



티와이홀딩스 (363280)

2022년 06월 03일

빌립 포에버포에버, 영원히 티와이

티와이, Why Not?

매력적인 자회사. 선명한 투자 아이디어, 자사주 소각에 대한 기대감까지. 세 박자가 딱딱 맞아떨어지는 동시에 투자하지 않을 이유가 없다. 폐기물 처리 시장의 절대강자 에코비트가 끌어주고 SBS가 든든하게 받쳐준다. 잘 키운 자식들 효도에 웃음 그칠 날이 없는 모범가족, 티와이홀딩스에 주목하자. 2022년 목표 주가 38,100원, 현재 주가 25,300원, 상승여력 51%로 투자 의견 BUY를 제시한다.

투자포인트 1. 폐기물 절대강자 에코비트, Long live the KING!

폐기물 산업이 좋은 이유는 명확하다. 증가하는 폐기물과 감소하는 잔여 매립용량, 제한적인 증설이 지속적인 단가 상승을 불러오기 때문이다. 그렇다면 이렇게 좋은 폐기물 처리업 시장 내에서 압도적인 1위 기업은 어디일까? 익숙하게 떠오르는 상장사들이 있겠지만, 놀랍게도 전부 아니다. 본 보고서와 함께 지역별 압도적인 점유율을 바탕으로 시장을 지배하는 폐기물 절대강자, 에코비트를 알아보자. 시장 최대 플레이어임에도 불구하고 상장되어 있지 않아 동사를 통해서만 투자할 수 있다는 점까지 완벽하다.

투자포인트 2. 든든하게 버텨주는 SBS, Senior But Strong

올드하고 느릿느릿한 구닥다리 방송국에 불과하다고 넘겨버리면 오산이다. 보유한 콘텐츠를 마지막의 마지막까지 쥐어짜서 활용하는 집요한 BM과 그 모든 과정을 가능하게 하는 동사의 KEY, 제작사 스튜디오에스를 살펴보자. 익숙한 기업이라고, 오래된 기업이라고, 변화에 둔할 것 같다고 짐작하며 넘겨버리기에는 압도적인 수익성 개선이 너무나도 눈에 띈다.

Rating

Buy

목표주가: 38,100 원

현재주가: 25,300 원

상승여력: 51%

12M 주가추이

시가총액 1 조 2,885 억원



Balance sheet data

순자산	15,750 억원
PBR	0.97 x
ROE	11.58 %

Earning data

PER	8.09 x
EPS	3,487 원
당기순이익	1,586 억원

주요 주주

윤석민 외 3인	33.30%
자사주	30.48%

SMIC 3 팀

팀장	44 기 오유진
팀원	44 기 김영서
	44 기 김용준
	45 기 오승환

CONTENTS

1. 기업 개요	3
2. 투자포인트1. 에코비트, Long live the KING!	4
3. 투자포인트2. SBS, Senior But Strong	14
4. Issue & Risk	19
5. Valuation	21
6. Appendix	31

1. 기업 개요

환경, 방송, 건설사업
영위하는 지주사

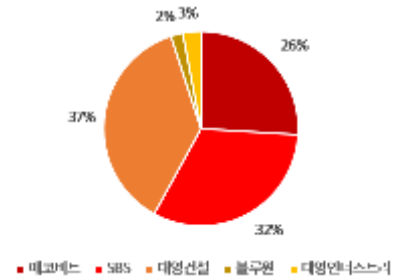
동사는 2020년 9월 분할신설 되어 코스피에 상장한 태영그룹의 지주회사로 사업부문은 환경사업, 방송사업, 건설사업, 기타사업으로 분류된다. 환경산업은 폐기물 처리업, 방송사업은 광고업 및 콘텐츠업, 건설사업은 주택 등의 건축업을 영위하고 있다. 자회사 중 SBS와 태영건설은 코스피에 상장되어 있으며, 그 밖의 자회사들은 비상장 기업이다.

그림 1-1. 각 자회사별 영업이익 비율



출처: 동사IR, SMIC 3팀

그림 1-2. 각 자회사별 영업이익 비율



출처: 사업보고서, SMIC 3팀

지배구조 개편 완료

태영그룹의 창업주인 윤세영 명예회장은 외아들 윤석민 회장에게 지분 승계를 마친 상태이며, 2020년 티와이홀딩스가 태영건설로부터 인적분할하여 지배구조 개편이 시작된 이후 2021년 TSK코퍼레이션 & ESG의 합병, 티와이홀딩스 & SBS미디어홀딩스 합병을 통해 경영권 확보를 위한 지분을 증대 및 지배구조 개편을 마무리 지었다.

투자포인트 1. 에코비트, Long Live the KING!

동사의 미래를 책임질 회사는 단연코 에코비트이다. 그런데 잠깐, 폐기물 사업이 유명한 것은 알겠는데, 진짜 좋은 것이 맞을까? 그러면 대체 뭐가 얼마나 좋다는 것일까? 이러한 시장의 우려와 기대를 오가며 본 보고서는 '폐기물 산업의 왕'이 탄생했음을 널리 알리고자 한다.

2.1. 폐기물 산업이란?

폐기물 산업 A to Z

폐기물 산업은 가정/산업체에서 발생한 각종 폐기물을 수집·운반하고, 재활용하거나 소각을 통해 중간 처리한 뒤 매립하는 산업을 말한다. 단순 운반 업체와 달리 중간처리 업체는 폐기물의 소각 과정에서 열을 생산해 추가로 제품을 판매할 수 있고, 최종처리(매립) 업체는 산업의 진입장벽이 높아 기본적인 수익성이 높게 형성되어 있다.

폐기물의 종류에 따라라도 구분할 수 있는데 음식물쓰레기와 생활폐기물은 국가 및 지방자치단체가 주도하여 처리하고, 사업장 및 지정폐기물은 주로 전문업체가 운반부터 매립까지의 과정을 담당한다. 특히 유독한 지정폐기물은 운반 과정에서 엄격한 관리가 필요하고, 재활용 및 소각을 통한 재처리가 어렵고, 바로 매립을 통해 처리해야 하는 등의 이유로 처리 단가가 훨씬 높게 형성 되어있다.

그림 2-1. 폐기물 산업 모식도



출처: SMIC 3팀

그림 2-2. 폐기물 상세 분류



출처: 전국 폐기물 발생 및 처리현황(환경부), SMIC 3팀

2.2. 알토란 같은 매립, 그 중에서도 대장은 에코비트!

폐기물 매립 산업
 진입장벽 High
 발생량 High
 GPM High

최근 소각처리 활성화 정책으로 인한 수혜 및 에너지 가격 급등으로 인해 중간처리 산업도 주목을 받고 있지만, **가장 알짜인 사업은 단연 최종처리인 매립이다.** 매립 사업은 1) 각종 환경규제와 주민들의 반발 등으로 인해 신규 진출이 어려운데, 2) 통상 4~5년 이상의 설비투자 기간이 요구되어 비용 부담이 존재하며 3) '폐기물관리법 시행령'이 개정됨에 따라 5년마다 적정 자격과 능력을 주기적으로 확인받아야 하는 등 사업 영위에 제약조건이 많아 진입장벽이 높다. 반면 폐기물 처리에 대한 수요는 항상 꾸준한데, 지난 5년간 사업장 폐기물의 발생량이 단 한 번도 감소한 적 없다는 사실은 이러한 사실을 반증한다고 할 수 있다. 이러한 사실은 동사 사업부의 GPM을 통해서도 증명된다. 소각 사업을 영위하는 에너지BU의 40%도 높은 수준이지만 매립 사업부(그린BU)는 87% 수준으로 더욱 더 압도적인 수치를 보여준다.

그림 2-3. 동사 지역별 매립 점유율 및 배출 상위 지역

지역	총 매립량 기준	지정폐기물 매립량 기준
전체	21.9%	27.6%
충북+충남	57.6%	65.6%
경북+경남	35.6%	41.2%
(단위: 톤/일)	사업장폐기물 배출량	
충남		42,000
전남		23,000
경북		22,000
경기		19,000
경남		16,000

출처: KOSIS, SMIC 3팀

그림 2-4. 동사 매립지의 지정폐기물 비율

지정폐기물 매립비율			
동사 매립지	총 매립면적	지정폐기물용 면적	비율
에코비트청주	158389㎡	0㎡	0%
(사)센드코(에코비트충주)	98434㎡	77803㎡	79%
에코시스템(우포항)	156923㎡	156923㎡	100%
에코시스템(우구미)	90547㎡	64381㎡	71%
에코시스템(우창원)	93620㎡	93620㎡	100%
각사별 GPM			
에코비트 매립 사업부	코엔텍	제이엔텍(당진시 매립지 사업)	인신이엔티 폐기물최종처리
85% (순이익 57.1%)	66.9%(미상)	57.0% (순이익 25.5%)	미상 (순이익 34.8%)

출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

에코비트, 업계
 독보적 1위

그 중에서도 동사는 타 매립업체보다 양적, 질적 지표가 훨씬 우월하다. 주요 업체와 비교해도 동사는 업계의 독보적 1등이다. 이는 동사가 사업장 폐기물 배출량의 TOP 5중 세 곳인 충남, 경북과 경남에 매립지가 위치하여 전국 단위로 20% 이상의 폐기물을 혼자 담당하는 초대형 사업자이며, 지정 폐기물의 비중 또한 압도적으로 높아 수익성이 훨씬 좋기 때문이다.

동사에게 걱정은
 없다

그러나 최근 폐기물 매립 업체에 대한 우려의 시선이 존재하는 것이 사실이다. 다양한 이유가 있겠으나 4분기 상장사들의 실적 악화와 주가 하락, 지속성에 대한 우려 등이 큰 원인이라고 판단된다. 그러나 선결하면, 이러한 걱정이 '적어도 동사에게는' 기우에 지나지 않는다. 본 보고서는 동사에 대한 우려를 국가 차원의 정책과 개별 기업단의 차원까지 모두 짚어보고, 시장이 우려할 필요가 없음을 설명하고자 한다. 그리고 이를 통해 '지금까지도 잘해왔던 동사가 '앞으로도 더 잘 할 것임'을 증명할 것이다.

2.3. 국가 차원의 우려

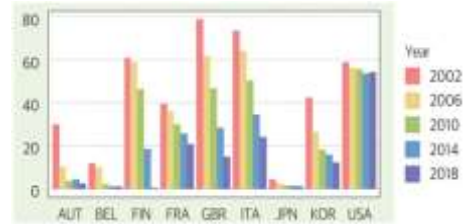
2.3.1. 국가가 소각 & 재활용률을 증가시키는 것 아닌가?

그림 2-5. 자원순환기본계획 및 감사원 감사결과

항목	순환이용률 목표	최종처분율 목표
생활폐기물	35.8% -> 61.1%	19.9% -> 7.7%
사업장폐기물	69.1% -> 83.1%	16.3% -> 3.2%
지정폐기물	51.6% -> 51.6%	26.3% -> 26.3%
항목	감사원 감사결과	
순환이용률 관련	재활용시설 관련 비용 675억 -> 2조 3355억	
최종처분율 관련	생활폐기물 최종처분율 12.1%로 상향 필요	

출처: 감사원, SMIC 3팀

그림 2-6. 국가별 매립비율



출처: OECD, Municipal waste, 국내 순환경제의 현황 및 정책적 시사점(2021, 배진석)

타 국가에 비해 낮은
폐기물 매립 비율

국가 차원의 환경 규제가 늘어남에 따라 재활용되거나 소각되는 사업장/지정 폐기물의 양이 급격하게 감소하지는 않을까? 실제로 국가의 여러 정책으로 인해 매립되는 폐기물은 매년 줄어들고 있으며, 여기서 더 나아가 자원순환기본계획(2018)은 순환이용률(재활용)과 최종처분율(매립률)의 공격적인 목표 수치를 제시하고 있다. 그러나 첫째, 20년 기준 사업장폐기물의 매립 비율은 7.0%로 선진국들과 비교해도 크게 높지 않은 상태이다. 땅이 넓어 매립 비율이 높은 미국은 차치하더라도, 다른 유럽 국가와 비교해도 유사한 수준인 것이다.

사업장/지정 폐기물의
매립비율은 유지!

또한 앞으로도 사업장/지정 폐기물의 매립 비율이 큰 폭으로 감소할 확률은 크지 않다. 대부분 지방자치단체들의 폐기물 정책은 생활폐기물의 소각을 통한 매립량 감소에 초점이 맞춰져 있다. 애당초 사업장/지정 폐기물은 위탁처리를 주로 진행하기 때문이다. 이는 자원순환기본계획에도 여실히 드러나는데, 지정폐기물의 경우 순환이용률과 최종처분율을 개선하지 않고 유지하는 것을 목표로 잡았을 정도이다.

정책 입안자들의
헛발질, 매립비율의
감소는 요원하다

정책 입안자들의 현실 감각이 부족한 점도 매립 비율의 유의미한 감소를 기대하기 어려운 요소 중 하나이다. 실제로 감사원의 감사 결과 자원순환기본계획의 두 목표치가 과다 산정되었다는 사실이 밝혀진 바 있다. 이러한 현상이 중첩되면 정책의 실효성이 떨어져 실질적인 매립 비율의 감소는 더욱 요원해질 가능성이 높은 것이다.

2.3.2. 지자체가 공공 매립지를 신규 조성하는 것 아닌가?

국가 정책이 민간 매립지에 위협이 되는 또다른 경우는 바로 국가 매립지의 신규 조성이다. 높은 매립 단가에 따른 산업계의 부담을 해소하고자 국가가 토지를 매입하고, 매립지를 직접 조성하여 저렴한 가격으로 공급을 하면 민간 분야 전체에 큰 위협이 되는 것이다. 그러나 이는 단기간에 실행되기 어려운 시나리오인데, 이를 수도권매립지의 케이스를 통해 알 수 있다.

그림 2-7. 수도권매립지 전경



출처: 인천투데이, SMIC 3팀

그림 2-8. 수도권매립지 3-1매립장 전경



출처: 언론보도, SMIC 3팀

신규 매립지 조성의
어려움

인천 서구에 위치한 수도권 매립지는 1992년 이래 30년간 서울, 경기 및 인천의 폐기물을 담당해왔다. 규약 상 16년 사용 중단이 원칙이었으나 수도권 내 대체 매립지를 찾지 못하여 지금까지 사용되고 있다. 결국 인천시가 발생지 처리 원칙을 천명하며 25년 이후 매립지를

사용 중단한다고 발표했으나, 실제로는 2044년까지 사용 가능하도록 합의한 문서가 나오는 등 최근 지방선거의 화젯거리이기도 하다. 본 보고서는 이 현상이 근본적으로 ‘국가 및 지방 자치단체가 새로운 매립지를 조성하는 것이 매우 어렵기 때문’이라고 판단한다.

