

SBS (034120KS)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 73,000 원 (유지)

Analyst 박형민

02-6923-7345

phm@capefn.com

Stock Data

주가(12/10)	46,950원
액면가	5,000원
시가총액	857십억원
코스피 시총대비	0.04%
52주 최고/최저가	61,000원/20,250원
120일 평균거래대금	8십억원
외국인지분율	0.00%
주요주주	SBS미디어홀딩스 36.92%
	국민연금공단 11.64%

제작사 가치를 반영할 시점

스튜디오 S의 OTT 향 유통 확대 가능성에 주목

합병 이후 스튜디오S의 제작 편수 및 유통처 확대를 전망 : 올해 스튜디오S는 8편의 드라마를 제작. 12월 방영을 시작한 작품인 <그해 우리는>은 스튜디오S의 첫번째 넷플릭스향 미니시리즈급(16부작) 방영권 판매작. 동사는 웨이브의 주주사 중 하나로(지분율 21.3%), 캡티브 OTT의 존재로 인해 타 글로벌 OTT향 작품 공급 제한 가능성이 스튜디오S에 대한 잠재적 저평가 요인으로 작용했었음. 이번 <그해 우리는>의 넷플릭스향 공급으로 우려는 일정 부분 해소되었다고 판단. 또한 내년 예상되는 Pre-IPO 이후, 작품 라인업의 확장 구간에서 애플TV+/디즈니+ 등 신규 유통처로의 공급 가능성 또한 높은 것으로 예상. 스튜디오S의 드라마 제작 편수는 21년 8편에서 22년 12편 이상으로 확대될 것으로 전망. 21년 3월 JTBC 스튜디오의 Pre-IPO 밸류는 1.6조원. JTBC스튜디오가 20년 14편, 21년 19편의 드라마를 제작한 것을 감안하면 스튜디오S에 9천억원 수준의 가치 부여 가능할 것으로 판단. (Pre-IPO 시 지분 희석을 감안하면 SBS의 스튜디오S 지분가치는 7천억원 수준)

티와이 홀딩스와 SBS미디어 홀딩스의 합병기일은 12/28. 합병 이후 SBS의 자회사들은 티와이홀딩스의 증손회사에서 손자회사로 지위가 변화되면서 지주사 행위제한 요건 해소. 동사의 드라마 제작 자회사인 스튜디오S에 대한 외부투자 유치 여건이 조성(빠르면 1Q22 Pre-IPO 예상). 22년에도 성장할 실적 대비 저평가 매력에 더해, 드라마 제작 자회사인 스튜디오S의 가치 또한 주목해야할 시점

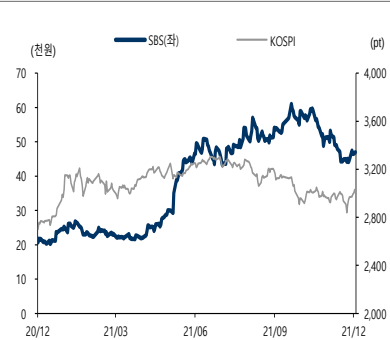
22년 실적 전망

동사의 22년 연결 매출액은 1.14조원(+8% YoY), 영업이익은 2,492억원(+9% YoY, OPM 22%)를 전망. 22년 동사에 주목할 점은 1) 스튜디오S의 Pre-IPO로 제작 자회사 가치 재평가 전망되고, 2) 유튜브, 웨이브 등 누적 구독자의 증가가 실적 성장으로 이어지는 온라인 수익의 성장으로 Cash-Cow성 사업수익이 견조하게 성장할 것이고, 3) 22년 월드컵 중계로 올해 올림픽과 유사한 이익기여가 전망되며 4) 제작비 효율화 기초가 유지될 것이라는 점

스튜디오 S의 가치를 반영하지 않아도 저평가 구간

22년 기준 P/E 4.6배에 불과한 밸류에이션: 현 주가 수준은 22E EPS 10,164원을 적용 시 P/E 4.6배이며, 스포츠 이벤트 효과가 사라지는 23년 기준으로 5.5배에 불과. 이익 창출력 대비 상당한 저평가 수준이며, 스튜디오S의 가치를 반영할 시점이라고 판단. 투자의견 Buy, 목표주가 73,000원을 유지

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-6.0	-5.0	117.9
상대주가(%)	-8.5	1.8	98.8

