



SBS (034120)

KB증권



더 많은 리포트 보기

부진 예상에도 여전히 매력적인 밸류에이션

2023년 3월 10일

미디어 / 광고 Analyst 최용현

02-6114-2915 yonghyun.choi@kbfg.com

투자 의견 Buy 유지
목표주가 51,000원으로 상향

SBS에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 51,000원 (상승여력 15.0%)으로 2.0% 상향 조정한다. 목표주가는 P/B-ROE 모형으로 추정했다. 경기 둔화에 따른 광고 집행 감소를 반영하여 2023년 지배주주순이익을 41.9% 하향 조정하지만, 부진한 실적을 고려하더라도 SBS 주가는 2023E P/E 10.6배로 경쟁사 대비 저평가 수준이다. SBS가 콘텐츠 제작사보다 할인을 받을 이유는 없다고 생각한다. SBS는 콘텐츠를 통해 판매 수익뿐만 아니라 광고 매출까지 발생시킬 수 있으므로 오히려 콘텐츠 활용도가 높다. 자회사 스튜디오에 대한 IPO 계획도 아직 미정임으로 지주사 할인을 반영하기 이르다고 판단된다.

4Q22 Review:
월드컵 + 성과급 상여로
영업이익 컨센서스 하회

SBS는 4Q22 매출액 3,885억원 (+33.4% YoY), 영업이익 361억원 (OPM 9.3% YoY)을 기록하며 영업이익 기준 컨센서스를 40.6% 하회했다. 매출액은 월드컵 효과로 광고, 사업부문 모두 성장한 반면 영업이익은 월드컵 관련 제작, 성과급 지급에 따른 비용이 부담으로 작용한 것으로 추정된다. 국내 광고 시장은 4분기 둔화되는 모습을 나타냈으나, SBS 광고 매출은 월드컵 효과로 전년 대비 5.5% 하락에 그치며 TV 광고 시장을 아웃퍼폼했다. 사업 매출액은 월드컵 관련 중계권 판매가 1,000억원 이상 인식된 것으로 추정되고, 그 영향으로 전년 대비 100% 성장했다.

2023년 영업이익 960억원 전망

SBS는 2023년 매출액 1조원 (-13.9% YoY), 영업이익 960억원 (-47.3% YoY, OPM 9.6%)을 기록할 것으로 예상된다. 광고 시장 전반적으로 광고비 집행이 줄어들면서 방송 광고 매출은 3,962억원 (-10.6% YoY)을 전망한다. 사업 매출액은 디즈니/아마존 판매에 따른 관련 매출 증가에도 2022년 일회성으로 반영된 대규모 중계권 매출 부재로 4,541억원 (-20.1% YoY)을 전망한다. 1Q23에는 드라마 채널 방영 편수 (44편 추정)를 고려했을 때 전년과 유사한 수준의 제작비가 집행되었을 것으로 예상되어 광고 부진이 영업이익 부진으로 이어질 전망이다. 1Q23 영업이익은 22억원으로 추정된다.

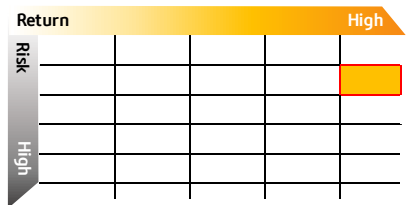
Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	51,000
Dividend yield* (%)	1.4
Total return (%)	16.4
현재가 (3/9, 원)	44,350
Consensus target price (원)	55,000
시가총액 (억원)	8,095

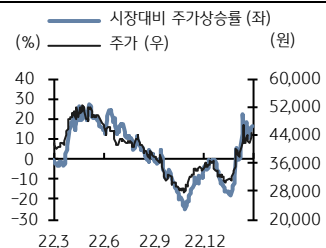
* Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data	
Free float (%)	60.0
거래대금 (3m, 십억원)	7.5
외국인 지분율 (%)	0.0
주요주주 지분율 (%)	티와이홀딩스 36.9 국민연금공단 13.9
Stock Price Performance (Total Return 기준)	
주가상승률 (%)	1M 3M 6M 12M
절대수익률	12.0 31.9 21.7 10.1
시장대비 상대수익률	14.9 28.1 17.7 16.1