수도권 매립지 증설
은 비현실적

첫째, 서울의 경우 쓰레기 처리를 위한 물리적인 공간 자체가 부족하고 토지 지가를 생각하면 불가능에 가깝다. 둘째, 경기도는 공간의 여유는 존재하나 혐오시설인 폐기물 매립장에 찬성하는 지자체가 전무하다. 정책을 추진하는 순간 도민의 표심을 잃는 것은 필연이기에, 어떠한 인센티브가 주어진들 공개적으로 찬성하는 것은 크나큰 부담으로 작용하기 때문이다. 실제로 환경부가 21년 1~4월 수도권 대체매립지 공모를 진행했으나 지원자가 전혀 없었으며, 조건을 완화하여 7월에 재공모를 진행했으나 이 역시 동일했다.

그림 2-9. 수도권매립지 1차&2차 공모 조건

	1차공모	재공모
공모기간	2021.01.14 ~ 2021.04.14	2021. 05. 10 ~ 2021. 07.09
전체 부지면적 (실매립면적)	220만㎡ 이상 (170만㎡ 이상)	130만㎡ 이상 (100만㎡ 이상)
부대시설	생활폐기물 예비 처리시설 에너지화시설 건설폐기물 분리·선별시설	생활폐기물 예비 처리시설 에너지화시설
동의요건	후보지 2km 이내 세대주 50% 동의 후보지 토지 소유자 70% 동의	후보지 2km 이내 세대주 50% 동의
인센티브	동일	동일

출처: 환경부, SMIC 3팀

그림 2-10. 포천시 대체매립지 선정 발언 관련 뉴스

경기 포천시가 61 지방선거에 나선 원천시장 후보들의 수도권 대체 쓰레기 매립지 관련 발언에 대해 반발하고 나섰다. 포천시는 17일 오후 입장자료를 통해 “포천시는 차기 수도권 매립지 후보지에 대해 경기도와 환경부 등 관련부처로부터 어떠한 제안 또는 검토한 사실이 없다”며 “경기도와 환경부에 진위 여부를 확인한 결과, 차기 수도권 매립지가 포천이라는 내용은 전혀 사실무근”이라고 밝혔다. 이에 대해 포천시는 “포천시는 유네스코 세계지질공원과 유네스코 생물권보전지역을 가진 세계가 인정한 수도권 대표 생태관광도시로, 쓰레기 매립지 후보지는 15만 포천시민의 의사를 무시한 처사로 절대 용납할 수 없음을 강력하게 밝힌다”고 반발했다.

출처: 언론보도, SMIC 3팀

국가 차원의 매립지
운영은 가능성 낮음

지방선거 이후 대체 매립지를 선정하려는 움직임이 등장할 순 있으나 지역 주민들의 반발은 불 보듯 뻔하다. 실제로 포천을 대체 매립지 대상으로 고려하고 있다는 인터뷰가 알려지자 포천시는 ‘15만 포천 시민의 의사를 무시한 처사로 절대 용납할 수 없음을 강력하게 밝힌다’라는 강한 어조로 유감을 표한 바 있다. 해당 시군 뿐만 아니라 경기도 전체 주민의 반발, 환경 단체의 반발 등을 감안하면 실제 운영까지 몇 년이 걸릴 지 장담하기 어렵다. 여기에 대체 매립지는 100만㎡ 이상 규모일 것으로 추측되기에 준공까지 5년보다 더 많은 시간이 소요될 것이 자명하다. 여러 측면에서 국가 차원의 매립지 운영은 요원한 것이다.

국가가 하더라도
생활폐기물 매립

또한 설령 지자체가 매립지를 조성하더라도, 이는 주로 가정에서 발생하는 생활폐기물을 매립하는 용도이므로 사업장/지정폐기물을 영위하는 동사와 같은 민간 업체에게 치명적인 타격은 없다고 해도 무방하다. 그렇지 않아도 혐오시설인 매립장의 반대가 심한데 환경오염까지 더 유발하는 사업장/지정 폐기물 매립장은 큰 부담이기 때문이다. 실제로 본 보고서 조사 결과 지자체의 쓰레기 매립장은 거의 전부가 생활 쓰레기를 처리하는 데에 그 목적이 있었으며, 충남연구원의 논문(2016) 데이터에서도 아산시청 매립시설의 지정폐기물 반입량은 0이었다.

그림 2-11. 지자체 주도의 매립시설과 주요 용도

준공연도	매립장 명칭	목적
2006	경산시 생활폐기물 위생매립장	생활폐기물의 위생적 매립
2009	예산 대회리 쓰레기매립장	생활쓰레기의 친환경적 매립
2012	당진시 지붕형 위생매립장	생활폐기물 및 소각재 매립
2014	삼산면 판곡리 생활폐기물 매립장	생활쓰레기의 친환경적 매립
2014	예천 순환형 매립장	위생적이고 친환경적이 폐기물 처리
2023E	영동군 쓰레기 매립지	생활쓰레기 처리
2023E	청주시 제2매립장	생활폐기물의 안정적 처리

출처: 수도권매립지, SMIC 3팀

국가 정책으로 인한
피해는 No

소결하자면, 국가의 정책으로 인해 동사가 크게 영향을 받을 확률은 지극히 낮다. 그렇다면 민간 분야에서는 어떨까? 민간 매립지 사업자를 비롯해 산업을 둘러싼 시장 전반의 상황에 따라 앞으로의 동사 실적이 악화되지는 않을까? 이 역시 선결하자면, 전혀 그렇지 않다!

2.4. 민간 차원의 우려

2.4.1. 지역 내 민간업체들의 신규 공급이 급증한다면?

그림 2-12. 동사 사업지 인근 업체들의 증설 관련 뉴스

지역	매립지 명칭	신규 증설 뉴스	비고
충북	㈜제이에이그린	X	16~17년 경 준공
	아세아테크㈜	X	
	아세아테크㈜	X	
경북	네이처이엔티㈜ 포항	O	민관협의체의 재검증 작업 착수(21년 말) SK 증설 요구 반려 지속적자
	㈜와이에스텍	O	
	㈜제넌바이오 경주지점	X	
	㈜네이처이엔티 경주	X	
	네이처이엔티㈜ 천북지점	X	
	㈜이엔컴퍼니 구미지점	X	
경남	양원이엔지	X	20년 매립량 없음(실제 운영 중단 추정) 매립지 관련 주석반환소송 전망(21년 초) 일반폐기물만 영위
	㈜에스씨이노베이션	X	
	인선이엔티㈜사천	X	

출처: SMIC 3팀

그림 2-13. 경북의 2020년 기준 매립량과 잔여매립량

(단위: m ³)	업체명	매립 가능 용량	2020년 매립량	잔여매립량
경북	에코시스템㈜포항	3,190,500	156,923	649,613
	네이처이엔티㈜ 포항	1,546,715	14,115	16,596
	㈜와이에스텍	3,428,000	145,084	900,036
	㈜제넌바이오 경주지점	1,199,420	4,669	222,854
	네이처이엔티㈜ 경주	1,170,110	73,051	367,395
	네이처이엔티㈜ 천북지점	1,028,025	0	76,715
	에코시스템㈜구미	3,217,700	90,547	1,256,413
	㈜이엔컴퍼니 구미지점	3,187,050	134,045	516,803
	양원이엔지	767,250	97,459	607,764

출처: SMIC 3팀

민간공급 제한으로
과점적 위치 유지

그렇다면 민간에서의 공급은 어떠할까? 동사 매립지가 위치한 **충북, 경북, 경남의 현황을 살펴보면 모두 최근에 준공되어 신규 증설 계획이 없거나, 증설할 여력이 없거나 혹은 주민 반대로 지연되고 있는 상황이다.** 가장 가시적인 것은 네이처이엔티 포항의 380만 m^3 규모의 증설이다(환경영향평가, 2020). 그러나 네이처이엔티는 포항과 천북의 매립이 이미 끝난 것으로 보이며, 경주 지점도 22년 기준으로는 4~5년의 가용연수밖에 남지 않은 것으로 추정되기에 사실상 증설이 완료된 시점에는 포항 매립지만 운영될 것으로 전망된다. 유일한 매립지를 무리해서 운영할 이유가 없다고 판단되며, 적당히 조절해가며 현 수준과 비슷한 물량을 처리할 가능성이 높으므로 동사에게는 큰 위협으로 작용하지 않을 전망이다. **결정적으로 증설까지 최소 1~2년 이상의 시간이 소요된다는 점에서, 아무리 빨라도 동사는 2024년이나 영향을 받을 것이다.** 동사의 지역 내 과점적 지위가 한동안 유지될 수 있는 것이다.

2.4.2. 지역 내 공장의 생산 및 가동률이 감소해버리면?

지역 내 업황도 건조

폐기물 산업의 특성상 동사의 과점적 지위가 유지되더라도 지역 내 제조 업황이 부진하면 동사 매출액 역시 부진할 가능성이 높다. 그러나 당분간 해당 사항은 기우일 것으로 판단된다. **경남은 경쟁력강화사업지구**에 최종 선정되어 수소차, 전기차 등 모빌리티 산업을 육성하고, **경북, 충남, 충북이 산업단지 대개조 지역으로 예비 선정되는 등 지역 산업이 최소한 급격한 불황을 겪지는 않을 것으로 전망되기 때문이다.** 실제로 주요 매출처인 고려아연과 영풍의 매출액은 적정 수준을 유지할 것으로 전망된다. 특히 고려아연은 캠코 등 자회사를 통해 온산 제련소 내에서 동박을 생산하는 등 앞으로의 성장 잠재력도 보유하고 있어 더욱 긍정적이다.

그림 2-14. 동사 주요 매출처 목록

사업부	매출처
그린BU	부영주택
	익산시청
	고려아연 온산제련소
	영풍 석포제련소
	한중산업개발

출처: SMIC 3팀

그림 2-15. 영풍과 고려아연의 매출액 컨센서스

기업	단위: 십억 원	2020	2021	1Q22	2022E	2023E
영풍	매출액	1,190	1,296	378	1,747	1,707
	영업이익	18.9	-74.4	3.9	32.6	36.9
	영업이익률	1.6%	-5.7%	1.0%	1.9%	2.2%
고려아연	매출액	7,519	9,977	2,661	10,704	10,339
	영업이익	897.4	1,096.1	284.7	1,146.0	1,065.0
	영업이익률	11.9%	11.0%	10.7%	10.7%	10.3%

출처: SMIC 3팀

2.4.3. 이제 좋은 건 알겠는데... 지속 가능해?

그렇다면 이러한 안정적인 성장분을 계속 향유할 수 있을까? 매립 사업은 기본적으로 신규

매립지가 보유되지 않으면 미래를 담보할 수 없다. 그러나 동사는 이 또한 준비되어 있다. 동사는 영천에코, 센트로음성, 골든에코 등 이미 3개의 신규 매립지를 보유하고 있으며 언론 보도에 따르면 강원도 등지에 새로운 매립지를 물색하고 있는 것으로 알려져 있다. 본 보고서가 매립량을 바탕으로 추정된 결과, 20년의 매립량을 동일하게 유지한다고 가정해도 동사는 2032년 말까지 생산할 만큼의 부지를 이미 확보해 두고 있다는 결론이 도출되었으며, 연도별 Table은 Appendix에 첨부하였다. 즉 동사는 최소 10년은 안정적으로 매립 사업을 영위할 체력을 확보했으며, 추가 부지 조성에 따라 그 이상의 장기적 성장까지 가능한 것이다

그림 2-16. 동사 신규 매립지 및 가동 타임라인

(단위: m ³)	에코비트그린청주	에코비트그린충주	에코시스템(영호)	에코시스템(구미)	에코시스템(영)	영천에코(에코비트)	센트로음성	골든에코(지분율 45%)
잔여 매립량	1,141,611	883,626	649,613	1,256,413	1,239,010	1,000,000	998,200	450,000
1년 매립량	158,389	98,434	156,923	90,547	93,620	127,866	127,636	57,540
매립 비율	13.9%	11.1%	24.2%	7.2%	7.6%	12.8%	12.8%	12.8%
예상 수명(년)	7.2	9.0	4.1	13.9	13.2	7.8	7.8	7.8
운영종료 시기	2027년 말	2029년 말	2024년 말	2034년 말	2033년 말	24년 가동 가정 2031년 말	24년 가동 가정 2031년 말	23년 가동 예정 2030년 말

출처: SMIC 3팀

2.5 이제 걱정은 그만, 더 좋아질 거예요

이렇게 견조한 흐름을 이어온 동사가 앞으로 더 좋아질 수 있다면, 더할 나위 없지 않겠는가? 그런데 실제로 그렇다. 동사는 P와 Q 측면에서 더욱 성장할 것으로 판단된다.

2.5.1. 인천시 수도권매립지 정책 - 담보된 P와 Q의 추가 성장!

인천시의 정책으로
P와 Q 동반 상승

인천시는 수도권매립지의 매립량 통제의 일환으로 폐기물 반입 수수료의 인상을 통보했다. 품목에 따라 22년 YoY 50% 가격 인상이 발생하기도 하는, 가파른 인상폭이다. 수도권매립지의 반입수수료는 충청권의 민간 매립업체들의 벤치마크 가격이 되고, 충청권은 다시 지방의 벤치마크가 된다. 즉 전국적인 가격 상승이 필연적인 것이다. 또한 25년부터 매립되는 폐기물의 약 50%를 차지하는 건설폐기물의 반입을 전면 금지하는 바, 해당 물량이 지방으로 흘러 들어올 경우 민간 매립지의 수요 공급은 더욱 더 타이트해질 것으로 판단된다. 건설 폐기물의 유입이 매립량(Q)의 증가뿐만 아니라, P의 상승까지 가속화하는 것이다.

2.5.2. E와 E가 만나면 매립Gee가 폭발!

EMK 인수로 매립지
추가 확보

동사는 종합 폐기물 처리 업체인 EMK의 유력한 인수후보이다. 예비입찰에 단독으로 참가했을 뿐만 아니라, 주요 경쟁 상대로 평가받던 SK에코플랜트가 EMK의 실사에 참여하지 않은 것으로 알려져 사실상 인수는 기정사실화되는 모습이다. EMK는 경주에 가동을 시작한 지 얼마 지나지 않은 150만 m³ 규모의 초대형 폐기물 매립지를 보유하고 있고, 관련 영업망도 전국에 존재해 인수 시 동사의 매립 사업은 더욱 더 강화될 전망이다.

