

SBS (034120)

미디어/엔터



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	95,000원 (U)
현재주가 (6/8)	46,500원
상승여력	104%

시가총액	8,487억원
총발행주식수	18,252,582주
60일 평균 거래대금	81억원
60일 평균 거래량	257,483주
52주 고	46,650원
52주 저	14,050원
외인지분율	0.00%
주요주주	SBS 미디어홀딩스 36.92%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	54.7	107.6	162.7
상대	52.3	91.5	76.7
절대(달러환산)	55.7	111.1	184.1

스튜디오S 잠재 지분가치도 평가하자!

2022년 연결 영업이익 전망치 1,515억원으로 상향

SBS의 2022년 연결 영업이익 추정치를 기존 1,238억원 → 1,515억원으로 상향 조정. 이는 본사 영업이익 추정치를 기존 924억원 → 1,201억원으로 상향 조정한 점에 기인. 본사는 2021년 기본 영업이익 체력 1천억원대에 카타르월드컵 관련 (+)효과를 150억원 가량 적용. 월드컵 관련 광고수익은 보수적 관점에서 제로로 가정했으며, 중계권 재판매수익 650억원, 중계권비용 500억원을 각각 가정함

스튜디오S 자본 확충시, 지분가치 부각 가능

TY홀딩스와 SBS미디어홀딩스간의 합병기일은 2021년 12월 28일로 예정. 지주사간의 합병 이후엔, SBS 자회사들의 지위가 TY홀딩스의 증손회사 → 손자회사로 변경됨. 스튜디오S를 비롯한 SBS의 자회사들은 SBS가 지분 100%를 유지 또는 확보해야 하는 법적 규제에서 벗어나게 되는 것

SBS는 2020년 스튜디오S에 운영자금 목적으로 200억원을 추가 출자. 스튜디오S의 자기자본은 2020년말 기준 276억원에 그쳐 스튜디오드래곤, JTBC스튜디오, 그외 상장 제작사들 대비 자금력 열위 상태. 지주사 합병을 계기로 2022년 스튜디오S의 IPO 또는 스튜디오S-SBS콘텐트초허브간의 합병 등 제작사 자본확충이 이뤄질 경우, SBS의 스튜디오S 지분가치 부각 가능 판단

미디어/광고 Top-pick 의견 유지

SBS에 대한 목표주가를 9.5만원으로 상향 조정. 신규 목표주가 9.5만원은 SOTP 방식으로 산출.[표12 참조] 계산식은 “영업자산가치 1.14조원(주당 6.4만원) + 투자자산가치 5,381억 원(주당 3.1만원)”임. 영업자산가치는 2022E 지배순이익 1,137억원에 Target PER 10배를 적용해 산출. 투자자산가치(스튜디오S 지분가치)는 JTBC스튜디오 Pre-IPO 가치 1.6조원의 2/3(SBS 드라마 2개 슬롯/JTBC 3개 슬롯)에 잠재 희석지분율 70%와 자회사 할인율 30%를 적용해 산출

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,418	20.2	11.4	2,408	0.4
영업이익	309	1,800.5	-26.9	331	-6.5
세전계속사업이익	315	918.0	-11.1	283	11.2
지배순이익	232	흑전	-8.3	234	-0.8
영업이익률 (%)	12.8	+12.0 %pt	-6.7 %pt	13.7	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	9.6	흑전	-2.0 %pt	9.7	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	8,177	8,603	9,762	10,742
영업이익	126	691	1,655	1,515
지배순이익	197	-673	1,179	1,137
PER	19.2	-4.9	7.2	7.5
PBR	0.6	0.6	1.5	1.2
EV/EBITDA	11.6	4.0	4.7	4.7
ROE	3.5	-12.3	21.9	18.1

자료: 유안타증권

[표 1] SBS 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019년				2020년				2021년				연간실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,676	2,212	1,852	2,436	1,765	2,011	2,219	2,608	2,171	2,418	2,500	2,673	8,177	8,603	9,762	10,742
- 본사	1,532	2,049	1,648	2,275	1,615	1,874	1,782	2,297	1,827	2,011	2,145	2,231	7,505	7,568	8,215	9,075
(자회사 및 내부거래)	143	163	204	161	150	137	437	311	344	406	355	442	672	1,035	1,548	1,667
영업이익	-278	43	36	325	-62	16	353	383	422	309	616	308	126	691	1,655	1,515
- 본사	-257	72	-42	287	-80	-24	253	301	331	240	549	226	60	449	1,346	1,201
(자회사 및 내부거래)	-21	-29	78	38	19	40	100	82	91	69	67	83	66	242	309	314
OPM	-17%	2%	2%	13%	-3%	1%	16%	15%	19%	13%	25%	12%	2%	8%	17%	14%
세전이익	-119	45	227	120	-105	31	-839	201	354	315	622	314	274	-711	1,605	1,539
RPM	-1%	-1%	4%	2%	1%	2%	5%	3%	4%	3%	3%	3%	1%	3%	3%	3%
지배순이익	-58	-1	170	85	-164	-5	-640	136	253	232	465	230	197	-673	1,179	1,137
NIM	-7%	2%	12%	5%	-6%	2%	-38%	8%	16%	13%	25%	12%	3%	-8%	16%	14%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] SBS 별도 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019년				2020년				2021년				연간실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2019	2020	2021E	2022E
영업수익	1,532	2,049	1,648	2,275	1,615	1,874	1,782	2,297	1,827	2,011	2,145	2,231	7,505	7,568	8,215	9,075
- 방송광고	830	1,088	881	1,085	749	929	812	1,128	918	1,088	923	1,195	3,883	3,618	4,125	4,207
- 사업수익	703	961	767	1,190	866	945	969	1,170	909	923	1,223	1,036	3,622	3,951	4,090	4,867
영업수익(YoY)	-27%	-21%	-14%	8%	5%	-9%	8%	1%	13%	7%	20%	-3%	-14%	1%	9%	10%
- 방송광고	-19%	-8%	-11%	-4%	-10%	-15%	-8%	4%	23%	17%	14%	6%	-10%	-7%	14%	2%
- 사업수익	-34%	-33%	-16%	21%	23%	-2%	26%	-2%	5%	-2%	26%	-12%	-18%	9%	4%	19%
영업비용	1,790	1,978	1,690	1,988	1,696	1,898	1,529	1,997	1,496	1,771	1,596	2,005	7,445	7,119	6,868	7,874
- 방송제작비	1,398	1,505	1,328	1,512	1,356	1,527	1,204	1,478	1,136	1,362	1,236	1,438	5,743	5,565	5,173	6,101
제작비 추정치 (YoY)	1,371	1,460	1,269	1,385	1,334	1,474	1,136	1,413	1,125	1,312	1,168	1,343	5,485	5,357	4,947	5,194
중계비 추정치	7%	11%	2%	1%	-3%	1%	-10%	2%	-16%	-11%	3%	-5%	5%	-2%	-8%	5%
- 사업비	27	45	59	127	22	53	69	64	12	50	69	95	258	208	225	907
- 판관비	97	129	101	160	86	88	76	165	86	90	77	173	488	415	426	435
	295	343	261	315	254	283	249	354	274	320	282	394	1,214	1,139	1,270	1,338
영업이익	-257	72	-42	287	-80	-24	253	301	331	240	549	226	60	449	1,346	1,201
OPM	-17%	3%	-3%	13%	-5%	-1%	14%	13%	18%	12%	26%	10%	1%	6%	16%	13%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 2021E~22E SBS 실적 추정치 변경

