SBS
(034120)

김회재
hojae.kim@daishin.com

이지은
jeeeun.lee@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

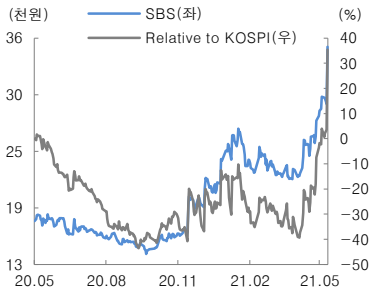
6개월 목표주가 48,000
상향

현재주가 35,100
(21.05.14)

미디어업종

KOSPI	3153.32
시가총액	641십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	91십억원
52주 최고/최저	35,100원 / 14,050원
120일 평균거래대금	48억원
외국인지분율	0.00%
주요주주	SBS미디어홀딩스 36.92% 국민연금공단 11.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	36.8	57.0	112.1	107.1
상대수익률	38.1	54.4	67.7	26.4



날았다 스브스

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 48,000원으로 50% 상향

- 12M FWD EPS 3,000원에 PER 16배 적용. 21년 EPS와 유사한 수준을 달성했던 과거(11~15) PER band 하단 적용
- 21.7월 중간광고 도입, 21.12월 TY홀딩스-SBS미디어홀딩스 합병. 스튜디오S가 증손회사에서 손자회사로 격상됨에 따라 외부자금 유치 가능
- 규제완화 적용 후 11~15년 PER 평균인 21배 적용, TP 63천원 적용 가능

1Q21 Review: 비용절감에도 불구하고 기대를 상회하는 매출 달성

- 매출 1.8천억원(+13% yoy, -21% qoq), OP 331억원(흑전 yoy, +10% qoq)
- 시장 기대수준을 크게 상회하는 서프라이즈. 1분기 OP 흑자는 11년 이후 처음
- TV 기본판매율 28.7%(+3.8%p, +15% yoy)로 개선, 광고매출 736억원(+26% yoy). 사업수익 909억원(+5% yoy), 판권유통, Wavve, 유튜브 등 수익 증가
- 20년부터 수목 드라마 없이, 월화와 금토만 편성하면서 방송제작비 절감에도 불구하고 광고판매율 개선과 사업수익 증가로 이익 개선

중간광고 도입. 지배구조 개편. 이제 날아갈 일만 남았다

- SBS는 구조적으로 매출과 이익이 꾸준히 개선될 것으로 전망

1) 21년 동경 올림픽, 22년 카타르 월드컵, 24년 파리 올림픽 등 주요 스포츠 경기의 중계권료 중 일부인 약 965억원을 3Q20에 손상 처리, 영업이익 개선
2) 21.7월 중간광고 도입. 광고매출/이익 최소 440억원 증가 효과 전망
3) TY홀딩스-SBS미디어홀딩스 합병, 스튜디오S에 대한 외부자금 유치 가능

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	4Q20	1Q21					2Q21		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	162	230	184	183	13.1	-20.5	172	208	10.9	13.8
영업이익	-8	30	-7	33	흑전	10.1	5	14	흑전	-58.6
순이익	-12	9	-5	23	흑전	161.7	4	10	흑전	-56.9

자료: SBS, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	750	757	818	992	805
영업이익	6	45	77	71	74
세전순이익	5	-102	74	74	79
총당기순이익	3	-78	55	55	58
지배지분순이익	3	-78	55	55	58
EPS	180	-4,287	2,994	3,009	3,191
PER	115.8	NA	11.7	11.7	11.0
BPS	30,719	26,181	29,175	31,311	33,630
PBR	0.7	0.9	1.2	1.1	1.0
ROE	0.6	-15.1	10.8	9.9	9.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: SBS, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	835	993	818	992	-2.0	-0.1
판매비와 관리비	142	164	127	153	-10.7	-6.8
영업이익	48	54	77	71	60.2	31.5
영업이익률	5.8	5.4	9.4	7.2	3.7	1.7
영업외손익	0	2	-3	3	적자조정	42.8
세전순이익	49	56	74	74	52.0	31.9
지배지분순이익	36	42	55	55	52.0	31.9
순이익률	4.3	4.2	6.7	5.5	2.4	1.3
EPS(지배지분순이익)	1,970	2,280	2,994	3,009	52.0	31.9