2.6. EMK 인수, 폐기물 산업을 통일할 태조(太祖)의 탄생

앞선 절에서는 동사가 폐기물 매립계의 독점적 지위를 확보하고 있음을 확인하였다. 그러나 성장 스토리는 여기서 끝이 아니다. 동사가 EMK를 인수할 가능성이 높다고 전망되는 바, 타결이 된다면 폐기물 산업의 최강자가 탄생할 전망이다. 본 절에서는 최근 폐기물 소각 산업에서 진행 중인 구조적 대형화 트렌드를 살펴본 뒤, EMK 인수가 실현되어 동사가 맞이하게 될 또 다른 성장의 기회를 하나하나 짚어볼 것이다. 자, 왕의 탄생을 목도하러 떠나보자.

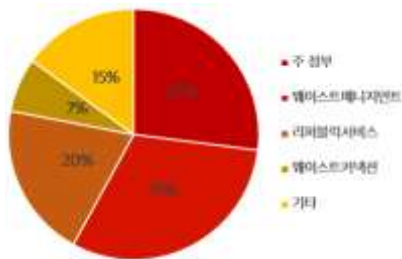
미국은 소수의 폐기물사가 시장을 장악

국내 폐기물 기업 대형화 상황을 확인하기 전에, 이미 우리나라보다 앞서 폐기물 시장이 성장한 미국의 사례를 살펴보자. 업계 1위인 웨이스트매니지먼트(WM)은 1968년 설립이후 1972년까지 133개의 폐기물 처리 기업들을 인수하였고, 특히 최근 4년간은 업계 4위 기업을 포함하여 60개가 넘는 관련 기업들을 인수했다. 업계 2위인 리퍼블릭 서비스 또한 지난 5년간 약 15억 달러의 자금을 중소기업 인수에 쏟아왔다. **이로써 미국은 대형 폐기물사들이 시장을 장악하는 데 성공하였으며, 그 결과 상위 3개사가 전체 폐기물 시장의 50% 이상, 민간 부문에서 80% 이상의 점유율을 확보하게 되었다.**

영세업체들이 난립했던 국내 폐기물 시장

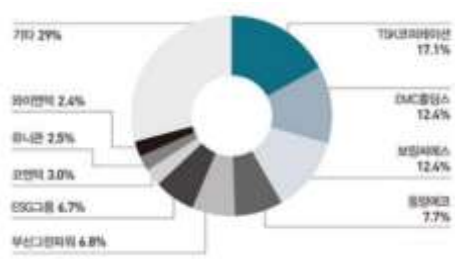
한편 미국뿐만 아니라 국내 기업들 역시 동일한 전철을 밟으며 덩치 키우기에 착수하고 있다. 2010년대까지 국내 폐기물 시장은 영세업체들이 난립하는 파편화된 시장이었다. 실제로 국내 1위 업체의 점유율이 10%대에 머무르며 100개 이상의 영세업체들이 산재했다.

그림 2-17. 미국 폐기물 처리기업의 점유율



출처: 삼성증권, SMIC 3팀

그림 2-18. 국내 폐기물 처리기업의 점유율(2018년)



출처: 삼성증권, SMIC 3팀

기업화가 시작된 국내 폐기물 시장

그런데 2018년부터 폐기물 시장에 PEF들이 참여하며 상황이 달라지기 시작했다. 대형화의 이점과 폐기물 처리업의 수익성을 감지한 기업들이 영세업체들을 적극적으로 인수하며 폐기물 시장의 기업화에 나섰다. 실제로 2020년 이후 동사, SK에코플랜트, IS동서 등의 기업들은 수조 원 규모의 M&A를 진행하고 있으며, 건당 M&A 규모는 수백억 규모에서 수천억 규모로 증가하고 있다.

동사는 M&A에 공격적으로 참여중

그렇다면 이렇게 활발한 인수가 진행되고 있는 가운데 동사는 가만히 손을 놓고 상황을 지켜보고만 있을까? 예상했겠지만 전혀 그렇지 않다. 폐기물 처리업에서 규모의 중요성을 누구보다 선명하게 알고 있는 동사는 이미 발 빠르게 인수전에 참여하며 그 누구보다 적극적으로 몸집을 불리고 있는 상황이다. 안 그래도 커다란 업체가 점점 더 거대해지고 있는 것이다.

2.6.1. ESG 그룹과의 합병, 의료폐기물 소각의 최강자가 되다.

ESG와의 합병으로 국내 최대규모 탄생

글로벌 사모펀드 KKR이 소유한 ESG 그룹은 국내 최대 의료 폐기물 소각기업으로 국내 의료 폐기물 소각업체 13개 중 4개를 보유하고 있으며, 용량 기준으로 전체 시장의 무려 40%를 차지하고 있다. 그런데 작년에 TSK코퍼레이션(現 에코비트)과 ESG 그룹과의 합병 소식이 발표되었다. 폐기물 매립 1위와 의료 폐기물 소각 1위 기업이 합병되며 국내 최대 규모의 폐기물 기업이 탄생한 것이다. 해당 합병은 지난 10월 완료되었다.

의료폐기물 발생량 증가는 구조적

국내에는 고령인구 증가가 빠르게 이루어지고 있으며, 1인당 연간 의료기관 방문횟수 또한 증가하고 있기 때문에 의료폐기물의 발생량이 꾸준히 증가하고 있다. 그림 2-18.에서 확인할 수 있듯이 2016년부터 의료폐기물 발생량은 소각시설 용량을 초과했으며, 작년에는 소각용량의 127%에 달하는 의료폐기물이 발생하기도 했다. 반면 소각 업체의 CAPA 증설은 매우 더디게 이루어지고 있다. 의료폐기물 소각은 병원균의 2차 감염 우려로 인해 진입장벽이 높고, 독성

물질 유출로 인한 악취 및 환경오염으로 인한 님비현상이 심해 새로운 소각장을 개설하는 것은 물론 기존 소각장을 증설하기도 어려운 현실이기 때문이다.

수도권의 의료폐기물 시설 부족 심각

특히 수도권 근방의 의료폐기물 소각 시설 부족이 극심하다. 2018년 기준 전체 의료폐기물의 약 47%가 인구와 병원 시설이 밀집한 수도권 한강청 권역에서 발생하는데, 수도권 지역에 존재하는 의료폐기물 소각 시설의 개소 수는 고작 3개에 불과하기 때문이다. 해당 시설의 합산 연간 소각 처리량은 약 67,650톤으로 한강청 권역 발생량 111,779톤에 비해 턱없이 부족하다. 이러한 상황에서 막대한 양의 의료폐기물이 비수도권 지역으로 운송되어 처리되고 있으며, 그럼에도 불구하고 대표적인 혐오시설인 소각장의 증설은 더디다 못해 전무한 실정이다. 의료폐기물의 처리 단가 상승이 필연적일 수밖에 없는 이유가 바로 여기에 있다.

이러한 상황에서 동사는 ESG와의 합병을 추진했고 폐기물 매립 1위와 의료 폐기물 소각 1위 기업이 만나며 국내 최대 규모의 폐기물 기업이 탄생했다. 에코비트는 개별적으로 운용되고 있는 여러 국내 폐기물 처리시설들을 하나로 통합 관리하여 효율성을 제고, 포괄적 관리 능력을 기반으로 국내 산업에 안정적이고 효과적인 폐기물 관리 솔루션을 제공할 것이다.

2.6.2. EMK 인수 임박, 압도적 규모의 폐기물 기업이 탄생하다

그런데 여기에서 끝이 아니다. 동사가 ESG 그룹 인수에서 그치지 않고, 국내 폐기물 소각 분야 점유율 2위를 차지하고 있는 EMK 인수전에 돌입했기 때문이다.

확실시 된 EMK 인수

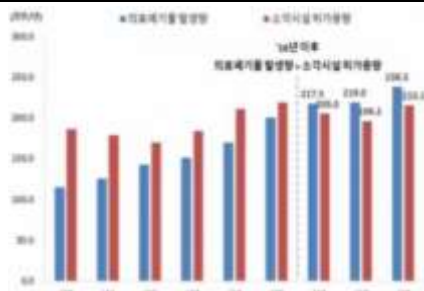
SK에코플랜트는 2020년 EMC홀딩스를 1조 500억원을 인수한데 이어, 올해 테스를 1조 2,000억원, 제이에스그린을 2000억원을 주고 인수하였다. 이에 따라 재무적 부담이 가중되어 7,000억원 규모에 해당하는 해당 딜에 참여하지 않을 행보를 보이고 있다. 실제 지난 5월에 진행된 예비입찰에서 SK에코플랜트는 참여하지 않았으며, EMK 인수를 위한 실사에도 참여하지 않으며 에코비트가 EMK를 인수함이 거의 확실시 되었다.

동사의 EMK 인수는 [폐기물 수집 → 폐기물 소각 → 폐기물 매립]으로 이어지는 수직 계열화를 달성한다는 점에서 시너지가 발생한다.

수직계열화를 통한 수익성 개선

기존 EMK는 매립원가의 상승으로 인해 수익성이 훼손되고 있었다. 이는 폐기물을 소각 처리한 뒤 발생하는 잔여 폐기물을 매립해야 하는데 매립장 수급 불균형이 심해지며 매립 단가가 치솟았기 때문이다. 그러나 국내 폐기물 매립 업계 최강자인 동사에 인수되면 상황이 완전히 달라진다. 수집한 폐기물을 EMK가 소각하고 그 잔여물을 동사가 매립하는 방식으로 소각과 매립 모두를 아우르는 수직계열화가 가능해지기 때문이다.

그림 2-19. 의료폐기물 발생량 및 허가용량 추이



출처: 자원순환정보시스템, SMIC 3팀

그림 2-20. 주요 폐기물 처리기업 현황

환경기업	티와이홀딩스	EMK	SK에코플랜트
환경자회사	에코비트	비영리 한국환경개발 총	EMC홀딩스, 에코비트, 제이에스그린, 엠에스
통합매출(2020)	에코비트(1,000억원) + 에스이(900억원) + 에코비트(900억원)	1,700억원	EMC홀딩스(4,183억원) + 인수 인수전 폐기물(4,620억원) + 4,800억원
수처리	2위 (수처리용수, 8,000여 자회사)	없음	1위 (수처리용수, 9,700여 자회사)
소각	없음	2위 (300톤/일)	3위 → 1위 (소각량 4개 → 8개, 250톤/일 → 317톤/일)
매립	3위 (산출 377만톤)	없음	4위 (전량 105만톤, 3종류 100만톤 예정)

출처: 삼성증권, SMIC 3팀

2.6.3. 대형화, 뭐가 좋은데?

폐기물 기업의
대형화가 좋은 이유

이러한 과정을 거쳐 에코비트는 국내 [폐기물 매립 1위, 수처리 2위, 의료폐기물 소각 1위, 사업폐기물 소각 2위]라는 완전한 포트폴리오와 엄청난 규모를 달성하게 되었다. 그렇다면 이렇게 대형화를 이루어내는 것이 동사에 있어서 얼마나 거대한 이점이 될까? 다시 말해 폐기물 산업 내 대형화가 왜 그렇게 중요하며, 살아남은 업체들은 투자 대비 얼마나 큰 과실을 누리게 될까? 이는 1) 규제 강화에 따른 대형 업체 선호 현상과 2) 독과점 구조 완성에 따른 가격 결정력 확보의 두 가지 측면으로 나누어 살펴볼 수 있다.

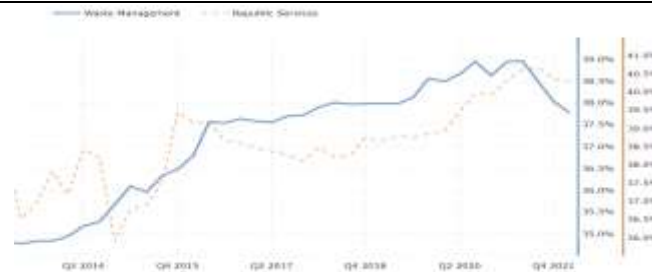
신뢰도를 확보한
기업이 수요를 확보

우선 1)의 관점에서, 안정적인 처리 능력을 보유하고 일정 수준의 신뢰도를 확보한 대형 업체들을 중심으로 폐기물 처리 수요가 몰리고 있다. 이는 정부가 폐기물 불법 처리에 대한 규제를 강화하면서, 처리 과정에서 문제가 발생할 경우 실제 잘못을 저지른 폐기물 처리업체뿐만 아니라 처리를 의뢰한 배출업체까지 공동으로 처벌, 3년 이하의 징역 또는 3,000만원 이하의 벌금에 처하는 제도를 마련했기 때문이다. 영세하거나 처리 능력이 보장되지 않은 업체에 폐기물 처리를 맡겼다가 발생하는 문제를 방지하기 위해 믿을만한 규모와 네임밸류를 보유한 대규모 기업형 처리 업체들에 수요가 쏠릴 수밖에 없는 환경이 마련된 것이다.

가격결정력 상승

다음으로 2)의 관점에서, 영세한 업체들이 정리되고 폐기물 처리업 내 독과점 구조가 완성됨에 따라 가격 결정력이 강화된다. 앞서 언급하였듯이 미국은 2000년대까지만 해도 수천 개의 폐기물 처리업체가 난립하고 있었으나 다수의 인수 합병이 진행된 끝에 2010년대부터는 들어서 상위 3개사가 시장의 대부분을 점유하기에 이르렀다. 이렇게 안정적인 독과점 구조를 확보한 세 업체들의 다음 선택은 무엇이였을까? 예상했겠지만, 바로 단가 인상이다. 실제로 2017년 이후 미국의 폐기물 처리 단가는 매년 1.5% 이상 꾸준히 상승하고 있다.

그림 2-21. 미국 폐기물처리 Big2의 10개년 GPM 추이



출처: Macrotrends, SMIC 3팀

소수의 업체들에게
절대적 경쟁력이
주어짐

후결하자면, 동사는 적극적인 인수를 거치며 국내 어느 폐기물 처리 기업보다 압도적인 처리 능력과 규모를 보유하게 되었다. 여기에 2018년부터 진행되어 온 폐기물 산업 내 대형화 움직임은 동사와 같은 기존 강자들의 어깨에 더욱 더 큰 힘을 실어주어, 결과적으로 살아남은 소수의 업체들에게 산업 내 절대적인 경쟁력을 부여하고 있다. 동사의 입장에서 도무지 마다할 이유가 없는 변화다. 이러한 상황에서 EMK 인수가 완료된다면 동사의 기업가치는 보수적으로 추정해도 2조 5,000억원을 상회할 것으로 보이며, 추후 KKR의 EXIT 과정에서 추가적인 밸류업까지 기대해볼 수 있다.

