

SBS (034120KS)

투자의견: BUY (신규)

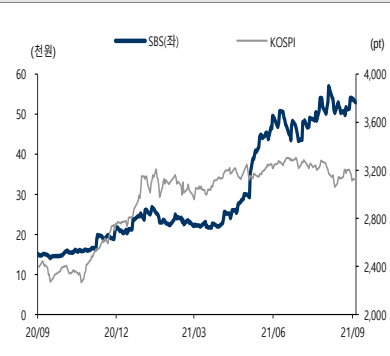
목표주가: 70,000 원 (신규)

Analyst 박형민
02-6923-7345
phm@capefn.com

Stock Data

주가(09/13)	53,000원
액면가	5,000원
시가총액	967십억원
코스피 시총대비	0.04%
52주 최고/최저가	57,000원/14,050원
120일 평균거래대금	9십억원
외국인지분율	0.00%
주요주주	SBS미디어홀딩스 36.92% 국민연금공단 11.63%

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-7.0	138.7	258.1
상대주가(%)	-5.7	133.1	174.4

완전히 달라진 이익 체력

구조적인 이익체력의 변화 지속, 광고 호황도 받쳐준다

- 개요 : SBS는 1991년 개국한 민영 지상파 방송 사업자로 광고와 프로그램 제작/유통업을 영위. 1H21 기준 부문별 매출비중은 방송광고 수익 51.2%, 사업수익 48.8%. 콘텐츠의 유통 성격의 매출인 사업수익의 성장세로 광고수익 의존을 탈피하는 중
- 사업수익의 괄목할 만한 성장 : 유튜브, 웨이브향 매출액은 견조한 성장을 지속하고 있으며, 유료 방송 사업자향 재송신 수익은 연간 6%대 성장 가능. 동사의 콘텐츠 경쟁력은 타사대비 높은 광고 단가가 증명. 동사의 콘텐츠 경쟁력이 바탕. 콘텐츠 경쟁력은 유튜브, 웨이브향 매출액 증가로 이어지는 중. 동사의 유튜브향 매출액은 '19년 100억원 → '21년 300억원 이상으로 증가할 전망. 웨이브향 매출액은 가입자의 구독료에 대한 배분과 판권판매로 구성. 웨이브향 매출액 또한 19년 100억원 → '21년 300억원 수준으로 증가할 것. 국산 OTT 중 1위인 웨이브의 유료가입자 증가세, 자체 제작 드라마의 웨이브향 오리지널 드라마 판권 판매가 더해지면서 성장세가 지속
- 광고수익은 기대 이상의 반등을 시현 중: 광고 시장 내에서 모바일 광고가 급성장하면서 지상파 TV 광고는 지난 6년간 감소 추세 지속됐지만, 1Q21, 2Q21 TV광고 수익은 각각 26%, 33%로 빠르게 반등. 코로나19 기저효과와 광고주의 Pent-up 수요가 작용한 것으로 보임. 하반기의 성장률이 전반기보다는 낮아져도 올해 10% 후반 YoY 이상의 TV 광고수익 성장이 가능
- 제작비 집행의 유연화로 이익 가시성 높음 : 19년말 수목드라마를 폐지하고, 원가부담이 높은 드라마 대신, 경쟁력 있는 예능을 편성하면서 원가 절감. 예능 프로그램의 제작비는 회당 2억원 수준으로 드라마 제작비 대비 20% 이하인 것으로 추정. 매출액 대비 일정 비율 선에서 제작비 컨트롤이 가능할 것으로 기대. 견조하게 성장하는 사업수익과 제작비의 통제가 동사의 이익 창출력에 대한 가시성을 높이고 있다고 판단

투자의견 Buy, 목표주가 70,000 원으로 신규 커버리지 개시

- SBS에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 70,000원으로 커버리지를 개시. 목표주가는 2022F EPS 6,251원에 Target PER 11.3배를 적용. 이익체력 대비 저평가로 판단

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	818	860	984	1,065	1,023
영업이익	(십억원)	13	69	173	150	129
영업이익률	(%)	1.5	8.0	17.6	14.1	12.6
지배주주순이익	(십억원)	20	-67	147	114	101
EPS	(원)	1,079	-3,686	8,037	6,251	5,552
증감률	(%)	304.1	적전	흑전	-22.2	-11.2
PER	(배)	19.3	-6.4	6.6	8.5	9.5
PBR	(배)	0.6	0.8	1.4	1.2	1.1
ROE	(%)	3.4	-11.1	23.7	15.2	11.8
EV/EBITDA	(배)	11.7	5.1	4.6	4.7	4.6
순차입금	(십억원)	26	6	-83	-172	-297
부채비율	(%)	92.8	106.4	86.5	75.9	68.7
배당수익률	(%)	0.7	0.0	0.3	0.3	0.3

Valuation

투자의견 Buy, 목표주가 70,000 원으로 커버리지 개시

SBS에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 70,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2022E EPS 6,251 원에 Target PER 11.3배를 적용했다. 시장에서 CJ ENM의 미디어부문은 최소 P/E 15배의 가치를 받고 있는데, 보수적으로 CJ ENM 미디어부문 P/E 15배를 25% 할인하여 반영하였다. 동사는 올들어 급격한 주가상승을 경험했음에도 현재 21F EPS 대비 6.7배, 22F EPS 대비 8.5배에 불과하다. 광고경기 회복과 사업수익 성장과 더불어, 낮아진 제작비 수준으로 이익 창출력은 급격하게 성장했다. 환골탈태 수준의 체질 변화를 이뤘음에도 저평가 매력이 돋보이는 미디어 기업이다.

투자포인트 4가지

동사의 투자포인트는 1) 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 사업수익이 괄목할 만한 성장세를 보이고 있고, 2) 광고는 4Q20부터 빠른 회복세를 이어오고 있으며, 3) 제작비 집행의 유연화로 이익 가시성이 높아졌으며, 4) 향후 드라마 제작 자회사인 스튜디오S의 지분 가치가 부각될 것으로 기대되는 점이다.