(단위: 억원, %)

	2021E			2022E		
	기존	변경	변동률	기존	변경	변동률
매출액	10,010	9,762	-2.5	10,799	10,742	-0.5
영업이익	1,648	1,655	0.4	1,238	1,515	22.4
당기순이익	1,164	1,179	1.3	914	1,137	24.4
EPS(원)	6,376	6,460	1.3	5,009	6,232	24.4

주: 기존 추정치는 2021년 5월 17일 발간보고서 기준

자료: 유안타증권 리서치센터

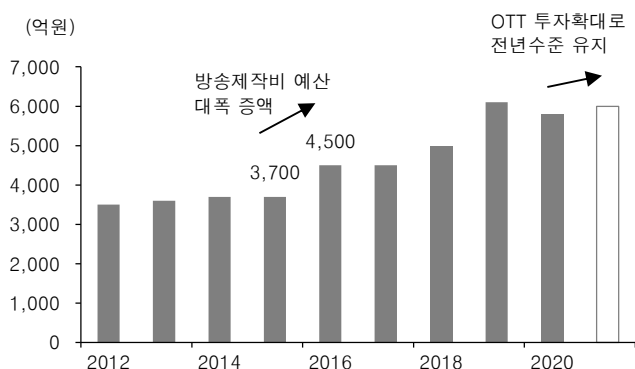
[표 4] SBS 별도 기준 매출액 추이 - 2015년 광고총량제 시행효과는 크지 않았음

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
영업수익	7,571	7,076	7,957	7,726	7,986	7,377	8,725	7,505	7,568
- 방송광고	5,821	5,476	5,256	5,260	4,610	4,680	4,330	3,883	3,618
- 사업수익	1,750	1,600	2,701	2,466	3,376	2,697	4,395	3,622	3,951
영업수익(YoY)	5%	-7%	12%	-3%	3%	-8%	18%	-14%	1%
- 방송광고	-5%	-6%	-4%	0%	-12%	2%	-7%	-10%	-7%
- 사업수익	62%	-9%	69%	-9%	37%	-20%	63%	-18%	9%

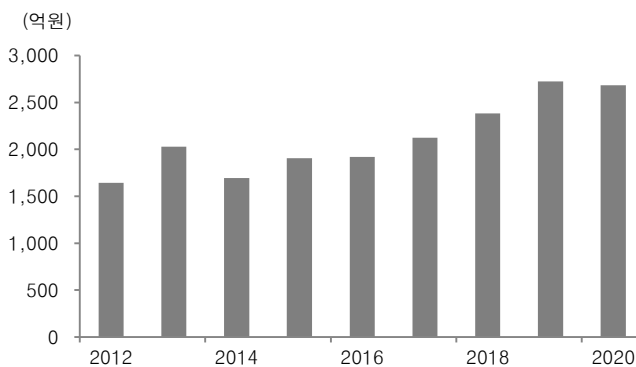
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] CJ ENM의 방송제작비 추이



자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] JTBC의 매출원가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] 방송국간 광고총량 차별 해소

	기존 (2015년 9월 21일 이전)	광고총량제 (2015년 9월 21일 시행)	광고총량제 (2021년 7월 1일 개정)
지상파	프로그램당 방송광고 시간은 프로그램 시간의 최대 10%까지 허용	① 프로그램당 방송광고 시간은 해당 프로그램 편성시간의 최대 18%까지 허용 ② 일간 방송광고 시간은 각 방송 프로그램 편성시간의 평균 15%까지 허용	지상파 방송국의 광고총량을 케이블과 동일하게 조정
케이블	① 전체 광고시간은 시간당 평균 10분 초과 금지 ② 매시간 광고시간 12분 초과 금지	① 프로그램당 방송광고 시간은 해당 프로그램 편성시간의 최대 20%까지 허용 ② 일간 방송광고 시간은 각 방송 프로그램 편성시간의 평균 17%까지 허용	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] 지상파 중간광고 차별 해소

	중간광고 (기존)	중간광고 (2021년 7월 1일 개정)
지상파	미허용	지상파 방송국도 케이블과 동일한 조건으로 중간광고 허용
케이블	① 중간광고는 매회 1분 이내로 허용 ② 프로그램 편성시간당 아래와 같은 횟수의 중간광고 허용 - 45~60분 : 1회 - 60~90분 : 2회 - 90~120분 : 3회 - 120~150분 : 4회 - 150~180분 : 5회 - 180분 이상 : 6회	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 7] 방송법 시행령 제 59 조(방송광고) 개정 사항 - 지상파 비대칭 규제 해소 (지상파 중간광고 허용 + 광고총량 차별 해소)