2.7. 매출추정

동사는 영남과 충청권에 대규모 매립지를 보유하고 있어 각 지역 별로 나누어 추정하였다. 동사는 1) 사업자배출시설계 폐기물(이하 사업자폐기물)과 지정폐기물을 모두 영위하고, 2) 대

규모 시설을 보유해 지역 내 물량이 아닌 외부에서 반입되는 폐기물도 존재한다는 특징이 있어 이를 모두 고려해주어야 한다. 자세한 논리는 다음과 같다.

먼저 전체 사업장/지정 폐기물 발생량은 국내 산업단지 생산액과 연동된다고 가정했다. 산업단지 생산액은 PXQ의 함수로 사업장 폐기물 발생량(Q)과 정확히 같은 층위는 아니지만, 1) 20~21 '제조업 가동률 지수'와 '전국 산업단지 생산액'이 동행하며 성장했다는 점과 2) 최근 원자재 값 상승으로 인한 제품 가격의 급격한 상승은 장기적으로 지속되기 힘든 현상이라는 점, 3) 반면에 급격한 판가의 하락도 특정 시점을 예측하기 어렵다는 점에 근거해 앞으로 생산액 변동은 평균적으로 Q와 동행한다고 가정하는 것이 가장 합리적이라고 판단했기 때문이다. 한편 광업 및 제조업 제품 출하지수가 산업단지 생산액과 연동된다는 점을 활용, 1~4월까지 발표된 제품출하지수를 이용해 이를 연율화 하여 22년의 생산액을 추정하였다. 여기에 지난 각 지역별 생산액 비중의 5년 평균 데이터를 적용해 지역별 생산액을 도출하였다.

그림 2-22. 제조업 가동률 지수와 산업단지 생산액 관계



출처: 광업제조업동향조사, 한국산업단지공단, SMIC 3팀

그림 2-23. 제품출하지수와 산업단지 생산액 관계



출처: 광업제조업동향조사, 한국산업단지공단, SMIC 3팀

폐기물 발생량과 산업단지 생산액 사이의 상관계수를 통해 사업장/지정 폐기물 발생량을 각각 추정하였다. 이후 폐기물의 '매립비율'과 '위탁처리 비율'을 곱해 동사 매립 매출액 Q의 모수인 '위탁처리 매립량'을 추정하였다. 보고서 논리에 따라 매립 비율은 현 수준에서 큰 폭으로 감소하지 않으며, 지정폐기물의 처리 난이도 상 위탁처리 비율 역시 유지된다고 가정했다.

도출한 전체 위탁 매립량과 20년에 동사가 처리한 매립량 데이터를 활용해 22년의 처리량을 추정하였다. 먼저 전체 위탁 매립량에 20년 기준 동사의 해당 지역에서의 매립량 기준 점유율을 곱해 '지역 내 폐기물에 대한 매립량'을 도출하고, 실제 데이터에서 이를 빼주어 '지역 외 폐기물에 대한 매립량'까지 도출하였다. '지역 외'에는 지리적 요소를 고려해 제주, 경북, 경남을 제외한 나머지 지역과 제주, 충북, 경남, 전남을 제외한 지역을 각각 적용하여 앞선 방식과 동일하게 해당 지역의 생산액과 연동하여 추정했다.

그림 2-24. 지역별 생산액 당 폐기물 발생량 평균치

연도	(단위: 백만 원, 톤)	경북	경남	충북
2018	생산액	84,267,043	88,437,947	52,878,445
	사업장폐기물 발생량	8,056,536	5,784,046	2,450,172
2019	생산액	82,795,455	77,484,146	53,743,864
	지정폐기물 발생량	737,921	393,215	394,967
2020	사업장폐기물 발생량	8,611,409	5,265,016	3,024,609
	생산액	81,410,980	79,162,680	59,522,191
18-20 3개년 평균	사업장폐기물 발생량	14,418,580	4,961,962	2,816,027
	생산액당 사업장폐기물 발생량(톤/원)	1.2511E-07	6.53285E-08	4.99012E-08
19년 data	생산액당 지정폐기물 발생량(톤/원)	8.9126E-09	5.07477E-09	7.34905E-09

출처: SMIC 3팀

그림 2-25. 지역별 전체 매립 & 위탁처리 비율과 위탁매립량 추정

연도	항목(단위: 백만 원, 톤)	경북	경남	충북
2018	매립비율	8.9%	13.8%	9.4%
		7.5%	12.1%	5.5%
		5.0%	10.4%	8.3%
		5.0%	9.0%	7.7%
		5.0%	7.7%	7.2%
2019	위탁처리비율	93.9%	74.0%	95.3%
		87.8%	28.0%	84.6%
		68.1%	27.5%	57.0%
		68.1%	27.5%	57.0%
		68.1%	27.5%	57.0%
2020	생산액	85,783,850	80,526,180	69,417,173
		10,732,420	5,260,655	3,464,000
		366,972	130,049	152,605
		115,305	56,786	72,980
2021	사업장폐기물 발생량	85,418,547	80,310,037	69,091,002
		10,686,717	5,246,535	3,447,723
		365,409	111,575	140,951
		114,814	56,633	72,637
2022	사업장폐기물 발생량	85,418,547	80,310,037	69,091,002
		10,686,717	5,246,535	3,447,723
		365,409	111,575	140,951
		114,814	56,633	72,637

출처: SMIC 3팀

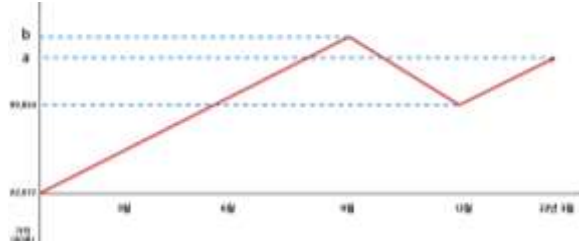
가격 추정은 다음과 같은 흐름으로 진행했다. 1) 청주는 지정폐기물을 취급하지 않는다. 따라서 매출액에서 톤수를 나누면 청주시의 사업장폐기물의 가격이 도출된다. 2) 청주와 충주는 인접해 있기에 GPM의 차이가 가격(P)에 의해서만 발생한다고 가정한다. 이를 통해 역산하면, 충주의 단가가 약 청주의 66% 수준으로 형성되어 있음을 알 수 있다. 3) 영남권은 GPM이 충주와 청주 사이에 분포하므로 가격도 평균치와 유사하게 나타날 것이다. 4) 이를 바탕으로 매출액에서 사업장폐기물 부분을 제외하여 역산하면 지정폐기물의 단가가 도출된다.

그림 2-26. GPM 가정을 통한 P 차이 도출

2020년 기준	청주	충주
판가(1개 판매 가정)	87.2	58.7
원가(원가 동일 가정)	12.8	12.8
GPM(개별재무제표)	87.2%	82.1%
2021년 기준	청주	충주
판가(1개 판매 가정)	85.3	56.7
원가(원가 동일 가정)	14.7	14.7
GPM(개별재무제표)	85.3%	79.4%

출처: SMIC 3팀

그림 2-27. 매출추정 합계



출처: SMIC 3팀

앞서 언급한 것처럼, 동사의 P는 수도권매립지의 반입 수수료와 연동하여 상승할 확률이 높다. 22년은 일시적인 노이즈가 해소되어 작년 상반기와 같은 타이트한 수급에 따른 가격 수혜가 전망된다. 얼마나 수혜를 볼 수 있을지를 알기 위해서는 21년의 peak 가격이 어디까지 형성되었는지를 추론하는 과정이 요구된다. 이에 다음과 같은 몇 가지 조건과 가정을 통해 최고 가격 b를 도출하고자 한다

- 1). 수도권매립지 반입수수료 표를 활용해 21년과 22년에 인상된 가격을 도출한다. 이는 매립의 최저가라고 간주할 수 있으므로, 이때의 가격을 해당 연도의 시점 가격이라 가정한다.
- 2). 21년 3~4분기의 이익률 추이로 미루어 보아 3분기에 피크 가격에 도달한 뒤 하락했다.
- 3). 시간에 따른 폐기물의 판매량은 동일하다고 가정한다. 즉 그래프 밑의 면적은 매출액과 같은 총위의 개념이라고 할 수 있다. 이에 기반하여 부등식을 세우면 다음과 같다.

1) $b \geq 99,854$ 가 성립한다. (이익률 및 그래프 개형에 따라)

$$2) \left[(b - 82,672) * 9개월 * \frac{1}{2} + \{ (b - 82,672) + (99,854 - 82,672) \} * 3개월 * \frac{1}{2} \right] * \frac{1}{12개월} \\ = \{ (a - 82,672) + (99,854 - 82,672) \} * 3개월 * \frac{1}{2} * \frac{1}{3개월} \text{ 이다 (평균가격은 같으므로)}$$

따라서, 부등식을 풀면 $b \geq 112,741$ 가 성립한다.

이는 3분기까지 최소 36.4%가량 가격 상승이 발생했음을 의미한다. 일시적인 노이즈가 없었다면 40%에 육박하는 가격 상승까지 가능했던 것이다. 1Q22의 실적이 다시 반등하여 작년 평균 수준의 수익성을 보여주고 있기에, 2분기부터는 유사한 궤적의 성장을 보여줄 것이라고 판단된다. 이에 최대 피크 가격은 27.3% 상승 가능하며, 평균 가격은 YoY 13.6% 상승한다고 가정해 매출액을 추정했다.

에너지 BU의 매출은 사업장폐기물 소각과 의료폐기물 소각으로 나누어 추정하였다. 동사의 사업장폐기물 소각 매출의 증가율을 파악하기 위해 같은 사업을 영위하는 KG ETS의 매출 증감율을 확인, 올해 소폭 역성장함을 파악하여 이를 매출에 반영하였다. 향후 소각장 정책이 활성화됨에 따라 성장할 가능성이 매우 높은 산업이지만, 보수적으로 추정하였다. 전체 매출

에서 사업장폐기물 매출을 제외한 것을 의료폐기물 매출로 인식하였으며 고령인구 변화율, 실질 GDP 성장률, 의료폐기물 소각 가격변화율을 반영하여 의료폐기물 소각 매출을 추정하였다. 의료폐기물의 경우 2021년 매출은 코로나 특수로 인해 크게 성장하였으나, 2022년 1분기 의료폐기물 소각 단가 또한 소폭 역성장함을 파악하여 이를 매출에 반영하였다. 기타 워터BU는 매출처가 파편화 되어있고, 분기별 데이터가 4Q21부터 존재하는 등 합리적인 추정이 어렵다. 이에 4Q21과 1Q22의 평균 매출액을 연율화하여 22년의 매출액을 추정했다. 폐기물 시장이 성장함에 따라 수처리 분야도 동행할 것이 명확하기에 무리한 추정은 아니라는 판단이다.

그림 2-28. 에너지, 워터, 그린BU 매출추정

에너지BU 매출추정				
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	31,059	58,650	53,858	55,667
사업장폐기물 소각	31,059	28,111	28,032	28,705
의료폐기물 소각	0	30,539	25,825	26,962

단위: 백만 원	2020	2021	4Q21	1Q22	2022E
워터BU 매출액	363,898	356,102	93,818	86,151	359,938

출처: SMIC 3팀

매출액(단위: 백만 원)	2020	2021	2022E
포원구미청원	117,330	114,701	129,336
청주	30,387	27,858	30,648
충주	34,855	30,672	34,356
사업장폐기물 단가(원/톤)			
포원구미청원	105,737	83,978	95,432
청주	126,384	100,921	114,686
충주	85,090	67,035	76,178
지점폐기물 단가(원/톤)			
포원구미청원	204,780	193,375	219,749
청주	0	0	0
충주	149,445	112,960	128,366
매출액 합계	182,572	173,230	194,340
대부거래 비율	17%	15%	16%
사업보고서상 매출액	151,541	147,028	163,127

출처: SMIC 3팀

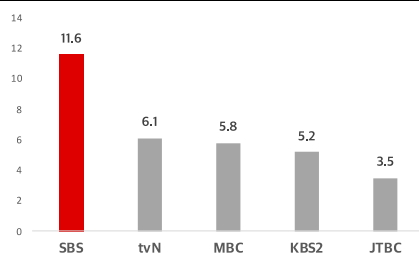
투자포인트 2. SBS, Senior But Strong

3.1. 몰락하는 지상파? 우리 스프스는 달라~ 달라~Yeah

다른 지상파와 다른
SBS

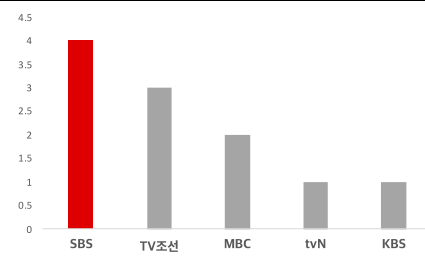
지상파의 추락에는 날개가 없다. 떠오르는 OTT에 밀려, 설 곳을 잃은 지상파 방송사의 상황을 나타내는 말이다. 그러나 지상파 방송사들이 모두 똑같은 상황에 처해있을까? 전혀 그렇지 않다. 지상파 방송사 중 SBS는 탄탄한 콘텐츠 제작 능력을 기반으로 오히려 OTT를 성장 동력으로 삼고 있기 때문이다. 드라마 명가라 불리는 TVN, JTBC 보다도 압도적으로 높은 드라마 시청률과 영향력을 보이고, 예능과 시사교양 부분에서도 마찬가지다. 내가 안 본다고 다들 안 보는 게 아니다. 편견을 내려놓고 보면 동사의 진짜 가치가 보인다.

그림 3-1. 2021년 주요 채널 드라마 평균 시청률 (단위: %)



출처: 닐슨코리아, SMIC 3팀

그림 3-2. 방송사 별 예능/교양 프로그램 상위 선호도 작품 수



출처: 한국갤럽, SMIC 3팀

OTT 플랫폼의 경쟁 속
웃는 SBS

지상파에서 OTT로의 시청자 이탈은 사실상 마무리되었다. 이제 OTT 플랫폼끼리 서로의 구독자를 뺏어 오기 위해 “매력적인 콘텐츠”가 절실한 상황이다. SBS는 탄탄한 제작 능력과 양

그림 3-6. 스튜디오 주요 작가&PD 라인업

	이름	대표작
작가 (총 40명)	강은경	낭만닥터 김사부
	작재범	열혈사제
	최수진	피고인, 흥부외과
	차혜원	VIP
PD	유인식	낭만닥터 김사부, 배가본드
	장태유	별에서온그대, 하이어나
	조영광	피고인
	신경수	육룡이 나르샤, 녹두꽃
	조수원	너의 목소리가 들려, 피노키오

출처: SBS, SMIC 3팀

그림 3-7. 스튜디오 제작 드라마의 성공

드라마	시청률(%)
펜트하우스1	28.8
펜트하우스2	29.2
펜트하우스3	19.5
모범택시	16
원더우먼	17.8
홍천기	10.4

출처: SBS, SMIC 3팀

IP를 보유해야 수익성이 더 크다!