자료: SBS, 대신증권 Research Center

중간광고 도입

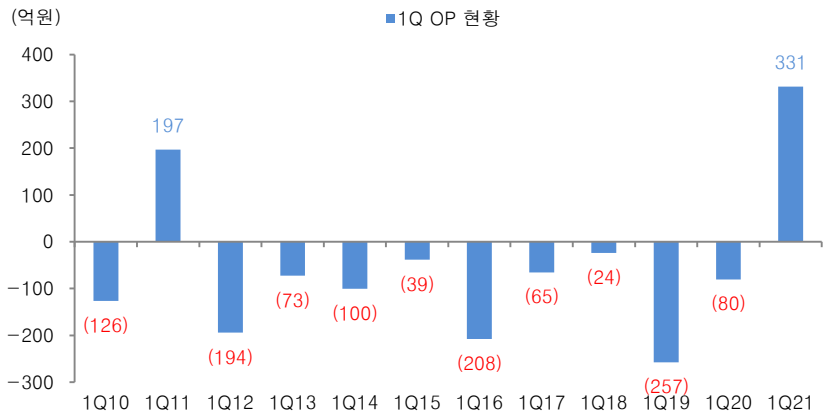
1. 21.7월부터 지상파도 정식으로 중간광고 허용. P와 Q의 증가 기대

1) 기존에 적용하고 있던 PCM(Premium CM, 유사중간광고)은 60분 1회 방송을 30분 2회로 편성해서, 1~2회 사이에 1분, 4개의 광고를 편성했지만, 정식 중간광고는 방송 중간에 임의로 광고 편성이 가능하기 때문에, 광고 단가의 상승 효과 기대

2) 중간광고는 60분 이내 분량의 방송은 1분, 4회, 60~90분 편성 방송은 2분, 8회의 광고 편성 가능. 따라서, Q의 상승 효과도 발생

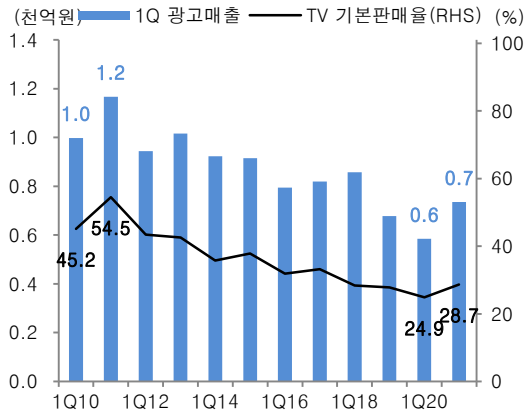
3) 중간광고가 정식으로 허용됐지만, 초기에는 프라임타임의 드라마에 주로 적용될 것으로 전망. 기존 PCM이 SA 시급(1Q21 기준 1.2천만원) 대비 50%의 프리미엄을 적용받고, 1분, 4회 편성되었다고 추정하고, 정식 중간광고는 100% 프리미엄에 2분, 8회 편성될 것으로 가정하면, 연간 광고매출/이익은 440억원 증가할 것으로 전망. 방송의 호응도에 따른 프리미엄이 더 커지고, 드라마 이외의 컨텐츠에도 적용하면 중간광고 도입 효과는 더 커질 것으로 전망