Risk & Total Return (annualized over three years)



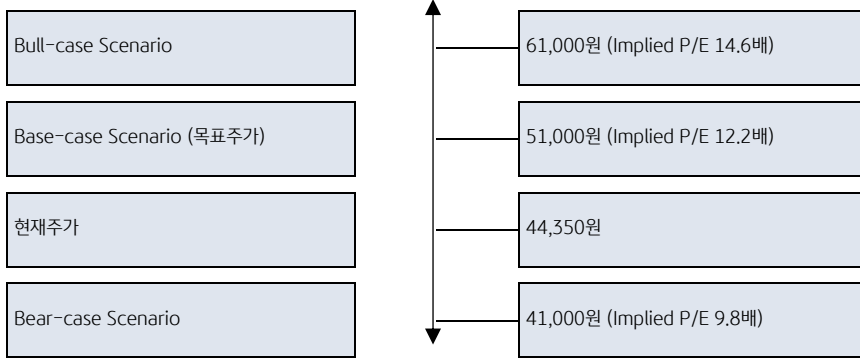
Stock Price & Relative Performance



자료: SBS, KB증권

Earnings Forecast & Valuation				
결산기말	2022P	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	1,166	1,012	1,042	1,078
영업이익 (십억원)	182	101	99	100
지배주주순이익 (십억원)	152	76	74	75
EPS (원)	8,334	4,182	4,043	4,117
증감률 (%)	11.8	-49.8	-3.3	1.8
P/E (x)	4.1	10.6	11.0	10.8
EV/EBITDA (x)	2.1	3.9	3.7	3.2
P/B (x)	0.8	1.0	0.9	0.8
ROE (%)	21.0	9.3	8.4	8.0
배당수익률 (%)	2.9	1.4	1.4	1.4

투자이견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 2023년 스튜디오S 콘텐츠 제작 편수 15편
- 2) 2023년 시즌제 작품 4편 방영

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2023년 스튜디오S 콘텐츠 제작 편수 20편 이상
- 2) 2023년 시즌제 작품 6편 이상 방영

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 2023년 스튜디오S 콘텐츠 제작 편수 10편 이하
- 2) 2023년 시즌제 작품 4편 이하 방영

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2022	2023E	2022	2023E	2022	2023E
매출액	1,143.5	1,060.0	1,166.1	1,003.8	2.0	-5.3
영업이익	219.4	176.1	182.0	96.0	-17.0	-45.5
지배주주순이익	155.4	125.4	152.5	72.8	-1.9	-41.9

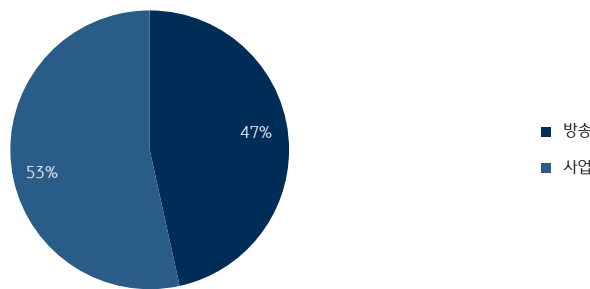
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2022	2023E	2022	2023E	2022	2023E
매출액	1,166.1	1,003.8	1,125.9	1,064.7	3.6	-5.7
영업이익	182.0	96.0	208.7	170.2	-12.8	-43.6
지배주주순이익	152.5	72.8	158.7	127.2	-3.9	-42.8

자료: Quantwise, KB증권 추정

매출액 구성 (2023E, %)



자료: SBS, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(조원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
SBS	0.8	5.4	6.4	1.01	0.89	3.1	3.7	21.5	14.9	2.3	2.1
스튜디오드래곤	2.4	32.7	27.2	3.06	2.76	10.4	9.2	9.8	10.7	0.0	0.0
씨제이엔엠	2.0	19.1	11.6	0.53	0.51	3.9	3.6	2.8	4.4	1.8	2.1
콘텐츠리중앙	0.5	34.8	16.5	2.55	2.87	11.1	10.5	5.4	15.8	0.0	0.0

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

P/B-ROE Valuation

- 2) 목표주가 산정:

ROE 9.51%, COE 9.33%

- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

61,000원 ~ 41,000원

- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

2023E Implied P/E 12.2배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.3
금리 1%p 상승 시	-0.1	+0.3