SBS 드라마는 크게 1) IP를 보유하는 경우와 2) 방영권만 보유하는 경우로 구분되며, 앞서 언급한 것처럼 콘텐츠를 미친 듯이 굴려 수익을 내기 위해서는 전자가 압도적으로 유리하다. IP를 보유하였을 때는 <광고 수익+협찬 수익+OTT 판매수익+온라인 수익+거기다 스튜디오 자체 제작이면 제작비 절감의 효과>까지 얻을 수 있는 반면, 방영권만 보유한 경우에는 <광고 수익+협찬 수익+ 온라인 수익>만 발생하기 때문이다. 전자의 수익성은 후자와 비교가 되지 않으며 SBS는 스튜디오로 드라마 자체 제작을 확대하고 IP를 보유하여 미친 BM을 더욱 확고히 할 것이다. 이는 스튜디오의 제작 편수 확대에 따라 앞으로 강화될 일만 남았다.

이해를 돕기 위해 가장 최근의 홍천기의 사례를 살펴보자. 먼저 1) SBS 캡티브 채널에서 홍천기를 방영하며 광고수익과 협찬수익을 올렸다. 홍천기의 인기에 힘입어 중CM은 3억, PIB는 2억, 전후CM은 1억에 거래되었다. 2) 이후 홍천기의 요약본과 메이킹 영상은 SBS Now, SBS Drama, SBS Catch에 업로드 되고, 촬영현장에서의 메이킹 영상도 20만 이상의 조회수를 기록 유튜브에서도 계속해서 온라인 수익을 거둬들인다. 3) 이와 함께 웨이브와 Viki, Viu OTT 플랫폼에서 방영되며 또 다시 수익을 거둬들였다.

3.2.2. 유튜브에서 마지막까지 탈탈탈탈탈

구작도 유튜브에서 계속 벌어들이는 중...

따끈따끈한 작품을 캡티브 채널과 OTT에서 굴린 것에서도 끝나지 않는다. 오래된 작품은 유튜브로 가져가 끝까지, 마지막까지 수익을 발생시키기 때문이다. 종영된 지 20년도 넘은 순풍산부인과만 해도 조회수가 600만이 넘어간다. 심지어 유튜브는 단순 편집 후 업로드만 하면 되기 때문에 마진율이 90%가 넘는다. 정말 너무하다 싶을 정도로 집요하다. 20년 전의 자산으로 지금까지 수익을 창출하는 회사가 SBS 말고 또 있을까?

그림 3-8. SBS 주요 유튜브 11개 채널 조회수 및 구독자 추이

채널명	구독자수(단위:만명)							조회수(단위:백만뷰)						
	17.1	18.1	19.1	20.1	21.1	22.1	22.1	17.1	18.1	19.1	20.1	21.1	22.1	22.1
SBS Entertainment	84	130	213	321	491	605	640	782	1,141	1,647	2,583	5,190	7,189	7844
SBS NEWS	3	11	39	68	113	203	261	56	215	543	882	1,701	3,224	4252
SBS Story	20	22	33	69	110	143	153	294	334	411	852	1,383	1,783	1901
SBS KPOP Play	125	166	235	327	506	628	657	752	977	1,251	1,749	2,999	4,344	4857
SBS Catch	2	8	40	93	138	233	260	10	51	272	737	1,249	2,266	2653
SBS ENTER Play	76	92	107	145	189	221	232	345	440	503	834	1,349	1,723	1924
SBS NOW	122	150	224	312	383	478	497	1,163	1,626	2,275	3,107	3,787	4,803	5115
SBS Drama	66	102	164	295	474	584	613	877	1,310	1,706	2,842	4,699	6,165	6536
SBS Runningman	52	58	82	125	208	273	287	477	525	677	1,092	2,385	3,675	4073
애니멀바		23	107	254	361	431	453		144	656	1,855	3,136	3,933	4171
Kritter Klub			4	241	408	490	506			14	716	1,512	2,004	2099
총계	550	762	1,248	2,250	3,381	4,289	4,559	4,756	6,763	9,955	17,249	29,390	41,109	45,425

출처: SMIC 3팀

3.2.3. 올해도 본방사수는 계속!

22년에는 자체 제작
작품이 더욱 확대

그렇다면 당장 2022년 SBS의 작품 라인업을 살펴보면 어떨까? 본 보고서는 SBS에서 밝힌 전체 드라마 라인업 중 스튜디오S가 제작하고 IP를 보유한 드라마를 전부 확인하였다. 해당 내역은 IR 문 의와 언론 자료를 통합하여 도출하였다.

그림 3-9. 2020년-2021년의 SBS IP 보유 드라마

	드라마	제작사	방송 시작 시기	회차
2020년	아우도 모른다	스튜디오S	20년 3월	16
	굿캐스팅	스튜디오S, 박스미디어	20년 4월	16
	브람스를 좋아하세요?	스튜디오S	20년 8월	16
	엘리스	스튜디오S	20년 8월	16
	날아라 개천용	스튜디오S, 스튜디오엔뉴	20년 10월	20
2021년	펜트하우스1	스튜디오S, 초록캠미디어	20년 10월	21
	펜트하우스2	스튜디오S, 초록캠미디어	21년 2월	13
	모범택시	스튜디오S, 그램에이트	21년 4월	16
	펜트하우스3	스튜디오S, 초록캠미디어	21년 6월	12
	원더우먼	스튜디오S	21년 8월	20
	홍천기	스튜디오S, 스튜디오 태유	21년 8월	16
	그해우리는	스튜디오N	21년 12월	16

출처: SMIC 3팀

그림 3-10. 2022년의 IP SBS IP 보유 드라마

	드라마	제작사	방송 시작 시기	회차
2022년	악의 마음을 읽는 자들	스튜디오S	22년 1월	12
	왜 오수재인가?	스튜디오S, VO미디어	22년 6월	16
	천원짜리 변호사	스튜디오S	22년 7월	16
	모범택시 시즌2	스튜디오S	22년 11월	16
	소방서 옆 경찰서	스튜디오N	22년 11월	12
	트롤리	스튜디오S	미정	미정
	치열업	스튜디오S	미정	미정
	3인칭 복수	스튜디오S	미정	미정

출처: SMIC 3팀

정리하자면, 자체제작으로 IP를 보유한 드라마가 20년과 21년 6개에서 22년 8개로 확대되고 아직 미정인 악귀까지 계획대로 이루어지면 IP 보유 작품이 9개까지 증가 가능하다.

3.4. 유일한 걱정, 비용까지 해결!

비용까지 해결 완료

이렇게나 좋은 상황에서 마지막으로 남은 한 가지 걱정은 바로 드라마 제작사의 고질적인 “제작비 문제”이다. SBS의 비용 중 가장 큰 비중은 콘텐츠 제작비로, 과거 매출액 대비 평균 약 77% 수준을 차지해왔다. SBS는 전략적인 제작비 집행으로 이를 해결 중이다. 보다 구체적으로 1) 앞서 논한 스튜디오S 자체 제작 편성을 확대하여 비용을 개선했으며 2) 30년 간 이어온 관성을 깨고 프라임 타임(19-24시) 주 3개 드라마 슬롯(월화/수목/금토) 중 수목 슬롯을 과감히 폐지, 제작비 부담이 낮은 예능 작품으로 대체하였다. 이에 연간 방영 드라마 개수가 15개였으나, 21년은 12개, 22년은 8-10개가 방영될 예정이다. 이로 인해 1) 월화/금토 드라마에 집중하여 과거 대비 더 큰 성공을 거둘 수 있게 되었으며, 동시에 2) 제작비의 유연한 집행이 가능해졌다. 예능 제작비는 회당 2억원 수준으로 드라마 대비 20% 이하로, 유동적인 컨트롤이 용이하기 때문이다. 물론 드라마에 비해 통상 광고비를 적게 받는 예능으로의 전환에는 수익성 악화 우려가 있는 것도 사실이다. 그러나 걱정하지 않아도 좋다. SBS는 경쟁력 있는 예능 프로그램을 편성하여 드라마 수준의 광고 매출을 달성하고 있기 때문이다.

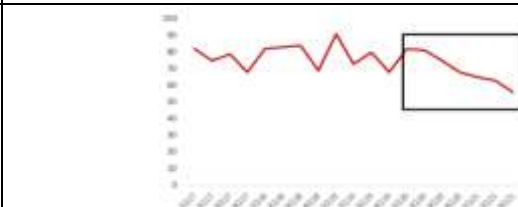
더 낮은 제작비의 예
능으로 대체

그림 3-11. SBS 드라마에 뒤지지 않는 예능 광고매출

	그해우리는	골 때리는 그녀들
방송 출연	월/화 밤22시 김다미, 최우식 등	수요일 밤21시 이수근, 배성재 등
중CM	2.0억	2.0억
PIB	1.5억	1.5억
전후CM	0.7억	0.7억

출처: SBS, SMIC 3팀

그림 3-12. SBS 분기별 별도 매출액 대비 방송제작비 비중 추이



출처: DART, SMIC 3팀

SBS의 새로운 시도,
해외 OTT 판권 쪼개
팔기

그런데 여기서 또 수익성 개선을 위한 방안이 하나 더 남았다. 바로 해외 판권 분할 판매다. SBS는 2011년부터 VIKI와 판권 판매 계약을 이어오고 있으며, 이외에도 Plan K, viu, 넷플릭스, 아이치이 등 다양한 글로벌 플랫폼 업체들과의 계약을 진행해 왔다. 글로벌 OTT 플랫폼 한 곳과 판권 계약이 일을 처리하는 측면에서는 편리하나, 앞서 언급한 홍천기의 경우 이례적으로 동남아시아 지역은 viu, 미주 유럽 쪽은 Viki, 그리고 일본은 Plan K에 판매하여 3개 권역, 3개 파트너와 동시 진행하는 방식을 선택하였다. 독점 제공이 아닌 지역별 OTT 사업자

에 쪼개어 판매하는 방식은 어떤 이점이 있을까? 독점 제공보다 더 큰 수익을 낼 수 있고, 무엇보다도 짧은 계약기간으로 더 팔 수 있는 기회를 마련할 수 있다. 넷플릭스와의 독점 계약은 일반적으로 장기계약을 체결하기 때문이다. SBS의 이와 같은 유리한 선택은 그동안 다양한 플랫폼에 공급을 해왔던 업력이 존재하고, 콘텐츠 제작 능력이 우수하기에 가능했다.

1) 스튜디오S를 통해 자체 제작하는 매력적인 수익구조의 콘텐츠가 확대되는 상황에서, 2) OTT 플랫폼, 유튜브 등 이전보다 다양한 곳에 콘텐츠를 활용할 수 있게 되었는데, 3) 기존의 비용구조까지 개선된 완벽한 상황이다. SBS는 더 이상 낮은 지상파 방송사가 아니다.

3.5. 매출추정

SBS의 매출은 크게 사업수익과 방송광고수익으로 나뉜다. 사업수익은 보유 콘텐츠를 국내외 OTT, 유튜브 등의 인터넷, IPTV 등에 재판매하는 사업이고, 방송광고수익은 TV, 라디오의 광고수익과 협찬수익으로 구성된다. 각 사업부는 계절성을 나타내고, 분기별 주요 이벤트에 의해 매출의 등락이 결정되기 때문에 분기별 추이 및 예정된 주요 이벤트를 고려해 추정하였다.

3.5.1. SBS 사업수익 매출추정

SBS 사업수익 매출 (별도 기준)												
(단위: 백만 원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2020	2021	2022E
사업수익	86,600	94,500	97,000	117,000	90,900	103,100	159,900	120,500	121,200	395,100	474,400	533,350
판권유통수익	34,200	33,200	34,200	44,900	34,700	40,600	41,200	46,600	45,100	146,500	163,100	192,550
계열사로열티	7,300	7,600	8,800	8,700	8,700	9,800	10,700	9,900	10,400	32,400	39,100	41,600
재송신수익	24,100	23,600	23,400	21,800	23,500	22,900	22,800	22,000	22,400	92,900	91,200	91,200
온라인수익	16,300	19,300	20,900	28,000	21,600	22,900	28,100	29,000	27,800	84,500	101,600	107,600
기타	4,700	10,800	9,700	13,600	2,400	6,900	57,100	13,000	15,500	38,800	79,400	100,400

- 1) **판권유통수익:** 콘텐츠 판권의 국내외 판매로 발생하는 수익으로 넷플릭스, 웨이브, VIKI, Plan K 등과 거래 중이며 웨이브 오리지널 작품에 대한 판권투자에 의해서도 발생한다. 따라서 SBS가 IP를 보유할 작품 라인업을 통해 예상할 수 있으며, 이에 따라 앞선 3.2.3.에서 추정했던 올해 드라마 라인업을 반영하였다. 1분기에는 <악의 마음을 읽는 자들>, <그해 우리는>의 판권 유통으로 높은 수익을 보였으나, 2분기에는 <왜 오수재인가> 8회차분, 3분기에는 <왜오수재인가> 8회차분과 <천원짜리변호사>, <예상 라인업 중 1작품>, 4분기는 나머지 4개의 작품에 대해 발생할 것으로 가정하였다.
- 2) **온라인수익:** 유튜브와 웨이브에서 발생하는 수익으로 유튜브는 조회수 및 광고에 따라, 웨이브는 콘텐츠 로열티(Revenue sharing 65%)를 수취함에 따라 발생한다. 이에 유튜브는 올해 5월까지의 조회수 증가 추이를 반영하고, 웨이브는 웨이브가 성장세에 있으나 타OTT플랫폼과 경쟁이 치열해 합리적 추정이 어려워 Flat 처리하였다.
- 3) **기타:** 중계권 재판매 수익 및 공연이나 모바일 제작과 관련된 수익으로 대부분은 중계권 재판매 수익에서 나온다. SBS는 IOC와 FIFA로부터 먼저 중계권을 구입한 후 KBS, MBC, 기타 OTT 플랫폼에게 재판매한다. 중계권의 약 65-70% 정도를 KBS와 MBC에게 수취하고, 30-35% 정도는 기타 OTT 플랫폼에게 판매하거나 중계방송에 따른 광고 수익으로 충당한다. 21년 3분기에는 도쿄올림픽의 영향으로, 22년 1분기 역시 동계올림픽 중계권 재판매 영향으로 기타 수익이 증가하였다. 이에 4분기 카타르 월드컵 관련 중계권 재판매 수익 650억을 가정, 나머지 분기는 스포츠 행사가 없을 시의 값을 적용하였다.