표1. SBS 목표주가 산정 방식

	단위	22E
지배주주순이익	(십억원)	114.1
EPS	(원)	6,251
Target P/E	(배)	11.3
주당 적정가격	(원)	70,319
목표주가	(원)	70,000
현재가	(원)	53,000
상승여력	(원)	32.1%

자료: 케이프투자증권

21년 실적 전망

21년 연결 매출액 9,836억원, 영업이익 1,728억원을 전망한다. 별도 매출액은 8,411억원, 영업이익은 1,347억원이 예상된다. (이하 별도 기준) TV광고 수익이 코로나19 영향에서 급격히 회복하면서 +19% YoY 성장할 것으로 보며, 2018년 이후 3천억원 대로 내려온 방송광고 수익이 3,980억원으로 증가하면서, 다시 4,000억원에 근접할 것이다. 사업수익은 4,431억원으로 전년대비 480억원 증가(+12% YoY)할 전망이다. 유튜브, 웨이브향 매출액을 포함한 온라인 수익이 400억원(+63% YoY) 증가하면서 사업수익 성장을 이끌 것이다.

표2. SBS 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	단위	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액(연결)	십억원	217.1	258.6	261.6	246.4	222.0	258.5	238.0	346.5	860.3	983.6	1065.0
매출액(별도)	십억원	182.7	214.8	227.9	215.7	192.0	233.0	208.3	296.2	756.8	841.1	929.5
자회사 및 내부거래	십억원	34.4	43.7	33.7	30.7	30.0	25.5	29.7	50.3	103.5	142.5	135.4
영업이익(연결)	십억원	42.2	51.7	46.5	32.3	35.7	34.5	36.6	43.5	69.1	172.8	150.4
영업이익(별도)	십억원	33.1	36.9	38.7	26.0	29.3	36.2	32.5	24.4	44.8	134.7	122.4
자회사 및 내부거래	십억원	9.1	14.8	7.8	6.4	6.4	-1.7	4.1	19.2	24.2	38.1	28.0
OPM	%	19.5	20.0	17.8	13.1	16.1	13.4	15.4	12.6	8.0	17.6	14.1

자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

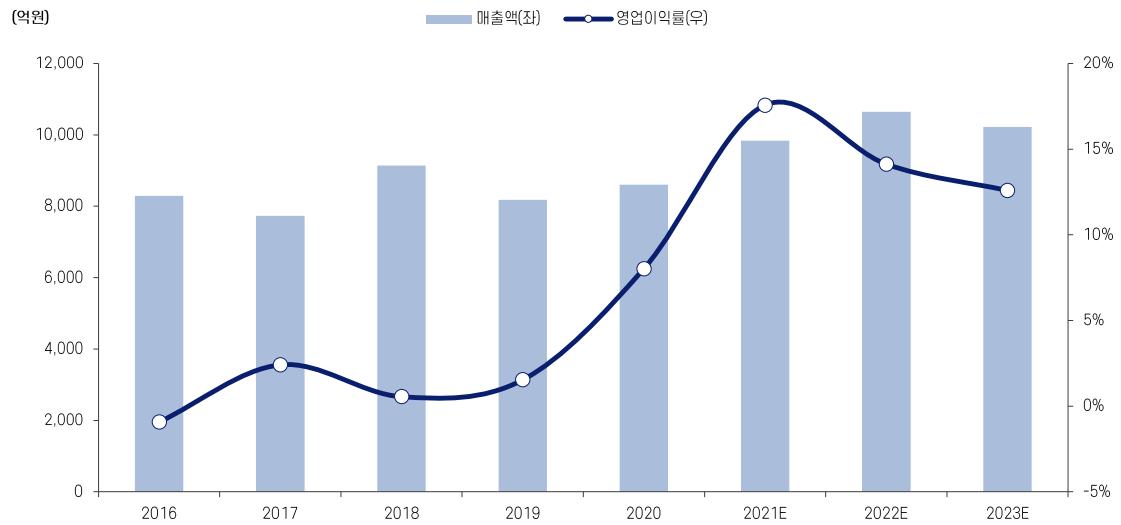
표3. SBS 별도 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	단위	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	십억원	182.7	214.8	227.9	215.7	192.0	233.0	208.3	296.2	756.8	841.1	929.5
방송광고수익	십억원	91.8	111.7	94.7	99.8	88.9	117.9	96.9	110.8	361.8	398.0	414.6
사업수익	십억원	90.9	103.1	133.1	115.9	103.1	115.1	111.4	185.4	395.1	443.1	515.0
매출액(YoY)	%	13.1	14.6	27.9	-6.1	5.1	8.5	-8.6	37.3	0.8	11.1	10.5
방송광고수익	%	22.5	20.2	16.7	-11.5	-3.1	5.6	2.3	11.0	-6.8	10.0	4.2
사업수익	%	5.0	9.0	37.3	-0.9	13.4	11.6	-16.3	59.9	9.1	12.1	16.2
매출액(비중)	%	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
방송광고수익	%	50.2	52.0	41.6	46.3	46.3	50.6	46.5	37.4	47.8	47.3	44.6
사업수익	%	49.7	48.0	58.4	53.7	53.7	49.4	53.5	62.6	52.2	52.7	55.4
영업비용(별도)	십억원	149.6	177.9	189.1	189.8	162.7	196.8	175.8	271.8	712.0	706.4	807.1
방송제작비	십억원	113.6	135.9	145.1	142.9	123.9	150.0	134.2	213.2	556.5	537.5	621.3
방송제작비(YoY)	%	-16.2	-11.0	20.5	-3.3	9.0	10.4	-7.5	49.2	-3.1	-3.4	15.6
사업비	십억원	8.6	9.9	11.8	14.7	10.5	12.1	10.8	14.8	41.5	45.0	48.2
판관비	십억원	27.4	32.1	32.3	32.1	28.4	34.7	30.8	43.7	114.0	123.9	137.6
별도 영업이익	십억원	33.1	36.9	38.7	26.0	29.3	36.2	32.5	24.4	44.8	134.7	122.4
OPM	%	18.1	17.2	17.0	12.0	15.3	15.5	15.6	8.2	5.9	16.0	13.2

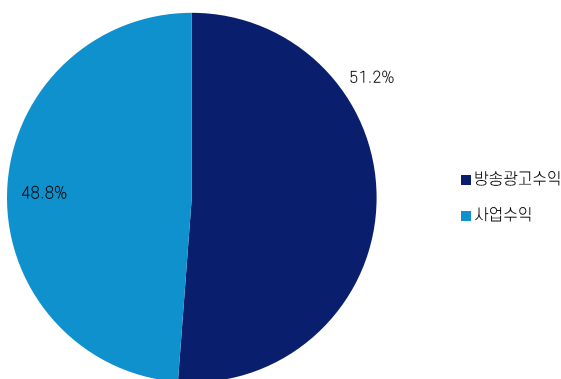
자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 매출액과 영업이익률 추이와 전망(연결)