표 1. 4Q22 실적 및 시장 컨센서스 비교

(십억원, %, %p)	4Q22P	3Q22	QoQ	4Q21	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출총이익	388.5	118.3	228.4	116.5	233.5	358.2	8.5	340.6	14.1
영업이익	36.1	40.5	(10.9)	41.9	(13.8)	70.0	(48.4)	60.8	(40.6)
<i>OP/GP</i>	9.3	34.3	(25.0)	36.0	(26.7)	19.5	(10.3)	17.9	(8.6)
지배주주순이익	27.8	27.8	0.1	45.9	(39.4)	30.6	(9.2)	30.6	(9.2)
<i>NP/GP</i>	7.2	23.5	(16.3)	39.4	(32.2)	8.5	(1.4)	9.0	(1.8)

자료: Quantiwise, KB증권 추정

표 2. 2023 실적 추정 및 시장 컨센서스 비교

(십억원, %, %p)	2022					2023E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	1,166.1	1,143.5	2.0	1,125.9	3.6	1,003.8	1,060.0	(5.3)	1,064.7	(5.7)
영업이익	182.0	219.4	(17.0)	208.7	(12.8)	96.0	176.1	(45.5)	170.2	(43.6)
<i>영업이익률</i>	15.6	19.2	(3.6)	18.5	(2.9)	9.6	16.6	(7.0)	16.0	(6.4)
지배주주순이익	152.5	155.4	(1.9)	158.7	(3.9)	72.8	125.4	(41.9)	127.2	(42.8)
<i>지배주주순이익률</i>	13.1	13.6	(0.5)	14.1	(1.0)	7.3	11.8	(4.6)	11.9	(4.7)

자료: Quantiwise, KB증권 추정

주: 변경전 2022년 12월 19일

표 3. SBS 실적 추정

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022	2023E
연결매출액	273.4	244.5	259.7	388.5	244.4	246.9	260.7	251.9	860.3	1,079.0	1,166.1	1,003.8
(YoY %)	25.9	-5.4	-16.8	33.4	-10.6	1.0	0.4	-35.2	5.2	25.4	8.1	-13.9
(QoQ %)	-6.1	-10.6	6.2	49.6	-37.1	1.0	5.6	-3.4				
별도매출액	234.4	220.8	203.5	353.9	205.4	223.2	204.4	217.3	756.8	909.8	1012.6	850.4
방송광고	113.2	120.2	97.8	112.4	94.0	108.2	92.9	101.2	361.7	435.6	443.6	396.2
사업	121.2	100.5	105.5	241.8	111.5	115.0	111.5	116.1	395.1	474.4	569.0	454.1
영업이익 (연결)	61.4	46.6	38.0	36.1	2.2	30.5	40.8	22.4	74.5	184.4	182.0	96.0
(YoY %)	45.4	-10.0	-56.4	984.7	-96.4	-34.4	7.6	-37.8	492.3	147.5	-1.3	-47.3
(QoQ %)	1744.5	-24.2	-18.5	-4.9	-93.9	1285.1	33.7	-45.0				
영업이익률 (%)	22.5	19.0	14.6	9.3	0.9	12.4	15.7	8.9	8.7	17.1	15.6	9.6
영업이익 (별도)	50.0	39.8	21.1	32.4	-7.8	29.0	25.9	20.3	50.3	140.7	143.3	67.4
(YoY %)	51.0	7.8	-72.4	흑전	적전	-27.3	22.9	-37.4	739.9	179.6	1.8	-53.0
(QoQ %)	흑전	-20.4	-47.0	53.7	적전	흑전	-10.4	-21.7				
영업이익률 (%)	21.3	18.0	10.4	9.2	-3.8	13.0	12.7	9.3	6.7	15.5	14.2	7.9
지배주주순이익	42.3	50.8	31.6	27.8	1.7	23.1	30.9	17.0	-63.1	136.1	152.5	72.8
(YoY %)	67.7	-18.5	-44.3	흑전	-96.1	-54.4	-2.1	-38.8	적전	흑전	12.1	-52.3
(QoQ %)	흑전	20.0	-37.7	-12.1	-94.0	1285.1	33.7	-45.0				
순이익률 (%)	15.5	20.8	12.2	7.2	0.7	9.4	11.9	6.8	-7.3	12.6	13.1	7.2