- 4) **계열사로열티, 재송신수익:** 계열사로열티는 SBS플러스, SBS FunE 등 채널로부터 수취하는 수익으로 해당 채널들의 광고 수익이 증가함에 따라 꾸준히 증가하였다. 그러나 앞으로의 추이를 정확히 예측하기 어려움에 따라, 통상 1분기가 가장 낮은 값이기 때문에 해당 값이 유지될 것이라 보았다. 재송신 수익에서는 지연되던 CPS인상과 관련해 2021년 연평균 8% 인상을 합의하였으나, 보수적 추정을 위해 2021년 매출을 Flat 적용하였다.

3.5.2. SBS 방송광고수익 매출추정

SBS 방송광고수익 매출 (별도 기준)												
(단위: 백만 원)	1Q 20	2Q 20	3Q 20	4Q 20	1Q 21	2Q 21	3Q 21	4Q 21	1Q 22	2020	2021	2022E
매출액	74,945	92,861	81,207	112,714	91,700	111,800	113,000	119,000	113,200	361,727	435,500	468,227
광고	58,486	68,855	65,153	84,240	73,500	91,900	93,400	94,800	98,400	276,734	353,600	387,705
TV	50,235	60,205	57,553	74,991	66,100	82,300	83,400	84,900	89,100	242,984	316,700	352,444
Radio	8,251	8,650	7,600	9,249	7,400	9,600	10,000	9,900	9,300	33,750	36,900	35,261
협찬	16,459	24,006	16,054	28,474	18,200	19,900	19,600	24,200	14,800	84,993	81,900	80,522
TV	14,042	21,182	13,308	25,161	16,000	17,300	16,600	20,800	12,300	73,693	70,700	69,440
Radio	2,417	2,824	2,746	3,313	2,200	2,600	3,000	3,400	2,500	11,300	11,200	11,082

통상 광고업계는 4분기>2분기>3분기>1분기의 계절성을 보이며, 특히 SBS의 TV 광고수익은 올림픽이나 월드컵과 같은 주요 이벤트, 최근 허용된 지상파 중간광고에 의해 영향을 받았다. 실제 올해 1분기에는 동계올림픽의 영향으로 TV광고수익이 전년대비 35% 증가했다. 방송광고수익은 감소추세에서 코로나19로 인해 상승하였기 때문에, 19년도의 수익이 유지된다는 가정하에, 4분기 월드컵에 따른 상승분을 작년 올림픽 때와 비교하여 가중하고, 작년 7월부터 시작된 중간광고에 따른 매출 증가가 100억이었으므로 올해 추가적인 200억의 수익을 낸다고 추정하였다. 그 외 협찬 및 라디오는 일정하고 발생하고 있어 3개년 average하였다. 두 사업부를 종합한 최종 매출은 아래와 같다.

SBS 매출 (별도 기준)					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E
매출액	750,482	756,827	909,900	234,400	1,001,577
사업수익	362,162	395,100	474,400	121,200	533,350
방송광고수익	388,320	361,727	435,500	113,200	468,227

Issue & Risk

Worry #1. 태영건설? 걱정은 No!

시공은 계속된다

티와이홀딩스의 다른 자회사인 태영건설은 현재 영업정지 상황에 놓여있다. 지난 2017년 발생했던 건설사고에 따라 올해 4월부터 7월까지 행정처분을 받게 되었기 때문이다. 그러나 영업정지 처분의 내용을 자세히 살펴보면, **해당 기간 동안 태영건설은 추가적인 '수주'를 받을 수 없는 것이지 이미 받아 놓은 수주계약이나 착공을 시작한 건설 공사는 계속 시공할 수 있다.** 시장이 우려하는 만큼의 영업 중단은 발생하지 않는다.

역대급 수주액으로
영업정지 우려 해소

한편 태영건설은 작년에 4조 4,021억원을 수주하며 역대 최고 수준을 기록했다. 이는 2020년 대비 40.8% 증가한 규모를 미리 수주 받아 놓은 것이며, 더불어 3개월 동안의 수주 공백을 메꾸기 위해 태영건설은 올해도 대규모의 수주를 미리 확보하였다. 영업정지 전까지 올해 동사의 수주 금액은 1조 3,801억원으로 지난해 동기기간의 4배 규모, 지난해 매출의 50% 수

준이다. 3개월 간의 수주 공백은 동사의 매출에 큰 문제가 되지 않는다.

Worry #2. SBS 매각 이슈

SBS 매각 확률은
매우 낮음

한편 SBS와 관련해서는 <티와이홀딩스가 SBS를 매각하면 어떡하나>는 우려가 존재한다. 그렇다면 왜 이런 우려가 나오고 있는지, 그리고 이것이 과연 현실적으로 일어날 가능성이 높은지 확인해보도록 하자. 결론부터 말하자면, 이러한 우려가 현실화 될 가능성은 매우 낮다.

① 방송법에 존재하는 “10조 룰”

현행 방송법에 따르면, 자산총액 10조원이 넘는 기업은 지상파 방송 지분을 10% 이상 소유할 수 없다. 2008년 대기업이 방송을 사유화하는 것을 막기 위해 제정되었다. 그런데 공정거래위원회가 4월 발표한 공시대상기업집단 재무현황에서 태영그룹은 자산규모 11조 2천억원을 달성하였다. 이에 티와이홀딩스가 SBS 지분 36.92%를 쥐고 있어도 의결권이 10%로 제한되었고, 매각 유예기간인 2년 안에 10%를 넘는 지분을 팔아야 하는 상황에 놓이게 되었다.

② 그렇게 걱정하기에는…

동사가 이러한 상황에 놓이자, SBS 매각의 우려 목소리가 나왔다. 그러나 1) 의결권 제한으로부터 발생하는 문제가 심각하지 않으며, 2) 동사에게 우호적인 상황 속에서 SBS를 팔지 않겠다는 입장을 확실히 하고 있다.

경영권 방어 대책은
준비되어 있음

먼저 1)과 관련해 동사는 의결권 제한 상황을 대비해 경영권 방어 준비를 해둔 상태이다. 일례로 SBS 경영에 관한 의사결정을 이사회에서 진행하게 되는데, 지난 주총에서 이사 인원과 관련된 정관을 바꿔 향후 주주총회에서 이사선임 안건을 올릴 수 없게 되었다. 또한 SBS의 다른 주요 주주가 경영권을 실질적으로 지배하고자 할 경우에는 방통위로부터 최다액출자자 변경 승인을 받아야 하는데 이는 시간이 오래 걸리고 쉽게 승인이 나지 않는다.

방송법 개정으로
자산총액 기준 증가
기대됨

또한 2)와 관련하여, 무엇보다도 동사는 방송법 개정이라는 우호적인 상황에 놓여있다. 현 정부의 인수위는 3대 국정과제 중 하나를 <미디어 규제 완화>로 설정하고 미디어혁신위원회를 출범할 정도로 미디어에 대한 과도한 규제 완화를 기본 기조로 취하고 있다. 여기에 민주당 역시 방송사업자의 주식 또는 지분 소유를 제한하는 기업의 자산총액을 현재 10조에서 국내 총생산액의 0.5% 이상 1.5% 이하 범위에서 대통령령으로 결정할 수 있도록 하는 개정안을 발의했을 정도로 우호적이다. 해당 개정안에 따르면 자산총액 30조 이하 기업은 방송사 주식 10% 이상을 보유할 수 있게 된다. 이에 따라 동사 역시 매각 의사가 전혀 없음을 언론과 노조 측에 지속적으로 표명하고 있는 상황이다.

대통령령으로 개정
가능성이 높음

특히 ‘10조룰’은 함께 개정이 논의되고 있는 ‘방송사 외국인 투자 제한’과 달리, 대통령령이기 때문에 행정부 의지만 있으면 충분히 개정 가능하다. 작년 7월에도 무려 1973년부터 규제되던 지상파 채널 중간 광고가 개정되었다. 미디어 환경이 급변함에 따라 방송법의 10조를 역시, 오히려 계속 유지될 것으로 기대하는 것이 이상한 상황이다.

Potential. 자사주 소각이 기대된다!

주식매수청구권으로
인해 대규모 자사주
보유

한편 동사는 과거 SBS미디어홀딩스와의 합병과정에서 주주들의 주식매수청구권 행사로 인하여 자사주 1,079억원을 매수하였고, 보유 자사주가 전체 발행주식의 30%에 달하게 되었다. 상법상 합병을 반대하는 양사의 주주들이 존재할 경우 합병회사는 해당 주주들의 주식을 매

수해야 하는 의무가 있기 때문이다.

자사주를 소각 or
매각 해야하는 의무

그런데 주식매수청구권 행사로 매입한 자사주는 5년 내 매각 or 소각해야 하는 의무가 존재한다. 현재 남은 기간은 약 3년으로 이 기간 안에 동사의 자사주 1,079억원은 매각되거나 소각되어야 한다. 이러한 상황에서 본 보고서는 동사가 해당 자사주를 소각하여 주주가치를 제고할 것으로 판단하였다. 근거는 다음과 같다.

주주행동주의에 따른
소각 압박

우선 대주주들의 주주행동주의에 따라 소각의 압박을 받을 것이다. 동사와 자회사들의 대주주들은 KB 주주가치 포커스 펀드(티와이홀딩스, 펀드 설정액의 5%), 머스트자산운용(태영건설 10%), KKR(에코비트 50%), 국민연금(SBS 10%), VIP자산운용(SBS 8%), 한국투자신탁운용(SBS 8%)으로 구성되어 있다. 한국을 대표하는 가치투자 하우스들이 분포되어 있고, 이들은 주주행동주의를 적극적으로 실행하며 주주가치 제고를 요구하고 있다.

에코비트 상장을
위한 기업가치 부양

여기에 에코비트 상장을 위해 기업가치 부양 필요성이 증대되고 있다. 에코비트는 현재 비상장 기업임에도 상장되어 있는 어떤 폐기물 기업보다 그 규모가 훨씬 크다. 더불어 외국계 PEF인 KKR이 높은 지분율을 가지고 있는 바, 향후 상장을 추진할 가능성이 높다. **상장을 추진하는 과정에서 모회사가 자사주를 대규모로 매각하여 기업가치를 훼손시킬 확률은 낮다고 판단한다.** 비슷한 선례로 SK 또한 대규모의 자사주와 비상장 폐기물 기업을 가지고 있다. SK는 해당 기업(SK에코플랜트)을 상장하는 과정에 있고, 동시에 모회사의 대규모 자사주 중 일부를 소각하는 계획을 발표했다. 필연적으로 대규모의 자사주를 매각 혹은 소각 해야 하는 동사의 입장에서 향후 SK의 선례를 따라 IPO 성공에 힘쓸 가능성이 높다.

이러한 이유로 시가총액의 8%에 달하는 자사주 소각이 기대되며, 가능성이 현실화 될 경우 동사는 보다 주주친화적인 기업으로 거듭남과 동시에 강한 모멘텀을 받을 수 있을 것이다.

Valuation - SOTP Method

5.1. Valuation Method 선정 논리

본 보고서는 동사의 목표주가 산출에 SOTP Method를 사용하였다. 동사는 자회사를 다수 보유한 지주사로서 크게 폐기물, 건설, 미디어 사업을 영위하며 각 부문의 성격 및 전방 시장과 비용 구조가 매우 상이하다. 때문에 전사 차원의 이익에 단일 멀티플을 부여하여 기업 가치를 산출하는 것은 타당하지 못하며, 각 사업부의 가치를 따로 산출한 뒤 지분율을 반영하여 합산하는 SOTP Method를 적용하는 방법이 합리적일 것으로 판단하였다.

5.2. 에코비트 EV 추정

5.2.1. Valuation: EV/EBITDA Method

에코비트의 가치 산출에는 EV/EBITDA Method를 사용하였다. 동사가 영위하는 폐기물 처리 사업은 대규모 토지 및 매립지를 확보하는 것이 핵심 경쟁력으로 작용함에 따라 여타 산업보다 감가상각비 규모가 크게 나타난다. 그러나 수요에 비해 공급이 부족할 수밖에 없는 상황에서 조성된 매립지는 안정적이고 꾸준하게 수입을 창출하며, **이에 감가상각비를 배제한 이익 창출 능력을 평가할 수 있는 EV/EBITDA Method가 동사의 가치를 가장 잘 반영할 것**

로 판단하였다. 또한 인수가 활발하게 이루어지고 있는 최근 폐기물 산업에서 인수 대상 기업의 가치 산정에 해당 방식이 주로 활용됨을 고려하면, 그 과정에서 부여된 멀티플을 참고 및 비교할 수 있다는 점에서 EV/EBITDA Method의 적용을 택하였다.

5.2.2. EBITDA 추정

에코비트 EBITDA 추정					
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E
매출액	504,407	654,432	700,680	733,703	748,610
YoY (%)	19.6%	29.7%	7.1%	4.7%	2.0%
매출원가	389,532	486,365	520,795	537,374	513,364
원재료 관련 비용	26,353	109,055	135,165	130,813	84,936
임직원보상	62,689	111,400	112,700	115,429	120,046
복리후생비	0	0	12,815	12,745	13,205
외주비	56,411	72,461	50,336	52,096	68,386
중기비	0	240	153	197	213
수도광열비	1,129	42,537	41,214	34,414	42,602
세금과공과	3,338	4,769	4,582	4,474	4,967
지급임차료	1,025	1,856	3,023	3,378	2,580
감가상각비	23,334	23,782	25,934	33,912	38,149
보험료	0	0	7,273	7,057	4,990
기술개발비	9,200	1,655	4,693	3,176	5,951
지급수수료	18,514	7,609	16,139	21,171	18,757
무형자산상각비	1,560	1,074	1,113	989	1,025
하자보수비	100	119	16	131	109
안전관리비	0	259	1,099	652	712
폐기물처리비	0	49,513	53,598	43,055	52,611
약품비	0	19,949	12,602	5,297	6,357
기타총당부채전입액	0	9,370	-219	0	0
손실총당부채전입액	0	0	0	447	0
대수선비총당부채전입액	0	0	0	2,301	0
수선비	0	23,157	35,793	40,823	35,461
기타	185,878	7,561	2,766	24,814	12,308
매출총이익	114,875	168,067	179,884	196,329	235,247
GPM (%)	22.8%	25.7%	25.7%	26.8%	31.4%
판매비와관리비	31,006	57,991	58,292	72,288	85,345
임직원보상	16,513	22,208	28,774	30,763	32,301
복리후생비	0	0	3,379	3,288	3,553
외주비	277	302	335	324	361
수도광열비	27	96	68	83	76
세금과공과	948	1,318	1,573	2,398	1,761
지급임차료	586	1,478	1,282	1,154	1,277
감가상각비	93	2,234	3,058	2,450	3,687
보험료	0	0	1,053	1,136	1,142
기술개발비	2,069	629	3,869	2,285	3,179
지급수수료	4,375	13,387	5,384	14,178	14,466
무형자산상각비	3,694	6,105	5,140	10,711	18,420
하자보수비	0	0	-135	-61	-52
대손상각비	-1,216	4,483	-486	273	0
주택관리비	194	268	39	40	169
수선비	0	0	0	49	13
기타	3,446	5,485	4,958	3,217	4,992
영업이익	83,869	110,077	121,592	124,041	149,902
OPM (%)	16.6%	16.8%	17.4%	16.9%	20.0%
EBITDA	112,549	143,270	156,837	172,104	211,183

① 매출원가 추정

원재료 관련 비용과 임직원 보상이 대부분을 차지한다. 원재료 관련 비용의 경우 동사 사업 보고서에 기재되어 있는 주요 원재료 매입액과 분기별 가격 추이를 참고하여 연도별 매입량을 역산, 해당 수치가 각 사업부별 매출에 따라 움직임을 확인한 뒤 2022년과 2023년 추정 매출액을 이용해 다시 매입량을 계산해주었다. 이후 해당 값을 원재료별 매입 비중에 따라 분배하고 고철 가격 상승세에 따라 인상이 예상되는 원재료별 가격에 곱하는 방식으로 비용을 도출하였다. 한편 폐기물 매출과 연동되어 움직이는 폐기물처리비, 수처리 매출과 연동되어 움직이는 약품비의 경우 각각의 추이를 반영해 산출해주었으며 임직원 보상의 경우 직원 수 증가 및 임금상승률을 반영하여 추정해주었다.

