

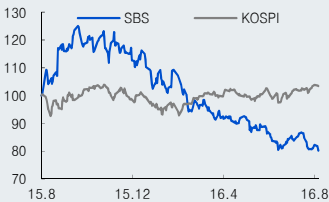
미디어

Company Update
2016.8.18

| | |
|-------------------|--------------------|
| (Maintain) | Trading Buy |
| 목표주가(원, 12M) | 30,000 |
| 현재주가(16/08/17, 원) | 25,450 |
| 상승여력 | 18% |

| | |
|-------------------------|----------|
| 영업이익(16F,십억원) | -21 |
| Consensus 영업이익(16F,십억원) | 19 |
| EPS 성장률(16F,%) | - |
| MKT EPS 성장률(16F,%) | 19.8 |
| P/E(16F,x) | - |
| MKT P/E(16F,x) | 10.8 |
| KOSPI | 2,043.75 |
| 시가총액(십억원) | 465 |
| 발행주식수(백만주) | 18 |
| 유동주식비율(%) | 63.5 |
| 외국인 보유비중(%) | 0.0 |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.03 |
| 52주 최저가(원) | 25,450 |
| 52주 최고가(원) | 39,700 |

| | | | |
|-----------------|------------|------------|-------------|
| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | -4.3 | -20.7 | -25.4 |
| 상대주가 | -5.6 | -26.9 | -28.1 |



[통신서비스 / 미디어]

문지현
02-768-3615
jeehyun.moon@dwsec.com

하누리
02-768-4130
nuri.ha@dwsec.com

SBS (034120)

광고 부진 속 주요 변수는 제작비

2Q Review: 성수기인데도 영업 적자 기록

SBS의 2분기 실적은 시장 컨센서스 및 당사 예상치를 하회했다. 전통적인 광고 성수기였는데도 광고 매출이 감소했고 제작 비용이 증가하면서 영업적자를 기록했다.

부정적: 방송 매출이 예상보다 부진했다. 전년동기 대비 TV 광고 매출이 14% 감소했고, 협찬 매출도 5% 감소했다. 지상파 광고 시장 전체가 부진했고, SBS의 콘텐츠 인기도가 타사 대비 약했던 측면도 작용했다. 제작비가 포함된 매출원가는 전년동기 대비 22% 증가했다. 제작비가 증가한 원인은 1) 사극 편성, 2) 전년동기 대비 주말 등 드라마 라인업 증가, 3) 국회의원 선거 방송, 4) 신규 예능 편성 등이었다.

긍정적: 사업수익은 예상치에 부합했다. 2분기에 중국 '달려라 형제' 시즌3와 시즌4 공동제작 관련 일부 수익이 인식되었고, 중국 OTT의 온라인 전송권 매출이 재개된 효과도 있었다. 지상파 재전송료 매출 협상도 일부 유료방송사와 상향하기로 타결된 부분도 긍정적이었다. 판권비는 전년동기 대비 4% 감소하여 제작비 외의 비용은 통제되는 모습이었다.

하반기 및 내년 전망: 3분기는 여전히 위험, 4분기 및 내년 제작비 감소 예상

SBS는 3분기보다 4분기부터 개선될 가능성이 있다고 판단된다.

3분기: 전통적인 광고 비수기인데다, 올림픽 중계 관련 비용 부담이 있다. 매출은 늘어나지 않는데 제작비가 증가하는 패턴이 지속될 위험이 있다고 판단된다. 이번 리우 올림픽은 한국과 시차가 반대로서 프라이م 시간대에 생방송 편성이 불가능하고, 한국 대표팀의 성적도 최상의 상황이 아니어서 광고 여건이 우호적이지 않다. 여름에 예능 프로그램 개편도 진행되고 있어 일반 제작비도 크게 감소하기 어려운 상황으로 파악된다.

4분기 및 내년: 우선 스포츠 이벤트가 없어 제작비 부담이 크게 줄어들 것으로 예상된다. 2016~2017년의 주가 및 실적 흐름은 과거 2014~2015년의 패턴과 유사할 것이라고 전망한다<그림 1 참조>. 2014년에는 지금 2016년처럼 글로벌 스포츠 이벤트에 광고 부진 이슈가 있었다. 그러나 2015년에는 이벤트가 없어서 제작비가 줄어든 반면 중국 등 사업수익 증가를 통해 이익이 개선되었다. 2017년 추가로 확인되어야 할 변수는 사업수익 부문이다. 중국 매출은 현지 규제 환경에 따른 변동성이 있을 것이다. 그 외 콘텐츠 매출은 지상파 재송신료 단가 상향, 국내 및 글로벌 뉴미디어 매출 등을 통해 성장이 모색될 전망이다.

