

2011년 4월 16일

SBS콘텐츠허브 (046140)

BUY

SBS콘텐츠허브 주가, 이게 최선입니까?

v SBS콘텐츠허브는 언제부터 그렇게 경쟁력 있었나? 어제부터?

드라마 시청률의 상승은 방송을 통한 수익 외에도 Merchandising을 이용한 이익 창출을 유발한다. 뿐만 아니라 SBS콘텐츠허브는 합병 이후에 '더스토리웍스'라는 자 회사를 설립하여 제작비를 조달하고 있다. 이를 통해 '시크릿 가든'이 성공했으며, 앞으로 많은 드라마가 흥행하여 매출액이 증가할 것으로 기대된다.

v SBS 드라마는 해외에서도 잘 나간다!

한류열풍과 SBS콘텐츠허브만의 자체 경쟁력을 바탕으로 SBS 콘텐츠들은 점점 더 해외수출을 늘리고 있다. 특히 드라마 장르의 수출이 활발한데, SBS 드라마 수입에 가장 적극적인 고객은 일본이다. 일본 방송의 구조적 요인에 힘입어 SBS 드라마의 일본 및 해외 수출은 앞으로도 지속적으로 증가할 전망이다.

v 콘텐츠 유통 플랫폼의 다양화!

지상파 방송콘텐츠를 시청할 수 있는 플랫폼은 계속해서 확대되고 있다. IPTV와 케이블 방송의 디지털 서비스 가입자가 증가함에 따라 국내 VOD 유통 채널이 확대 되고 있으며, 스마트 디바이스를 통해 콘텐츠를 공급하거나 어플리케이션을 개발하여 매출을 확대할 수 있는 시장이 열리고 있다. 또한 과거 매출을 창출하지 못했던 웹하드 유통망이 저작권강화라는 계기를 통해 본격적인 성장국면에 들어서고 있다.

v 상승여력 36%, 투자의견 BUY

현금할인모형을 이용하여 산출한 SBS콘텐츠허브의 적정주가는 18,100원으로 현재 주가 대비 36%의 상승여력이 있다. 이에 기초하여 Research Team 5는 SBS콘텐츠허브의 투자의견 BUY를 제시한다.

적정주가:

18,100원

현재주가:

13,350원 (04/15 기준)

상승여력: 36%

시가총액 2,864억 원

ROE 25.23%

ROA 16.27%

영업이익률 18.64%

배당수익률 1.11%

P/E Ratio 14.09

P/B Ratio 3.21

주요주주:

SBS미디어홀딩스 65.00%

국민연금관리공단 5.18%

KB자산운용 5.11%

외국인취득률 2.05%



Research Team 5

팀장 : 윤희승

팀원 : 임경미

김현진

박지원

I. Preview: SBS콘텐츠허브?

1. 기업 소개

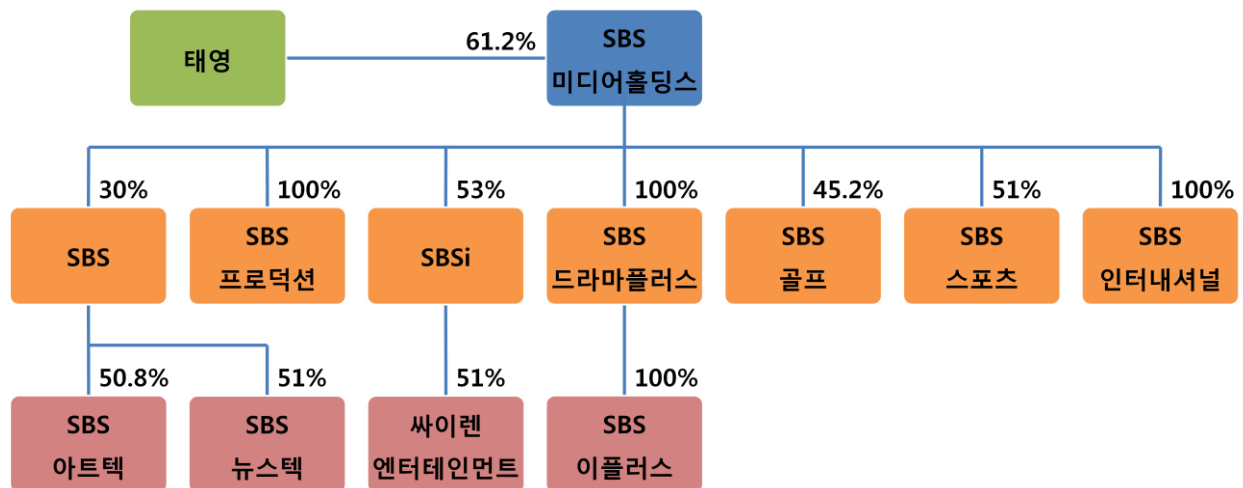
SBS콘텐츠허브:

SBS 콘텐츠의

독점 유통 기업

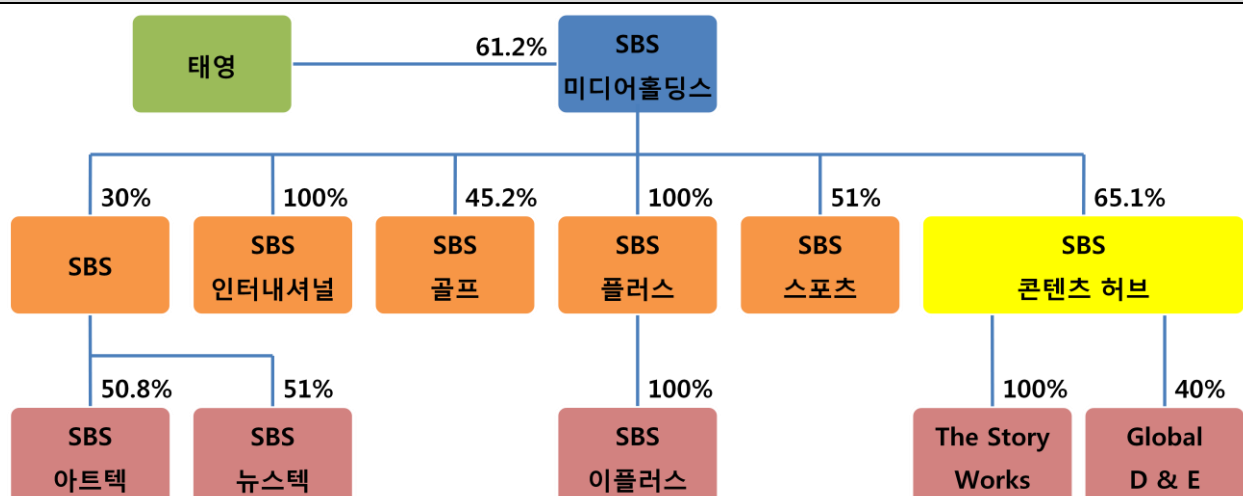
SBS콘텐츠허브는 SBS가 자체적으로 방송하는 국내 지상파와 자체 케이블PP(Program Provider)를 제외한 기타 콘텐츠 유통 채널들에 SBS가 제작한 콘텐츠들을 독점으로 유통하는 기업이다. 2009년 9월 기존에 SBS 콘텐츠의 온라인 유통 및 VOD 유통을 해오던 SBSi와 SBS프로덕션의 유통사업부문이 분할합병하여 현재의 모습을 갖추게 되었다. SBS콘텐츠허브는 합병한 이후 외형 성장 및 수출 확대로 인해 '09년 매출 763억 원, 영업이익 113억 원에서 '10년 매출 1,550억 원, 영업이익 289억 원으로 괄목할 만한 성장을 보였다. 현재 시가총액은 약 2,900억 원이다.

그림 1. SBS 계열 지분 구조(SBS콘텐츠허브 합병 이전)



출처: SBS콘텐츠허브, Research Team 5

그림 2. SBS 계열 지분 구조(현재)



출처: SBS콘텐츠허브, Research Team 5

2. 수익구조 소개

SBS콘텐츠허브의 사업부문은 콘텐츠 유통(CP), 제작/음반판매 이벤트 기획 등의 기타 사업, 웹에이전시, 인터넷 광고의 4가지로 구성된다. '10년 실적을 기준으로 살펴볼 때, SBS콘텐츠허브의 주요 사업부는 CP와 기타사업이라는 것을 확인할 수 있다. '10년 실적을 기준으로 살펴볼 때, 사업부문별 매출액 비중이 67%, 26%, 4%, 3% 이기 때문이다.

콘텐츠유통(CP)

전체 매출에서 가장 큰 비중을 차지하는 CP

CP부문은 SBS가 제작한 방송콘텐츠와 음원, 영화, 등을 국내외 방송사, 대행업체, 통신업체 등에 제공하는 사업을 의미한다. 장르별로 나누어 보면 CP 수익에서 드라마가 차지하는 비중이 약 70% 정도이며, 예능 및 기타 프로그램의 비중이 약 30%이다.

CP 수익은 국내와 해외로 구분되는데, 국내 매출은 대부분 인터넷(웹하드), 케이블 PP, IPTV에서 발생하며, 매출액 대비 40~50%를 SBS에 지급한다. 해외 매출은 아시아 시장 내 콘텐츠(주로 드라마) 판권 판매를 통해 발생하며, 50~60%를 제작사에 지급하는 구조이다.