② 판매비와 관리비 추정

임직원 보상, 지급수수료, 감가상각비와 무형자산상각비가 유의미한 비중을 차지한다. 매출액과 연동되는 금액의 경우 해당 비중을 적용하여, 감가상각비와 무형자산상각비의 경우 대상 자산 내역을 바탕으로 별도 추정하여, 그 외 특별한 규칙성 없이 발생하는 금액의 경우 평균 처리하여, 일회성 비용으로 판단되는 경우 0으로 처리해 산출해주었다.

5.2.3. Target Multiple 선정 논리

에코비트 EV 추정	
(단위: 백만 원)	
2022E EV/EBITDA	211,183
Target EV/EBITDA	7.37
Enterprise Value	1,556,422
지분율	50.0%
반영가치	778,211

에코비트의 Target Multiple로 2017년 와이엔텍의 EV/EBITDA 6.7x를 10% 할증한 7.4x를 부여한다. 동사의 경우 오랜 기간 폐기물 처리업을 영위해왔음에도 불구하고 비상장사로서 당시의 주가를 확인하기 곤란한 상황에서, 완전히 동질적이지는 않더라도 유사한 사업 구조를 가진 Peer의 History를 차용해 멀티플을 부여하는 것이 최선의 방법이다. 2022년 동사와 가장 잘 대응되는 기업으로는 2017년의 와이엔텍을 제시한다. 와이엔텍은 전남지역에서 소각 및 매립 시설을 동시 보유한 폐기물 처리업체로 1) 환경 부문의 전사 이익 비중과 소각 및 매립의 매출 비중이 동사와 유사하며 2) 여수 산업단지라는 특정 지역을 기반으로 압도적인 점유율을 갖추었고 3) 지정폐기물 위주의 계약을 통해 수익성을 높게 유지하고 있다는 점에서 동사의 비교 대상으로 적합하다. 또한 2017년은 폐기물 산업 내 매립 단가가 전반적으로 상승하고 있었던 시기임과 동시에 8 매립장 신규 가동 및 소각로 증설이 언급되며 와이엔텍의 폐기물 처리 단가와 능력이 상승할 것으로 기대되던 시점이다.

이러한 상황은 1) 충청도 등 특정 지역을 기반으로 압도적인 점유율을 갖추었고 2) 산업, 일반, 지정폐기물 처리업을 영위하는 가운데 지정폐기물의 비중이 높게 유지되며 3) 매립장 확대 및 인수를 통한 소각 능력 증대가 기대되는 상황에서 4) 전방 폐기물 매립 P와 Q의 상승이 함께 예상되는 동사에 효과적으로 대응된다.

한편 시장의 동사에 대한 시선은 크게 1) 폐기물 매립 단가가 지속적으로 상승할 것이라는 기대감과 2) 시장 1위 업체로서의 안정적인 입지를 유지할 수 있을 것이라는 기대감으로 구성된다. 와이엔텍 대비 10%의 할증은 후자, 즉 폐기물 산업 내 안정적인 1위 사업자라는 동사의 지위를 반영한 것이다. 신규 사업자 진입이 어렵고 지역 내 입지가 효과적으로 유지되

며 점점 더 대규모 업체들을 중심으로 정리되는 산업 특성을 고려하면 동사가 보유한 압도적 규모의 매립지와 지역 내 확고한 점유율은 앞으로도 견고할 것으로 예상되며, 특히 규모 자체가 경쟁력으로 작용하는 산업 내에서 동사의 입지는 쉽게 전복될 수 없을 것으로 판단한다. 나아가 사모펀드의 폐기물 업체 인수에 적용되는 EV/EBITDA 멀티플이 최근 12~15배 수준이며 폐기물 기업 가치가 오르기 전에도 전통적으로 10배 내외의 멀티플이 적용되었다는 점, 동사의 매립 처리량과 매립장 보유 개수, 확정 잔여 용량이 모두 와이엔텍을 크게 앞선다는 점을 종합적으로 고려할 때 시장 1위 업체에 7.4x는 크게 과도하지 않은 멀티플로 판단된다.

5.3. 태영건설 EV 추정

5.3.1. Valuation: PER Method

동사는 상장사로서 연도별 사업보고서가 시장에 공개되어 비용 구조의 파악이 용이하며, 현재 쌓여있는 수주가 향후 실적에 반영되기 시작하면서 이익 증가가 가시화될 것으로 예상되므로 이를 직관적으로 반영하는 PER Method를 적용함이 타당하다고 판단하였다.

5.3.2. NOPLAT 추정

태영건설 NOPLAT 추정 (단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E
매출액	2,888,270	2,967,116	2,281,512	2,751,711	3,009,967
YoY (%)		2.7%	-23.1%	20.6%	9.4%
매출원가	2,383,152	2,521,620	1,860,423	2,386,846	2,665,791
원재료 관련 비용		818,236	640,713	1,138,982	1,081,010
임직원보상		89,584	88,164	97,695	104,685
외주비		1,218,022	942,828	1,009,421	1,194,544
중기비		2,756	2,878	3,884	4,249
수도광열비		10,976	7,111	7,452	9,556
세금과공과		127,240	36,543	50,235	77,413
지급임차료		7,825	2,723	2,592	4,788
감가상각비		8,575	8,907	13,894	15,198
기술개발비		23,797	15,097	24,029	26,284
지급수수료		39,882	37,180	61,586	67,366
무형자산상각비		28	363	724	792
안전관리비		11,042	10,936	13,190	13,352
하자보수비		14,989	12,906	16,249	16,669
기타		148,669	54,073	-53,087	49,885
매출총이익	505,118	445,496	421,089	364,865	344,176
GPM (%)	17.5%	15.0%	18.5%	13.3%	11.4%
판매비와관리비	139,391	169,142	170,163	190,318	196,697
임직원보상		54,863	59,691	64,913	68,470
외주비		2,008	2,017	2,074	2,322
수도광열비		89	1,450	769	948
세금과공과		4,043	2,999	8,849	5,913
지급임차료		1,417	1,384	1,954	1,800
감가상각비		264	2,087	3,733	2,368
기술개발비		24,153	22,609	25,830	27,528
지급수수료		21,721	32,791	33,907	34,128
무형자산상각비		9,626	8,798	3,781	3,781
하자보수비		4,187	3,306	3,249	4,054
대손상각비		13,923	2,691	4,179	7,415
주택관리비		13,941	10,316	14,006	14,358
기타		18,908	20,024	23,073	23,612

영업이익	365,727	276,354	250,925	174,547	147,478
OPM (%)	12.7%	9.3%	11.0%	6.3%	4.9%
NOPLAT	267,002	218,194	206,231	133,342	115,033

① 매출원가 추정

원재료 관련 비용과 임직원 보상, 외주비가 대부분을 차지한다. 동사의 주요 원재료는 철근, 레미콘, 아스콘으로 동사 사업보고서에 각각의 매입액과 분기별 가격 추이가 기재되어 있다. 이를 바탕으로 주요 원재료 매입액과 분기별 가격 추이를 참고하여 연도별 매입량을 역산, 해당 수치가 각 사업부 매출액에 따라 움직임을 확인한 뒤 2022년과 2023년 추정 매출액을 이용해 다시 매입량을 계산해주었다. 이후 해당 값을 원재료별 매입 비중에 따라 분배하고 원재료별 예상 단가에 곱하는 방식으로 비용을 도출하였다. **철근의 경우 고철 단가 상승 및 제강사 공급 부족으로 지속 상승세를 보이고 있으며 레미콘은 2022년 하반기 추가 인상이, 아스콘은 2022년 국제 유가 상승으로 인상이 예정되어 있다. 해당 사실들과 과거 원재료 변동 추이를 고려하여 향후 원재료별 예상 단가를 산출 및 적용해주었다.** 임직원 보상의 경우 직원 수 증가 및 임금상승률을 반영하여 추정해주었으며 외주비는 매출이 증가함에 따라 함께 상승하는 값으로 판단되어 해당 값에 연동해주었다.

② 판매비와관리비 추정

임직원 보상, 기술개발비, 지급수수료가 유의미한 비중을 차지한다. 임직원 보상은 직원 수 증가 및 임금상승률을 반영해, 기술개발비와 지급수수료의 경우 매출액 대비 비중이 일정하게 유지됨을 고려해 계산해주었다. 무형자산상각비의 경우 산업재산권, 개발비, 관리운영권 상각이 종료됨에 따라 전년도의 추이가 이어질 것으로 판단하여 해당 수치를 적용해주었다. 나머지 항목들은 변동비성 성격을 가진 경우 매출과 연동, 특별한 규칙성 없이 발생할 경우 평균 처리하였고 일회성 비용으로 파악되는 경우 합리적 추정이 곤란해 0으로 처리해주었다.

5.3.3. Target Multiple 선정 논리

태영건설 EV 추정	
(단위: 백만 원)	
2022E NOPLAT	115,033
Target PER	5.2
Enterprise Value	598,171
상장자회사 할인	30%
지분율	27.8%
반영가치	116,404

태영건설의 Target Multiple로 2022E Peer Group PER Multiple 6.5x를 20% 할인한 5.2x를 부여한다. 동일 업종 내에 있으며 주택 건설 사업을 영위하는 중소형 업체들을 기준으로 Peer Group을 구성 (아이에스동서, SK디앤디, 도화엔지니어링, 금호건설, 코오롱글로벌, 한라), 해당 기업들이 받고 있는 멀티플 평균치 6.5배를 도출하였다. **다만 동사의 경우 최근의 사고와 영업 정지로 인해 사업 정상화에 대한 의심이 남아있는 상황이며, 비록 이는 이미 착공에 들어간 공사에 적용되지 않고 동사에 미치는 영향이 그리 크지 않을 것으로 예상되나, 아직 시장의 우려가 잔존함을 고려하여 해당 값을 할인 적용하였다.**

5.4. SBS EV 추정

5.4.1. Valuation: SOTP Method

SBS의 경우 전사 차원의 이익에 단일 PER Multiple을 부여하는 방식을 고려하였다. 그러나 현재 SBS가 받고 있는 기대감은 단순히 본업의 성장성과 가치뿐만이 아니라 스튜디오에스의 폭발적 성장에 대한 기대감을 반영하는데, 해당 자회사는 최근 지배구조 개편으로 인해 SBS의 100% 지분 보유 의무가 사라지면서 IPO 가능성을 무시할 수 없는 상황이다. 이러한 와중 스튜디오에스를 단순히 SBS의 작은 부분으로 보고 전사 가치를 측정하는 것은 적절하지 못하다고 판단하였으며, 향후 해당 기업의 지분 가치가 부각될 것으로 예상됨에 따라 SBS를 다시 본업과 스튜디오에스의 두 부분으로 구획하여 가치를 산정하는 방식을 택하였다.

5.4.2. SBS 별도 EV 추정

5.4.2.1. NOPLAT 추정

SBS 별도 NOPLAT 추정					
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E
영업수익	872,490	750,482	756,842	909,879	1,022,169
YoY (%)		-14.0%	0.8%	20.2%	12.3%
매출원가	738,901	623,065	597,992	636,159	713,392
개별제작비 등	516,694	408,699	368,342	368,293	414,136
급여	78,141	85,293	83,749	96,149	110,962
퇴직급여	8,985	10,279	9,691	14,010	13,315
복리후생비	18,616	20,499	18,965	19,979	25,521
여비교통비	7,806	4,781	1,457	1,327	4,779
통신비	794	742	677	666	901
회선사용료	4,281	4,429	2,701	2,242	4,304
수도광열비	4,126	3,392	3,927	3,813	4,760
교육훈련비	165	210	95	70	111
조사연구비	2,451	1,481	3,440	1,856	2,905
도서인쇄비	31	42	24	31	40
세금과공과	5,194	5,880	6,042	6,736	7,455
임차료	20,480	14,917	14,378	15,274	20,222
감가상각비	19,906	20,306	19,054	18,220	24,295
수선유지비	3,714	4,250	5,504	6,324	6,169
보험료	1,341	927	958	973	1,305
집대비	346	279	152	151	290
외부용역비	4,961	8,000	14,667	15,188	17,063
지급수수료	35,473	23,116	37,842	59,067	47,627
차량유지비	4,677	4,939	5,236	4,564	6,102
소모품비	2,436	2,254	2,877	3,375	3,400
회의비	225	235	137	104	221
경상연구개발비	-1,943	-1,884	-1,920	-2,255	-2,492
판매비와관리비	132,899	121,432	108,491	132,922	153,423
급여	20,318	20,670	20,310	23,101	27,256
퇴직급여	2,484	2,811	2,702	3,351	3,543
복리후생비	4,855	5,156	5,187	6,002	6,814
여비교통비	253	228	63	46	186
통신비	233	280	353	368	386
회선사용료	11	8	21	66	32
수도광열비	848	1,455	797	791	1,235
교육훈련비	387	353	224	123	273
조사연구비	661	620	482	661	753
도서인쇄비	30	77	178	35	105
세금과공과	18,045	13,830	7,882	16,664	17,335
임차료	890	763	104	110	586
감가상각비(유형자산)	6,197	3,324	2,729	2,452	2,594
감가상각비(사용권자산)			794	895	1,231

무형자산상각비	1,090	1,142	803	220	425
수선유지비	1,091	1,131	567	637	1,075
보험료	668	537	606	590	749
접대비	468	486	442	506	594
광고선전비	296	171	104	214	240
외부용역비	12,044	10,155	3,913	4,011	9,433
지급수수료	1,889	4,329	6,597	6,211	5,999
차량유지비	215	124	150	181	207
소모품비	397	402	168	159	355
회의비	196	175	121	113	189
경상연구개발비	2,097	2,430	2,055	2,402	2,810
광고대행수수료	56,894	50,801	50,754	63,023	68,798
대손상각비	343	-25	385	-8	220
영업이익	690	5,985	50,359	140,798	155,354
OPM (%)	0.1%	0.8%	6.7%	15.5%	15.2%
NOPLAT	-528	4,556	72,791	110,894	121,176

① 매출원가 추정

개별제작비와 급여가 동사 매출원가의 대부분을 차지한다. 급여는 매출액 대비 비중과 임금 상승률을 고려하여, 개별제작비는 매출액 대비 비중과 더불어 회사에서 밝힌 제작비 계획을 참고하여 추정해주었다. 나머지 금액들의 경우 매출과 연동하거나 평균 처리해주었다.