기존	변경 (2021년 4월 30일 개정 / 7월 1일 시행)
제 59 조(방송광고) ① (생략)	제 59 조(방송광고) ① (현행과 같음)
②법 제 73 조제 2 항에 따른 방송광고(비상업적 공익광고, 기상광고 및 간접광고는 제외한다. 이하 이 항에서 같다)의 허용범위·시간·횟수 또는 방법 등은 다음 각 호의 기준에 따른다.	②법 제 73 조제 2 항에 따른 방송광고(비상업적 공익광고, 기상광고 및 간접광고는 제외한다. 이하 이 항에서 같다)의 허용범위·시간·횟수 또는 방법 등은 다음 각 호의 기준에 따른다.
1. 지상파방송사업자(지상파이동멀티미디어방송사업자는 제외한다. 이하 이 호에서 같다)·공동체라디오방송사업자 및 지상파방송채널사용사업자(지상파이동멀티미디어방송채널사용사업자는 제외한다)의 텔레비전방송채널과 라디오방송채널의 경우	1. 텔레비전방송채널(텔레비전방송채널의 텔레비전방송프로그램에 부가되는 데이터방송은 제외한다)과 라디오방송채널의 경우
가. 매 방송프로그램 편성시간(해당 방송프로그램을 안내하는 고지가 시작되는 시간부터 다음 방송프로그램을 안내하는 고지가 시작되기 전까지의 시간을 말하며, 방송광고 시간 및 방송사업자의 명칭 고지 시간 등을 포함한다. 이하 이 호부터 제 3 호까지에서 같다)당 방송광고 시간은 해당 방송프로그램 편성시간의 최대 100 분의 18 을 초과하지 아니할 것	가. 매 방송프로그램 편성시간(해당 방송프로그램을 안내하는 고지가 시작되는 시간부터 다음 방송프로그램을 안내하는 고지가 시작되기 전까지의 시간을 말하며, 방송광고 시간 및 방송사업자의 명칭 고지 시간 등을 포함한다. 이하 이 호에서 같다)당 방송광고 시간은 해당 방송프로그램 편성시간의 최대 100 분의 20 이하가 되도록 하며, 채널별로 1 일(방송통신위원회가 정하여 고시하는 방송 개시 시점부터 방송 종료 시점까지를 말한다) 동안 방송되는 각 방송프로그램의 편성시간당 방송광고 시간의 비율의 평균이 100 분의 17 이하가 되도록 할 것
나. 텔레비전방송채널의 경우 가목에 따른 방송광고 시간 중 방송프로그램광고 시간은 매 방송프로그램 편성시간의 100 분의 15 를 초과하지 아니할 것	나. 중간광고의 횟수, 시간 또는 방법 등은 다음의 기준에 따른 것 (1) 중간광고의 횟수는 다음의 구분에 따르며, 중간광고의 시간은 매회 1 분 이하로 할 것. 다만, 운동경기, 문화·예술 행사 등 그 중간에 휴식·준비 시간이 있는 방송프로그램의 경우 휴식·준비 시간으로 한정하여 중간광고를 할 수 있으며, 이 경우 중간광고의 횟수와 매회 광고시간은 제한을 두지 않는다. 가) 방송프로그램의 시간(중간광고 시간을 포함한다. 이하 1)에서 같다)이 45 분 이상 60 분 미만인 경우: 1 회 나) 방송프로그램의 시간이 60 분 이상 90 분 미만인 경우: 2 회 다) 방송프로그램의 시간이 90 분 이상 120 분 미만인 경우: 3 회 라) 방송프로그램의 시간이 120 분 이상 150 분 미만인 경우: 4 회 마) 방송프로그램의 시간이 150 분 이상 180 분 미만인 경우: 5 회 바) 방송프로그램의 시간이 180 분 이상인 경우: 6 회 (2) 중간광고의 방법은 다음의 기준에 따른 것 가) 중간광고는 방송프로그램의 성격과 주 시청대상을 고려하여 방송프로그램의 온전성이 훼손되거나 시청자의 시청흐름이 방해되지 않으며, 방송프로그램의 출연자 등으로 인하여 방송프로그램과 혼동되지 않도록 할 것 나) 중간광고(1) 단서에 따른 중간광고는 제외한다)가 시작되기 직전에 시청자가 중간광고가 시작됨을 명확하게 알 수 있도록 자막·음성 등으로 고지할 것. 이 경우 자막의 크기는 화면의 32 분의 1 이상이어야 한다.
다. 채널별로 1 일(방송통신위원회가 고시로 정하는 방송 개시 시점부터 방송 종료 시점까지를 말한다. 이하 이 호부터 제 3 호까지에서 같다) 동안 방송되는 각 방송프로그램의 방송프로그램 편성시간당 방송광고 시간의 비율의 평균이 100 분의 15 이하가 되도록 할 것	다. 제목 또는 구성이 유사하거나 동일하고 내용이 연결되어 사실상 동일한 프로그램으로 인식되는 2개 이상의 텔레비전방송프로그램들이 연속하여 편성(이하 "연속편성"이라 한다)된 경우 다음의 기준에 따른 것 (1) 연속편성된 방송프로그램들 사이의 방송프로그램광고 및 토막광고와 연속편성된 각 방송프로그램의 중간광고는 1 개의 동일한 방송프로그램의 중간광고로 보아 횟수·시간에 관하여는 나목 1)을 준용할 것 (2) 연속편성된 방송프로그램들 사이의 방송프로그램광고 및 토막광고의 방법에 관하여는 나목 2)가)를 준용할 것 (3) 프로그램의 동일성 등 연속편성에 관한 세부적인 사항은 방송통신위원회가 정하여 고시하는 기준에 따른 것
라. 중간광고는 하지 아니할 것. 다만, 운동경기, 문화·예술행사 등 그 중간에 휴식 또는 준비시간이 있는 방송프로그램을 송신하는 경우에는 휴식 또는 준비시간에 한정하여 중간광고를 할 수 있으며, 이 경우 중간광고의 횟수 및 매회 광고시간에 제한을 두지 아니한다.	<삭 제>

자료: 법제처, 유안타증권 리서치센터

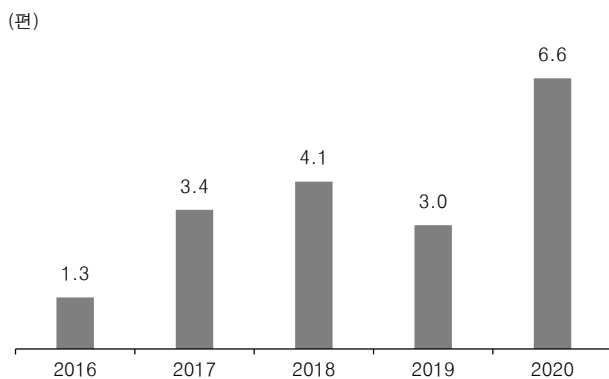
[표 9] 스튜디오 S의 실적 추이 - 스튜디오 S는 2020년 자본금 200억원 추가 확충

(단위: 억원)

	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	51	143	276	231	896
- 프로그램제작	-	-	-	231	697
- 기타	-	-	-	-	199
제작원가	-	-	-	206	815
COGS Ratio	-	-	-	89%	91%
판권비	-	-	-	22	69
SG&A Ratio	-	-	-	10%	8%
영업이익	-	-	-	3	13
OPM	-	-	-	1%	1%
순이익	-3	7	6	3	12
NIM	-6%	5%	2%	1%	1%
자산총계	24	44	40	200	586
부채총계	6	19	10	128	310
자본총계	17	25	30	72	276

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 스튜디오 S의 드라마 제작편수 추이



주: 단막극 및 일일극 제외. 16부작 환산 기준.