자료: SBS, KB증권 추정

표 4. SBS 상대 지표

(십억원, x, 천주, 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
EV/Sales	0.6x	0.4x	0.4x	0.4x	0.6x	0.3x	0.4x
매출액	773	914	818	860	1,079	1,166	1,012
YoY %	(6.7)	18.2	(10.5)	5.2	25.4	8.1	(13.3)
EV / EBITDA	9.0x	9.9x	8.3x	3.7x	3.1x	1.6x	3.0x
EBITDA	51	33	41	102	210	209	129
YoY %	115.2	(35.1)	22.8	151.0	106.7	(0.4)	(38.3)
P/E	31.4x	75.0x	19.3x	-	6.6x	4.1x	10.6x
EPS	824	267	1,079	(3,459)	7,456	8,334	4,182
YoY %	(2,972.9)	(67.6)	304.5	(420.5)	(315.5)	11.8	(49.8)
P/B	0.85x	0.65x	0.65x	0.83x	1.37x	0.80x	0.95x
BPS	30,428	30,678	31,799	28,240	36,005	43,269	46,482
YoY %	2.7	0.8	3.7	(11.2)	27.5	20.2	7.4
기준주가	25,850	20,000	20,800	23,550	49,350	34,550	44,350
기준주식수	18,253	18,253	18,253	18,253	18,253	18,253	18,253
기준시가총액	472	365	380	430	901	631	801

자료: SBS, KB증권 추정

표 5. SBS P/B-ROE

구분	적정가치	비고
자기자본비용 (COE) ($A = a + (b \times c)$)	9.33	
무위험수익률 (a)	3.65	최근 3개월 동안채 1년 평균금리
시장위험 프리미엄 (b)	5.41	시장요구수익률 - 무위험이자율
Beta (c)	1.05	52주 주간 Adj. 베타
Sustainable ROE (B)	9.51	2023~2027E 5년 평균 ROE
영구성장률 (C)	2.00	
Target P/B ($D = (B - C) / (A - C)$)	1.02	
적정주주가치 ($E = D \times d$)	934	
12M Fwd. 자본총계 (d)	911	
발행주식수 (e)	18,253	
주당주주가치 ($F = E / e$)	51,158	
12개월 목표주가 ($G = F$)	51,000	
현재가 (H)	44,350	3/9 증가
상승여력 ($I = G / H$)	15.0	
투자의견	Buy	

자료: SBS, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
매출액	1,079	1,166	1,012	1,042	1,078
매출원가	702	814	911	943	979
매출총이익	377	352	101	99	100
판매비와관리비	193	170	0	0	0
영업이익	184	182	101	99	100
EBITDA	210	209	129	128	131
영업외손익	8	-5	0	0	0
이자수익	6	7	0	0	0
이자비용	6	4	0	0	0
지분법손익	13	6	0	0	0
기타영업외손익	-5	-14	0	0	0
세전이익	192	177	101	99	100
법인세비용	47	41	23	23	23
당기순이익	145	156	78	75	77
지배주주순이익	136	152	76	74	75
수정순이익	136	152	76	74	75

성장성 및 수익성 비율

(%)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	25.4	8.1	-13.3	3.0	3.5
영업이익 성장률	147.5	-1.3	-44.7	-2.2	1.3
EBITDA 성장률	106.7	-0.4	-38.3	-0.8	2.0
지배기업순이익 성장률	흑전	11.8	-49.8	-3.3	1.8
매출총이익률	35.0	30.2	10.0	9.5	9.3
영업이익률	17.1	15.6	10.0	9.5	9.3
EBITDA이익률	19.5	18.0	12.8	12.3	12.1
세전이익률	17.8	15.2	10.0	9.5	9.3
지배기업순이익률	12.6	13.1	7.6	7.1	7.0