투자이견 'Trading Buy' 유지, 목표주가는 30,000원으로 조정

SBS에 대한 'Trading Buy' 투자이견을 유지하며, 목표주가는 33,000원에서 30,000원으로 하향 조정한다. 2014~2015년 패턴을 참고할 경우, 단기 바닥은 3분기가 될 가능성이 있다. 목표 주가는 2016년 예상 BPS에 목표 PBR 1배를 적용할 수준이다.

| | | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 결산기 (12월) | 12/13 | 12/14 | 12/15 | 12/16F | 12/17F | 12/18F |
| 매출액 (십억원) | 708 | 796 | 773 | 786 | 740 | 816 |
| 영업이익 (십억원) | 28 | -13 | 40 | -21 | 27 | 13 |
| 영업이익률 (%) | 4.0 | -1.6 | 5.2 | -2.7 | 3.6 | 1.6 |
| 순이익 (십억원) | 27 | -3 | 35 | -10 | 26 | 16 |
| EPS (원) | 1,460 | -184 | 1,895 | -532 | 1,438 | 886 |
| ROE (%) | 4.8 | -0.6 | 6.2 | -1.7 | 4.7 | 2.8 |
| P/E (배) | 28.5 | - | 18.5 | - | 17.7 | 28.7 |
| P/B (배) | 1.3 | 1.0 | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |

주: K-IFRS 개별 기준
자료: SBS, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망

표 1. SBS의 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %)

| | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16F | 4Q16F | 2014 | 2015 | 2016F |
|----------------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 영업수익 | 164 | 187 | 191 | 231 | 161 | 196 | 230 | 199 | 796 | 773 | 786 |
| 방송 수익 | 105 | 138 | 133 | 150 | 94 | 121 | 118 | 139 | 526 | 526 | 472 |
| 사업 수익 | 59 | 49 | 58 | 81 | 66 | 75 | 112 | 60 | 270 | 246 | 313 |
| 영업이익 | -4 | 14 | 19 | 11 | -21 | -5 | -13 | 18 | -13 | 40 | -21 |
| 영업이익률 | -2.4 | 7.5 | 9.9 | 4.8 | -12.9 | -2.4 | -5.7 | 9.0 | -1.6 | 5.2 | -2.7 |
| 순이익 | -2 | 12 | 16 | 9 | -11 | -3 | -9 | 14 | -3 | 35 | -10 |
| 순이익률 | -1.4 | 6.7 | 8.3 | 3.7 | -6.6 | -1.6 | -4.1 | 6.9 | -0.4 | 4.5 | -1.3 |
| YoY 성장률 | | | | | | | | | | | |
| 영업수익 | 2.2 | -19.3 | 0.6 | 7.9 | -1.8 | 4.8 | 20.7 | -14.1 | 12.4 | -2.9 | 1.7 |
| 방송 수익 | -2.7 | -7.7 | 5.3 | 5.7 | -9.9 | -12.4 | -11.4 | -7.2 | -4.0 | 0.1 | -10.2 |
| 사업 수익 | 12.3 | -40.3 | -9.0 | 11.8 | 12.6 | 53.3 | 95.2 | -26.5 | 69.0 | -8.8 | 27.1 |
| 영업이익 | 적지 | 흑전 | 흑전 | -27.7 | 적지 | 적전 | 적지 | 59.6 | 적전 | 흑전 | 적전 |
| 순이익 | 적지 | 흑전 | 흑전 | -24.0 | 적지 | 적전 | 적지 | 60.5 | 적전 | 흑전 | 적전 |
| 주요 편성 | | | | | | | | | | | |
| 특별 중계 | | | | 프리미어12 | | 총선 | 하계올림픽 | | 동계올림픽 | 프리미어12 | 총선 |
| | | | | | | | | | 월드컵 | | 하계올림픽 |
| | | | | | | | | | 아시아게임 | | |
| 중국 매출 | 달려라형제1 | 달려라형제1 | 달려라형제2 | 달려라형제2/3 | 달려라형제3 | 달려라형제4 | 달려라형제4 | | | 달려라형제1/2 | 달려라형제3/4 |
| | | | | | | 우리들의법칙 | 우리들의법칙 | | | | 우리들의법칙 |
| 월화 드라마 | 펀치 | 풍문으로 들었소 | 상류사회 | 육룡이 나르샤 | 육룡이 나르샤 | 대박 | 닥터스 | 달의 연인 | 비밀의 문 | 육룡이 나르샤 | 닥터스 |
| | | | 미세스김 | | | | 달의 연인 | 피고인 | | | |
| 수목 드라마 | 하이드 지킬, 나 | 냄새를 보는 소녀 | 옹팔이 | 마을 | 돌아와요 아저씨 | 편따라 | 윈디드 | 푸른바다의 전설 | 별에서 온 그대 | 옹팔이 | 푸른바다의 전설 |
| | | 가면 | | 리멤버 | | | 질투의 화신 | | | | |
| 주말 드라마 | | | 애인있어요 | 애인있어요 | 미세스김2 | 미녀 공심이 | 끝에서두번째사랑 | 사임당 | | 애인있어요 | 사임당 |
| | | | | | 그레 그린거야 | 그레 그린거야 | | | | | |
| 신규 예능 | 쌈남쌈녀 | | 백종원의 3대천왕 | K팝스타5 | 동상이몽 | 신의 목소리 | 맨인블랙박스 | K팝스타6 | | | |
| | 불타는 청춘 | | 주먹쥐고 소림사 | | | 판타스틱 듀오 | 꽃놀이패 | | | | |
| | 아빠를 부탁해 | | | | | 투자자들 | 미운우리새끼 | | | | |