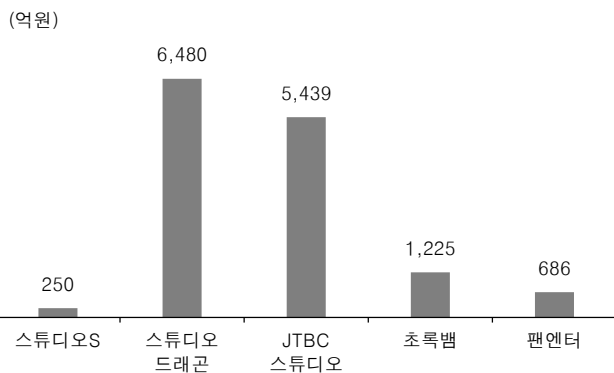
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 스튜디오 S의 2021년 드라마 라인업

- 1) 펜트하우스2 (13부작) - 2021년 2~4월
- 2) 모범택시 (16부작) - 2021년 4~5월
- 3) 펜트하우스3 (12부작) - 2021년 6월 ~
- [도쿄올림픽] 2021년 7월 23일 ~ 8월 8일
- 4) 원더우먼 (20부작) - 2021년 8월 ~
- 5) 흥천지 (16부작; 대작드라마) - 2021년 8월 ~
- 6) 악의 마음을 읽는 자들 (16부작) - 2021년 10월 ~

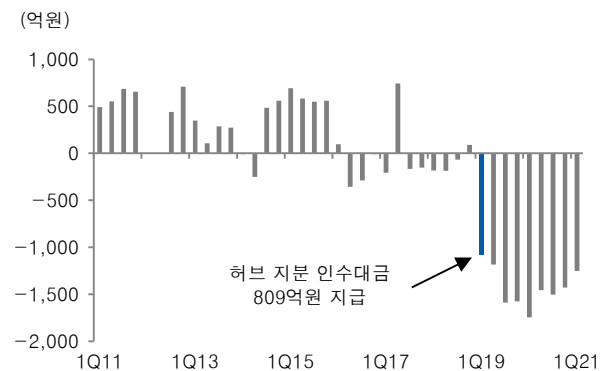
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 스튜디오 S 및 Peer 제작사 자기자본 비교 (1Q21 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] SBS 본사의 순현금 추이 - 단독으로 스튜디오 S의 자본확충 진행이 어려움



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 10] SBS 드라마 라인업 및 시청률 (2018~21년)

	드라마	회차	방송기간	제작사	연출	작가	출연	시청률	
								평균	최고
월화드라마	복수가 돌아왔다	16	2018.12.10 ~ 2019.02.04	슈퍼문픽처스, 애니플러스	박선호, 함준호	김윤영	유승호, 조보아	5.5%	8.1%
	해치	24	2019.02.11 ~ 2019.04.30	김종학프로덕션	이용석	김이영	정일우, 고아라, 권율	6.8%	8.4%
	초면에 사랑합니다.	16	2019.05.06 ~ 2019.06.25	비온드제이	이광영	김아정	김영광, 진기주	3.4%	4.6%
	17세의 조건	2	2019.08.05 ~ 2019.08.06	스튜디오 S	조영민	류보리	윤찬영, 박시은	2.9%	3.0%
	VIP	16	2019.10.28 ~ 2019.12.24	스튜디오 S	이정림	차해원	장나라, 이상윤, 이청아	9.8%	15.9%
	낭만닥터 김사부 2	16	2020.01.06 ~ 2020.02.25	삼화네트웍스	유인식, 이길복	강은경	한석규, 안효섭, 이성경	18.3%	27.1%
	아무도 모른다	16	2020.03.02 ~ 2020.04.21	스튜디오 S	이정흠	김은향	김서형, 류덕환, 박훈	8.6%	10.1%
	굿캐스팅	16	2020.04.27 ~ 2020.06.16	스튜디오 S, 박스미디어	최영훈	박지하	최강희, 이상엽, 유인영	8.5%	12.3%
	브랍스를 좋아하세요?	16	2020.08.31 ~ 2020.10.20	스튜디오 S	조영민	류보리	박은빈, 김민재	4.9%	6.3%
	펜트하우스	21	2020.10.26 ~ 2021.01.05	스튜디오 S, 초록뱀미디어	주동민	김순옥	이지아, 김소연, 유진	16.3%	28.8%
	라켓소년단 (방영 중)	16	2021.05.31 ~ 2021.07.20	팬엔터테인먼트	조영광	정보훈	김상경, 탕준상, 오나라	4.8%	5.8%
	홍천기	-	2021년 하반기	스튜디오 S, 스튜디오 태유	장태유	하은	김유정, 안효섭, 공명	-	-
	악의 마음을 읽는 자들	-	2021년 하반기	스튜디오 S	-	설이나	-	-	-
수목드라마	황후의 품격	26	2018.11.21 ~ 2019.02.21	에스엠라이프디자인그룹	주동민, 이정림	김순옥	장나라, 신성록	10.5%	17.9%
	빅이슈	16	2019.03.06 ~ 2019.05.02	HB 엔터테인먼트	이동훈	장혁린	주진모, 한예슬	3.4%	4.8%
	절대 그이	18	2019.05.15 ~ 2019.07.06	아폴로픽쳐스, IHQ	정정화	양혁문, 장아미	여진구, 방민아	2.5%	3.5%
	닥터 탐정	16	2019.07.17 ~ 2019.09.05	스튜디오 S	박준우	송윤희	박진희, 봉태규	4.1%	5.7%
	시크릿 부티크	16	2019.09.18 ~ 2019.11.28	스튜디오 S	박형기	허선희	김선아, 장미희, 박희본	4.4%	6.0%
주말드라마	운명과 분노	20	2018.12.01 ~ 2019.02.09	(주)호박당콜, IHQ	정동윤	이제인	주상욱, 이민정	6.9%	9.3%
금토드라마	열혈사제	20	2019.02.15 ~ 2019.04.20	삼화네트웍스	이명우	박재범	김남길, 김성균	16.1%	22.0%
	녹두꽃	24	2019.04.26 ~ 2019.07.13	씨제스엔터테인먼트	신경수	정현민	조정석, 윤시운	6.6%	11.5%
	의사요한	16	2019.07.19 ~ 2019.09.07	KPJ	조수원	김지운	지성, 이세영	8.3%	12.3%
	배가본드	16	2019.09.20 ~ 2019.11.23	셀트리온엔터테인먼트	유인식	장영철	이승기, 수지, 신성록	9.3%	13.0%
	스토브리그	16	2019.12.13 ~ 2020.02.14	김픽처스	정동윤	이신화	남궁민, 박은빈, 오정세	12.5%	19.1%
	하이예나	16	2020.02.21 ~ 2020.04.11	키이스트	장태유	김루리	김혜수, 주지훈	10.1%	14.6%
	더 킹 : 영원의 군주	16	2020.04.17 ~ 2020.06.12	스튜디오드래곤, 화앤담픽처스	백상훈	김은숙	이민호, 김고은, 우도환	7.7%	11.6%
	편의점 샛별이	16	2020.06.19 ~ 2020.08.08	태원엔터테인먼트	이명우	손근주	김유정, 지창욱	6.4%	9.5%
	앨리스	16	2020.08.28 ~ 2020.10.24	스튜디오 S	백수찬	김규원, 강철규	김희선, 주원	7.6%	10.6%
	날아라 개천용	20	2020.10.30 ~ 2021.01.23	스튜디오앤뉴, 스튜디오 S	곽정환	박상규	권상우, 정우성(배성우)	5.1%	6.7%
	펜트하우스 2	13	2021.02.19 ~ 2021.04.02	스튜디오 S, 초록뱀미디어	주동민	김순옥	이지아, 김소연, 유진	22.2%	29.2%
	모범택시	16	2021.04.09 ~ 2021.05.29	스튜디오 S, 그룹에이트	박준우	오상호	이제훈, 이슬, 김의성	12.7%	16.0%
	원더우먼	20	2021.08~	스튜디오 S	최영훈	김윤	이상윤, 이하늬	-	-
	지금 헤어지는 중입니다	16	2021.11~	삼화네트웍스, UAA	이길복	제인	송혜교, 장기용	-	-
금요드라마	펜트하우스 3 (방영 중)	12	2021.06.04~	스튜디오 S, 초록뱀	주동민	김순옥	이지아, 김소연, 유진	18.2%	19.5%