사업수익

다양한 형태의 사업수익

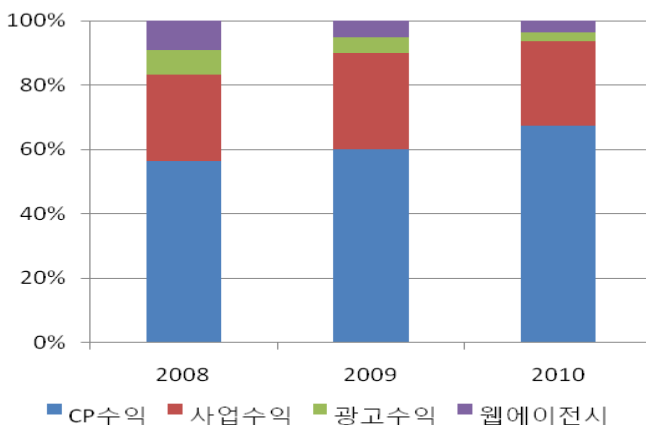
SBS콘텐츠허브에서 영위하는 CP, 광고, 웹에이전시 이외 기타 사업을 의미한다. 방송, 영화, 음악 등 콘텐츠 투자와 다양한 이벤트 진행을 통해 매출이 발생하며, 특히 국내 유명 아티스트들의 음악영상 DVD를 제작하여 일본 시장에서 유통하는 부문이 높은 매출 비중을 차지하고 있다.

웹에이전시, 광고수익

웹에이전시, 광고수익은 미미한 수준

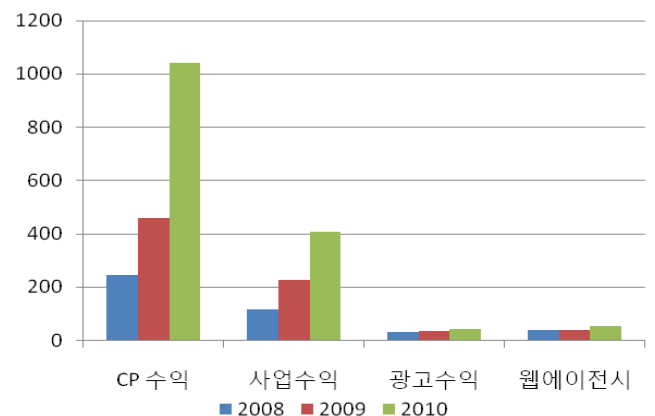
웹에이전시 수익은 SBS 및 SBS 계열사를 주요 고객으로 하여 홈페이지 운영을 통해 발생하는 수익이며, 광고수익은 SBS 웹사이트의 배너 및 동영상 광고에서 발생하는 수익이다. 이 두 가지 부문은 SBS콘텐츠허브의 수익구조에 미치는 영향이 미미한 수준이며 향후 성장성도 낮다고 판단되므로 이후 분석에서 제외할 것이다.

그림 3. 사업부별 매출 비중



출처: 사업보고서, Research Team 5

그림 4. 사업부별 매출액 추이 (단위: 억 원)



출처: 사업보고서, Research Team 5

3. 자회사, 관계사 현황

SBS콘텐츠허브는 현재 더스토리웍스(지분율 100%), 글로벌디앤이(지분율 40%)의 두 개의 주요 자회사와 관계사를 보유하고 있다.

자회사를 통해

콘텐츠 Value chain 형성

드라마 판권이 점차 방송사에서 제작사로 이전되는 상황에서 SBS콘텐츠허브는 직접적인 드라마 제작을 위해 자회사인 더스토리웍스를 설립하였으며, 콘텐츠 투자 펀드에 출자를 진행하였다. SBS콘텐츠허브가 투자하는 드라마들은 SBS에서 편성을 확보할 수 있어 이러한 드라마에 대한 직접 투자는 SBS콘텐츠허브의 사업 영역을 콘텐츠 유통에서 기획 및 제작까지 Value chain을 확대할 수 있는 계기가 될 것이다.

글로벌디앤이:

글로벌 합작법인

글로벌디앤이는 SBS콘텐츠허브와 일본 오릭스(Orix) 등 국내외 5개사가 공동 출자해 설립한 합작법인으로 현재 인천 송도에 '디지털엔터테인먼트센터'를 건립 중에 있다. 향후 센터 내에 영화, 음악, 애니메이션, 게임 등 디지털 콘텐츠 제작, 배급 관련 기업과 각종 지원, 투자기관을 유치할 예정이다.

4. 제자리걸음중인 주가, 앞으로는?

SBS콘텐츠허브는 합병 이후 수출 실적의 상승과 뉴미디어에 대한 기대감으로 주가가 작년 11월 최고점을 기록한 뒤 조정 국면을 거친 다음 최근에는 주가가 1만 3천원대에서 정체 국면을 맞이하고 있다. 향후 SBS콘텐츠허브의 실적 및 주가는 시장의 기대감을 반영하여 성장가도를 달릴 수 있을까? Research Team 5에서는 SBS콘텐츠허브의 내적, 외적 변화를 분석함으로써 투자포인트를 제시할 것이다. 또한 SBS콘텐츠허브의 내재가치에 대해 분석함으로써 적정 주가를 추정해 보고, 투자의견을 제시하도록 하겠다.

I. 투자포인트1 - SBS콘텐츠허브 경쟁력, 제점수는요?

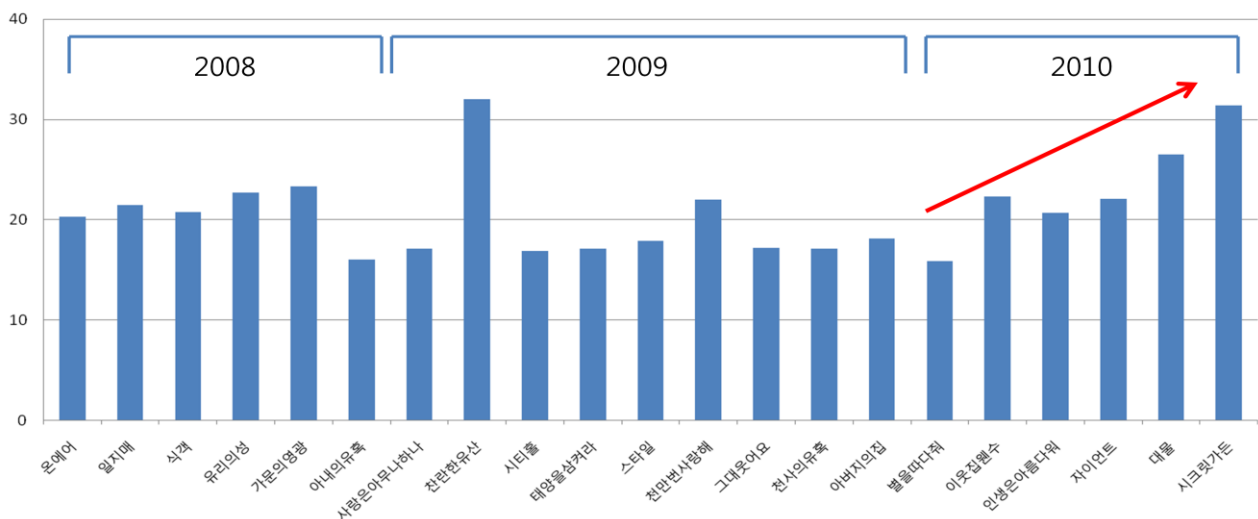
1. 경쟁력 있는 SBS 콘텐츠

제작비 증가로 인한 시청률 상승

2009년 SBS는 금융위기를 맞아 긴축경영을 시행하며 드라마 제작비를 대폭 절감하였다. 투자의 감소는 콘텐츠의 퀄리티를 다소 떨어뜨리는 효과를 낳았고, 이에 따라 드라마의 평균 시청률이 낮은 수준을 기록하였다. 실제로 2009년 SBS 드라마는 '찬란한 유산', '천만번사랑해'를 제외하고는 16~18%대의 낮은 시청률을 기록하였다. 이후 2010년에는 전년도에 비해 많은 제작비를 투자하였는데, 이 결과로 평균시청률이 크게 상승한 것을 볼 수 있다. '이웃집웬수'를 시작으로 2010년 모든 드라마가 시청률이 20%를 상회하였으며, '시크릿 가든'은 '찬란한 유산' 이후 1년 8개월 만에 시청률 30% 이상을 기록하였다.

그림 5. SBS 드라마 평균 시청률

(단위: %)



출처: AGB 닐슨미디어, Research Team 5

드라마로 수익을 올린 좋은 예 '겨울연가'

시청률의 증가는 방영을 함으로서 얻는 이익도 창출하지만, 그 외에도 부가적인 수입을 제공한다. 2002년 KBS 2TV에서 방영된 '겨울연가'가 그 좋은 사례이다. KBS는 '겨울연가'의 판권 계약이 종료된 후에 NHK에 재판매 하여 공급가의 2배 이상의 높은 수익을 얻었다. 당시 '겨울연가'를 통한 DVD, 소설 번역본, OST 음반 등 Merchandising 수익은 490억원에 달했다.

Merchandising 수익을 올릴 것으로 기대되는 '시크릿 가든'

이렇게 드라마를 이용한 Merchandising 수익을 창출할 경우 판권 계약보다 훨씬 큰 이익을 남길 수가 있다. 최근 '시크릿 가든'이 NHK에서 방영될 예정인데, 드라마가 호조를 보일 경우 역시 큰 수익을 올릴 수 있을 것이라 기대된다. 뒤에서도 언급하겠지만, '시크릿 가든'을 제작한 The Story Works 체제에서 드라마와 관련된 상품 매출 라이선싱을 SBS콘텐츠허브가 전담하고 있다.

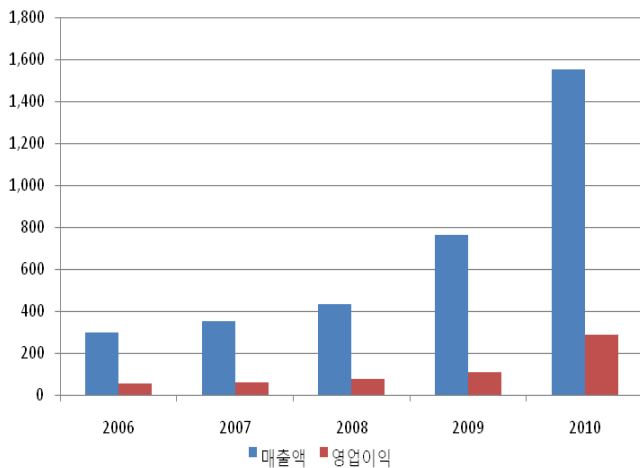
2. 합병을 통한 시너지

합병을 통한 매출액 증가

2009년 9월 SBS콘텐츠허브는 SBS프로덕션의 유통부분을 흡수합병 하였다. 합병을 통해 SBS의 다양한 온-오프라인 콘텐츠를 독점 공급하게 됨으로써 SBS콘텐츠허브의 외형이 크게 증가하였다. 합병한 시점을 기준으로 2009년 4분기 매출액은 3분기 대비 148% 증가한 231억 원을 기록하였고, 2010년 연간 매출액도 전년 대비 두 배 이상으로 증가하였다.