그림 1. 2010 년 이후 1 분기 최고 이익. 11 년 이후 첫 1 분기 흑자 달성



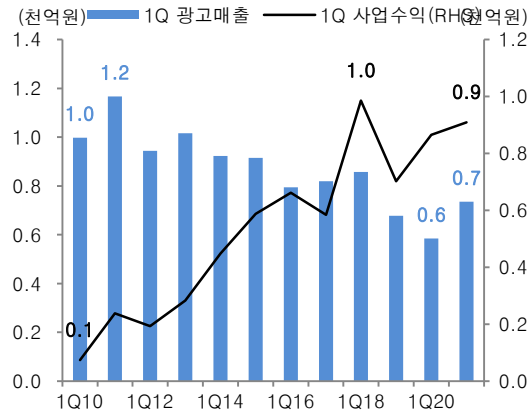
자료: SBS, 대신증권 Research Center

그림 2. 광고판매율 상승에 따른 광고매출 증가



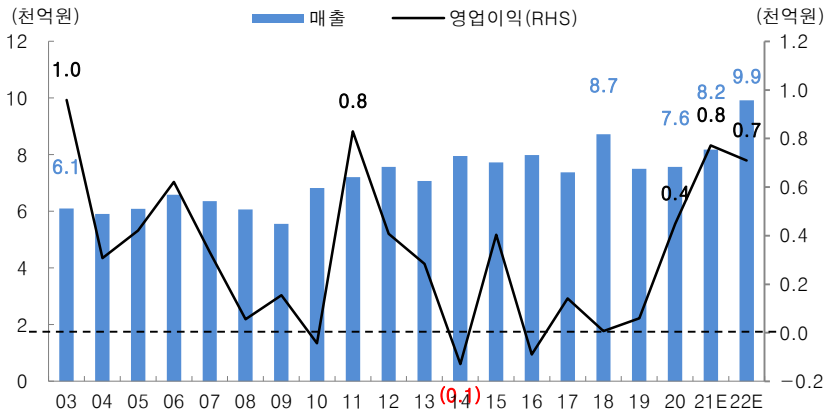
자료: SBS, 대신증권 Research Center

그림 3. 사업수익은 꾸준히 증가



자료: SBS, 대신증권 Research Center

그림 4. 광고판매율 회복, 사업수익 증가, 신사업 성과 등으로 이익 개선 전망



자료: SBS, 추정은 대신증권 Research Center

표 1. 중간광고 도입 영향

(%, 만원, 억원)

시급 대비 프리미엄	광고 단가	일별 중간광고 개수 및 연간 중간광고 매출			
		4	8	12	16
10	1,320	193	385	578	771
20	1,440	210	420	631	841
50	1,800	263	526	788	1,051
100	2,400	350	701	1,051	1,402
		2020년 총매출 7,565억원 대비 증가율			
20	1,440	2.8	5.6	8.3	11.1
50	1,800	3.5	6.9	10.4	13.9
100	2,400	4.6	9.3	13.9	18.5

자료: 대신증권 Research Center 추정

지배구조 개편

2. SBS 그룹은, TY홀딩스-SBS미디어홀딩스-SBS-SBS의 자회사들의 구조

이 중 주목하고 있는 SBS의 자회사는 스튜디오S. tvN-스튜디오드래곤, JTBC-JTBC스튜디오의 조합처럼 인하우스 제작사로 성장 가능성이 매우 큰 회사. 국내외 다양한 OTT 등장 및 드라마 시장에서의 텐트폴의 인기 상승에 따라 외형 성장이 필요하지만, 스튜디오S는 지주회사의 증손회사여서 SBS가 지분을 100% 보유할 수 밖에 없어서, 외부 자금 유치를 통한 제작사 인수 및 작가 등 크리에이터 확충에 어려움을 겪고 있음

TY홀딩스와 SBS미디어홀딩스가 21.12월 합병을 결정함으로써 이런 문제점 해결. 이제 스튜디오S는 외부자금 유치를 통해 외형을 확장시킬 것으로 전망

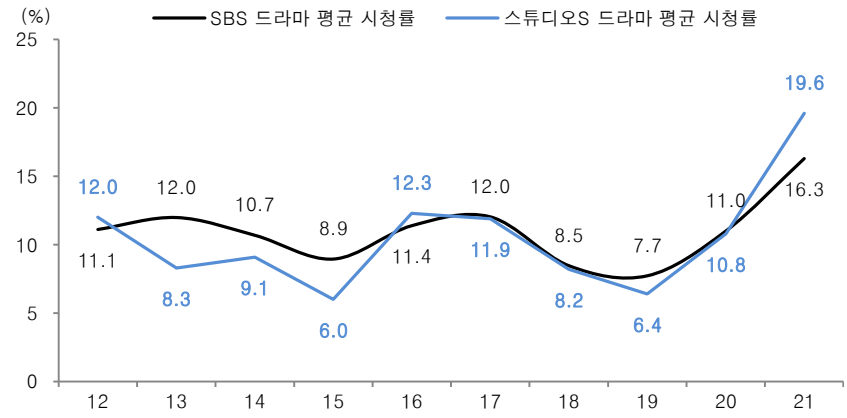
스튜디오S는 17년부터 꾸준히 제작편수를 증가시켜 나가고 있고, 최근 종영한 〈펜트하우스 시즌2〉는 29.2%로 2011년 이후 SBS 드라마 최고 시청률 달성. 연간 10편의 드라마 제작시 스튜디오드래곤의 1/3 수준인 1조원의 가치를 인정받을 수 있을 것으로 전망

표 2. 스튜디오S(더스토리웍스) 제작 드라마 현황 (편, %)