주: 주말드라마 슬롯은 『운명과 분노』를 마지막으로 폐지. 이후, 금토드라마 슬롯 신설.

자료: 유안타증권 리서치센터

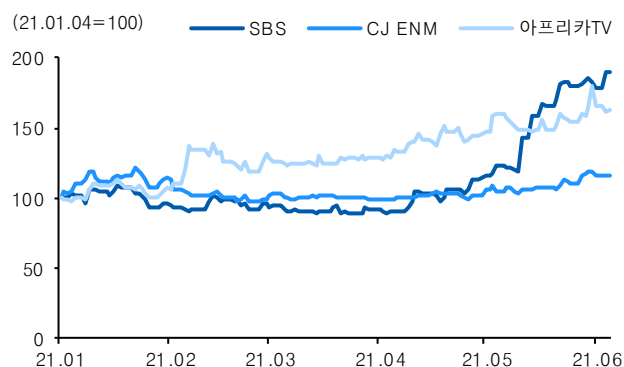
[표 11] 글로벌 방송국 Peer Valuation

(단위: 억원, 억엔, 백만달러, 배, %)

		한국 방송국 / 플랫폼			일본 방송국 / MCN					미국 방송국				
		CJ ENM	SBS	아프리카TV	닛폰 테레비	TV 아사히	TV 도쿄	3 사 평균	UUUM	ViacomCBS	넥스타	싱글레어	그레이	4 사 평균
		(억원)	(억원)	(억원)	(억엔)	(억엔)	(억엔)		(억엔)	(백만달러)	(백만달러)	(백만달러)	(백만달러)	
시가총액		36,183	8,487	11,552	3,538	2,090	616	-	299	27,149	6,240	2,520	2,245	-
2017	매출액	22,600	7,732	946	4,167	2,959	1,427	-	70	13,692	2,432	2,636	883	-
	영업이익	2,245	187	183	525	173	64	-	4	2,861	506	738	291	-
	순이익	1,309	150	147	408	159	43	-	3	357	475	576	262	-
	PER	9.4	31.4	16.0	11.9	14.2	16.8	14.3	-	13.8	18.7	30.7	17.6	20.2
	PBR	1.2	0.8	3.3	0.8	0.7	0.9	0.8	-	11.4	2.3	2.5	1.5	4.4
	ROE	13.5	2.7	23.2	6.6	5.1	5.8	5.8	46.4	12.6	54.6	53.4	35.3	39.0
	EV/EBITDA	4.4	8.7	9.0	5.4	5.8	6.3	5.9	-	10.5	10.3	7.1	7.8	8.9
	PSR	0.5	0.6	2.5	1.2	0.8	0.5	0.8	-	1.7	1.5	1.4	1.4	1.5
	매출액	23,604	9,140	1,266	4,237	3,025	1,471	-	117	27,250	2,767	3,055	1,084	-
	영업이익	1,821	51	271	510	186	74	-	7	5,204	758	660	389	-
2018	순이익	1,626	49	216	374	158	61	-	4	3,455	389	341	211	-
	PER	20.0	84.5	18.8	12.8	15.7	13.1	13.8	72.8	7.4	9.2	31.9	6.6	13.8
	PBR	1.6	0.7	4.2	0.7	0.7	1.0	0.8	16.6	2.6	1.9	1.5	1.1	1.8
	ROE	8.6	0.9	26.6	5.6	4.8	7.7	6.0	32.6	55.6	22.8	21.3	19.3	29.7
	EV/EBITDA	8.3	9.6	13.5	5.7	6.3	5.4	5.8	37.5	8.0	7.3	5.6	6.9	7.0
	PSR	1.4	0.5	3.2	1.1	0.8	0.5	0.8	2.5	1.0	1.3	0.9	1.2	1.1
	매출액	37,897	8,177	1,665	4,249	3,017	1,492	-	197	26,998	3,039	4,240	2,122	-
	영업이익	2,694	126	372	497	162	59	-	12	4,146	655	470	478	-
	순이익	1,042	197	344	387	129	32	-	9	3,308	230	47	179	-
	PER	39.1	19.2	20.2	10.9	16.2	20.3	15.8	90.9	8.7	25.8	8.7	15.0	14.5
2019	PBR	1.2	0.6	5.6	0.6	0.6	0.8	0.7	28.9	2.0	2.6	2.0	1.5	2.0
	ROE	3.7	3.5	32.5	5.4	3.8	3.9	4.4	38.3	28.0	11.9	3.0	9.6	13.1
	EV/EBITDA	4.0	7.3	13.8	5.3	5.3	4.5	5.0	57.6	9.3	13.8	16.7	9.4	12.3
	PSR	1.1	0.5	4.2	1.0	0.7	0.4	0.7	4.1	1.0	1.8	0.7	1.0	1.1
	매출액	33,912	8,603	1,966	4,245	2,957	1,520	-	220	25,923	4,464	5,937	2,334	-
	영업이익	2,721	691	504	391	129	62	-	10	4,857	1,320	1,297	704	-
	순이익	569	-673	366	318	243	44	-	4	2,570	773	186	349	-
	PER	49.0	-4.9	18.6	12.0	9.3	14.7	12.0	76.1	9.3	8.9	20.5	6.3	11.2
