

## 에스엠

BUY(유지)

041510 기업분석 | 엔터테인먼트

목표주가(유지)	47,000원	현재주가(03/09)	38,250원	Up/Downside	+22.9%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 03. 12

## 다 털고 간다

## News

**4Q17 예상치 하회:** 에스엠은 4Q17 매출액 1,550억원(+97.7%YoY), 영업이익 37억원(+502.5%YoY)을 기록해 당시 추정치(93억원)와 컨센서스(92억원)를 크게 하회했다. EXO, 태연, 레드벨벳 등의 음원이 강세를 나타내며 음원매출이 143억원을 기록, 추정치를 66억원 상회했고 4Q17부터 SM C&C 실적에 인식되기 시작한 광고사업부가 2개월분만 반영됐음에도 불구하고 매출액 377억원을 기록해 역시 추정치를 130억원 가량 상회함에 따라 매출은 기대 이상의 성과를 달성했다. 그러나 드라마 질투의 화신 관련 일회성 비용(30억원 이상인 것으로 추정), 광고사업부 인수에 따른 위로금 약 20억원, 임직원 스톡 그랜트 부여에 따른 일회성 비용 약 55억원 등이 발생하며 영업이익은 기대치를 충족시키지 못했다. 또한, 자회사 등 영업외손상차손이 발생했고 S.M. LIFE DESIGN COMPANY JAPAN INC.를 아이리버에 매각함에 따른 양도차익 발생으로 법인세가 일시적으로 증가해 당기순손실 133억원(적자지속%YoY)을 기록하고 밀았다.

## Comment

**여러 우려 해소 기대:** 에스엠을 둘러싼 첫번째 우려는 슈퍼주니어와 EXO의 일본 활동이다. 슈퍼주니어의 일본 투어 일정이 아직 공개되지 않고 있고 현재까지 공개된 EXO의 일본 투어는 7회, 14만명에 불과하다. 그러나 슈퍼주니어와 EXO는 일본에서 하반기 투어를 계획하고 있는 것으로 밝혀졌으며 지금까지는 활동 이후 1~2개분기 후 실적에 반영됐지만 18년부터는 해당분기에 바로 매출을 인식하게 됨으로써 19년으로의 이연에 대해서도 걱정할 필요가 없게 됐다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 백 %)		Stock Data		
FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E	52주 최저/최고		22,350/39,950원	
<b>매출액</b>	322	350	338	534	577	KOSDAQ /KOSPI		866/2,459pt	
(증가율)	12.3	8.6	-3.5	58.2	8.0	시가총액		8,322억원	
<b>영업이익</b>	38	21	16	54	62	60일-평균거래량		316,420	
(증가율)	12.0	-46.1	-20.5	228.5	13.8	외국인자본율		18.1%	
<b>자배주주순이익</b>	22	4	19	34	40	60일-외국인자본율변동주이		+1.1%p	
<b>EPS</b>	1,048	169	895	1,552	1,822	<b>주요주주</b>	이수만 외 2 인	20.4%	
PER (H/L)	47.4/28.6	286.0/140.6	38.8	24.6	21.0	(천원)	(pt)		
PBR (H/L)	3.6/2.2	3.2/1.6	2.2	2.2	2.0	에스엠(좌)			
EV/EBITDA (H/L)	16.2/9.6	20.5/10.1	15.1	9.5	8.7	KOSPI지수대비(우)			
영업이익률	11.9	5.9	4.9	10.1	10.7				
ROE	8.3	1.2	5.7	9.2	9.8				

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	3.7	10.2	64.9
상대기준	0.9	-5.3	15.4

Analyst 권윤구

02 369 3457

ykwon84@db-fi.com

두번째로, EXO의 뒤를 이어줄 것으로 기대했던 NCT의 인기가 높지 않다는 우려가 크다. 실제 EXO, 방탄소년단의 현재 인기와 비교하면 크게 두드러지지 않는 것이 사실이다. 그러나 방탄소년단의 성장스토리를 살펴보면 NCT에 대한 우려가 너무 과도함을, 기대가 지나치게 높음을 알 수 있다. 방탄소년단은 13년 데뷔했고 당시 2개 앨범으로 5.8만장의 판매고를 올렸다. 2년차인 14년 4개 앨범, 21.8만장, 3년차인 15년 6개 앨범, 56.3만장의 판매량을 기록했고 4년차인 16년에는 정규앨범 WINGS로만 75.1만장을 판매, 총 8개 앨범, 145.9만장을 판매하며 명실상부 국내 탑 아이돌 반열에 올라섰다.