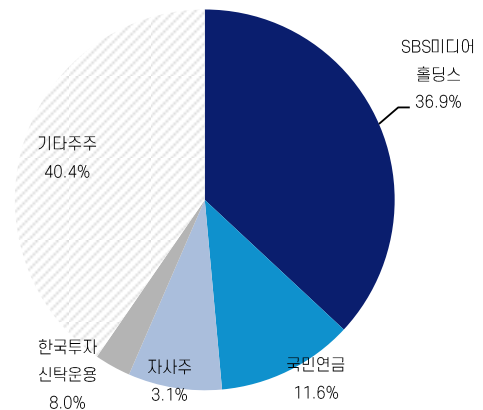
자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 사업부문별 매출액 비중(1H 21)



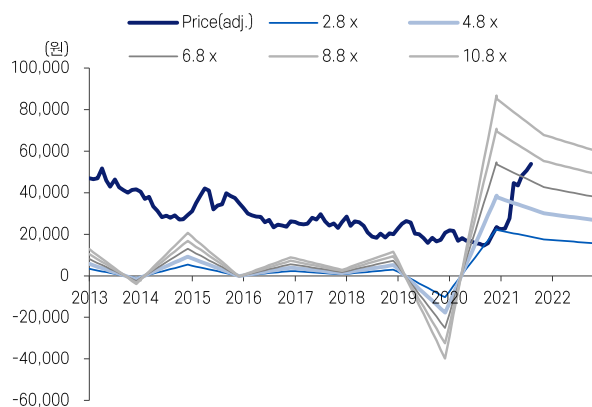
자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 주주 현황



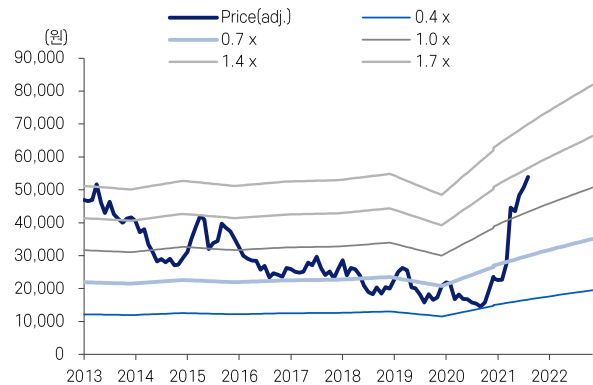
자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. SBS 12M fwd P/E



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. SBS 12M fwd P/B



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

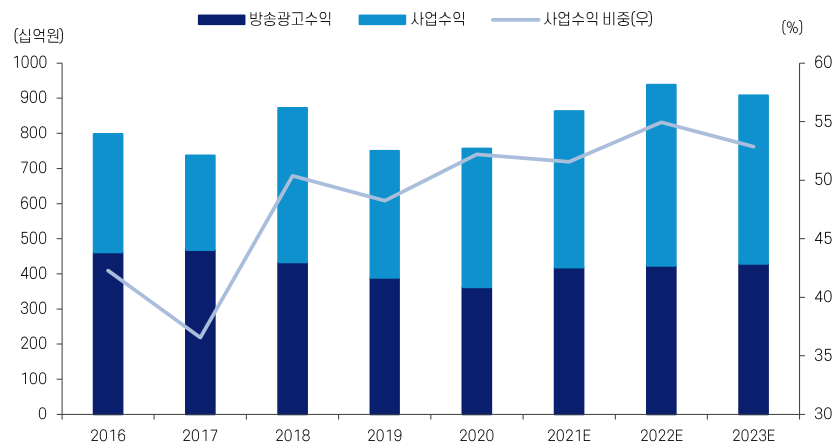
투자포인트 I : 사업수익의 성장은 회사의 체질변화를 견인

사업수익의 비중 상승 → 이익체력 개선

Cash Cow 성격의
재송신수익 온라인수익 성장

동사의 사업수익은 견조한 성장세를 보이면서 매출비중 또한 50% 이상으로 상승했다. 사업수익의 세부항목으로는 판권유통수익(방영권, VOD 판매 등 연 1,900억대), 계열사 로열티(연 300억대), 재송신수익(CPS, 연 900억대), 온라인수익(웨이브, 유튜브 등 연 600억대 추정)등으로 이뤄져 있다. 판권유통수익은 콘텐츠의 흥행여부와 광고 경기에 따른 변동성이 존재하는 반면, 재송신수익, 온라인수익은 견조한 성장세를 보이는 Cash Cow 성격의 수익이다. Cash Cow 성격의 매출액이 성장하면서 동사의 이익체력 개선에 크게 기여하고 있다.

그림6. 사업수익 추이와 매출액 대비 비중 추이 및 전망



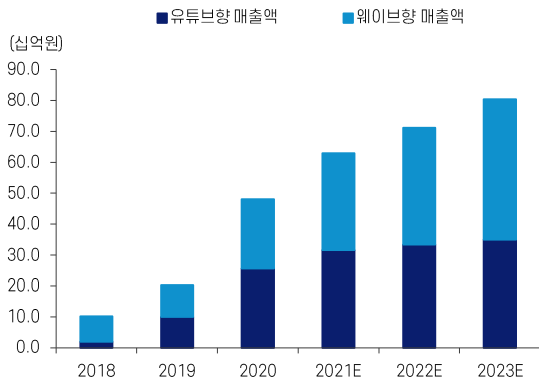
자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