	PBR	0.7	0.6	4.4	0.5	0.6	0.7	0.6	-	1.6	2.7	-	-	2.2
	ROE	1.8	-12.3	27.6	4.4	7.2	6.0	5.9	11.8	17.9	27.3	23.6	-	22.9
2020	EV/EBITDA	5.2	-10.3	9.6	3.2	5.5	3.4	4.0	-	7.4	7.3	7.5	6.2	7.1
	PSR	0.8	0.4	3.5	0.9	0.7	0.4	0.7	1.4	1.0	1.4	0.4	0.9	0.9
	매출액	36,375	9,762	2,673	4,005	2,625	1,469	-	243	27,755	4,573	6,264	2,281	-
	영업이익	3,424	1,655	842	371	138	60	-	7	4,471	1,106	90	483	-
	순이익	2,436	1,179	661	300	120	42	-	5	2,542	714	-350	172	-
	PER	13.5	7.2	17.5	11.8	17.4	14.6	14.6	66.0	10.7	8.7	-7.2	13.1	6.3
	PBR	0.8	1.5	5.3	0.4	0.6	0.7	0.6	-	1.3	2.5	-	-	1.9
	ROE	6.7	21.9	37.3	4.1	3.4	5.7	4.4	12.6	15.4	22.8	4.0	-	14.1
	EV/EBITDA	4.6	4.8	-	3.3	5.9	3.2	4.1	-	8.1	7.7	11.8	8.4	9.0
	PSR	0.9	0.9	4.3	0.9	0.8	0.4	0.7	1.2	1.0	1.4	0.4	1.0	0.9
2021E	매출액	40,513	10,742	3,261	4,122	2,902	1,470	-	282	28,579	5,077	6,517	2,641	-
	영업이익	3,873	1,515	1,087	429	145	57	-	11	4,491	1,440	414	733	-
	순이익	2,665	1,137	847	341	132	41	-	7	2,600	963	11	369	-
	PER	12.3	7.5	13.6	10.4	15.8	15.0	13.7	43.4	10.4	6.5	237.7	6.1	65.2
	PBR	0.7	1.2	3.8	0.4	0.5	0.6	0.5	-	1.1	1.9	-	-	1.5
	ROE	6.5	18.1	34.5	4.4	3.6	5.5	4.5	19.2	12.2	28.5	3.4	-	14.7
	EV/EBITDA	3.9	4.8	-	3.1	5.7	3.2	4.0	-	8.1	6.5	11.8	6.1	8.1
	PSR	0.8	0.8	3.5	0.9	0.7	0.4	0.7	1.1	0.9	1.2	0.4	0.9	0.9
	매출액	40,513	10,742	3,261	4,122	2,902	1,470	-	282	28,579	5,077	6,517	2,641	-
	영업이익	3,873	1,515	1,087	429	145	57	-	11	4,491	1,440	414	733	-
	순이익	2,665	1,137	847	341	132	41	-	7	2,600	963	11	369	-
2022E	PER	12.3	7.5	13.6	10.4	15.8	15.0	13.7	43.4	10.4	6.5	237.7	6.1	65.2
	PBR	0.7	1.2	3.8	0.4	0.5	0.6	0.5	-	1.1	1.9	-	-	1.5
	ROE	6.5	18.1	34.5	4.4	3.6	5.5	4.5	19.2	12.2	28.5	3.4	-	14.7
	EV/EBITDA	3.9	4.8	-	3.1	5.7	3.2	4.0	-	8.1	6.5	11.8	6.1	8.1
	PSR	0.8	0.8	3.5	0.9	0.7	0.4	0.7	1.1	0.9	1.2	0.4	0.9	0.9
	매출액	40,513	10,742	3,261	4,122	2,902	1,470	-	282	28,579	5,077	6,517	2,641	-
	영업이익	3,873	1,515	1,087	429	145	57	-	11	4,491	1,440	414	733	-
	순이익	2,665	1,137	847	341	132	41	-	7	2,600	963	11	369	-
	PER	12.3	7.5	13.6	10.4	15.8	15.0	13.7	43.4	10.4	6.5	237.7	6.1	65.2
	PBR	0.7	1.2	3.8	0.4	0.5	0.6	0.5	-	1.1	1.9	-	-	1.5
	ROE	6.5	18.1	34.5	4.4	3.6	5.5	4.5	19.2	12.2	28.5	3.4	-	14.7
	EV/EBITDA	3.9	4.8	-	3.1	5.7	3.2	4.0	-	8.1	6.5	11.8	6.1	8.1
	PSR	0.8	0.8	3.5	0.9	0.7	0.4	0.7	1.1	0.9	1.2	0.4	0.9	0.9