그리면 NCT를 보자. NCT는 16년 데뷔해 그 해 1개 앨범, 8.3만장의 판매고를 올렸고 2년차인 17년에는 4개 앨범, 41.2만장의 판매량을 기록했다. 물론 NCT 127, NCT DREAM 2개 유닛의 합산이긴 하지만 방탄소년단의 데뷔 2년차 성적보다 우수하다. 데뷔 2년차 단일 앨범 최고 판매량도 128만장으로 방탄소년단의 10.0만장대비 높아 NCT를 평가절하하기에는 무리가 있다는 판단이다. NCT는 올해 NCT 2018이라는 글로벌 확장 프로젝트를 가동할 계획으로 국내뿐 아니라 다른 국가에서도 해당 국가 국적의 멤버로 구성된 새로운 팀이 데뷔하는 등 국내외 탑 아이돌로 성장하는 기반을 닦아가는 모습을 보여줄 것으로 기대된다.

#### Action

**2년간 이어진 역성장, 이제는 끝:** 동방신기와 슈퍼주니어의 군입대, SM C&C의 부진 등의 영향으로 에스엠은 16~17년 연속 영업이익 역성장을 기록했다. 그러나 군입대 아이돌이 모두 돌아왔고 SK 플래닛으로부터 인수한 광고사업부 온기 반영에 따른 SM C&C의 턴어라운드, NCT와 레드벨벳의 성장으로 18년은 그 동안의 실적 부진에서 탈피할 수 있을 것으로 예상된다. 또한, 한현령 원회에 따른 중국 활동 재개 기대감 역시 아직 완전히 꺾기에는 이를 시점이라는 점에서 에스엠에 대한 매수 의견을 유지한다. 실적 추정치는 감사보고서 발표 이후 조정할 예정이다.

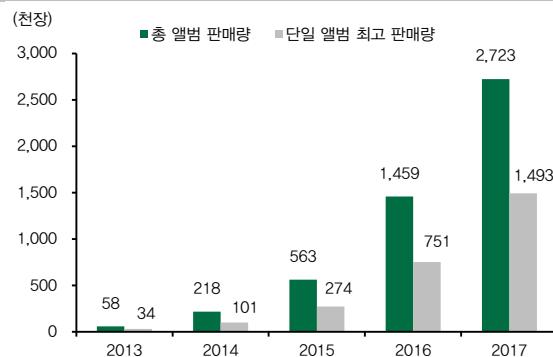
도표 1. 에스엠 실적 전망

(단위: 억원, %)

	4Q17P	%YoY	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	1,550	97.7	78.8	1,153	34.4	1,108	39.9
영업이익	37	502.5	-19.0	93	-59.6	92	-59.4
영업이익률	2.4			8.0		8.3	
당기순이익	-133	적자지속	적자전환	56	적자기록	62	적자기록

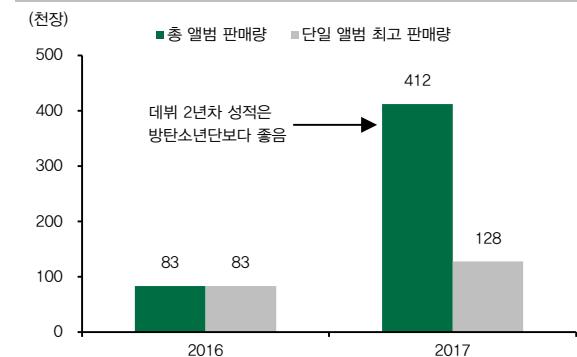
자료: 에스엠, Fnguide, DB금융투자

도표 2. 방탄소년단 데뷔 이후 음반 판매량



자료: 가온차트, DB금융투자

도표 3. NCT 데뷔 이후 음반 판매량



자료: 가온차트, DB금융투자

도표 4. 방탄소년단 음반 판매 추이

(단위: 장)

		앨범명	판매량
2013년 – 데뷔 1년차	합산 6만장	O! RUL8 ,2?	34,030
		2 Cool 4 Skool	24,441
2014년 – 데뷔 2년차	합산 22만장	Dark & Wild	100,906
		Skool Luv Affair	86,004
2015년 – 데뷔 3년차		Skool Luv Affair Special Addition	14,852
		O! RUL8 ,2?	16,412
2016년 – 데뷔 4년차	합산 56만장	화양연화 pt.2	274,135
		화양연화 pt.1	203,664
2017년 – 데뷔 5년차	합산 272만장	Skool Luv Affair	27,954
		Dark & Wild	26,147
2016년 – 데뷔 4년차		O! RUL8 ,2?	16,621
		2 Cool 4 Skool	14,501
2016년 – 데뷔 4년차	합산 146만장	WINGS	751,301
		화양연화 Young Forever	368,369
2017년 – 데뷔 5년차	합산 272만장	화양연화 pt.2	105,784
		화양연화 pt.1	99,836
2017년 – 데뷔 5년차	합산 272만장	Skool Luv Affair	42,587
		Dark & Wild	38,781
2017년 – 데뷔 5년차	합산 272만장	O! RUL8 ,2?	26,774
		2 Cool 4 Skool	25,212
2017년 – 데뷔 5년차	합산 272만장	LOVE YOURSELF 承 Her	1,493,443
		YOU NEVER WALK ALONE	768,402
2017년 – 데뷔 5년차	합산 272만장	WINGS	93,132
		화양연화 Young Forever	89,761
2017년 – 데뷔 5년차	합산 272만장	화양연화 pt.2	63,360
		화양연화 pt.1	59,768
2017년 – 데뷔 5년차	합산 272만장	Skool Luv Affair	46,780
		Dark & Wild	42,953
2017년 – 데뷔 5년차	합산 272만장	2 Cool 4 Skool	33,008
		O! RUL8 ,2?	32,516