그림 6. 매출액, 영업이익 추이

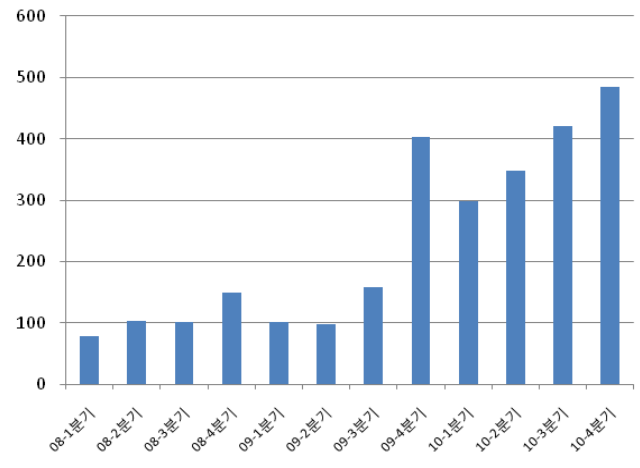
(단위: 억 원)



출처: 사업보고서, Research Team 5

그림 7. 분기별 매출액

(단위: 억 원)



출처: 사업보고서, Research Team 5

합병 이후에 설립한 더스토리웍스

SBS콘텐츠허브는 합병 이후에 '더스토리웍스' 라는 자회사를 설립하였는데, 이는 SBS 콘텐츠허브가 단순히 콘텐츠를 유통하는 것이 아닌 방송, 영화, 음악 등 콘텐츠 전반적인 분야에 투자를 진행하게 되는 것을 의미한다.

제작비 조달에 효과적인 더스토리웍스

'시크릿 가든'이 The Story Works를 이용한 방법으로 제작비가 조달된 경우이다. The Story Works는 일종의 콘텐츠 한편을 만들기 위한 펀드로 제작비를 SBS와 외주제작사, SBS콘텐츠허브 간에 투자 지분을 대로 출자하는 구조이다. The Story Works를 이용하면 기존 드라마 제작방식에서 가장 큰 문제였던 제작비 분담 비율과 지상파를 제외한 나머지 유통 권리에 대한 문제를 해결하는데 효과적이다. 이를 이용할 경우, 드라마 제작사가 많은 제작비를 모을 수 있으며, 이익은 지분율대로 분배하기 때문에 합리적이다. 따라서 많은 제작비가 투입되고 부가 수익이 큰 대작 콘텐츠 제작에 유리하다.

유통수익 및 2차 판권 수익으로 얻는 이익

자회사인 더스토리웍스를 통한 효과적인 제작비 조달은 '시크릿 가든'을 시작으로 SBS 드라마의 시청률 상승으로 이어질 것이며, 드라마 기획, 투자로 유통수익 및 2차 판권 수수료 수익이 높아져 SBS콘텐츠허브의 수익이 더욱 확대되는 효과를 가져올 수 있다.

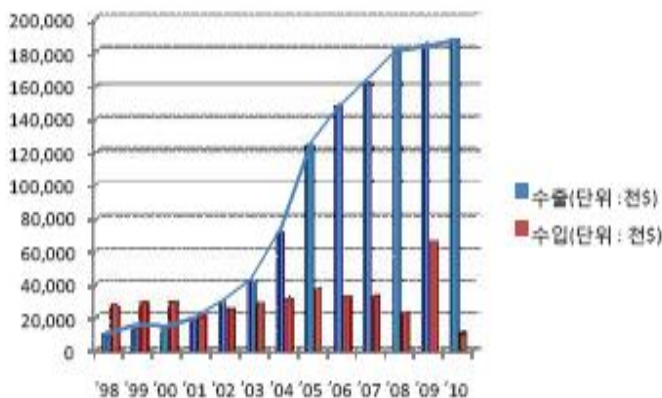
Ⅲ. 투자포인트 2 - SBS Drama, 해외로 진출 고고씹!

1. 한류 콘텐츠의 활발한 해외시장 진출

아시아의 큰 흐름으로
지속되고 있는 한류열
풍

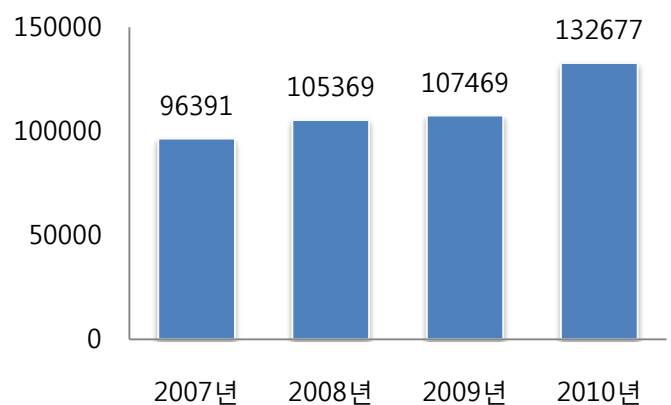
2000년대에 시작되어 꾸준히 지속되고 있는 한류 열풍은 아직도 아시아지역을 움직이는 큰 흐름이다. '겨울연가'의 일본에서의 큰 성공을 발판으로 한국 방송사들의 콘텐츠들이 일본 등 여러 아시아 국가로 수출되었고, 이를 통해 한국의 방송프로그램 및 문화가 매우 큰 관심을 받고 있다. 그림 8을 보면 우리나라 방송 콘텐츠의 수출입 현황 추이를 확인해 볼 수 있는데, 2001년까지는 수입이 수출을 상회하는 무역 역조 현상을 보이다가 2002년 이후로 수출이 급속히 증가하고 있음을 알 수 있다. 또한, 이러한 해외 수출의 급속한 증가와 함께 방송콘텐츠 수출지역도 더 이상 아시아에 국한되지 않고, 중동 및 아랍권, 중남미권, 동유럽권 등으로 지속적으로 확대되고 있다. 방송콘텐츠 중에서 드라마의 수출비중은 2010년 기준으로 지상파 방송사의 경우 94.5%, 케이블을 포함한 전체적으로는 87.6%로 매우 압도적인 비중을 차지하고 있다. 그만큼 방송콘텐츠 수출에 있어, 드라마 수출의 성공여부가 중요한 요소라고 할 수 있다.

그림 8. 방송콘텐츠 수출입 현황 추이 (단위: 천 달러)



출처: 한국콘텐츠진흥원

그림 9. 드라마 수출액 추이 (단위: 천 달러)

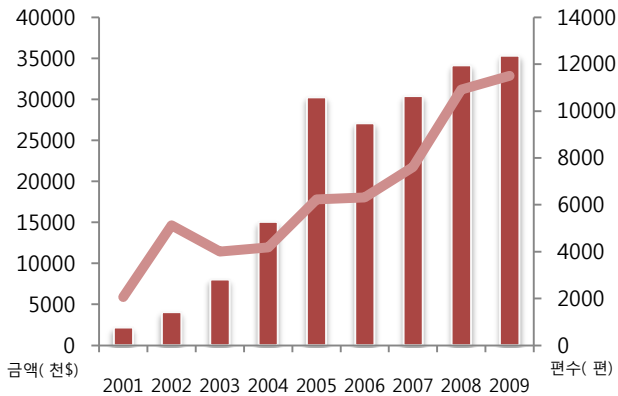


출처: 한국콘텐츠진흥원, Research Team 5

SBS 방송 프로그램의 수출액, 편수 증가추세

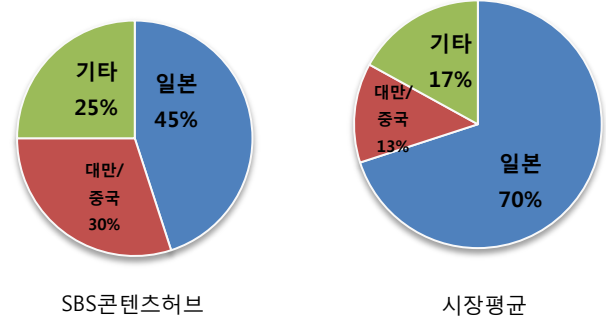
리서치 5팀은 한류열풍과 더불어 투자포인트 1에서 다룬 SBS콘텐츠허브 만의 경쟁력으로 인하여 SBS콘텐츠허브가 지금보다 더 높은 수출경쟁력을 갖추게 될 것이라고 전망한다. 그림 10을 보면 SBS 방송프로그램의 전체 수출액과 수출 편수가 꾸준히 증가하는 추세를 확인할 수 있다. 또 그림 11은 SBS콘텐츠허브의 국가별 콘텐츠 수출 비중을 보여주고 있는데, 일본으로의 수출비중이 45%로 가장 크며, 대만/중국이 30%, 동남아 등 기타 국가 20%를 차지하고 있다. 이에 반해 시장 평균 일본 수출 비중은 70%에 달한다. 비중에 있어 차이가 존재하지만 중장기적으로 SBS콘텐츠허브의 수출 국가 비중이 시장의 추세를 따라가게 될 것이므로 앞으로 SBS콘텐츠허브의 일본 수출비중이 증가할 것으로 판단된다. 따라서 리서치 5팀은 일본을 중심으로 SBS콘텐츠허브의 수출 성장 가능성을 살펴보고, 앞으로 수출예정인 드라마들에 대해 분석해보고자 한다.