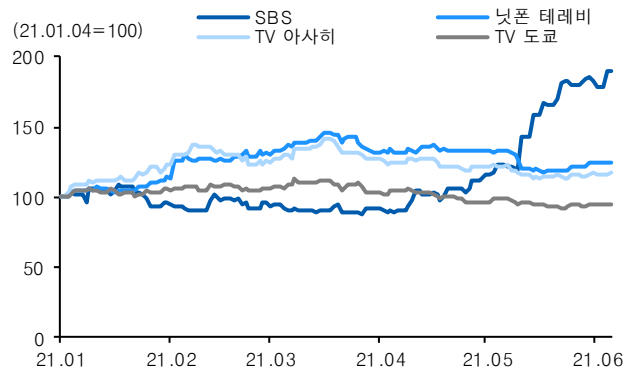
주: CJ ENM 및 SBS는 당사 추정치, 아프리카 TV 및 해외 Peer 기업들은 컨센서스 기준. 일본 지상파 3사는 3월 결산, 일본 MCN UUUM은 6월 결산법인. 한국 및 미국 기업들은 모두 12월 결산법인임
 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 국내 방송 Peer 주가 추이



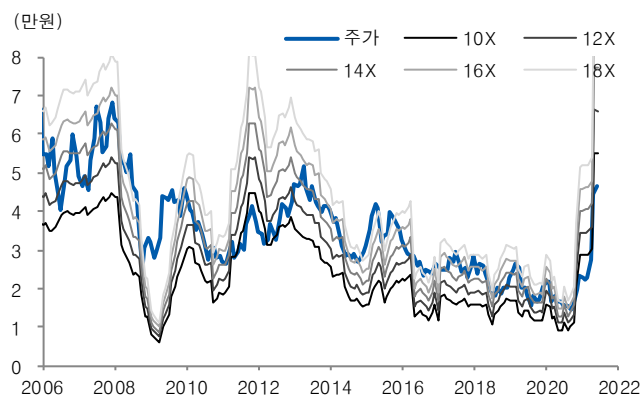
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 일본 방송 Peer 주가 추이



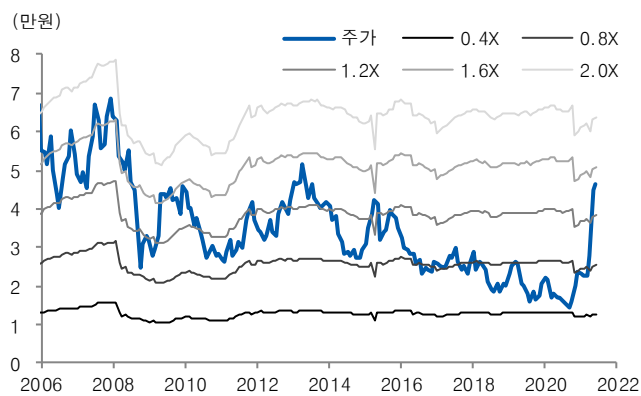
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] SBS PER 밴드차트 (12MF 컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] SBS PBR 밴드차트 (12MF 컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 12] SBS 목표주가 산출방식 (Sum-of-the-parts)

	가치	비고
(A) 영업자산 가치	11,374 억원	
- 방송국	11,374 억원	2022년 예상 지배 순이익 1,137 억원 x Target PER 10 배
(B) 투자자산 가치	5,381 억원	
- 스튜디오 S 지분	5,227 억원	JTBC 스튜디오 Pre-IPO 가치 1.6 조원 x (SBS 드라마 2개 슬롯 / JTBC 3개 슬롯) x 잠재 희석지분을 70% x 자회사 할인율 30%
- 투자부동산	155 억원	1Q21 기준 (연결)
(C) 기업 가치	16,755 억원	(A) + (B)
(D) 주식수	1,769 만주	발행주식수 1,825 만주 - 자기주식 56 만주
목표주가	95,000원	(C) / (D)

자료: 유안타증권 리서치센터

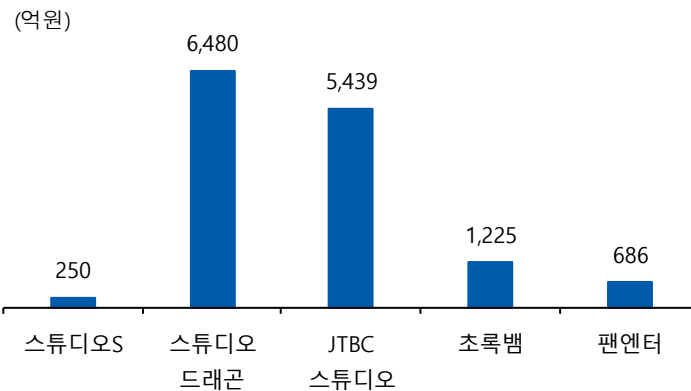
Key Chart

2021E~22E SBS 실적 추정치 변경 (단위: 억원, %)

	2021E			2022E		
	기존	변경	변동률	기존	변경	변동률
매출액	10,010	9,762	-2.5	10,799	10,742	-0.5
영업이익	1,648	1,655	0.4	1,238	1,515	22.4
당기순이익	1,164	1,179	1.3	914	1,137	24.4
EPS(원)	6,376	6,460	1.3	5,009	6,232	24.4

자료: 유안타증권 리서치센터 주: 기존 추정치는 2021년 5월 17일 발간보고서 기준

스튜디오S 및 Peer 제작사 자기자본 비교 (1Q21 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

SBS 목표주가 산출방식 (Sum-of-the-parts)

	가치	비고
(A) 영업자산 가치	11,374억원	
- 방송국	11,374억원	2022년 예상 지배 수익 1,137억원 x Target PER 10배
(B) 투자자산 가치	5,381억원	
- 스튜디오S 자본	5,227억원	JTBC스튜디오 Pre-IPO 가치 1.6조원 x (SBS 드라마 2개 슬롯 / JTBC 3개 슬롯) x 잠재 희석지분율 70% x 자회사 할인율 30%
- 투자부동산	155억원	1Q21 기준 (연결)
(C) 기업 가치	16,755억원	(A) + (B)
(D) 주식수	1,769만주	발행 주식수 1,825만주 - 자기주식 56만주
목표주가	95,000원	(C) / (D)