연도	SBS 방영 편수	스튜디오S 제작	비율	작품명	최고 시청률
2012	21	1	4.8	유령	15.3
2013	22	2	9.1	내 연애의 모든 것	7.4
				황금의 제국	11.7
2014	19	1	5.3	엔젤 아이즈	11.9
2015	20	3	15.0	마을-아치아라의 비밀	7.6
				냄새를 보는 소녀	10.8
				이혼변호사는 연애중	6.0
2016	20	1	5.0	미녀 공심이	15.1
2017	16	3	18.8	조작	12.6
				수상한 파트너	10.5
				피고인	28.3
2018	14	5	35.7	친애하는 판사님께	8.6
				시크릿 마더	8.1
				리턴	17.4
				흉부외과: 심장을 훔친 의사	8.8
				나도 엄마야	10.3
				사의찬미	7.8
2019	15	4	26.7	닥터 탐정	5.7
				시크릿 부티크	6.0
				VIP	15.9
				17세의 조건	3.0
2020	12	5	41.7	아무도 모른다	11.4
				굿 캐스팅	12.3
				브람스를 좋아하세요	6.3
				앨리스	10.6
				펜트하우스	28.8
21.5월 기준	4	2	50.0	펜트하우스2	29.2
				모범택시	16.0

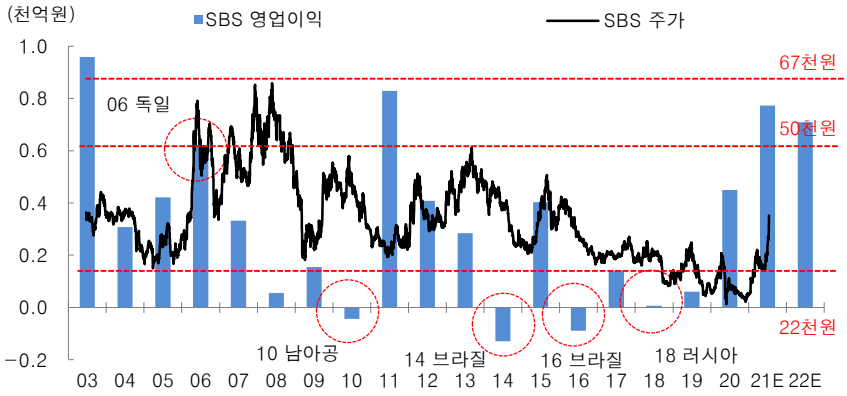
자료: 스튜디오S, AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 5. SBS 드라마 평균 시청률 vs. 스튜디오S 드라마 평균 시청률



자료: 스튜디오S, AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 6. SBS 영업이익 vs. 주가



자료: 스튜디오S, AGB Nielson, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

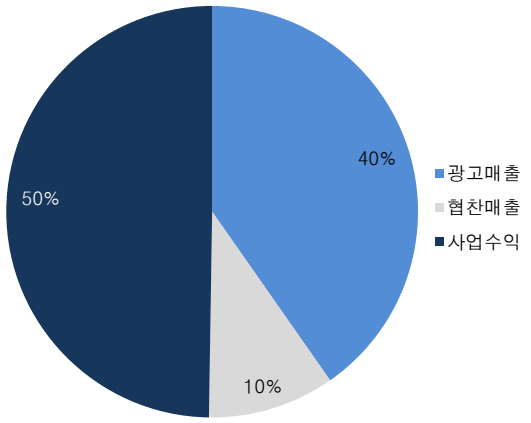
- 2019년 매출 7,505억원, 영업이익 60억원, 당기순이익 33억원
- 1Q21 기준 매출 비중 광고매출 40%, 사업수익 50%, 협찬매출 10%
- 1Q21 기준 주요 주주는 SBS미디어홀딩스 36.9%, 국민연금공단 11.7%, 대한제분 5.4%

주가 코멘트

- 코로나 영향으로 TV광고 크게 위축. 1Q20 기본 판매율은 24.9%로 역대 최저. 3Q20 기본 판매율도 28.0%로 3분기 기준 역대 최저. 당분간 TV광고 위축은 지속될 것으로 전망
- 하지만, 재전송료 인상 협상이 마무리 되었고, 온라인 컨텐츠 수요 증가에 따라 유튜브 매출이 크게 증가하고 있으며, 드마라 사업부를 분사하여 독립법인인 스튜디오S가 출범하는 등 구조적인 변화에 잘 적응하고 있는 중