21년 Cash Cow 성 온라인 수익은 1 천억원 이상을 기대

유튜브, 웨이브향 매출액을
포함한 온라인수익은
견조하게 성장

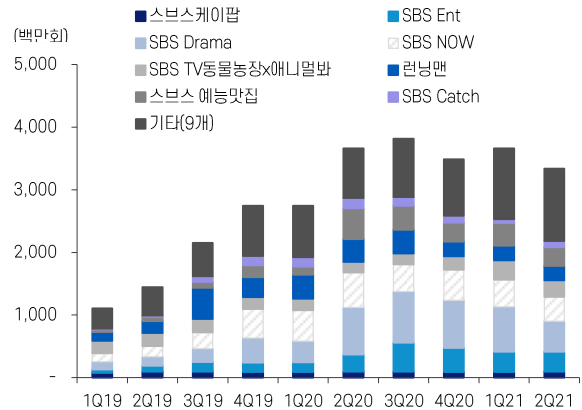
온라인수익은 유튜브와 웨이브향 매출액을 포함한다. 동사가 구작 및 신작 콘텐츠 IP를 해당 플랫폼에 유통하는 대가로, 유튜브향으로는 조회수에 따른 광고수익을, 웨이브향으로는 유료가입자의 구독료 수익의 일정 부분을 수취하고 있다. 유튜브 수익은 19년 하반기부터 급증했는데, 이전에는 유튜브의 광고수익 분배 비율(5:5) 문제로 유튜브에 주요 콘텐츠를 업로드 하지 않았기 때문이다. 동사는 본격적으로 유튜브향 영상 콘텐츠 유통을 시작한 이래로 18년 20억원이었던 유튜브 매출액이 20년 250억원 수준까지 급증했다. 21년은 300억원 이상의 매출액 창출이 기대된다. 한편, 웨이브향 매출액은 19년 100억원에서 20년 220억원 수준으로 상승했다. 이는 1) 국내 OTT 시장의 확장에 따른 수혜, 2) 콘텐츠경쟁력(지상파 3사 및 웨이브 오리지널), 3) SKT의 프로모션 영향으로 웨이브의 유료가입자가 견조하게 증가한 것에 기인한다. 21년 300억원 이상의 매출액을 전망한다. 따라서 유튜브와 웨이브 매출액을 포함한 21년 온라인수익은 1 천억원 이상을 기록할 것이다(20년은 650억원 추정).

그림7. 유튜브, 웨이브향 매출액 추이 및 전망



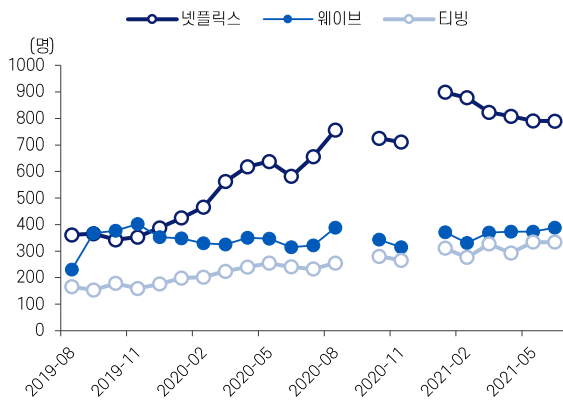
자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

그림8. SBS 주요 유튜브 채널 분기 순증 조회수 추이



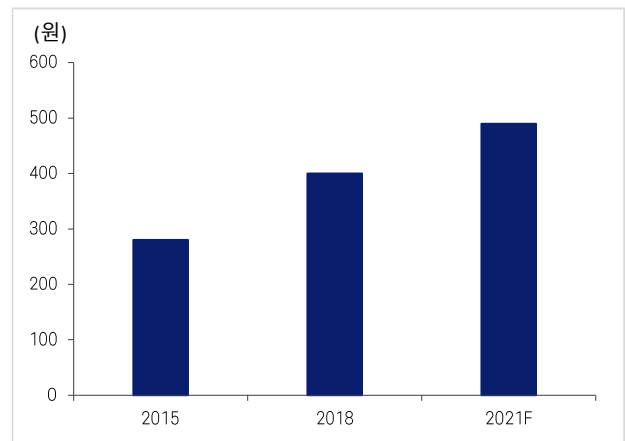
자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

그림9. 국내 주요 OTT MAU 추이



자료: 코리안클릭, 케이프투자증권 리서치본부

그림10. CPS(재전송수수료) 추이 및 전망



자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

CPS의 꾸준한 상승 → 재송신수익은 연간 900억원 이상

CPS(Cost per Subscriber : 재전송수수료)는 연간 6% 수준의 견조한 성장이 지속될 것이다. CPS는 지상파 TV의 프로그램을 종합 유선방송이나 위성 방송 등이 재전송하기 위해 내는 비용으로, 13년부터 모든 유료방송 사업자들이 가입자당 일정액의 (~15년 : 280원/월, ~18년 400원/월)의 비용을 지상파 방송사에 지불하고 있다. 3년 단위로 재계약을 체결하며 계약 갱신 시점 마다 지상파 방송사는 콘텐츠에 대한 지불대가 정상화 명목의 CPS 인상을 요구해왔다. 현 시점에서는 19~21년의 CPS에 대한 막바지 협상이 진행중으로 500원을 소폭 하회하는 수준에서 결정될 것으로 보인다. 동사의 20년 재송신수익은 CPS 인상분에 대한 소급분이 반영되면서 929억원을 기록했다. 역시 매년 900억원 이상씩 깔고 가는 매출액이다.