그림 10. SBS 방송프로그램 수출 현황 (단위: 천 달러)



출처: 방송통신위원회, Research Team 5

그림 11. SBS콘텐츠허브, 시장평균 국가별 수출 비중



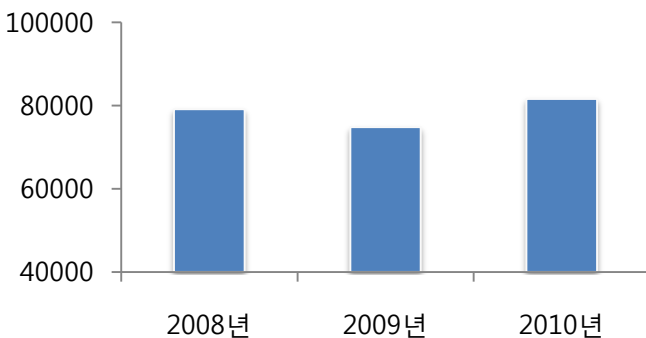
출처: SBS콘텐츠허브, Research Team 5

2. SBS콘텐츠허브의 해외진출은?

한국 드라마가 성공할 수 있는 구조적 요인

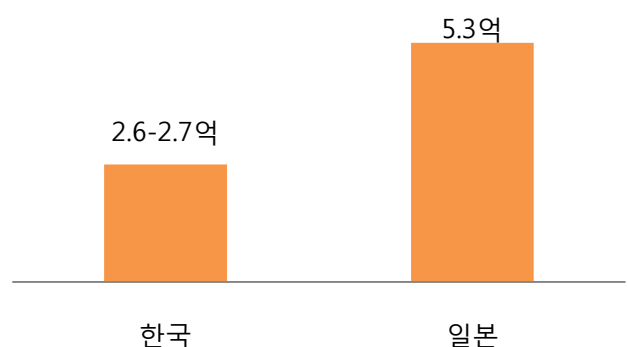
SBS콘텐츠허브의 수출 전망을 보기 전에 왜 한국 드라마가 일본에서 각광받고 있고, 왜 이 추세가 지속될 수 밖에 없는지 살펴봐야 한다. 물론, 그 중심에는 한국 드라마 자체의 경쟁력이 좋아진 점도 있지만, 일본에서 한국 드라마가 지속적으로 유입될 수 밖에 없는 구조적인 요인이 존재한다. 첫 번째 요인은 제작비의 차이이다. 한국 드라마의 경우, 편당 제작비가 일본의 절반 수준밖에 되지 않기 때문에 한국 드라마에 대한 가격 매력도는 매우 크다. 두 번째는 일본의 방송 시장 시스템이다. 현재, 일본의 방송 시장은 공영방송인 NHK와 126개의 상업방송, 약 500여개의 케이블 방송사가 존재하는 과도한 포화 상태이다. 그러나 일본의 방송 시장이 NHK 중심의 독점적 구조이기 때문에 상업방송들은 NHK가 점유하는 시장 외의 부분을 차지하기 위한 경쟁을 벌이고 있다. 하지만 제작비 부담으로 인해 직접 제작 가능한 드라마 수가 한정되어 있어 그 대안으로 떠오르고 있는 것이 한국 드라마의 수입인 것이다. 한국 드라마가 콘텐츠의 질 측면에서도 뒤지지 않을 뿐 아니라 일정 수준의 시청률을 확보할 수 있기 때문에 일본 상업방송들은 한국 드라마의 적극적인 구입에 나서고 있다.

그림 12. 한국 콘텐츠의 일본 수출액 추이(단위: 천 \$)



출처: 방송통신위원회, Research Team 5

그림 13. 한국, 일본 드라마 제작비 규모



출처: 한국방송영상산업진흥원, Research Team 5

국내 종영 후 해외 수출은 6개월-12개월 뒤

그렇다면 한국 드라마 수출이 어떻게 이루어지는지 알아 볼 필요가 있다. 실제로 해외 계약 업체들은 드라마들을 종영일까지 관찰하고 드라마의 시청률을 조사하여 이를 가격 산정의 근거로 쓰기 때문에, 종영 이전에는 협상이 이루어지지 않는다. 뿐만 아니라 거래에 있어 여러 절차로 인하여 상당한 시간이 소요되는데, 이 때문에 국내에서 종영된 드라마가 해외에 방영되기까지 6개월에서 최대 12개월까지의 시차가 발생하게 된다. 따라서 국내에서 인기 있던 드라마들이 해외에 방영되면서 벌어들이는 수출 금액은 국내 방영 후 6개월-12개월 후에 인식된다.

일본의 구조적 요인 +SBS콘텐츠허브 경쟁력 → 일본시장 진출

앞서 말한 일본 자체의 구조적인 요인과 투자포인트1에서 다룬 SBS콘텐츠허브의 자체의 경쟁력향상을 바탕으로 SBS콘텐츠허브의 일본으로의 수출이 어떻게 될 것인지 전망 가능하다. 하지만, 정확한 수치를 파악하거나 예상하는 것은 약간의 무리가 있을 것으로 판단되어 그 동안의 SBS콘텐츠허브가 수출에 성공한 드라마와 수출 예정인 드라마 중심으로 성장 가능성을 살펴보고자 한다.

2009년 이후 SBS 드라마 콘텐츠의 질 상승으로 시청률 상승

2008년에서 2009년 사이, 그 동안 시청률 침체를 겪던 SBS 드라마는 2009년 중순, 이승기, 한효주 주연의 “찬란한 유산”이 평균시청률 32%을 기록하며 SBS 드라마의 부활을 알리게 된다. 국내에서 성공한 찬란한 유산은 곧이어 2010년 상반기에 일본 후지TV와 수출계약을 맺어, 당시 SBS 드라마 중에서 수출액 1위를 차지하였다. ‘찬란한 유산’의 성공을 기반으로 SBS 드라마는 더욱더 경쟁력을 갖추게 되어 이어서 제작·방영된 드라마는 한국에서 상위 시청률을 기록하였다. 2009년 방송된 드라마 ‘미남이시네요’ 역시 일본 후지TV에 방송되었으며, 특히 ‘제중원’, ‘그대웃어요’, ‘시티홀’은 2010년 수출액 상위권에 랭크되었다. SBS 드라마는 2010년 하반기에 가장 최고조에 이르게 되는데, 2010년 여름에 방송된 ‘내 여자친구는 구미호’는 방송 전부터 일본 방송 관계자들 사이에서 큰 관심을 얻었고 일본 지상파 TV인 TBS와 계약을 맺어, 올해 3월 21일부터 방송되고 있다. 뿐만 아니라 2010년 하반기에 방송된 고현정 주연의 ‘대물’ 역시 일본 판매를 마쳤으며, 서남아시아와 유럽 등지에서 관심을 받고 있다.

그림 14. 찬란한 유산 (2009년 방영)



출처: SBS 홈페이지

그림 15. 시크릿 가든 (2010년 방영)



출처: SBS 홈페이지

NHK에 공급계약한 시크릿 가든은 해외에서 큰 매출 가져올 것으로 기대

그러나 무엇보다도 주목해야 할 것은 앞으로 수출 예정인 드라마들이다. 그 중에 가장 SBS콘텐츠허브의 매출액 증가를 이끌 드라마는 2010년 12월에서 2011년 1월까지 방송된 현빈, 하지원 주연의 인기드라마 '시크릿 가든'이다. '시크릿 가든'의 해외 판매 역시 매우 적극적으로 이루어지고 있는데(표 1 참조), 총 수출액은 350만 달러에 달해 SBS콘텐츠허브의 매출증가에 큰 기여를 할 것으로 보인다. 무엇보다도 일본 공영 TV인 NHK와 계약한 것으로 알려져 훨씬 더 잠재적인 매출이 존재 할 것으로 보인다. 실제로, 그 동안의 SBS콘텐츠허브의 수출계약은 중소 상업방송사 대상으로 저가로 이루어진 경우가 많았는데, 앞으로 주요 방송사와 계약이 체결된다면 이는 회사의 매출 증대에도 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 한 예로, 2004년에 NHK에서 방송된 '겨울연가'는 처음에는 작은 방송사에서 편성되었다가 NHK에 재판매 된 것인데, 방영 이후 이전보다 큰 폭의 수익을 창출할 수 있었으며, 단순히 판권 수익에서 벗어나 DVD와 음반 등의 부가 수익까지도 얻을 수 있었다. 따라서 NHK 등의 주요 방송업체와의 계약은 SBS콘텐츠허브에 긍정적인 요소라고 볼 수 있다.

표 1. 해외 수출 중인 대표적 SBS 드라마 프로그램

드라마명	수출현황
찬란한 유산(2009년)	일본, 유럽, 오세아니아, 아프리카, 중앙아시아 등 81개국에 수출. 2010년 상반기 일본 후지 TV 방영 (동 시간대 시청률 1위)
미남이시네요(2009년)	일본 후지 TV 방영 (동 시간대 시청률 1위)
내 여자친구는 구미호(2010년)	일본 TBS에서 2011년 3월 21일 방영
대물(2010년)	일본 계약 성사, 서남아시아·유럽 등에서 관심
시크릿 가든(2010년)	일본, 중국, 미국 등 13개국에 판매. 일본 공영방송 NHK와 계약

출처: Naver 뉴스, Research Team 5

2011년에도 SBS는 질적으로 우수한 드라마 방영 예정

이렇게 2009년 방영된 찬란한 유산을 기반으로 콘텐츠의 질을 꾸준히 향상시켰던 SBS는 2010년 하반기에 방영된 대물, 자이언트, 시크릿가든 등의 드라마들을 방영하였고, 이는 자연스럽게 높은 시청률로 확인되었다. 앞서 말했듯이 홀드백(시차 발생)으로 인해 2010년 하반기에 방영된 드라마들은 2011년 상반기와 하반기에 해외로 수출될 것이며, 이는 더욱 큰 폭의 매출 증대를 이끌게 될 것이다. 이 현상이 꾸준히 지속되기 위해서는 앞으로 방영 예정인 SBS 드라마의 성공 여부가 중요하다. 현재 방영되고 있는 장혁, 이민정 주연의 인기드라마 '마이더스'는 방영전부터 해외 프로모션을 진행하여 수출을 위한 물밑작업을 수행하고 있으며, 한류스타인 이민호와 구하라의 출연으로 이미 주목을 받고 있는 '시티헌터'도 올해 5월 말에 방영예정인 것으로 알려져 SBS드라마 수출에 더욱 박차를 가할 것으로 보인다.