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	818	860	1,055	1,138	1,060
영업이익	(십억원)	13	69	229	249	203
영업이익률	(%)	1.5	8.0	21.7	21.9	19.2
지배주주순이익	(십억원)	20	-67	180	186	155
EPS	(원)	1,079	-3,686	9,852	10,164	8,484
증감률	(%)	304.1	적전	흑전	3.2	-16.5
PER	(배)	19.3	-6.4	4.8	4.6	5.5
PBR	(배)	0.6	0.8	1.2	1.0	0.8
ROE	(%)	3.4	-11.1	28.3	22.7	15.7
EV/EBITDA	(배)	11.7	5.1	3.1	2.3	1.9
순차입금	(십억원)	26	6	-135	-300	-495
부채비율	(%)	92.8	106.4	83.2	68.1	60.0
배당수익률	(%)	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0

표1. 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	312.1	267.3	245.6	253.4	265.5	373.9	860.3	1055.1	1138.4
매출액(별도)	십억원	182.7	214.8	272.9	232.4	204.4	223.7	230.0	322.8	756.8	902.8	981.0
자회사 및 내부거래	십억원	34.4	43.7	39.2	35.0	41.2	29.7	35.5	51.1	103.5	152.3	157.5
영업이익(연결)	십억원	42.2	51.7	87.1	47.5	54.2	40.9	44.0	110.0	69.1	228.6	249.2
영업이익(별도)	십억원	33.1	36.9	76.4	37.3	36.8	36.9	35.6	91.0	44.8	183.7	200.4
자회사 및 내부거래	십억원	9.1	14.8	10.8	10.2	17.4	4.0	8.4	19.0	24.2	44.9	48.7
OPM	%	19.5	20.0	27.9	17.8	22.1	16.2	16.6	29.4	8.0	21.7	21.9

자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

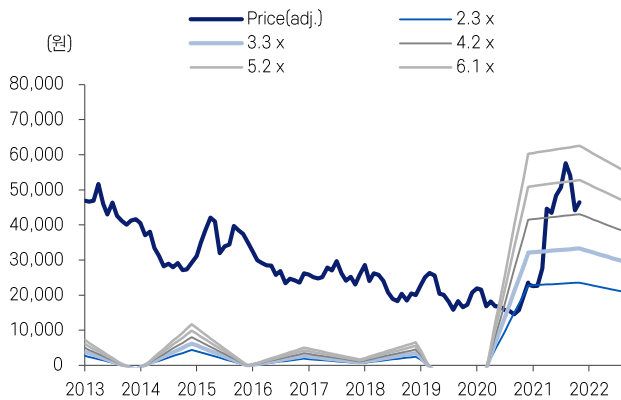
표2. SBS 별도 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	단위	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	십억원	182.7	214.8	272.9	232.4	204.4	223.7	230.0	322.8	756.8	902.8	981.0
방송광고수익	십억원	91.8	111.7	113.0	118.2	96.2	115.4	111.1	117.0	361.8	434.7	439.7
사업수익	십억원	90.9	103.1	159.9	114.1	108.2	108.4	118.9	205.9	395.1	468.0	541.3
매출액(YoY)	%	13.1	14.6	53.2	1.1	11.9	4.2	-15.7	38.9	0.8	19.3	8.7
방송광고수익	%	22.5	20.2	39.2	4.9	4.8	3.3	-1.7	-1.1	-6.8	20.2	1.1
사업수익	%	5.0	9.0	64.9	-2.5	19.0	5.1	-25.7	80.4	9.1	18.5	15.7
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	41.4	50.9	47.1	51.6	48.3	36.2	47.8	48.2	44.8
사업수익	%	49.7	48.0	58.6	49.1	52.9	48.4	51.7	63.8	52.2	51.8	55.2
영업비용(별도)	십억원	149.6	177.9	196.6	195.0	167.6	186.8	194.3	231.8	712.0	719.1	780.5
방송제작비	십억원	113.6	135.9	152.1	145.3	130.3	142.1	148.3	185.6	556.5	546.9	606.3
방송제작비(YoY)	%	-16.2	-11.0	26.3	-1.7	14.7	4.5	-2.5	27.8	-3.1	-1.7	10.9
사업비	십억원	8.6	9.9	12.7	15.8	11.1	13.4	13.8	13.9	41.5	47.0	52.3
판관비	십억원	27.4	32.1	31.8	33.9	26.2	31.3	32.2	32.3	114.0	125.2	122.0
별도 영업이익	십억원	33.1	36.9	76.4	37.3	36.8	36.9	35.6	91.0	44.8	183.7	200.4
OPM	%	18.1	17.2	28.0	16.1	18.0	16.5	15.5	28.2	5.9	20.3	20.4