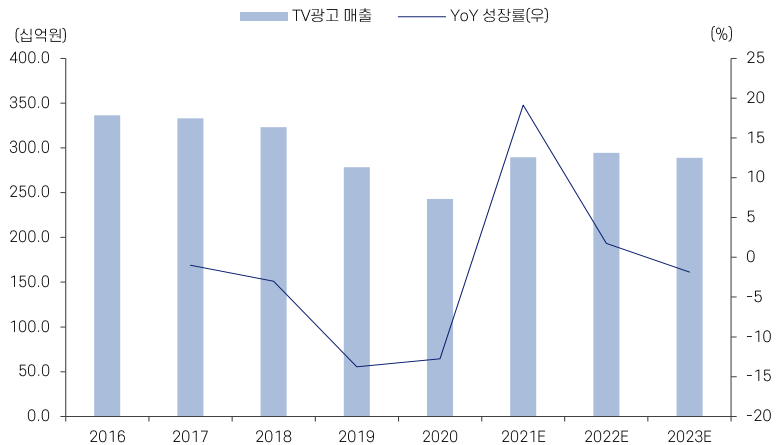
투자포인트 II : 광고수익은 기대 이상의 반등

모바일 광고 급성장으로 지상파 TV 광고비는 장기간 감소 추세 지속

모바일광고의 급성장으로
지상파TV의 광고비는
장기간 감소 추세를 지속
→ SBS도 마찬가지

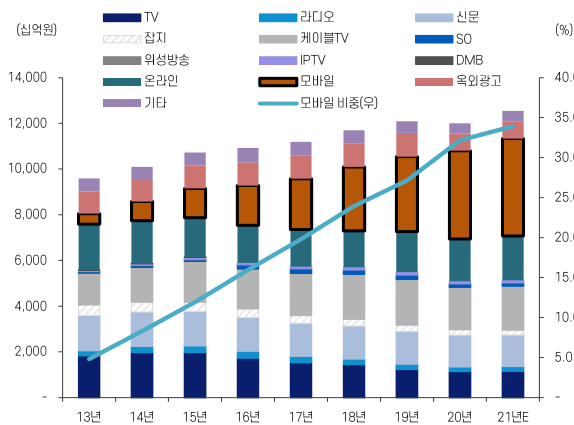
모바일광고의 급성장으로 지난 6년간 지상파TV의 광고비는 감소 추세를 지속했다. 스마트폰과 LTE, Wi-Fi 환경 확산에 따른 동영상 시청 편의성 향상과 이용자 유입 증가 → 시장 확장에 따른 다양한 분야, 양질의 콘텐츠 확보 → 시청시간, 이용자/광고주 유입 증가 → 위 과정의 선순환이 반복되며 거대한 모바일 광고 생태계가 만들어졌다. 모바일 광고 성장의 대표적인 케이스는 유튜브인데, 유튜브의 순광고매출은 11년 6억달러에서 20년 117억달러로 CAGR 39%로 성장했다. 각 시장 참여자를 이어주고, 만족시키는 강력한 수익모델을 바탕으로 한 성장이다. 반면, 지상파TV는 모바일에 시청자와 시청시간을 빼앗기면서 장기간의 광고비 하락추세가 불가피했다. SBS의 TV광고 수익도 하락추세를 피해갈 수 없었다. 16년 3,300억 대였던 TV광고 수익이 20년에는 2,700억원 수준으로 감소했다.

그림11. SBS 연간 TV 광고수익, YoY 성장률 추이 및 전망



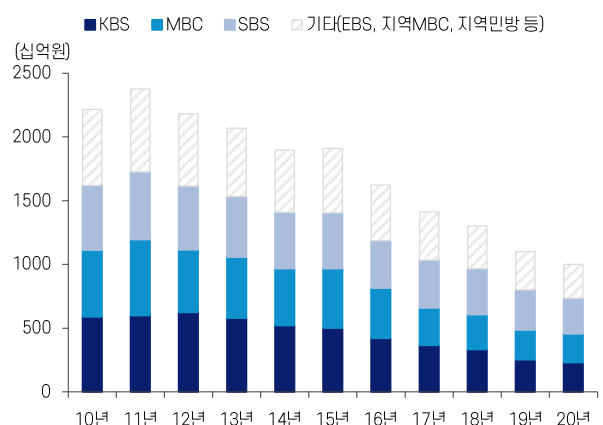
자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

그림12. 국내 매체별 광고비 추이 및 전망



자료: 제일기획, 케이프투자증권 리서치본부

그림13. 국내 지상파 방송사의 연간 광고 수익 추이



자료: 방송통신위원회, 케이프투자증권 리서치본부

21년 광고 수익은 코로나19
기저효과와 Pent-up 수요로
전년대비 +10% 후반
성장하며
강하게 반등할 전망

21년 7월부터 도입된
중간광고는 소폭의 광고단가
상승을 가져다 줄 것

올해 SBS의 광고 수익은 강하게 반등하는중

올해 SBS의 광고수익은 작년 코로나19 기저효과와 Pent-up 수요로 강하게 반등할 전망이다. 20년 국내 총매체별 광고비(제일기획 발표치)는 코로나19로 인한 경기 둔화로 -0.8% YoY로 역성장했다. 온라인과 모바일 광고비가 각각 +4.7%, +17.5% 성장하면서 광고주들의 디지털향 광고비 투입 증가세가 지속되고 있음을 확인시켜준 반면, 지상파 TV를 비롯한 레거시 미디어의 광고비는 대폭의 역성장을 피하지 못했다(지상파 -7.7%, 케이블 -7.0%, IPTV -9.0% YoY 등). SBS의 TV광고 수익 또한 -12.8% 역성장 했다. 작년 코로나19의 골짜기가 깊었던 만큼 올해 강한 반등이 기대된다. 제일기획에 따르면 21년 지상파 TV의 광고매출액 성장률 전망치는 +1.6% YoY인데(21년 2월에 20년까지 수치를 발표), KOBACO의 21년 전망치는 -3.8% YoY(20년 12월에 19년까지 수치를 발표)이다. SBS의 광고수익 성장률이 4Q20부터 2Q21까지 +1.3%, +25.8%, +33.2% YoY로 강하게 반등하고 있는 것을 볼 때, 코로나19 기저효과에 더해 광고주가 경기 회복을 겨냥하여 미뤄둔 광고비를 추가로 집행하는 Pent-up 수요가 작용하고 있는 것으로 판단된다. 하반기의 성장률이 전반기보다는 낮아져도 올해 10% 후반 YoY 이상의 성장이 가능해 보인다.

기저효과에 더해 광고 수익에서 긍정적인 포인트는 21년 7월부터 지상파에 도입된 중간광고이다. 이미 PCM(Premium Commercial Message, 분리편성광고)이 시행되고있었기 때문에 드라마틱한 매출 증가 폭을 기대하기는 어렵다. 하지만, 광고 단가의 상승은 기대해볼만 하다. 17년부터 중간광고와 유사한 형태인 PCM이 시행되었다. PCM은 1개의 프로그램을 1, 2, 3부의 여러 개의 형식상 독립된 프로그램으로 나누고 그 사이에 끼워 넣었던 광고인데, 중간광고는 프로그램 분량별로 광고횟수와 시간, 총량을 제한한다(45분~60분 : 1회, 60~90분 : 2회, 90~120분 3회, 180분 이상 최대 6회 등). 따라서 프로그램 內 중간광고의 집행 시점은 PCM 집행 시보다 자유롭다. 시청률이 가장 높은 경향이 있는 프로그램 후반부에 집중적으로 중간광고 편성이 가능하다는 점이다. 이를 통해 소폭의 광고단가 상승이 기대된다.