IV. 투자포인트3 - 콘텐츠 유통 플랫폼의 확대!

1. 디지털 방송시대의 개막: 방송콘텐츠 수요시장 확대

아날로그 방송 종료:
디지털방송으로의
전환

2012년 12월로 예정된 아날로그 방송 종료는 시청자들의 콘텐츠 이용 행태에 큰 변화를 가져올 것으로 예상되기 때문에 미디어 기업들에게 중요한 기회가 될 전망이다. 디지털 방송은 시청자가 원하는 시간에 원하는 콘텐츠를 소비할 수 있게 해준다는 특징을 가지고 있다.

한국 콘텐츠 소비시장
특징

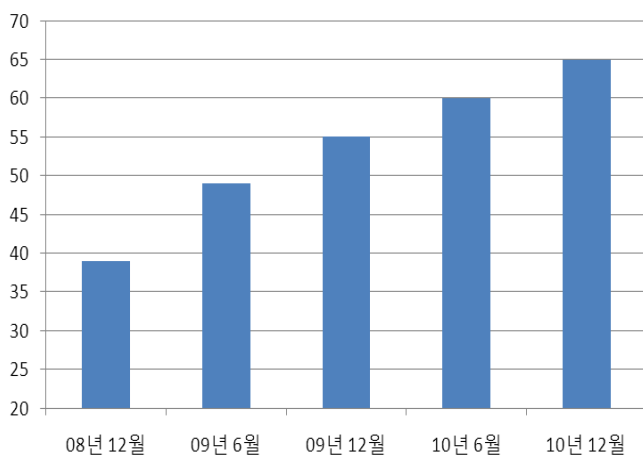
지상파 방송에서 CATV, IPTV로 콘텐츠 범주가 확대되었지만 여전히 지상파 방송 콘텐츠는 여전히 주요 볼거리로 자리 잡고 있다. 이는 한국인의 TV 콘텐츠 소비에서 발견되는 독특한 점이기도 하다. 한국에서 CATV나 위성TV는 지상파 방송물을 재송신하는 비율이 높으며 IPTV에서도 지상파 방송 다시보기가 주요 서비스이다. 유료방송 시장의 새로운 사업자가 진입할 때, 지상파 TV의 콘텐츠 전송 여부가 사업 성패를 결정짓는 것으로 여겨졌을 정도다. 따라서 지상파 방송 콘텐츠라는 킬러 콘텐츠를 지속적으로 공급 가능한 SBS콘텐츠허브에게는 디지털 방송 전환이 성장의 기회가 될 수 있다.

디지털 전환에 따른
VOD 매출 증가

디지털 전환 추진 및 지원단체인 DTV KOREA의 통계에 따르면 2010년말 디지털 전환율은 64.7%로써 아직 미전환 TV가 많이 남아 있다. 디지털 전환율 상승에 따라 VOD(주문형 비디오)를 통한 콘텐츠 매출의 빠른 증가가 예상되는데, 이 같은 VOD 매출 증가는 전환율이 거의 100% 접근한 이후에도 지속될 전망이다. 평균적인 시청자에게 있어 콘텐츠 소비 패턴의 변화는 대체로 플랫폼의 변화에 후행하기 때문이다.

그림 16. 디지털 전환 보급률

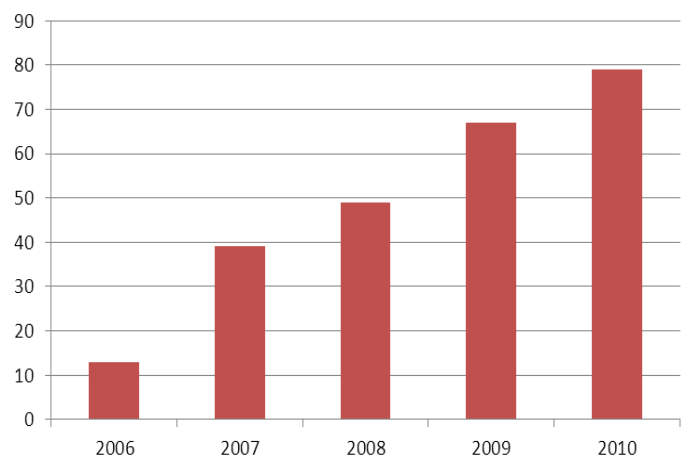
(단위: %)



출처: DTV KOREA, Research Team 5

그림 17. 디지털CATV VOD 서비스 이용률

(단위: %)



출처: CJ헬로비전, Research Team 5

2. 디지털 플랫폼의 대표주자 IPTV와 CATV

IPTV의 서비스 방식: 인터넷을 통한 콘텐츠 중계

IPTV는 가장 빠른 속도로 디지털 플랫폼을 확산시키고 있는 장본인이다. IPTV의 기본 개념은 고속 인터넷 망을 이용해 여러 콘텐츠를 실시간 스트리밍을 통해 소비자에게 중계하는 서비스다. 이용자가 서비스 업체가 갖고 있는 다양한 VOD 형식의 콘텐츠를 일정한 금액을 지불하며 빌려서 사용하는 것이다. 따라서 IPTV 가입자의 지속적인 증가 추세와 소비자들의 다양한 욕구를 만족시키기 위한 지속적인 콘텐츠 보강으로 인해 IPTV에 콘텐츠를 공급하는 업체들의 매출이 증가할 것으로 전망된다.

디지털 선두주자 IPTV 시장의 성장

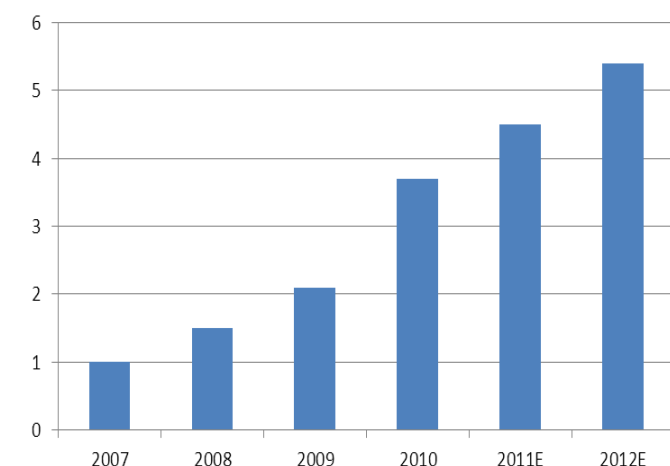
방송신호를 이용하는 CATV와는 달리 IP를 이용함으로써 그 태생 자체가 디지털인 IPTV는 통신사들의 적극적인 마케팅에 힘입어 가입자가 빠른 속도로 늘어나고 있다. 2010년으로부터 과거 3년간 가입자 증가율은 47.3%로 경쟁자인 디지털 CATV 가입자 증가수 약 350만명을 소폭 앞질러 361만명이 되었다. IPTV는 여러 가지 강점을 등에 업고, 향후 3년 간 연평균 증가율 22.8%에 이르는 등 가입자 불리기를 계속할 전망이다. 빠른 가입자 증가에 따라 PPV(Pay Per View)등이 포함된 부가서비스 매출은 3년 간 연평균 25.8%의 성장을 할 것으로 전망된다.

CATV의 디지털 전환 노력

케이블 TV는 약 1517만 가구의 가장 많은 시청자를 확보하고 있는 방송 플랫폼이다. 하지만, 디지털 전환율은 20%를 조금 상회하는 것으로 추정된다. CATV의 디지털 전환이 이렇게 느린 것은 상당수의 CATV SO(System Operator) 사업자들이 디지털 전환에 필요한 충분한 자금력을 확보하지 못하고 있어서이다. 디지털 전환에 필요한 셋톱박스 투자와 가입자 유치비용의 증가는 큰 부담이 되고 있다. 하지만, CATV의 디지털 전환도 느리기는 하지만 비관적이지는 않다. 자금력을 갖추고 있는 CJ 헬로비전, 씨앤엠 같은 대형 MSO들은 이미 30-40% 이상의 전환율을 달성했고, 전환이 부진한 소형 SO들의 경우 결국 정부가 지원할 가능성이 있기 때문이다. 많은 시청자를 보유한 대형 CATV의 디지털 방송 전환은 콘텐츠 공급업체에게는 희소식이 될 것이다.