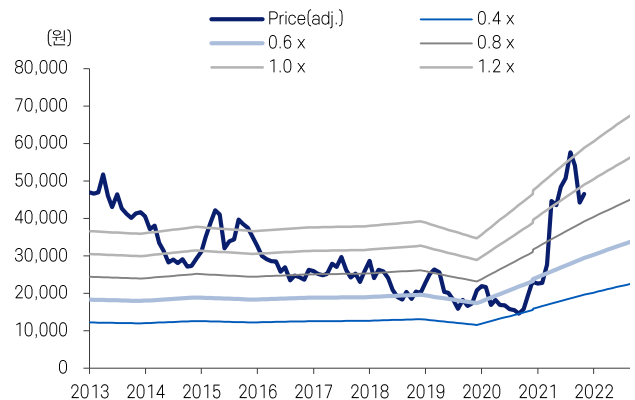
자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

그림1. SBS 12M fwd P/E



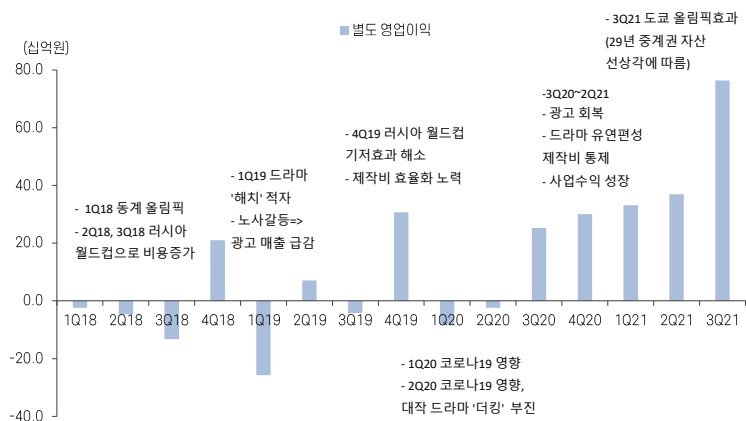
자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. SBS 12M fwd P/B



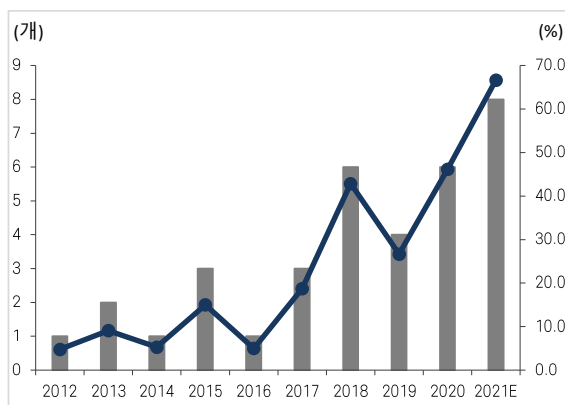
자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. SBS 분기별 이벤트와 영업이익 추이



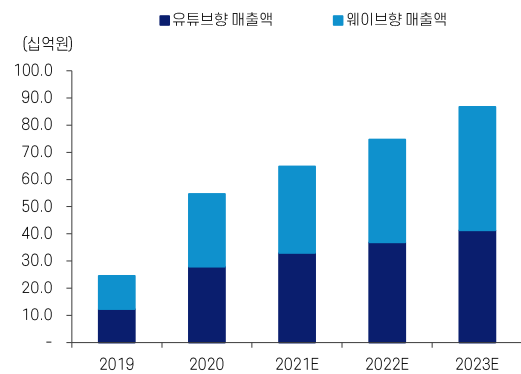
자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. SBS 드라마 중 스튜디오S 자체제작 개수와 비중