주: K-IFRS 개별 기준, 2014년, 2016년 사업 수익에는 글로벌 스포츠 중계권 재판매 매출 일시적으로 포함, 중국 매출 인식 및 국내 편성 예정 일정은 당사 리서치 추정
 자료: SBS, 미래에셋대우 리서치센터

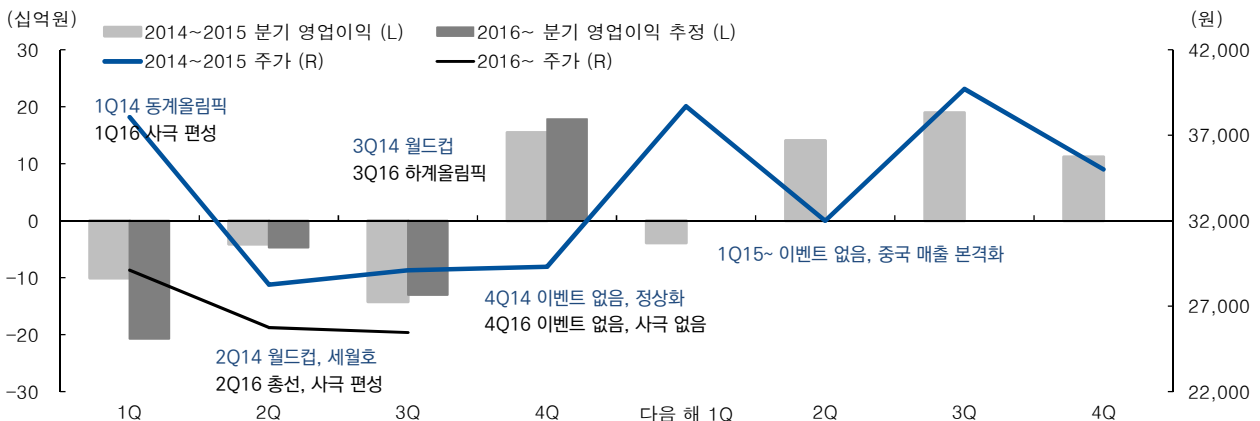
표 2. 수익 예상 변경

(십억원, 원, %)

| | 변경 전 | | 변경 후 | | 변경률 | | 변경 근거 |
|------|------|-------|------|-------|--------|-------|--------------------|
| | 16F | 17F | 16F | 17F | 16F | 17F | |
| 매출액 | 848 | 824 | 786 | 740 | -7.4 | -10.3 | - 방송, 판권 매출 추정치 하향 |
| 영업이익 | 14 | 41 | -21 | 27 | -248.1 | -35.3 | - 매출원가(제작비) 추정치 상향 |
| 순이익 | 17 | 38 | -10 | 26 | -156.5 | -30.5 | |
| EPS | 915 | 2,061 | -532 | 1,438 | -158.1 | -30.2 | |