② 판매비와관리비 추정

급여 및 광고대행수수료가 유의미한 비중을 차지한다. 급여는 매출액 대비 비중과 임금 상승률을 고려하여, 광고대행수수료의 경우 동사 광고수익 추이를 참고하여 각각 추정해주었다.

5.4.2.2. Target Multiple 선정 논리

SBS 별도 EV 추정	
(단위: 백만 원)	
2022E NOPLAT	121,176
Target PER	8.4
Enterprise Value	1,017,877
지분율	100.0%
반영가치	1,017,877

SBS 별도 부문의 Target Multiple로 2020년 한국경제TV의 PER Multiple 4.8x와 2020년 SBS콘텐츠허브의 PER Multiple 12.0x를 이익단의 비율로 가중평균한 8.4x를 부여한다. SBS 별도 부문은 크게 1) 콘텐츠를 방영하고 전후에 광고를 삽입하여 광고비를 수취하는 광고 수익과 2) 판권을 유통하거나 콘텐츠를 유튜브에 게시함으로써 매출을 발생시키는 사업 수익으로 구분된다. 2019년에서 2021년까지 분기별, 부문별 영업손익 추이로 미루어볼 때 양 사업부가 이익단에서 거의 유사한 비중을 차지하고 있음을 확인 가능하다.

광고 수익 부문에 부여할 멀티플로는 2020년 한국경제TV의 PER Multiple 하단 4.8x를 제시한다. 한국경제TV는 광고 및 시청료 수입으로 구성된 방송 부문과 인터넷 및 기타 부대 수입으로 구성된 기타 부문으로 구분되는 가운데 이익의 대부분이 방송 부문에서 발생하고 있다. 본 보고서 논리에 따르면 2022년 동사의 광고 단가는 월드컵 및 인기 콘텐츠 방영으로 인해 상승할 것으로 예상되는 바, 매 분기 단가가 인상 없이 유지되는 추이를 보이는 한국경제TV에 비해 동사의 광고 수익 신장 폭이 더욱 클 것으로 기대되나, 경기 변동에 민감한 특성을 보이는 광고 사업의 특성과 2022년 동사 라인업의 성과에 불확실성이 존재함을

고려해 보수적 관점에서 해당 멀티플을 할증 없이 적용하였다.

사업 수익 부문에 부여할 멀티플로는 SBS콘텐츠허브의 2020년 PER Multiple 하단 12.0x를 제시한다. 해당 부문은 다시 1) 판권을 보유한 콘텐츠를 유통하는 과정에서 발생하는 판권 유통 수익과 2) 별도의 비용 없이 유튜브에 기보유 콘텐츠를 게시함으로써 발생하는 온라인 수익으로 구획할 수 있다. 국내에 1) 자체 드라마 또는 영화를 제작하지 않고 2) 콘텐츠 권리를 확보한 뒤 유통하는 사업만을 영위하는 3) 상장사는 매우 드물며, 이러한 상황에서 동사의 사업 수익 부문과 가장 유사한 구조를 가진 Peer는 다른 아닌 SBS 드라마의 유통과 배급을 담당하기 위해 상장된 동사의 자회사 SBS콘텐츠허브로 판단된다. SBS콘텐츠허브의 경우 1) SBS의 홈페이지 운영 사업을 함께 영위하고 있으며 2) 해외 방송사 및 온라인 플랫폼 사업자 외에도 IPTV, 모바일, 디지털케이블TV 등의 매체에 SBS 콘텐츠를 배급한다는 점에서 동사 사업 수익 부문과 완벽히 동질적일 수는 없으나, 본질적으로 콘텐츠를 직접 제작하지 않은 채 SBS 보유 콘텐츠를 유통하는 사업을 영위한다는 점에서 동사의 가장 적절한 Peer라고 판단하였다. 이에 2022년 동사 사업 수익 부문의 경우 자체 제작 IP 수가 증가하며 전년 대비 수익성의 개선이 눈에 띄게 나타날 것으로 예상됨에 따라 유사한 상황이 연출되었던 2020년과 2021년 SBS콘텐츠허브가 부여받던 멀티플 하단 12.0x를 적용하였다.

상술한 논의를 종합하여 산출한 멀티플을 이익단의 비율로 가중평균, Target Multiple 8.4x를 도출하여 SBS 별도 부문에 부여하였다.

5.4.3. 스튜디오에스 EV 추정

5.4.3.1. NOPLAT 추정

스튜디오에스 NOPLAT 추정				
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E
영업수익		89,633	136,805	236,400
YoY (%)			52.6%	72.8%
매출원가		81,456	118,102	204,081
제작원가		81,456	118,102	204,081
판매비와관리비		6,852	13,201	20,136
용역수수료		550	536	884
급여		1,515	2,264	3,954
상여금		85	101	199
퇴직급여		67	206	267
복리후생비		227	380	628
여비교통비		17	18	39
접대비		44	91	137
통신비		33	42	79
세금과공과금		48	67	121
감가상각비		197	263	487
지급임차료		88	115	215
보험료		37	70	109
차량유지비		12	21	34
차량렌트료		9	4	15
건물관리비		15	20	38
도서인쇄비		2	0	2
소모품비		67	19	105
지급수수료		3,696	8,816	12,491

광고선전비	128	149	297
대손상각비	6	-6	3
무형자산상각비	7	12	20
교육훈련비	3	11	14
영업이익	1,325	5,502	12,182
OPM (%)	1.5%	4.0%	5.2%
NOPLAT	1,097	4,291	9,502

① 매출원가 추정

동사 매출원가는 전액 제작원가로 발생한다. 과거 동사의 매출과 제작원가, 제작 작품수를 이용해 작품당 매출 및 작품당 제작원가와 평균 리쿠폴를 산출하였다. 이후 세 값을 본 보고서 논리에 따라 조정한 다음, 2022년 예상 작품 수에 곱하는 방식으로 총 금액을 산출하였다.

② 판매비와관리비 추정

급여, 용역수수료, 지급수수료가 대부분을 차지한다. 급여는 임금상승률을 고려하여, 용역수수료와 지급수수료의 경우 매출 및 작품 제작 편수와 유관하여 해당 추이를 통해 추정해주었다.

5.4.3.2. Target Multiple 선정 논리

스튜디오에스 EV 추정	
(단위: 백만 원)	
2022E NOPLAT	9,502
Target PER	14
Enterprise Value	133,029
지분율	100%
반영가치	133,029

스튜디오에스의 Target Multiple로 에이스토리의 2022E PER Multiple 14x를 부여한다. 국내 콘텐츠 제작사는 크게 1) 한국 방송사의 외주 제작사로서 대부분의 IP가 방송사에 귀속되며 미미한 부가수익을 발생시키는 저수익 모델과 2) 글로벌 OTT의 외주제작사로서 제작원가를 안정적으로 회수하되 IP는 OTT에 귀속되는 중수익 모델, 그리고 3) IP와 캡티브 채널을 모두 보유하여 방송사로부터는 방영권료를 수취하고 판권 판매 등으로 나머지 수익을 창출하는 고수익 모델로 구분해 생각해볼 수 있다. 하나의 기업이 복수의 모델을 취하는 경우가 잦은 것은 사실이나 세 번째 모델이 가능한 기업에는 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리, JTBC 스튜디오, 키이스트 등이 있으며 동사 역시 이 그룹에 속한다.

다만 스튜디오드래곤의 경우 1) 2022년에만 연간 33편 이상의 작품이 편성되며 2) 다수의 텐트폴 작품 방영이 예정되어 있고 3) 글로벌 OTT에 높은 리쿠폴로 작품을 공급해왔으며 앞으로도 계약 관계가 견조하게 유지될 것으로 예상됨에 따라 시장 1위 업체로서의 높은 멀티플을 부여받고 있다. 비록 동사와 유사한 모델로 유사한 사업을 영위하고 있으나 대규모 자본을 기반으로 스타작가 및 연출진을 다수 확보하고 있다는 점, 절대적인 제작 편수에 차이가 있다는 점 등의 요인을 고려해 현재 동사의 비교 대상에서 제외하였다.

이에 차선책으로 2022년 기준 6편의 IP 확보가 예정된 점, 자체 IP를 국내 및 해외에 방영권 형태로 판매하는 점, 자체 제작 편수와 제작비 규모를 지속적으로 늘려가고 있는 점 등을 고려하여 에이스토리를 동사의 Peer로 선정하였다. 적극적인 IP 확보 전략, 2022년 라인업 구성과 전년 대비 증가하는 IP 보유 작품 수, 그에 따른 수익성 개선을 종합할 때 동사와 유

사한 기대감을 부여할 수 있으리라 판단하였기 때문이다. 연간 제작 능력이 4~6편으로 동사에 비해 비교적 작다는 점, 스타작가 및 연출진의 이탈로 지속적인 히트작 제작 역량에 의구심이 존재하는 가운데 캡티브 채널을 보유하고 있지 않다는 점을 고려할 때 올해 8편 내외의 작품 공개를 앞두었으며 SBS를 통해 안정적인 공급처를 확보한 동사에 보다 큰 기대감을 부여할 수 있을 것이나 보수적 관점에서 해당 멀티플을 그대로 적용하였다.

5.4.4. SBS EV 추정

SBS 영업가치 추정					
(단위: 백만 원)					
영업가치 (현재 가정)	Method	EV	지분율	상장사 할인	반영가치
SBS 별도	PER	1,017,877	-	-	1,017,877
스튜디오에스	PER	133,029	100%	-	133,029
영업가치 (상장 가정)	Method	EV	지분율	상장사 할인	반영가치
SBS 별도	PER	1,017,877	-	-	1,017,877
스튜디오에스	PER	133,029	70%	30%	65,184

스튜디오에스의 경우 (비록 근시일 내에 진행되지 않을 것으로 판단되나) IPO 가능성이 존재함을 고려하여 지분율 희석 및 상장자회사 전환 상황을 가정하고 희석 지분율과 상장사 할인율을 적용, 현상 유지시와 상장시의 반영가치를 각각 구분해 산출해주었다.

5.5. SOTP Valuation: 목표 주가 및 투자 의견

Valuation - SOTP Method (2022E)					
(단위: 백만 원)					
영업가치	Method	EV	지분율	상장사 할인	반영가치
에코비트	EV/EBITDA	1,556,422	50.0%	-	778,211
태영건설	PER	598,171	27.8%	30%	116,404
SBS	SOTP	1,150,906	38.1%	30%	306,947
비영업가치		계	할인율	반영가치	
초과보유현금		195,964	-	-	195,964
기타유동자산		6,626	-	-	6,626
기타비유동자산		4,251	-	-	4,251
기타유동금융자산		97,483	-	-	97,483
관계및공동지배기업투자		1,111,438	33%	-	743,733
상장		459,631	80%	-	91,926
비상장		651,807	0%	-	651,807
순차입금		계	지분율	반영가치	
에코비트		406,220	50.0%	-	203,110
태영건설		1,635,546	27.8%	-	454,682
SBS		519,496	38.1%	-	197,928
Target Market Cap					1,393,899
유통가능주식수					36,577,135
목표주가					38,108
현재주가					25,300
상승여력					51%

동사 각 부분들의 영업가치에 지분율과 할인율을 적용한 최종 반영가치를 산출해주었으며 해당 값에 연결 기준 비영업가치를 합산한 뒤 지분율에 따라 계산한 순차입금을 차감, 목표 시가총액 및 상승여력을 도출하였다. 해당 수치는 SBS의 현재 구조가 유지된다는 가정 하에 산출된 값이다. 스튜디오에스 상장을 가정하고 계산하면 상승여력은 49%로 조정된다.

지금까지의 논의를 종합하여 동사에 대해 2022년 목표주가 38,100원, 현재주가 25,300원, 상승여력 51%, 투자의견 BUY를 제시한다.

Appendix

6.1. 일정 매립량을 가정한 동사 매립지 가동 타임라인

(단위: m ³)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
잔여 매립량	5,170,273	4,572,360	3,974,447	3,826,534	5,226,821	4,628,908	4,030,995
연 매립량		597,913	597,913	597,913	597,913	597,913	597,913
연도	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
잔여 매립량	3,433,082	2,835,169	2,237,256	1,639,343	1,041,430	443,517	-154,396
연 매립량	597,913	597,913	597,913	597,913	597,913	597,913	597,913

6.2. 수도권매립지 단가 추이

대분류	소분류	종류	현행	2022. 1. 1.	2023. 1. 1.
사업장 폐기물	사업장 생활계	자가	102,167	148,270	
		하수준설토	59,882	71,786	79,408
	사업장 배출시설계	상수오니	60,036	72,631	80,453
		고형화오니	136,800	98,851	103,495
		중간처리잔재물	99,893	147,497	147,497
		음폐수	55,000	55,000	55,000
		사업장배출(기타)	102,167	148,270	148,270
		하수오니	60,036	72,631	80,453
		오니류 등 4종	83,358	126,840	126,840
		열경화성 폐합성수지	33,525	148,270	148,270
		광재 등 17종	83,358	125,191	125,191
		생활소각재	70,056	87,608	97,963
	단위: 원/톤	건설폐기물	99,893	147,497	

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이다, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.