현금흐름표

(십억원)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	140	52	90	-2	28
당기순이익	145	156	78	75	77
유무형자산상각비	26	27	29	30	31
기타비현금손익 조정	45	25	23	23	23
운전자본증감	-65	-104	-17	-108	-81
매출채권감소 (증가)	8	-77	65	-41	-10
재고자산감소 (증가)	0	-40	1	0	0
매입채무증가 (감소)	33	-18	-10	6	1
기타운전자본증감	-106	30	-73	-73	-71
기타영업현금흐름	-10	-53	-23	-23	-23
투자활동 현금흐름	-142	-21	-32	-47	-52
유형자산투자감소 (증가)	-15	-35	-35	-37	-39
무형자산투자감소 (증가)	-1	-3	-1	-1	-2
투자자산감소 (증가)	-20	30	-5	3	3
기타투자현금흐름	-105	-14	9	-13	-15
재무활동 현금흐름	-2	10	75	73	74
금융부채 증감	-2	-21	14	3	4
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	-18	-18	-11	-11
기타재무현금흐름	0	50	79	80	80
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-4	41	133	24	50
기말현금	50	91	224	247	297
잉여현금흐름 (FCF)	124	14	54	-40	-12
순현금흐름	195	52	111	33	60
순현금 (순차입금)	193	245	355	388	449

자료: SBS, KB증권 추정

재무상태표

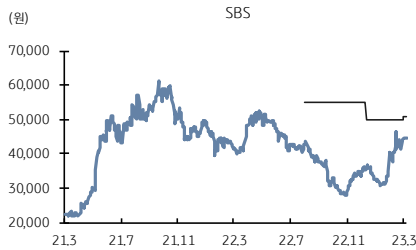
(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
자산총계	1,462	1,514	1,587	1,673	1,758
유동자산	913	947	1,008	1,089	1,168
현금 및 현금성자산	50	91	224	247	297
단기금융자산	436	428	419	432	447
매출채권	313	311	246	287	297
재고자산	2	3	2	2	2
기타유동자산	111	114	118	121	125
비유동자산	549	567	579	584	590
투자자산	154	159	164	161	157
유형자산	298	306	315	324	334
무형자산	20	13	12	11	10
기타비유동자산	76	88	88	88	88
부채총계	741	674	687	708	726
유동부채	515	472	477	497	514
매입채무	87	29	19	24	25
단기금융부채	102	111	116	120	124
기타유동부채	326	332	342	353	365
비유동부채	225	202	210	211	212
장기금융부채	192	163	171	171	171
기타비유동부채	33	39	39	40	41
자본총계	722	840	900	965	1,031
자본금	91	91	91	91	91
자본잉여금	72	72	72	72	72
기타자본항목	-15	-15	-15	-15	-15
기타포괄손익누계액	7	7	7	7	7
이익잉여금	502	635	693	757	821
지배자본 계	657	790	848	912	976
비지배자본	64	50	52	53	55

주요투자지표

(X, %, 원)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	6.6	4.1	10.6	11.0	10.8
P/B	1.4	0.8	1.0	0.9	0.8
P/S	0.8	0.5	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.7	2.1	3.9	3.7	3.2
EV/EBIT	4.2	2.4	5.0	4.8	4.2
배당수익률	2.0	2.9	1.4	1.4	1.4
EPS	7,456	8,334	4,182	4,043	4,117
BVPS	36,005	43,269	46,482	49,944	53,479
SPS (주당매출액)	59,114	63,886	55,419	57,081	59,079
DPS (주당배당금)	1,000	1,000	600	600	600
배당성향 (%)	13.0	11.6	13.9	14.4	14.1
수익성지표					
ROE	23.2	21.0	9.3	8.4	8.0
ROA	11.0	10.5	5.0	4.6	4.5
ROIC	16.1	15.5	6.9	6.3	6.1
안정성지표					
부채비율	102.6	80.2	76.3	73.3	70.5
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.8	2.0	2.1	2.2	2.3
이자보상배율 (배)	33.4	42.4	0.0	0.0	0.0
활동성지표					
총자산회전율	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
매출채권회전율	3.4	3.7	3.6	3.9	3.7
매입채무회전율	13.6	20.1	42.6	48.3	43.3
재고자산회전율	484.4	460.5	411.3	530.6	531.9

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



SBS (034120)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과락율 (%)	
				평균	최고/최저
22-08-08	Buy	최용현	55,000	-37.56	-20.36
22-12-19	Buy	최용현	50,000	-26.78	-7.00
23-03-10	Buy	최용현	51,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.7	13.3	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.