자료: SBS, 대신증권 Research Center

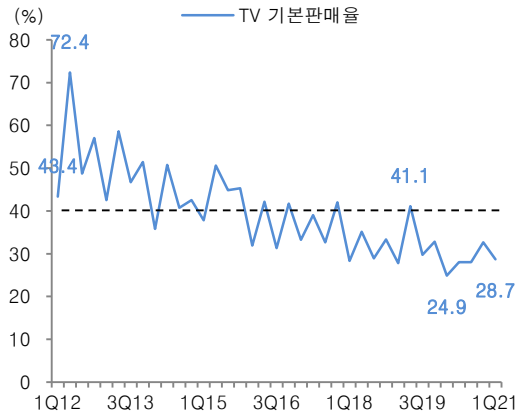
매출 비중(1Q21)



자료: SBS, 대신증권 Research Center

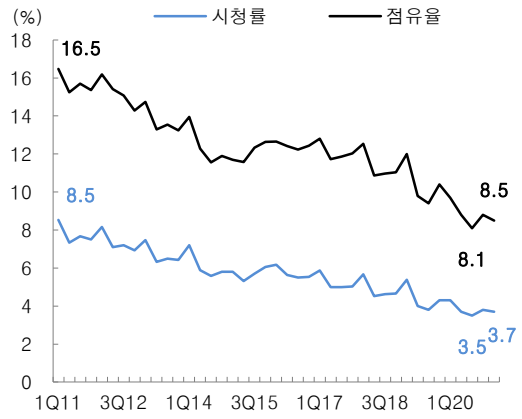
2. Earnings Driver

그림 1. TV광고 기본판매율(1Q21)



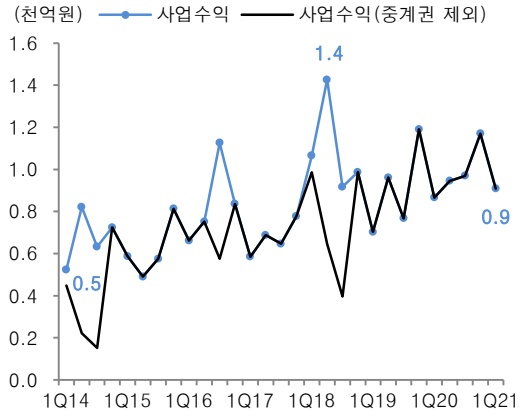
자료: SBS, 대신증권 Research Center

그림 2. SBS 시청률 및 점유율(1Q21)



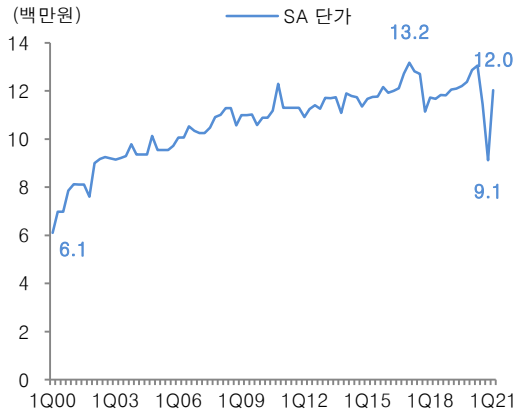
자료: SBS, 대신증권 Research Center

그림 3. 사업수익(1Q21)



자료: SBS, 대신증권 Research Center

그림 4. SA 광고단가(1Q21)



자료: SBS, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	750	757	818	992	805
매출원가	623	598	614	768	600
매출총이익	127	159	204	224	205
판매비와관리비	121	114	127	153	131
영업이익	6	45	77	71	74
영업이익률	0.8	5.9	9.4	7.2	9.2
EBITDA	31	68	98	90	91
영업외손익	-1	-147	-3	3	5
관계기업손익	-3	-6	0	0	0
금융수익	4	4	5	5	5
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-6	-7	-7	-7	-7
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	4	-138	-2	5	6
법인세비용차감전순손익	5	-102	74	74	79
법인세비용	-1	24	-19	-19	-20
계속사업순손익	3	-78	55	55	58
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	-78	55	55	58
당기순이익률	0.4	-10.3	6.7	5.5	7.2
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	3	-78	55	55	58
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	0	-80	53	53	56
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	-80	0	0	0