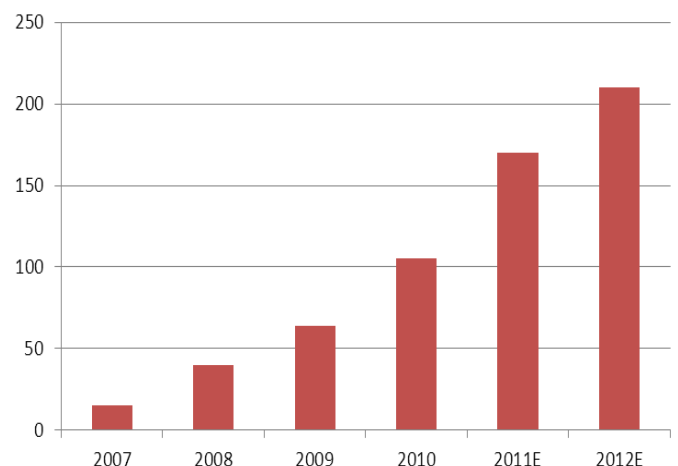
그림 18. IPTV가입자 전망

(단위: 백만 명)



출처: 전자정보센터, Research Team 5

그림 19. IPTV 부가서비스 매출 전망 (단위: 십억 원)



출처: 한국전자통신연구원, Research Team 5

IPTV와 CATV의 지속적인 성장 노력

SBS콘텐츠허브와 같은 콘텐츠 유통 기업의 성공에는 IPTV나 CATV사업자들의 지속적인 성장이 필요하다. 이런 상황에서 IPTV는 VOD부문에 강점을 가지고 있지만, 케이블 PP들이 부족하다는 점이 이슈로 부각되었다. 즉, 시청자들이 익숙하게 봐 왔던 인기 채널의 공급이 완벽하지 않다는 점이 문제가 되기 때문에 이를 보강하는 것이 필수적이다. 이에 따라 최근에는 프로그램 공급자(PP)들과의 상생을 위해 노력하는 모습이 나타나고 있다. PP들이 제작한 콘텐츠를 케이블사업자와 IPTV사업자에게 공동으로 제공하는 PP 우호적 환경을 만듦으로써 성장동력을 확보하려고 시도하고 있다.

3. 스마트 플랫폼의 등장

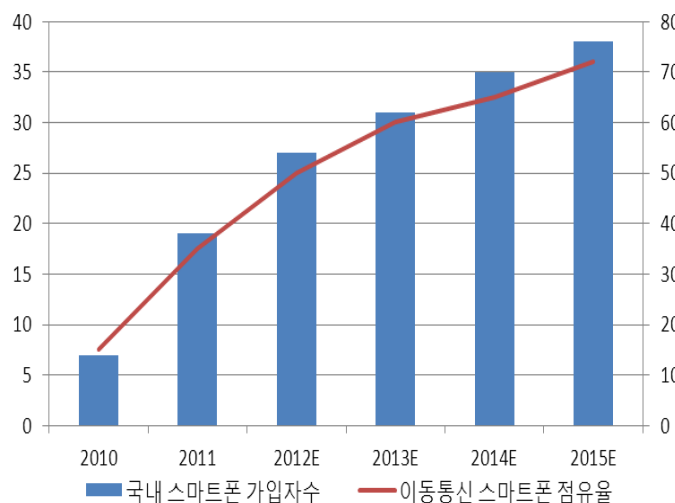
국내 스마트 디바이스 보급률 가속 성장

국내 스마트폰 가입자 수는 현재 730만명 수준에서 2015년까지 4,200만명으로 증가, 이동통신 스마트폰 점유율은 14%에서 72%로 확대될 것으로 전망된다. 이는 국내 휴대폰 시장의 문화적인 변화가 진행되는 과정에 있다는 의미이다. iPad나 Galaxy Tab과 같은 스마트패드 이용자 수는 2010년 기준 20만명 수준으로 보급 속도는 스마트폰 대비 낮은 상황이나, 중장기적으로 스마트 디바이스들의 보급은 빠르게 진행될 것이다. 따라서 향후 새로운 스마트 디바이스를 통한 콘텐츠 수요가 증가될 전망이다.

스마트 플랫폼이 콘텐츠 공급업체에 매력적인 이유

스마트 플랫폼의 가장 큰 특징은 정확한 수익 배분 조건(7:3)과 불법 복제가 원천 금지되어 있다는 점이다. 이는 그동안 PC기반의 플랫폼의 불법복제로 유린 당했던 콘텐츠 공급자들에게는 절호의 기회가 되는 것이다. PC기반의 일반적인 수익 배분율이 5:5였다는 점도 스마트 플랫폼이 콘텐츠 공급자들에게 보다 매력적인 이유가 된다. 2011년에는 스마트폰 보급률이 본격적인 국면에 진입하게 될 것이고, 태블릿 PC류도 본격적으로 보급될 전망이다.

그림 20. 스마트폰 가입자수, 점유율 (단위: 만 대, %)



출처: 방송통신위원회, Research Team 5

그림 21. 스마트 디바이스

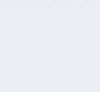


출처: Naver, Research Team 5

어플리케이션 및 n-screen 전략을 통한 수요 확대 기대

국내 앱스토어 시장의 규모는 스마트 디바이스 보급 확대에 따라 지속적으로 성장할 전망이다. 동사는 SBS의 경쟁력있는 콘텐츠들을 기반으로 모바일 App 개발을 확대하고 있어, 스마트 디바이스들의 시장 Penetration 확대에 따른 매출 증가가 예상된다. 또한 통신업체들과 MSO들의 n-screen 전략을 통해 TV만이 아닌 PC 및 스마트 디바이스들로 방송 콘텐츠 송신을 확대할 것이다. 따라서 스마트 디바이스로 방송 콘텐츠를 시청하는 사용자들이 증가하며, 방송 콘텐츠 App들에 대한 수요도 함께 상승할 여지가 발생할 수 있을 것으로 판단된다.

표 2. SBS 콘텐츠허브의 어플리케이션 현황

구분	내용
드라마	 아테나  마이더스  시크릿가든  대물  싸인  49일  나쁜남자
엔터테인먼트	 인기가요  고릴라  GD & TOP  PSYFIVE
뉴스	 SBS 뉴스  SBS CNBC
스포츠	 SBS골프  골프듀엣

출처: App Store, Research Team 5

4. 스마트TV의 등장

스마트TV의 경쟁력은 콘텐츠 공급 능력

TV와 전혀 상관없을 것만 같았던 애플과 구글이 다양한 콘텐츠 제공을 우위로 TV시장에 진입하였다. 이들은 TV를 만드는 것이 아니라 TV에서 보여지는 콘텐츠를 유통하는 플랫폼을 만들겠다고 선언하였다. 이는 소비자들의 TV 선택에 있어 기술에서 콘텐츠로 우선순위가 넘어가는 트렌드를 다시금 확인시켜준다. 기술 한 단계 진화가 주는 효용보다 콘텐츠 증가에 따른 소비자 효용이 더욱 크기 때문이다.

콘텐츠 공급업체의 공급자 협상력 강화

웹에서 볼 수 있는 콘텐츠가 TV에서 구현되는 스마트TV시대가 도래하면서 한가지 콘텐츠가 다양한 디바이스에서 구현되는 빈도가 늘어나고 있다. 따라서 킬러 콘텐츠를 가지고 있는 콘텐츠 제공업체(CP)의 경우 플랫폼 다양화에 따른 공급자 협상력을 발휘할 수 있는 기회를 얻게 된다. 스마트TV에서 플랫폼 사업자는 콘텐츠를 원활하게 소비할 수 있는 환경을 마련해 주는 역할에 그치게 되며 과거처럼 CP에 영향력을 미칠 수 있는 영역이 감소하게 된다.

5. 웹하드, P2P사이트를 통한 매출 확대

합법적인 방송콘텐츠 다운로드 증가

P2P, 웹하드 사이트를 통해 지상파 방송콘텐츠를 다운로드 하는 이용자 수가 증가하면서 콘텐츠 유통수익이 증가하고 있다. 정확하게 말하면 합법적으로 지상파 방송콘텐츠를 다운로드하는 이용자 수가 증가하고 있다. 09년까지 대부분의 이용자들이 불법적인 경로를 통해 다운로드 받으면서 온라인부문에서의 유통수익이 거의 미미하였지만, 저작권법 강화와 DCNA(디지털콘텐츠네트워크협회)와의 협약을 통해 2010년부터 합법적인 다운로드가 증가하고 있다.

스마트폰을 통한 온라인 콘텐츠 다운로드 증가

온라인 다운로드 증가의 가장 큰 요인 중 하나는 갤럭시S 및 아이폰 등의 스마트폰 사용자 증가이다. 3G 망을 통해 동영상 시청하는 것은 현재 만족도가 매우 떨어지기 때문에, 온라인상에서 동영상콘텐츠를 다운로드 받아 스마트폰에 옮긴 후 시청하는 이용자가 늘어났기 때문이다.

온라인 콘텐츠 수익의 성장 전망

스마트폰 이용자가 계속해서 확대될 것으로 전망되기 때문에 온라인 콘텐츠 수익 성장 전망은 높아 보인다. 스마트폰 이용자 수는 717만명(10년 12월 기준)으로 전체 휴대폰가입자 수 약 5천만명 대비 비중은 14.1% 수준밖에 안되기 때문에 향후 계속해서 확대될 것으로 전망된다. 또한, 현재 대부분의 P2P, 웹하드 사이트에서 매우 낮은 가격에 합법적인 다운로드가 가능하기 때문에 향후 가격 인상시 유통수익 증가가 전망된다. 낮은 가격을 책정하는 이유는 합법적인 콘텐츠 유통확대와 이용자들의 소비습관분석 및 시장분석을 위한 전략적인 저가 정책으로 판단된다.

그림 22. 웹하드 불법 콘텐츠 적발 건수

(단위: 만 건)



출처: 저작권보호센터, Research Team 5

V. RISK&ISSUE

1. 종편 채널의 등장? 오히려 지금은 기회상황!

2010년 12월 31일,
종편 사업자 선정

지난해 12월 31일 그동안 많은 관심을 모았던 종합편성방송(종편) 채널과 보도전문채널 사업자 선정 발표가 있었다. 조선, 중앙, 동아, 매경의 4개 종편 사업자가 선정되면서 이후 방송계의 변화가 점쳐지고 있다. 그렇다면 종편의 등장은 SBS콘텐츠허브의 향후 실적에 어떤 영향을 미칠까?

<설명: 종합편성채널>

줄여서 종편(綜編)이라고도 한다. 뉴스 보도를 비롯하여 드라마·교양·오락·스포츠 등 모든 장르를 편성하여 방송할 수 있는 채널을 말한다. 모든 장르를 편성한다는 점에서는 지상파와 차이점이 없으나 케이블TV(유선텔레비전)나 위성TV를 통해서만 송출하기 때문에 여기에 가입한 가구만 시청할 수 있다. 또 하루 19시간으로 방송 시간을 제한받는 지상파와는 달리 24시간 종일 방송을 할 수 있고, 중간광고도 허용되는 차이점이 있다. (출처: 네이버 백과사전)

종편의 등장은?