표4. 국내 매체별 광고비 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	13년	14년	15년	16년	17년	18년	19년	20년	21년E
TV	1,827	1,974	1,970	1,731	1,531	1,443	1,232	1,137	1,156
라디오	225	274	297	304	278	250	237	209	212
신문	1,545	1,494	1,501	1,471	1,437	1,429	1,423	1,389	1,362
잡지	465	438	417	378	344	308	283	236	224
소계	4,062	4,180	4,185	3,884	3,590	3,430	3,176	2,971	2,953
케이블TV	1,383	1,522	1,777	1,747	1,846	1,963	2,002	1,861	1,922
SO	71	76	76	181	200	191	191	146	144
위성방송	15	19	20	-	-	-	-	-	-
IPTV	39	64	80	85	99	116	123	112	114
DMB	12	11	9	-	-	-	-	-	-
온라인	2,003	1,867	1,722	1,637	1,625	1,592	1,771	1,855	1,941
모바일	460	839	1,280	1,745	2,216	2,801	3,282	3,856	4,257
YoY(%)		82.4	52.6	36.3	27.0	26.4	17.2	17.5	10.4
소계	3,983	4,398	4,963	5,396	5,985	6,664	7,369	7,830	8,378
옥외광고	965	936	1,005	1,009	1,002	1,034	1,038	756	760
매체합계	8,936	9,515	10,153	10,289	10,578	11,129	11,583	11,557	12,092
기타	581	585	574	643	607	573	510	438	459
총광고비	9,589	10,100	10,727	10,932	11,185	11,702	12,093	11,995	12,550
모바일비중(%)	4.8	8.3	11.9	16.0	19.8	23.9	27.1	32.1	33.9

자료: 제일기획, 케이프투자증권

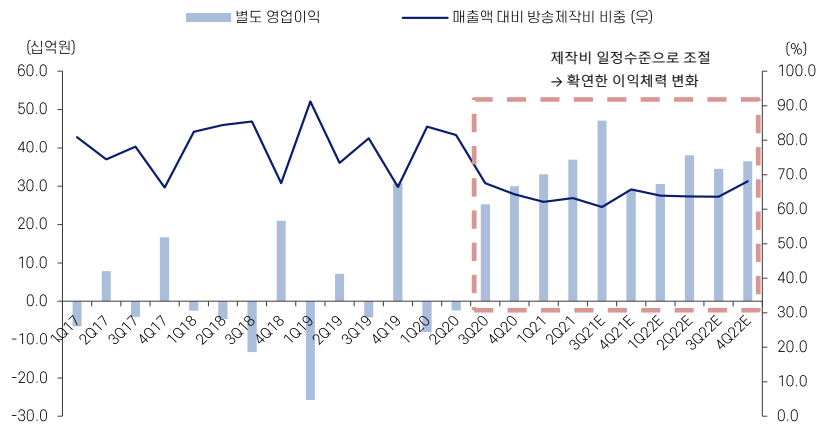
투자포인트 Ⅲ : 유연한 제작비 집행으로 이익 가시성 UP

광고 계절성에 따른 유연한 제작비 집행기조 정착

광고 계절성에 따른 유연한
제작비 집행으로
매출액 대비
제작비 수준 조절

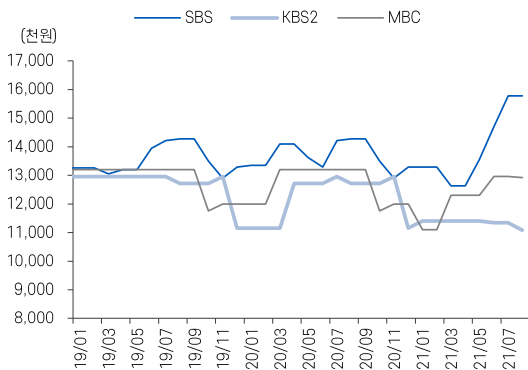
최근 실적에서 확인한 동사의 수익성 개선세의 주요 요인 중 하나는 유연한 제작비 집행 기조이다. 19년까지 동사는 3개의 드라마슬롯(월화/수목/주말)을 운영했는데, 지상파가 헤게모니를 잃어가면서 광고수익 감소를 겪는 상황에서 변화가 필요해졌다. 동사는 19년 11월 방영한 '시크릿 부티크'를 마지막으로 수목드라마 슬롯에 예능을 대체 편성했다. 드라마 대비 제작비가 저렴한 예능을 대체 편성했음에도 동사의 주중 광고단가는 견조했던 것을 확인할 수 있다(그림13). 향후에도 광고 경기 등 전방 업황에 따라 유연한 제작비 집행 기조를 유지하겠다는 것이 동사의 입장이다. 통상적으로 광고업계는 1→3→2→4분기 순서의 계절성으로 4분기가 가장 성수기이다. 비수기에는 가성비 좋은 예능을 편성하고, 성수기에는 레버리지를 높일 수 있도록 제작비가 높고 경쟁력 있는 드라마를 편성하면 매출액 대비 일정비율을 벗어나지 않는 선에서 제작비 컨트롤이 가능하다. 제작비 컨트롤의 효과는 동사의 최근 4개 분기 실적에서 확인할 수 있었다.

그림14. SBS 분기별 별도 영업이익, 매출액 대비 방송제작비 비중 추이와 전망



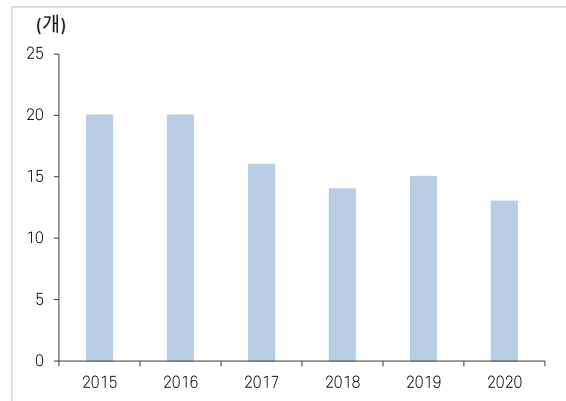
자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

그림15. 지상파 3사 주중 광고단가 추이(15초)



자료: 회사자료, 케이프투자증권 리서치본부

그림16. SBS의 연간 방영 드라마 개수 추이



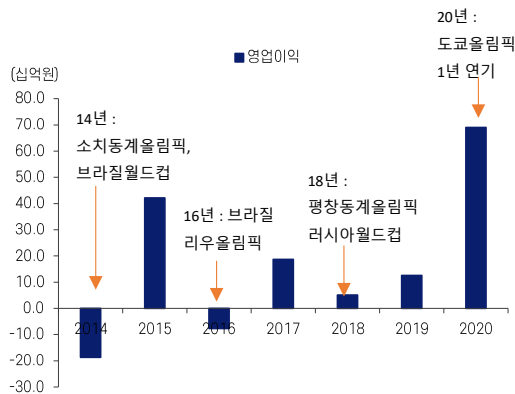
자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