재무상태표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	483	381	554	576	584
현금및현금성자산	4	11	130	93	164
매출채권 및 기타채권	227	215	232	281	228
재고자산	2	2	2	3	2
기타유동자산	249	153	189	199	189
비유동자산	593	607	629	654	679
유형자산	286	273	260	248	237
관계기업투자금	150	180	217	253	290
기타비유동자산	157	153	153	152	152
자산총계	1,076	988	1,183	1,229	1,263
유동부채	312	161	301	308	300
매입채무 및 기타채무	114	101	104	112	103
차입금	6	0	3	2	2
유동성채무	130	0	134	134	134
기타유동부채	62	60	60	60	60
비유동부채	203	349	349	349	349
차입금	180	279	279	279	279
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	24	70	70	70	70
부채총계	515	510	650	658	649
지배지분	561	478	533	572	614
자본금	91	91	91	91	91
자본잉여금	58	58	58	58	58
이익잉여금	427	344	399	438	480
기타자본변동	-16	-15	-15	-15	-15
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	561	478	533	572	614
순차입금	159	145	163	198	128

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	180	-4,287	2,994	3,009	3,191
PER	115.8	NA	11.7	11.7	11.0
BPS	30,719	26,181	29,175	31,311	33,630
PBR	0.7	0.9	1.2	1.1	1.0
EBITDAPS	1,685	3,741	5,348	4,923	5,006
EV/EBITDA	17.5	8.4	8.2	9.3	8.4
SPS	41,116	41,465	44,827	54,359	44,098
PSR	0.5	0.6	0.8	0.6	0.8
CFPS	2,630	4,486	13,896	13,833	13,981
DPS	150	0	900	900	1,000

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-34	77	198	171	256
당기순이익	3	-78	55	55	58
비현금항목의 가감	45	160	199	198	197
감가상각비	25	23	20	19	17
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	20	136	179	179	179
자산부채의 증감	-80	0	-34	-60	23
기타현금흐름	-2	-5	-21	-21	-22
투자활동 현금흐름	-94	-28	-43	-43	-43
투자자산	-126	-66	-37	-36	-37
유형자산	-11	-6	-6	-6	-6
기타	43	44	0	0	0
재무활동 현금흐름	128	-42	134	-20	-18
단기차입금	0	0	3	-2	1
사채	150	-30	0	0	0
장기차입금	-20	-6	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-3	0	-16	-16
기타	-2	-3	131	-3	-3
현금의 증감	0	7	119	-37	71
기초 현금	4	4	11	130	93
기말 현금	4	11	130	93	164
NOPLAT	4	34	57	53	55
FCF	17	50	71	65	66

재무비율

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	-14.0	0.8	8.1	21.3	-18.9
영업이익 증가율	767.4	650.2	71.9	-8.0	4.1
순이익 증가율	118.4	적전	흑전	0.5	6.1
수익성					
ROIC	0.8	7.4	13.4	11.3	12.1
ROA	0.6	4.4	7.1	5.9	5.9
ROE	0.6	-15.1	10.8	9.9	9.8
안정성					
부채비율	91.9	106.8	122.1	115.1	105.7
순차입금비율	28.4	30.4	30.6	34.7	20.9
이자보상배율	1.0	6.9	11.6	10.1	11.1

자료: SBS, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

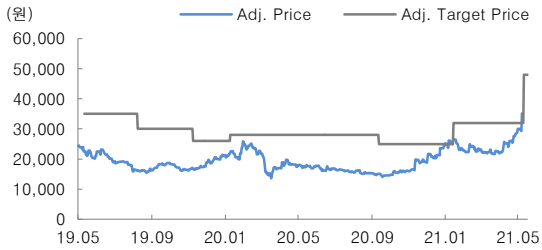
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김회재)

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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SBS(034120) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.05.17	21.01.20	20.09.18	20.08.22	20.07.15	20.01.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	48,000	32,000	25,000	28,000	28,000	28,000
괴리율(평균,%)		(24.08)	(24.64)	(45.70)	(42.74)	(32.73)
괴리율(최대/최소,%)		9.69	4.60	(44.29)	(40.89)	(7.50)
제시일자	19.11.14	19.08.14	19.05.17			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	26,000	30,000	35,000			
괴리율(평균,%)	(26.61)	(43.16)	(43.28)			
괴리율(최대/최소,%)	(16.15)	(37.67)	(33.86)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210512)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.2%	8.8%	1.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상