자료: 가운데트, DB금융투자

도표 5. NCT 음반 판매 추이

(단위: 장)

		앨범명	판매량
2016년 – 데뷔 1년차	합산 8만장	nct #127 – The 1st Mini Album	83,272
2017년 – 데뷔 2년차	합산 41만장	nct #127 CHERRY BOMB – The 3rd Mini Album	127,642
		nct #127 Limitless – The 2nd Mini Album	121,109
		The First – The 1st Single Album	82,654
		We Young – The 1st Mini Album	80,905

자료: 가운데트, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(실액원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	227	293	333	395	441
현금및현금성자산	133	170	206	237	268
매출채권및기타채권	39	44	44	64	68
재고자산	10	11	11	17	19
비유동자산	233	232	216	207	205
유형자산	107	104	101	99	101
무형자산	51	37	24	17	14
투자자산	56	76	76	76	76
자산총계	460	525	549	602	646
유동부채	98	135	144	163	167
매입채무및기타채무	56	49	59	79	82
단기차입금및기기차	3	11	11	11	11
유동성장기부채	8	35	35	35	35
비유동부채	38	15	15	15	15
사채및장기차입금	35	11	11	11	11
부채총계	136	150	159	178	182
자본금	10	11	11	11	11
자본잉여금	127	165	165	165	165
이익잉여금	128	131	151	184	224
비자매주주자본	39	46	41	41	42
자본총계	323	376	390	424	464

## 현금흐름표

12월 결산(실액원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	66	21	48	39	42
당기순이익	18	4	14	34	40
현금유동이없는비용및수익	50	54	50	33	31
유형및무형자산상각비	21	23	26	17	13
영업관련자산부채변동	11	-15	7	-11	-9
매출채권및기타채권의감소	7	-9	0	-20	-5
재고자산의감소	-1	-1	0	-6	-2
매입채권및기타채무의증가	-1	-1	10	19	4
투자활동현금흐름	-68	-38	-10	-7	-11
CAPEX	-43	-14	-10	-8	-11
투자자산의순증	-11	-15	0	0	0
재무활동현금흐름	42	51	-1	-1	-1
사채및차입금의증가	30	11	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	6	38	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	3	0	0	0
현금의증가	41	36	36	31	30
기초현금	92	133	170	206	237
기말현금	133	170	206	237	268

자료: 에스엠, DB 금융투자

주: IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영수수익/비용 항목은 제외됨

## 손익계산서

12월 결산(실액원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	322	350	338	534	577
매출원가	210	248	228	375	402
매출총이익	112	102	110	159	174
판관비	74	82	93	105	113
영업이익	38	21	16	54	62
EBITDA	60	44	42	71	75
영업외손익	-7	2	22	-4	-3
금융순익	-2	-1	-1	-1	0
투자순익	0	4	24	-1	-1
기타영업외손익	-5	-1	-1	-2	-2
세전이익	31	23	38	51	60
증단사업이익	-2	-2	0	0	0
당기순이익	18	4	14	34	40
자비주주지분순이익	22	4	19	34	40
비자비주주지분순이익	-3	1	-5	0	0
총포괄이익	22	5	14	34	40
증감률(%YoY)					
매출액	12.3	8.6	-3.5	58.2	8.0
영업이익	12.0	-46.1	-20.5	228.5	13.8
EPS	260.8	-83.9	429.1	73.4	17.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영수수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,048	169	895	1,552	1,822
BPS	13,669	15,144	16,040	17,592	19,413
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	41.0	153.0	38.8	24.6	21.0
P/B	3.1	1.7	2.2	2.2	2.0
EV/EBITDA	14.1	11.0	15.1	9.5	8.7
수익성(%)					
영업이익률	11.9	5.9	4.9	10.1	10.7
EBITDA마진	18.5	12.6	12.4	13.3	12.9
순이익률	5.7	1.2	4.2	6.4	6.9
ROE	8.3	1.2	5.7	9.2	9.8
ROA	4.4	0.9	2.6	5.9	6.4
ROIC	16.2	3.2	4.0	25.2	27.7
부채비율(%)	42.1	39.8	40.9	42.0	39.2
이자보상배율(배)	44.7	12.1	13.8	45.3	51.5
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영수수익/비용 항목은 제외됨

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주기를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2017-12-31 기준) - 매수(71.0%), 중립(29.0%), 매도(0.0%)

## 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 에스엠 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
15/09/09	Buy	58,000	-30.0 / -15.5				
16/08/16	Buy	42,000	-35.6 / -29.3				
17/01/23	Buy	34,000	-25.7 / -11.9				
17/07/19	Buy	36,000	-16.4 / 0.3				
17/11/14	Buy	47,000	-				