3Q20 중계권 선제상각으로
대형 스포츠 이벤트의
이익훼손 가능성 ↓

대형 스포츠 이벤트의 이익 훼손 가능성은 낮아져

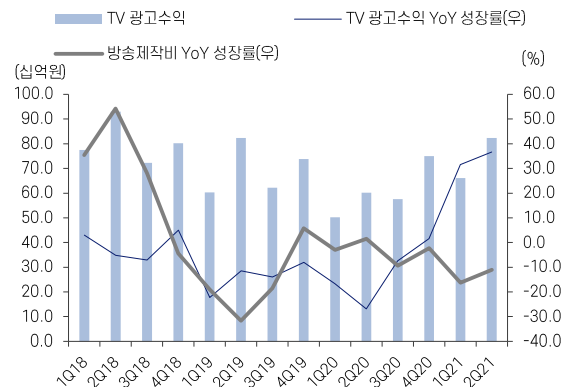
또한 짝수 해 개최되는 스포츠 이벤트(월드컵, 올림픽)로 인한 동사의 이익훼손 위험성은 낮아진 것으로 판단한다. 동사는 월드컵(FIFA)과 올림픽(IOC)의 중계권의 주 협상 대상으로 국내 중계권을 동사가 먼저 구매한 후 KBS, MBC에 재판매하면서 65~70%의 재판매 수익을 수취한다. 나머지 30~35%는 지상파 이외 플랫폼에 판매하거나, 중계방송 편성에 따른 광고 수익으로 중계권 및 제작 비용을 충당한다. 급격히 상승한 중계권비용은 스포츠 이벤트의 시청률 하락과 맞물려 동사의 짝수해 실적부진 원인이 되었다. 이러한 중계권료 부담은 21년 도쿄올림픽에서는 거의 사라졌고, 22년 카타르월드컵에서도 제한적일 것이다. 3Q20 태영건설 분할에 따른 감사에서 중계권 관련 자산 1,160억원 중 965억원을 일회성으로 상각하면서 도쿄올림픽의 중계비 대부분, 카타르월드컵 중계비의 일부를 선제 상각했다. 월드컵의 경우 적자폭이 150~200억 원에 달한 것을 고려하면, 24년 파리 올림픽까지 스포츠 중계비로 인한 이익 훼손은 걱정하지 않아도 된다.

그림17. SBS 연간 영업이익 추이, 짝수해 부진



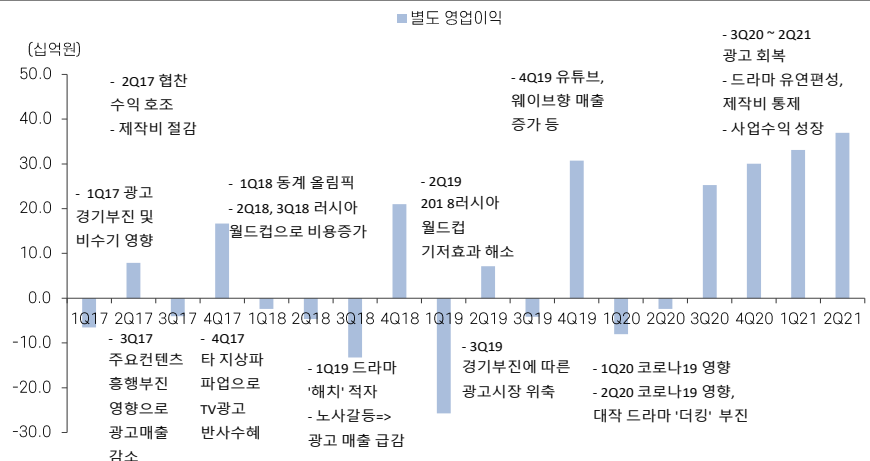
자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

그림18. SBS TV 광고수익과 방송제작비 YoY 성장률 추이



자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

그림19. SBS 분기별 이벤트와 영업이익 추이



자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

투자포인트Ⅳ : 숨겨진 스튜디오 S 의 지분 가치

스튜디오 S 의 지분가치는 4,000~5,000 억원으로 추정

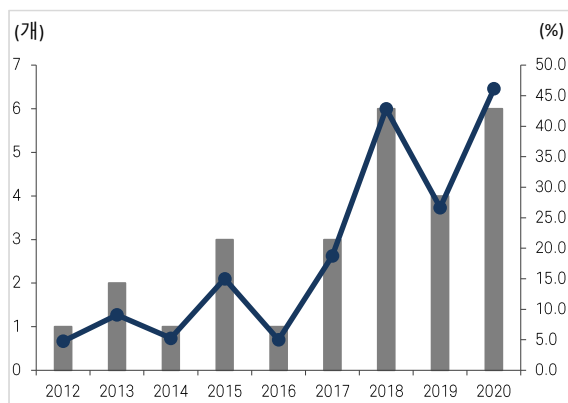
티와이홀딩스,
SBS미디어홀딩스간
합병으로 지주사 행위제한
요건 해소

이익 레벨업에 더해 드라마 제작 자회사인 스튜디오S의 가치 또한 주목 받을 것이다. 지난 5월 티와이홀딩스와 SBS미디어홀딩스의 합병 발표로 양사의 합병기일은 21년 12월 28일로 예정되어있다. 주요 목적은 지주사의 행위제한 요건 해소를 위함이다. 합병 이후 SBS의 자회사들은 티와이홀딩스의 증손회사→손자회사로 지위가 변경된다. 이는 SBS가 SBS의 자회사들에 대한 지분율을 100%로 유지하거나 추가 확보할 의무가 사라졌음을 의미한다. 2Q21 기준 스튜디오S의 자기자본은 281억원에 불과, 스튜디오드래곤(6,844억원), JTBC스튜디오(5,480억원) 대비 자본력에서 열위에 있다. 스튜디오S가 본격적으로 드라마 제작 편수를 확대하기 위한 외부자본 유치가 가능해진 상황으로 관련 이슈 부각 시 SBS의 스튜디오S 지분 가치가 부각될 수 있을 것으로 판단한다.

스튜디오 S의 지분가치는
4,000~5,000억원

스튜디오S의 지분가치는 얼마나 될까? JTBC스튜디오의 케이스를 비교해보면, 21년 3월 JTBC스튜디오의 Pre-IPO 밸류는 1.6조원이고 JTBC의 드라마 슬롯은 SBS 대비 1개(수목)가 많다. IPO 시 60%까지 지분이 희석될 것으로 가정하고 상장 자회사에 대한 할인률 30%를 적용하면 4,480억원의 지분가치를 인정할 수 있다.