SBS콘텐츠허브의 매출처
확대 기회!

한 때 일각에서 종편의 도입이 기존 미디어 그룹인 SBS콘텐츠허브에 부정적 영향을 미칠 것이라는 우려가 존재했다. 하지만 이러한 우려는 잘못된 인식에서 비롯된 것이다. 그 이유는 SBS콘텐츠허브의 수익모델이 광고수입이 주요 수입원인 지상파 방송사와는 다르기 때문이다. 기존 지상파 방송사의 경우 새로운 시장 진입자들과 광고시장에서 경쟁을 벌여야 하지만, SBS콘텐츠허브는 콘텐츠 배급을 통한 수수료 수입이 주된 매출이므로 종편과 직접적인 경쟁 관계에 놓여 있지 않다. 오히려 종편 사업자들의 콘텐츠 조달 능력이 기존 매체에 비해 취약할 것이기 때문에 종편의 등장은 SBS콘텐츠허브에게 새로운 매출처 확대의 기회가 될 수 있다고 판단된다.

표 3. 종편, 보도전문 방송채널 선정 현황

구분	법인명 (채널명)	납입자본금	최대주주
종합편성 방송채널	(주)매일경제티브이 (MBS)	3,950억원	매일경제신문 (12.63%)
	(주)채널에이(가칭) (채널A)	4,076억원	동아일보사 (29.32%)
	(주)씨에스티브이(가칭) (CSTV)	3,100억원	조선일보사 (20%)
	(주)제이티비씨(가칭) (JTBC)	4,220억원	중앙미디어네트워크 (25%)
보도전문 방송채널	(주)연합뉴스TV(가칭) (연합뉴스TV)	605억원	연합뉴스 (28%)

출처: 방송통신위원회

2. 중국과 대만 정부의 규제

현재 중국 내 한국산 드라마에 대한 인기가 높고 한국 방송콘텐츠의 중국 수출이 지속적으로 증가하고 있는 추세이지만 대중국 수출이 지속적으로 성장하는 데는 어느 정도 제한이 따를 것으로 예상된다. 원인은 드라마 편성과 관련된 정부의 규제에 있다.

중국 정부의 규제로 중국 수출 증가는 제한적일 것

중국에서 영상 산업에 관한 전권을 가진广电总局은 1) 편성 쿼터를 통한 해외 드라마에 대한 수입 제한 조치의 강화와 더불어 2) 외국 방송 프로그램 수입에 대해 심사 강화 등의 조치를 통해 외국의 방송 프로그램 수입을 점차적으로 축소하고 있다. 이러한 규제의 방향은 역사적으로 점점 강화되어 온 추세이며, 현재 양국간 통상 관련 현안이기도 하다. 따라서 중국에서 큰 폭의 매출 증가는 기대하기는 어려울 것이며 공동제작, 현지 콘텐츠 제작 쪽으로 수출 방법을 다원화하거나 중국의 규정과 정서에 맞도록 완성된 콘텐츠를 재가공하는 방안 등이 마련되어야 할 것이다.

한류에 대한 대만 사업자의 부정적 입장

대만시장의 경우 한류 열풍기는 2000년대 중반 이후 지속적으로 나타나고 있는 문제이다. 한국 드라마에 밀려 고전을 면치 못하고 있는 대만의 드라마 제작업체들은 한국 드라마에 대한 수입 제한 조치를 요구하는 등 한국 방송콘텐츠의 수입 방영에 대해 부정적 입장을 견지하고 있다.

현재 '유선라디오TV법' 개정안 제출

한편, 1월에 대만 여야 입법위원(국회의원)들이 외국 프로그램들의 대만 방영을 통제하기 위해 입법원(의회)에 제출한 '유선라디오TV법' 개정안이 통과될 경우 한류의 대만 진출에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 개정안에 따르면 유선 라디오 TV 프로그램 중 대만 자체 제작 프로그램 비중의 하한선이 20%에서 40%에서 증가하게 되어 한국 콘텐츠의 대만 진출에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다.

대만의 한국 프로그램 제재는 실질적으로 어려울 것

하지만 이러한 법 개정은 양국간 통상 분쟁의 소지가 있으며, 현재 대만 케이블 방송 중에 24시간 한국물 전문 방송 채널이 있고 지상파에서도 프라임시대에 한국 프로그램의 편성이 이루어지고 있는 상황에서 입법에 따른 한류 드라마 방영 제재는 실효성이 크지 않아 보인다.

표 4. 중국, 대만 정부의 규제 내용

규제	세부 내용
해외 드라마에 대한 수입 제한 조치	- 해외 드라마의 경우 당일 방영되는 프로그램 총 방영시간의 25%를 넘어서는 안 됨 - 기타 해외 방송 프로그램은 당일 방영시간의 15%를 넘어서는 안 됨 -广电总局의 기준을 거치지 않으면 황금 시간대(19시~22시) 해외 방송프로그램을 방영할 수 없음
외국 방송 프로그램 수입에 대해 심사 강화	-广电总局의 허가나 위임을 받은 업체나 단체(현재 해외드라마 도입 자격 단체: 성급 방송국, 성정부 소재지 방송국, CCTV, 영화채널, CCTV 디지털 유료 채널 등 포함) 만이 해외 콘텐츠를 수입, 방송할 수 있도록 함

출처: 한국콘텐츠진흥원, Research Team 5

VI. Valuation

[현금할인모형을 이용한 적정주가 산출]

SBS콘텐츠허브의 적정주가 산출에는 DCF Method를 사용하였다. 그 이유는 비교 대상 기업의 표본 크기가 적어 상대평가를 적용하기 어려운 반면, 안정적인 현금흐름이 예상되기 때문이다.

<DCF Valuation을 위한 재무분석과 가정>

1. 매출액 및 영업이익률 추정

주요 수익원인 CP수익과 기타 수익은 성장성에서 유사한 수준의 트렌드를 보일 것이라 판단된다. 우선 2011년의 경우 '시크릿가든' 등의 매출 호조로 인해 전년 대비 20%의 성장을 가정하였다. 이후에는 매출의 불확실성이 어느 정도 존재하지만 투자포인트에서 살펴보았던 이유로 매년 10%씩은 성장이 충분히 가능할 것으로 예측하였다. 그리고 웹에이전시와 광고수익은 성장성이 크지 않으므로 매년 5%씩 성장을 가정하였다.

매출이 성장하면서 영업이익률 또한 예전보다 높은 수준에서 이루어질 것이다. 따라서 2011년과 2012년에는 20%의 영업이익률을 기록할 수 있을 것으로 가정하였다. 이 수치는 현재 시장의 컨센서스와 유사한 수준이다. 그 이후에는 SBS와 수수료율 조정 같은 잠재적인 요인이 존재하므로 보수적 추정을 위해 영업이익률을 점진적으로 하향 조정하였다.

(단위: 천 원)	구분	2010	2011(E)	2012(E)	2013(E)	2014(E)	2015(E)
CP수익	매출액	104,256,586	125,107,903	137,618,694	151,380,563	166,518,619	183,170,481
	매출액성장률	-	20%	10%	10%	10%	10%
사업수익	매출액	408,898,14	49,067,777	53,974,554	59,372,010	65,309,211	71,840,132
	매출액성장률	-	20%	10%	10%	10%	10%
웹에이전시 +광고수익	매출액	98,478,30	10,340,222	10,857,233	11,400,094	11,970,099	12,568,604
	매출액성장률	-	5%	5%	5%	5%	5%
합계	매출액	154,994,230	184,515,902	202,450,481	222,152,667	243,797,929	267,579,217
	매출액성장률	-	19.0%	9.7%	9.7%	9.7%	9.8%
	영업이익률	18.64%	20%	20%	19.50%	19.50%	19%
	영업이익	28,890,342	36,903,180	40,490,096	43,319,770	47,540,596	50,840,051

2. 유/무형자산 상각비, 순유형 고정자산 추정

현재 SBS콘텐츠허브는 상암동 SBS미디어센터 건설에 대한 395억원 규모의 신규 시설 투자를 진행중이다(토지 36억원, 건축비 359억원). 2010년 말까지 약 97억원이 집행되었으며, 2012년 6월까지 300억원의 집행이 남아있는 상태이다. 그리고 입주 후에는 건물의 감가상각을 30년 정액법으로 실시한다고 가정하여 각 수치를 추정하였다

3. 기타 추정치에 대한 가정

영업용운전자본, 순무형고정자산, 기타영업용순자산은 SBS콘텐츠허브의 FCF에 미치는 영향이 크지 않다. 따라서 10년 평균치와 근접한 수준과 증가하는 매출액을 감안하여 각 수치를 설정하였다.

4. 베타

SBS콘텐츠허브의 1년간 일별, 주별 베타는 0.8 수준이다. 하지만 현 베타는 SBS콘텐츠허브의 성장성을 반영하기에 다소 부적합하다고 판단하였다. 따라서 SBS콘텐츠허브가 시장과 동일한 수준의 성장세를 보여줄 것이라는 판단 하에 다소 상향한 1을 설정하였다.

5. 영구성장률

영구성장률의 경우 SBS콘텐츠허브가 앞으로 더욱 확대되는 미디어 시장에서 장기적인 성장세를 보여줄 것이라고 생각되나, 미래 실적이 구체화되지 않은 점을 감안하여 보수적으로 0%를 산정하였다.

기타 자세한 과정은 아래 그림과 같다.