주: K-IFRS 개별 기준, 자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 3분기 단기 바닥 가능성: 2016~2017년 실적 및 주가 흐름은 2014~2015년 당시 패턴과 유사할 가능성



자료: SBS, 미래에셋대우 리서치센터

SBS (034120)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원) | 12/15 | 12/16F | 12/17F | 12/18F |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| 매출액 | 773 | 786 | 740 | 816 |
| 매출원가 | 586 | 668 | 573 | 661 |
| 매출총이익 | 187 | 118 | 167 | 155 |
| 판매비와관리비 | 146 | 138 | 140 | 142 |
| 조정영업이익 | 40 | -21 | 27 | 13 |
| 영업이익 | 40 | -21 | 27 | 13 |
| 비영업손익 | 2 | 8 | 8 | 8 |
| 금융손익 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 42 | -13 | 35 | 21 |
| 계속사업법인세비용 | 7 | -3 | 8 | 5 |
| 계속사업이익 | 35 | -10 | 26 | 16 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 35 | -10 | 26 | 16 |
| 지배주주 | 35 | -10 | 26 | 16 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 27 | -10 | 26 | 16 |
| 지배주주 | 27 | -10 | 26 | 16 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 72 | 9 | 57 | 43 |
| FCF | 7 | 0 | 30 | 20 |
| EBITDA 마진율 (%) | 9.3 | 1.1 | 7.7 | 5.3 |
| 영업이익률 (%) | 5.2 | -2.7 | 3.6 | 1.6 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 4.5 | -1.3 | 3.5 | 2.0 |

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원) | 12/15 | 12/16F | 12/17F | 12/18F |
|----------------|------------|------------|------------|------------|
| 유동자산 | 504 | 507 | 525 | 533 |
| 현금 및 현금성자산 | 24 | 87 | 101 | 105 |
| 매출채권 및 기타채권 | 198 | 171 | 161 | 177 |
| 재고자산 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 기타유동자산 | 280 | 247 | 261 | 249 |
| 비유동자산 | 429 | 409 | 408 | 422 |
| 관계기업투자등 | 33 | 28 | 26 | 29 |
| 유형자산 | 322 | 295 | 295 | 296 |
| 무형자산 | 7 | 6 | 6 | 6 |
| 자산총계 | 933 | 917 | 933 | 955 |
| 유동부채 | 229 | 239 | 229 | 245 |
| 매입채무 및 기타채무 | 50 | 43 | 40 | 44 |
| 단기금융부채 | 42 | 78 | 78 | 0 |
| 기타유동부채 | 137 | 118 | 111 | 201 |
| 비유동부채 | 135 | 133 | 132 | 134 |
| 장기금융부채 | 120 | 120 | 120 | 0 |
| 기타비유동부채 | 15 | 13 | 12 | 134 |
| 부채총계 | 364 | 372 | 362 | 379 |
| 지배주주지분 | 569 | 545 | 571 | 577 |
| 자본금 | 91 | 91 | 91 | 91 |
| 자본잉여금 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| 이익잉여금 | 425 | 401 | 428 | 433 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 569 | 545 | 571 | 577 |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원) | 12/15 | 12/16F | 12/17F | 12/18F |
|-----------------------|-------|--------|--------|--------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름 | 32 | 6 | 60 | 50 |
| 당기순이익 | 35 | -10 | 26 | 16 |
| 비현금수익비용가감 | 41 | 29 | 39 | 35 |
| 유형자산감가상각비 | 30 | 29 | 29 | 29 |
| 무형자산상각비 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타 | 10 | -1 | 9 | 5 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | -45 | -11 | 4 | 4 |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -22 | 27 | 10 | -16 |
| 재고자산 감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 4 | -6 | -2 | 4 |
| 법인세납부 | 0 | -2 | -8 | -5 |
| 투자활동으로 인한 현금흐름 | -100 | 11 | -48 | -32 |
| 유형자산처분(취득) | -25 | -7 | -30 | -30 |
| 무형자산감소(증가) | -1 | 0 | -1 | -1 |
| 장단기금융자산의 감소(증가) | -75 | 21 | -17 | 9 |
| 기타투자활동 | 1 | -3 | 0 | -10 |
| 재무활동으로 인한 현금흐름 | 55 | 24 | 0 | -11 |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | 57 | 36 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | -14 | 0 | -11 |
| 기타재무활동 | -2 | 2 | 0 | 0 |
| 현금의 증가 | -14 | 63 | 14 | 4 |
| 기초현금 | 38 | 24 | 87 | 101 |
| 기말현금 | 24 | 87 | 101 | 105 |