그림20. 스튜디오S 드라마 제작 편수, SBS 편성대비 비중



자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

그림21. 펜트하우스3 (스튜디오S 제작)



자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

표5. SBS의 스튜디오 S 지분가치 추정

JTBC 스튜디오 Pre-IPO Value	(십억원)	1,600
JTBC스튜디오 드라마 슬롯	(개)	3
SBS 드라마 슬롯	(개)	2
예상 희석지분률	(%)	60
자회사 할인률	(%)	30
스튜디오S 지분 가치	(십억원)	448

자료: 케이프투자증권 리서치본부

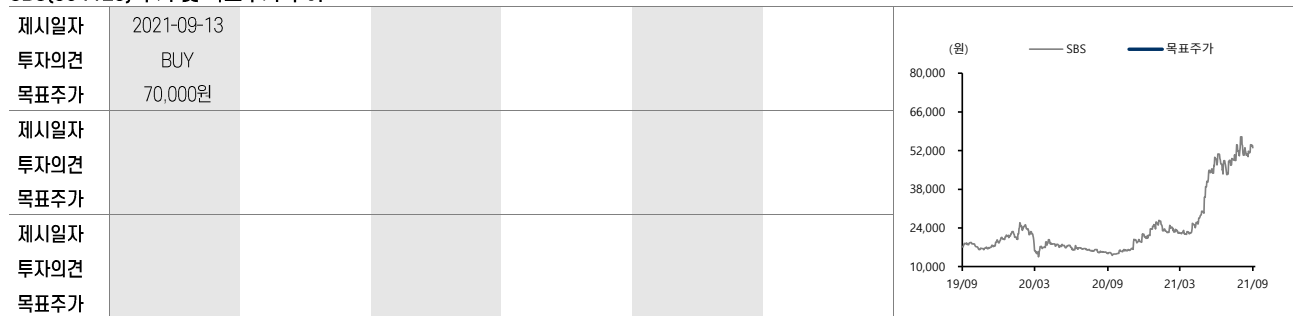
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F	(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	658	778	898	1,000	매출액	860	984	1,065	1,023
현금및현금성자산	54	69	148	264	증가율(%)	5.2	14.3	8.3	-4.0
매출채권 및 기타채권	327	331	336	337	매출원가	637	630	714	702
재고자산	2	2	3	2	매출총이익	223	353	351	320
비유동자산	512	564	571	581	매출총이익률(%)	26.0	35.9	33.0	31.3
투자자산	123	152	167	182	판매비와 관리비	154	180	201	192
유형자산	299	300	294	288	영업이익	69	173	150	129
무형자산	19	19	19	18	영업이익률(%)	8.0	17.6	14.1	12.6
자산총계	1,170	1,342	1,469	1,581	EBITDA	96	199	177	155
유동부채	247	262	269	283	EBITDA M%	11.2	20.2	16.6	15.1
매입채무 및 기타채무	159	185	188	199	영업외손익	-139	18	-0	2
단기차입금	0	0	0	0	지분법관련손익	-3	21	-4	-4
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	-1	1	3	6
비유동부채	357	361	365	361	기타영업외손익	-135	-3	4	6
사채 및 장기차입금	279	280	276	273	세전이익	-71	192	153	136
부채총계	603	623	634	644	법인세비용	-9	40	35	31
지배기업소유지분	511	658	770	868	당기순이익	-62	152	118	105
자본금	91	91	91	91	지배주주순이익	-67	147	114	101
자본잉여금	72	72	72	72	지배주주순이익률(%)	-7.8	14.9	10.7	9.9
이익잉여금	357	504	615	714	비지배주주순이익	5	5	4	4
기타자본	-9	-9	-9	-9	기타포괄이익	-4	0	0	0
비지배지분	56	61	65	69	총포괄이익	-66	153	118	105
자본총계	567	719	835	937	EPS 증가율(%, 지배)	적전	흑전	-22.2	-11.2
총차입금	298	297	295	290	이자손익	-2	1	3	6
순차입금	6	-83	-172	-297	총외화관련손익	-3	1	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F		2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	67	119	120	156	총발행주식수(천주)	18,253	18,253	18,253	18,253
영업에서 창출된 현금흐름	74	141	152	182	시가총액(십억원)	430	967	967	967
이자의 수취	5	6	9	11	주가(원)	23,550	53,000	53,000	53,000
이자의 지급	-7	-5	-5	-5	EPS(원)	-3,686	8,037	6,251	5,552
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	28,847	36,901	43,006	48,412
법인세부담액	-6	-23	-35	-31	DPS(원)	0	150	150	150
투자활동 현금흐름	-48	-81	-34	-31	PER(X)	-6.4	6.6	8.5	9.5
유동자산의 감소(증가)	-31	-73	-8	-5	PBR(X)	0.8	1.4	1.2	1.1
투자자산의 감소(증가)	16	-25	-6	-6	EV/EBITDA(X)	5.1	4.6	4.7	4.6
유형자산 감소(증가)	-8	-24	-20	-20	ROE(%)	-11.1	23.7	15.2	11.8
무형자산 감소(증가)	3	-0	0	0	ROA(%)	-5.6	12.1	8.4	6.9
재무활동 현금흐름	-54	-2	-5	-7	ROIC(%)	11.2	28.8	24.0	20.4
사채및차입금증가(감소)	-26	-1	-2	-4	배당수익률(%)	0.0	0.3	0.3	0.3
자본금및자본잉여금 증감	5	0	0	0	부채비율(%)	106.4	86.5	75.9	68.7
배당금 지급	-3	0	-3	-3	순차입금/자기자본(%)	1.1	-11.5	-20.6	-31.7
외환환산으로 인한 현금변동	-2	0	0	0	유동비율(%)	266.7	297.4	333.5	354.1
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	10.5	32.0	29.0	25.8
현금증감	-37	14	80	116	총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.7
기초현금	91	54	69	148	매출채권 회전율	0.0	3.0	3.2	3.0
기말현금	54	69	148	264	재고자산 회전율	344.3	448.1	439.1	401.2
FCF	58	95	100	136	매입채무 회전율	0.0	3.7	3.8	3.6

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2 년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

SBS(034120) 주가 및 목표주가 추이



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2021-09-13	BUY	70,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음. * 기준일 2021.06.30까지
[산업분석]	12개월	비중확대 · 중립 · 비중축소	
[투자비용]	12개월	매수(94.2%)·중립(5.1%)·매도(0.7%)	

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 당사는 2021년 9월 13일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 2021년 9월 13일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.