	7.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: SBS, 대신증권 리서치센터

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
매출액	739	848	751	867	1.7	2.3
판매비와 관리비	151	178	153	181	1.3	1.8
영업이익	45	66	41	61	-9.2	-7.5
영업이익률	6.1	7.7	5.4	7.0	-10.6	-9.6
영업외손익	6	6	6	6	0.0	0.0
세전순이익	51	72	47	67	-8.1	-6.8
지배지분순이익	38	54	35	50	-8.1	-6.8
순이익률	5.2	6.4	4.7	5.8	-9.6	-8.9
EPS(지배지분순이익)	2,091	2,969	1,921	2,767	-8.1	-6.8

자료: SBS, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	708	796	751	867	814
매출원가	536	669	558	625	581
매출총이익	171	126	194	242	232
판매비와관리비	143	139	153	181	173
영업이익	28	-13	41	61	59
영업이익률	4.0	-1.6	5.4	7.0	7.3
EBITDA	58	18	68	87	85
영업외손익	7	8	6	6	6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	5	4	5	5	5
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3	-5	-3	-3	-3
외환관련손실	0	1	0	0	0
기타	5	9	4	4	4
법인세비용차감전순손익	35	-5	47	67	65
법인세비용	-8	1	-11	-16	-16
계속사업순손익	27	-3	35	50	49
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	-3	35	50	49
당기순이익률	3.8	-0.4	4.7	5.8	6.1
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	27	-3	35	50	49
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	25	-6	32	48	47
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	25	-6	0	0	0

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	1,460	-184	1,921	2,767	2,704
PER	28.5	NA	16.8	11.6	11.9
BPS	30,870	29,630	31,611	33,635	35,348
PBR	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
EBITDAPS	3,174	969	3,725	4,774	4,652
EV/EBITDA	126	27.1	7.2	5.4	5.0
SPS	38,768	43,593	41,170	47,500	44,569
PSR	1.1	0.7	0.8	0.7	0.7
CFPS	3,490	1,543	4,033	5,077	4,955
DPS	600	0	750	1,000	1,000

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	-6.5	12.4	-5.6	15.4	-6.2
영업이익 증가율	-30.2	적전	흑전	49.1	-2.5
순이익 증가율	-7.8	적전	흑전	44.0	-2.3
수익성					
ROIC	4.2	-1.7	6.2	9.2	9.0
ROA	3.5	-1.6	5.2	7.7	7.1
ROE	4.8	-0.6	6.3	8.5	7.8
안정성					
부채비율	42.3	47.6	32.9	33.1	30.5
순차입금비율	-4.8	-10.3	-17.3	-19.6	-25.4
이자보상배율	9.0	-4.0	12.7	22.6	21.8

자료: SBS, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	387	382	350	404	432
현금및현금성자산	26	38	16	44	84
매출채권 및 기타채권	172	177	168	193	181
재고자산	2	2	2	2	2
기타유동자산	187	165	165	165	165
비유동자산	415	418	417	413	410
유형자산	337	324	320	313	308
관계기업투자금	29	33	36	39	42
기타비유동자산	49	61	62	61	60
자산총계	802	800	767	817	842
유동부채	177	249	181	194	188
매입채무 및 기타채무	136	135	133	139	136
차입금	23	54	38	46	42
유동성채무	0	50	0	0	0
기타유동부채	18	9	9	9	9
비유동부채	61	9	9	9	9
차입금	50	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	12	9	9	9	9
부채총계	238	258	190	203	197
자배지분	563	542	577	614	645
자본금	91	91	91	91	91
자본잉여금	58	58	58	58	58
이익잉여금	414	397	432	469	501
기타지분변동	0	-5	-5	-5	-5
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	563	542	577	614	645
순차입금	-27	-56	-100	-120	-164

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	0	67	130	116	144
당기순이익	27	-3	35	50	49
비현금항목의 가감	37	32	39	42	41
감가상각비	30	31	27	27	26
외환손익	0	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	8	-1	11	16	15
자산부채의 증감	-54	44	66	38	68
기타현금흐름	-10	-5	-10	-14	-14
투자활동 현금흐름	-21	-68	16	-23	-23
투자자산	1	-3	-3	-3	-3
유형자산	-28	-17	20	-19	-19
기타	6	-49	-1	0	0
재무활동 현금흐름	-42	13	-67	-7	-23
단기차입금	0	0	-16	8	-4
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-31	30	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-11	-11	0	-14	-18
기타	-1	-6	-51	-1	-1
현금의 증감	-63	12	-22	29	40
기초 현금	90	26	38	16	44
기말 현금	26	38	16	44	84
NOPLAT	22	-9	31	46	45
FCF	22	4	77	53	51

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김희재)

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

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SBS(034120) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

(원)

Adj. Price

Adj. Target Price

60,000

50,000

40,000

30,000

20,000

10,000

0

13.06

13.10

14.02

14.06

14.10

15.02

15.06

제시일자	15.06.26	15.06.04	15.05.22	15.05.17	15.02.23	14.07.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	52,000	52,000	52,000	52,000	43,000	36,000

제시일자	14.06.02	14.01.16	14.01.15	13.12.09	13.10.08	13.09.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000

제시일자	13.09.03	13.08.30	13.08.06	13.07.24	13.07.14	13.07.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000

제시일자	
투자의견	
목표주가	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 (기준일자:20150623)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	86.0%	14.0%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)

: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

- Neutral(중립)

: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

- Underweight(비중축소)

: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상

- Marketperform(시장수익률)

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

- Underperform(시장수익률 하회)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

4