매출액대비비율	2010	2011	2012	2013	2014	2015	10년 평균치
영업이익률	18.64%	20.00%	20.00%	19.50%	19.50%	19.00%	17.08%
유·무형자산 상각비	1.83%	1.50%	1.80%	2.50%	2.30%	2.20%	4.99%
영업용운전자본	3.33%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.08%
순유형고정자산	8.63%	18.00%	15.00%	13.00%	11.00%	10.00%	10.19%
순무형고정자산	2.95%	2.50%	2.40%	2.30%	2.20%	2.10%	7.74%
기타영업용순자산	5.18%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.06%

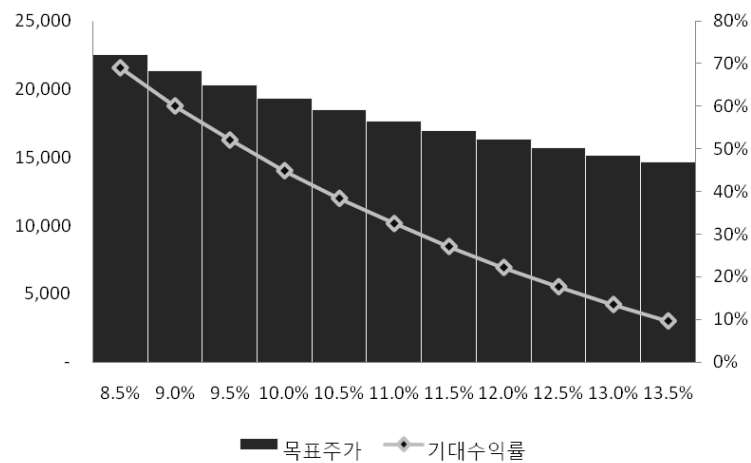
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
예상매출액	154,994,230	184,515,902	202,450,481	222,152,667	243,797,929	267,579,217
매출액성장률(CP)		20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
매출액(CP)	104,256,586	125,107,903	137,618,694	151,380,563	166,518,619	183,170,481
매출액성장률(사업수익)		20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
매출액(사업수익)	40,889,814	49,067,777	53,974,554	59,372,010	65,309,211	71,840,132
매출액성장률(웹+광고)		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
매출액(웹+광고)	9,647,830	10,340,222	10,857,233	11,400,094	11,970,099	12,568,604
가중평균성장률		19.0%	9.7%	9.7%	9.7%	9.8%
예상EBIT	28,890,342	36,903,180	40,490,096	43,319,770	47,540,596	50,840,051
NOPLAT	20,945,498	27,972,611	31,379,824	33,789,421	37,081,665	39,655,240
(+)유·무형자산 상각비	2,828,727	2,767,739	3,644,109	5,553,817	5,607,352	5,886,743
총현금유입	23,774,225	30,740,349	35,023,933	39,343,237	42,689,017	45,541,983
영업용 운전자본	5,158,323	7,380,636	8,098,019	8,886,107	9,751,917	10,703,169
순유형고정자산	13,376,010	33,212,862	30,367,572	28,879,847	26,817,772	26,757,922
기타 영업용 순자산	8,031,111	12,916,113	14,171,534	15,550,687	17,065,855	18,730,545
IC	26,565,444	53,509,611	52,637,125	53,316,640	53,635,544	56,191,636
예상ROIC(평균)	98.3%	69.9%	59.1%	63.8%	69.3%	72.2%
예상ROIC(기초)	130.6%	105.3%	58.6%	64.2%	69.5%	73.9%
IC증가액		26,944,167	(872,486)	679,515	318,904	2,556,091
(+)유·무형자산 상각비		2,767,739	3,644,109	5,553,817	5,607,352	5,886,743
총투자액		29,711,906	2,771,622	6,233,332	5,926,257	8,442,834
예상 FCFE		1,028,443	32,252,311	33,109,906	36,762,761	37,099,149
할인기간		0.70	1.70	2.70	3.70	4.70
현재가치		957,623	27,121,258	25,144,421	25,213,115	22,978,255

WACC	10.73%
영구성장률	0.00%
예상 ROIC(2단계)	72.21%
FCFF추정(2단계)	39,655,240
Terminal Value	369,573,532

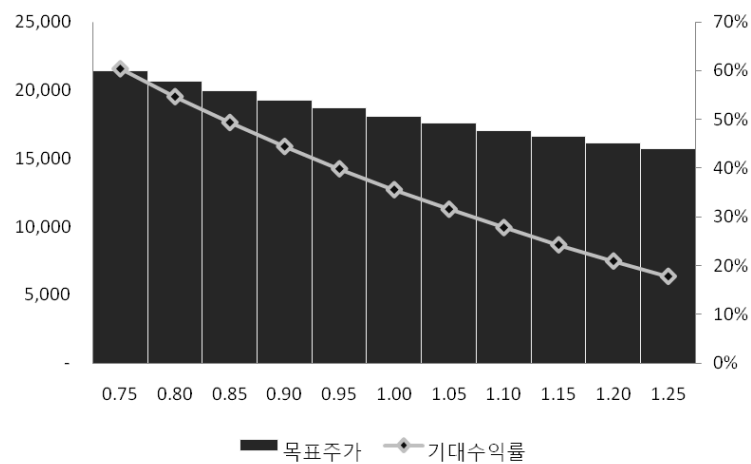
자기자본비용	10.73%
1년치일별베타	1.00000
Adj.한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률(2011년 4월 15일)	3.73%
WACC	10.73%
차입금가치(이자발생부채)	0
주주지분가치(시가총액)	286,418,309
한계조달금리	

현재가치의 합	101,414,671
PV of TV	228,904,300
현금 + 시장성유가증권	40,790,879
비영업용자산	17,221,570
Value of the Firm	388,331,420
(-)Value of the Debt	0
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stock	0
Value of the Equity	388,331,420
발행주식수	21,454,555
희석주식수	
목표주가	₩ 18,100
현재주가	₩ 13,350
기대 수익률	36%

<WACC 민감도 분석>



<베타 민감도 분석>



<투자의견>

현금할인모형을 통한 SBS콘텐츠허브의 적정주가는 18,100원으로, 현재 주가 대비 36%의 상승여력이 있다. 이상의 내용에 기초하여 Research Team 5는 SBS콘텐츠허브에 대한 투자의견 **BUY**를 제시한다.

VII. Appendix

손익계산서	(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
매출액		354	433	763	1,550
매출원가		0	0	0	0
매출총이익		354	433	763	1,550
판매비		292	355	649	1,261
인건비		66	68	72	96
감가상각비		11	9	9	10
무형자산상각비		14	16	21	18
연구개발비		0	0	0	0
마케팅비		9	18	7	4
기타 판매비		192	244	540	1,132
영업이익		62	79	113	289
영업외손익		3	-4	16	-24
이자손익		6	7	5	5
지분법손익		-3	-13	-19	-10
외환차손익		0	4	1	4
외화환산손익		0	-2	-1	1
기타 영업외손익		0	0	31	-25
세전계속사업이익		65	75	130	264
법인세비용		18	27	26	61
당기순이익		47	48	104	203
EPS		415	420	483	948

현금흐름표	(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
영업활동 현금흐름		35	75	146	269
당기순이익		47	48	104	203
비현금수익비용가감		34	48	75	96
감가상각비		11	9	9	10
무형자산상각비		14	16	21	18
외화환산손익		0	-2	0	1
지분법평가손익		-3	-13	-19	-10
기타		11	37	63	77
영업활동으로인한 자산부채		-46	-20	-32	-30
투자활동 현금흐름		-61	-66	-72	-156
유형자산 투자		10	19	10	96
유형자산 처분		0	0	0	0
무형자산 증감		23	17	25	17
지분법자산 증감		0	20	24	10
기타		-28	-11	-14	-32
재무활동 현금흐름		0	0	0	-32
단기IBD 증감		0	0	0	0
장기IBD 증감		0	0	0	0
자본증감		0	0	0	0
배당금 지급		0	0	0	-32
기타		0	0	0	0
순현금흐름		-26	9	74	82
기초현금		118	93	102	231
기말현금		93	102	176	312

대차대조표	(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
유동자산		263	334	735	967
현금 및 현금등가물		113	142	294	397
매출채권		77	110	171	251
재고자산		0	0	0	0
비유동자산		258	263	359	437
투자자산		155	143	218	172
유형자산		28	37	48	134
무형자산		43	44	47	46
자산총계		520	596	1,094	1,404
유동부채		117	139	362	508
매입채무		34	45	123	165
단기차입금		0	0	0	0
유동성장기차입금		0	0	0	0
비유동부채		6	12	13	5
사채		6	12	13	5
장기차입금		0	0	0	0
부채총계		123	151	374	513
자본금		57	57	107	107
자본잉여금		132	133	252	254
이익잉여금		202	250	353	524
자본조정		9	9	8	5
자본총계		397	445	720	891

주요투자지표	2007	2008	2009	2010
Growth Ratios				
매출액성장률 %	17.5%	22.5%	76.0%	103.2%
EBITDA성장률 %	1.2%	19.6%	38.2%	121.1%
EBIT성장률 %	-8.4%	4.3%	-18.1%	25.5%
총자산성장률 %	11.9%	14.6%	83.4%	28.4%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
EBITDA margin %	24.5%	23.9%	18.8%	20.5%
EBIT margin %	17.4%	18.1%	14.9%	18.6%
세전이익률 %	18.3%	17.2%	17.0%	17.1%
당기순이익률 %	13.3%	11.0%	13.6%	13.1%
Stability Ratios				
부채비율 %	31.0%	34.0%	52.0%	57.5%
순부채비율 %	-28.3%	-31.9%	-40.9%	-44.6%
유동비율 %	224.3%	240.4%	203.2%	190.5%
당좌비율 %	224.3%	240.4%	203.2%	190.5%
이자보상배율	#DIV/0!	94558.9%	19529.8%	9838.1%
Performance Ratios				
ROE %	11.9%	10.7%	14.4%	22.8%
ROA %	9.1%	8.0%	9.5%	14.5%
ROIC %	34.4%	35.7%	39.7%	65.1%
Per Share Ratios				
BPS	3,501	3,923	3,354	4,156
DPS	-	-	150	150

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.