자료: 유안타증권 리서치센터

SBS (034120) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	8,177	8,603	9,762	10,742	10,472
매출원가	6,573	6,369	6,727	7,888	7,566
매출총이익	1,604	2,234	3,035	2,854	2,906
판매비	1,478	1,544	1,380	1,338	1,284
영업이익	126	691	1,655	1,515	1,623
EBITDA	405	962	1,901	1,742	1,850
영업외손익	148	-1,402	-51	23	48
외환관련손익	2	-29	11	0	0
이자손익	-5	-16	-17	-17	8
관계기업관련손익	-84	-34	8	0	0
기타	235	-1,323	-53	40	40
법인세비용차감전순손익	274	-711	1,605	1,539	1,670
법인세비용	64	-92	393	372	404
계속사업순손익	209	-619	1,212	1,166	1,266
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	209	-619	1,212	1,166	1,266
지배지분순이익	197	-673	1,179	1,137	1,237
포괄순이익	215	-663	1,289	1,244	1,343
지배지분포괄이익	204	-714	1,062	999	1,079

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-610	665	761	770	1,297
당기순이익	209	-619	1,212	1,166	1,266
감가상각비	267	261	241	222	223
외환손익	4	26	-7	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1,203	-453	-1,093	-966	-539
기타현금흐름	113	1,451	408	347	347
투자활동 현금흐름	139	-476	-731	-629	-629
투자자산	-375	-239	-383	-400	-400
유형자산 증가 (CAPEX)	-121	-85	-88	-100	-100
유형자산 감소	7	3	0	0	0
기타현금흐름	628	-155	-260	-129	-129
재무활동 현금흐름	1,254	-543	607	-920	-220
단기차입금	0	0	350	147	147
사채 및 장기차입금	1,295	-366	299	-1,000	-300
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-16	-27	0	-27	-27
기타현금흐름	-25	-150	-42	-40	-40
연결범위변동 등 기타	-1	-16	-296	818	615
현금의 증감	781	-370	341	39	1,065
기초 현금	132	914	543	885	924
기말 현금	914	543	885	924	1,989
NOPLAT	126	691	1,655	1,515	1,623
FCF	-731	580	673	670	1,197

자료: 유안타증권

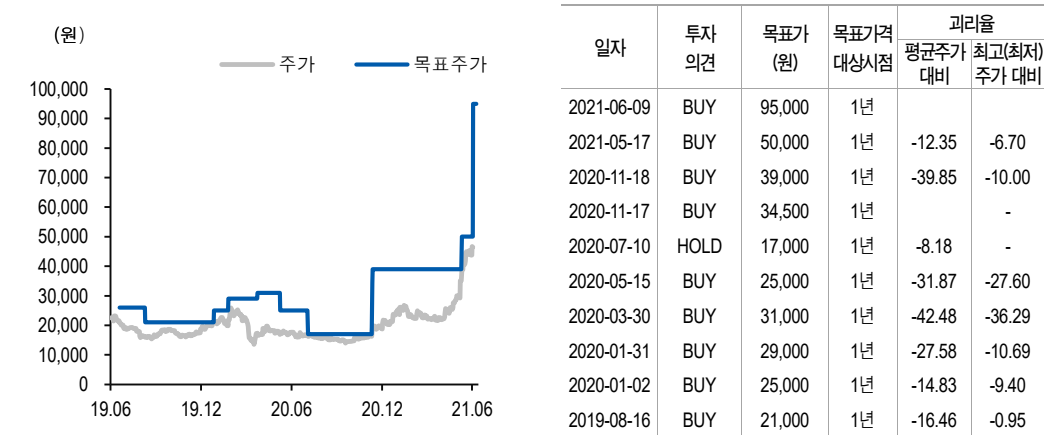
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	7,170	6,582	7,648	7,581	8,566	
현금및현금성자산	914	543	885	924	1,989	
매출채권 및 기타채권	3,165	3,267	3,275	3,160	3,081	
재고자산	26	24	27	36	35	
비유동자산	5,308	5,122	5,569	5,843	6,116	
유형자산	3,131	2,991	2,848	2,726	2,603	
관계기업등 지분관련자산	194	125	533	933	1,333	
기타투자자산	1,084	1,102	1,103	1,103	1,103	
자산총계	12,478	11,704	13,218	13,424	14,682	
유동부채	3,930	2,468	3,383	3,276	3,624	
매입채무 및 기타채무	1,828	1,592	1,797	1,543	1,744	
단기차입금	64	0	650	797	945	
유동성장기부채	1,299	0	0	0	0	
비유동부채	2,076	3,566	3,558	2,558	2,258	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	1,796	2,795	2,795	1,795	1,495	
부채총계	6,006	6,034	6,940	5,834	5,881	
지배지분	5,804	5,113	5,673	6,861	8,071	
자본금	913	913	913	913	913	
자본잉여금	672	722	722	722	722	
이익잉여금	4,309	3,565	4,067	5,178	6,388	
비지배지분	667	556	605	729	729	
자본총계	6,471	5,670	6,277	7,590	8,801	
순차입금	242	25	-78	-970	-2,187	
총차입금	3,222	2,944	3,588	2,735	2,583	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	1,079	-3,686	6,460	6,232	6,776	
BPS	32,810	28,905	32,068	38,785	45,626	
EBITDAPS	2,220	5,273	10,414	9,542	10,135	
SPS	44,797	47,135	53,484	58,851	57,374	
DPS	150	0	150	150	150	
PER	19.2	-4.9	7.2	7.5	6.9	
PBR	0.6	0.6	1.5	1.2	1.0	
EV/EBITDA	11.6	4.0	4.7	4.7	3.8	
PSR	0.5	0.4	0.9	0.8	0.8	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	-10.5	5.2	13.5	10.0	-2.5	
영업이익 증가율 (%)	147.4	448.9	139.7	-8.5	7.1	
지배순이익 증가율 (%)	304.5	적전	흑전	-3.5	8.7	
매출총이익률 (%)	19.6	26.0	31.1	26.6	27.8	
영업이익률 (%)	1.5	8.0	17.0	14.1	15.5	
지배순이익률 (%)	2.4	-7.8	12.1	10.6	11.8	
EBITDA 마진 (%)	5.0	11.2	19.5	16.2	17.7	
ROIC	2.1	12.8	28.6	26.5	29.7	
ROA	1.8	-5.6	9.5	8.5	8.8	
ROE	3.5	-12.3	21.9	18.1	16.6	
부채비율 (%)	92.8	106.4	110.6	76.9	66.8	
순차입금/자기자본 (%)	4.2	0.5	-1.4	-14.1	-27.1	
영업이익/금융비용 (배)	2.0	10.5	28.8	26.4	29.9	

SBS (034120) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-06-06

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.