자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 유튜브, 웨이브향 매출액 추이 및 전망



자료: SBS, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F	(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	658	827	1,029	1,201	매출액	860	1,055	1,138	1,060
현금및현금성자산	54	66	222	406	증가율(%)	5.2	22.6	7.9	-6.9
매출채권 및 기타채권	327	328	342	342	매출원가	637	648	708	682
재고자산	2	2	3	2	매출총이익	223	407	430	378
비유동자산	512	555	563	572	매출총이익률(%)	26.0	38.6	37.8	35.7
투자자산	123	145	158	172	판매비와 관리비	154	178	181	175
유형자산	299	285	281	277	영업이익	69	229	249	203
무형자산	19	19	19	19	영업이익률(%)	8.0	21.7	21.9	19.2
자산총계	1,170	1,382	1,592	1,773	EBITDA	96	254	274	228
유동부채	247	341	353	377	EBITDA M%	11.2	24.1	24.1	21.5
매입채무 및 기타채무	159	184	192	213	영업외손익	-139	11	1	3
단기차입금	0	75	75	75	지분법관련손익	-3	19	-4	-4
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	-1	-0	1	3
비유동부채	357	286	292	288	기타영업외손익	-135	-8	5	7
사채 및 장기차입금	279	210	206	203	세전이익	-71	239	251	209
부채총계	603	627	645	665	법인세비용	-9	52	58	48
지배기업소유지분	511	691	877	1,032	당기순이익	-62	187	193	161
자본금	91	91	91	91	지배주주순이익	-67	180	186	155
자본잉여금	72	72	72	72	지배주주순이익률(%)	-7.8	17.0	16.3	14.6
이익잉여금	357	537	722	877	비지배주주순이익	5	7	7	6
기타자본	-9	-9	-9	-9	기타포괄이익	-4	0	0	0
비지배지분	56	63	70	77	총포괄이익	-66	187	193	161
자본총계	567	754	947	1,108	EPS 증가율(%, 지배)	적전	흑전	3.2	-16.5
총차입금	298	300	298	294	이자손익	-2	-0	-0	2
순차입금	6	-135	-300	-495	총외화관련손익	-3	2	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F		2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	67	126	192	221	총발행주식수(천주)	18,253	18,253	18,253	18,253
영업에서 창출된 현금흐름	74	145	250	267	시가총액(십억원)	430	857	857	857
이자의 수취	5	5	5	7	주가(원)	23,550	46,950	46,950	46,950
이자의 지급	-7	-5	-5	-5	EPS(원)	-3,686	9,852	10,164	8,484
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	28,847	38,717	48,881	57,365
법인세부담액	-6	-19	-58	-48	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-48	-114	-31	-31	PER(X)	-6.4	4.8	4.6	5.5
유동자산의 감소(증가)	-31	-132	-7	-7	PBR(X)	0.8	1.2	1.0	0.8
투자자산의 감소(증가)	16	50	-4	-4	EV/EBITDA(X)	5.1	3.1	2.3	1.9
유형자산 감소(증가)	-8	-7	-20	-20	ROE(%)	-11.1	28.3	22.7	15.7
무형자산 감소(증가)	3	-1	0	0	ROA(%)	-5.6	14.6	13.0	9.6
재무활동 현금흐름	-54	1	-3	-4	ROIC(%)	11.2	38.7	41.7	34.2
사채및차입금증가(감소)	-26	2	-3	-4	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	5	0	0	0	부채비율(%)	106.4	83.2	68.1	60.0
배당금 지급	-3	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	1.1	-17.9	-31.7	-44.7
외환환산으로 인한 현금변동	-2	0	0	0	유동비율(%)	266.7	242.3	291.5	318.6
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	10.5	41.5	46.2	39.1
현금증감	-37	12	156	184	총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.6
기초현금	91	54	66	222	매출채권 회전율	0.0	3.2	3.4	3.1
기말현금	54	66	222	406	재고자산 회전율	344.3	505.7	527.9	475.1
FCF	58	119	172	201	매입채무 회전율	0.0	3.8	3.8	3.4

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2 년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

SBS(034120) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2021-09-14	2021-09-29	2021-11-03	2021-12-13		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY		
목표주가	70,000원	73,000원	73,000원	73,000원		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2021-09-14	BUY	70,000원	-19.43	-12.86
2021-09-29	BUY	73,000원		

*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 2021.09.30까지
[산업분석]	12개월	비중확대 · 중립 · 비중축소	
[투자비용]	12개월	매수(95.1%)·중립(4.1%)·매도(0.8%)	

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 12월 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 12월 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 고객 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.