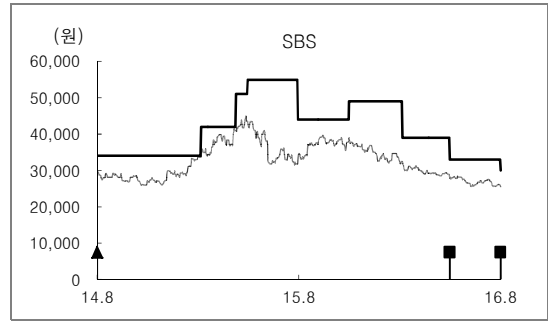
자료: SBS, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

| | 12/15 | 12/16F | 12/17F | 12/18F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x) | 18.5 | - | 17.7 | 28.7 |
| P/CF (x) | 8.4 | 23.8 | 7.2 | 9.0 |
| P/B (x) | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| EV/EBITDA (x) | 8.1 | 42.3 | 6.5 | 8.6 |
| EPS (원) | 1,895 | -532 | 1,438 | 886 |
| CFPS (원) | 4,142 | 1,069 | 3,552 | 2,817 |
| BPS (원) | 31,449 | 30,170 | 31,608 | 31,905 |
| DPS (원) | 750 | 0 | 600 | 600 |
| 배당성향 (%) | 39.2 | 0.0 | 41.0 | 66.6 |
| 배당수익률 (%) | 2.1 | 0.0 | 2.4 | 2.4 |
| 매출액증가율 (%) | -2.9 | 1.7 | -5.9 | 10.3 |
| EBITDA증가율 (%) | 300.0 | -87.5 | 533.3 | -24.6 |
| 조정영업이익증가율 (%) | - | - | - | -51.9 |
| EPS증가율 (%) | - | - | - | -38.4 |
| 매출채권 회전을 (회) | 4.1 | 4.3 | 4.5 | 4.8 |
| 재고자산 회전을 (회) | 422.5 | 428.9 | 449.7 | 486.2 |
| 매입채무 회전을 (회) | 14.5 | 17.0 | 16.2 | 18.3 |
| ROA (%) | 4.0 | -1.1 | 2.8 | 1.7 |
| ROE (%) | 6.2 | -1.7 | 4.7 | 2.8 |
| ROIC (%) | 7.2 | -3.4 | 4.6 | 2.3 |
| 부채비율 (%) | 63.9 | 68.2 | 63.3 | 65.6 |
| 유동비율 (%) | 220.3 | 212.6 | 228.8 | 217.6 |
| 순차입금/자기자본 (%) | -9.8 | -11.7 | -16.5 | -15.5 |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 11.6 | -4.7 | 5.5 | 2.7 |

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

| 종목명(코드번호) | 제시일자 | 투자 의견 | 목표주가(원) |
|-------------|------------|-------------|---------|
| SBS(034120) | 2016.08.17 | Trading Buy | 30,000원 |
| | 2016.05.17 | Trading Buy | 33,000원 |
| | 2016.02.21 | 매수 | 39,000원 |
| | 2015.11.17 | 매수 | 49,000원 |
| | 2015.08.16 | 매수 | 44,000원 |
| | 2015.05.17 | 매수 | 55,000원 |
| | 2015.04.26 | 매수 | 51,000원 |
| | 2015.02.22 | 매수 | 42,000원 |
| | 2014.08.06 | 매수 | 34,000원 |



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(→), 목표주가(━), Not covered(■)

투자 의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 비중축소(매도) |
|--------|-----------------|--------|----------|
| 70.73% | 17.56% | 11.71% | 0.00% |

* 2016년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.