



2018년 4월 9일 | Equity Research

에스엠 (041510)

중국 잠재력이 가장 높은 기획사이나, 실적 기대치는 낮출 필요

한한령 해소 시 가파른 이익 개선 기대감은 여전히 유효

SM의 목표주가 추정 연도를 '19년 EPS로 변경하고 목표 P/E 33배를 적용해 4.8만원(+2%)으로 상향한다. 컨센서스와 이익 추정치가 다소 차이를 보이는 이유는, 1) '18년 이후 SM의 연결 영업이익 내 C&C의 비중은 25~30% 내외이나, 지배주주순익에는 32% 밖에 반영되지 않고, 2) EXO의 데뷔 일은 '12년 4월로 '19년 5월부터는 원가율이 변경되는데, 이런 부분들이 아직 반영되지 않은 것으로 추정된다. 키아스트와 FNC애드컬쳐의 실적은 5월부터 반영되나 관련 사업부들의 재편이 마무리 된 이후 추정치에 반영하겠다. 합산 영업이익은 BEP 내외로 예상된다. 현 주가는 '18년 기준 P/E 34배로 다소 높지만, 한한령 해소 시 중국향 영업이익은 100억원 이상 추가 반영되는 가파른 개선이 예상된다.

1Q Preview: OPM 9.1%(+7.3%p YoY)

1분기 예상 매출액/영업이익은 1,204억원(+77% YoY)/110억원(+800%)으로 컨센서스(184억원)를 하회할 것이다. 1분기 콘서트 관객 수가 112만명이 아닌 62만명 반영되는데, 4Q17에 진행했던 동방신기 50만명이 이미 작년 4분기에 반영된 것으로 파악되었다. 4Q17 일본 콘서트 관객 수가 127만명이 반영되었음에도 SM Japan의 매출액/영업이익은 각각 219억원/-4억원을 기록한 것인데, 1) IFRS 15 도입으로 발생 기준 회계에 따라 선 반영되었던 팬클럽 등의 매출이 차감되었고, 2) 동방신기의 컴백 콘서트 원가율이 높았던 것으로 파악된다. SM의 일본 1) 팬클럽 매출 비중은 15~20%, 2) 회원 수는 45만명, 동방신기 기준 3) 연회비는 4,000엔(입회비 1,000엔 포함)이다. C&C의 광고부문은 비수기 + 평창올림픽 영향으로 BEP 내외가 예상된다.

NCT 한국의 빠른 성장과 중국 데뷔가 중요

SM의 주요 아티스트는 동방신기와 EXO이나, '19년부터 EXO의 원가율도 상향된다. 그렇기에 NCT 한국의 빠른 성장과 연내 데뷔(한한령 해소 시)로 예상되는 NCT 차이나(가칭)의 성장 속도가 매우 중요하다. 향후 1년 내 성과를 중요하게 확인할 필요가 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 48,000원(상향) | CP(4월 6일): 42,300원

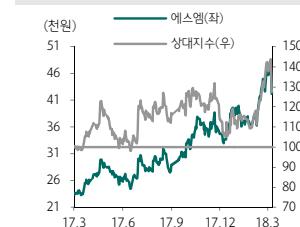
Key Data

	2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	867.96	
52주 최고/최저(원)	47,800/23,300	
시가총액(십억원)	920.3	
시가총액비중(%)	0.33	
발행주식수(천주)	21,755.7	
60일 평균 거래량(천주)	439.7	
60일 평균 거래대금(십억원)	18.1	
18년 배당금(예상,원)	0	
18년 배당수익률(예상,%)	0.00	
외국인지분율(%)	23.04	
주요주주 지분율(%)		
이수만 외 2 인	20.42	
국민연금	7.33	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	9.2 46.4 75.9	
상대	8.1 10.1 27.8	

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	559.9	616.0
영업이익(십억원)	56.6	64.3
순이익(십억원)	37.9	42.9
EPS(원)	1,629	1,866
BPS(원)	16,924	18,825

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	349.9	365.4	534.4	581.5	638.2
영업이익	십억원	20.7	10.9	48.9	56.3	59.1
세전이익	십억원	22.6	24.4	46.4	54.8	58.1
순이익	십억원	3.6	4.3	26.9	31.7	34.9
EPS	원	169	199	1,235	1,458	1,604
증감률	%	(83.9)	17.8	520.6	18.1	10.0
PER	배	153.05	174.42	34.25	29.02	26.38
PBR	배	1.71	2.16	2.87	3.20	3.66
EV/EBITDA	배	10.97	21.47	13.88	13.57	14.10
ROE	%	1.19	1.28	8.15	10.62	13.23
BPS	원	15,144	16,077	14,758	13,203	11,549
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

표 1. SM 목표주가 상향

지배주주순이익('19년)	31.7	십억원
주식 수	21,756	천주
EPS	1,458	원
목표 P/E(35배를 시간가치로 할인)	32.6	배
	47,451	원
목표 주가	48,000	원
현재 주가	42,300	원
상승 여력	14%	%

자료: 하나금융투자

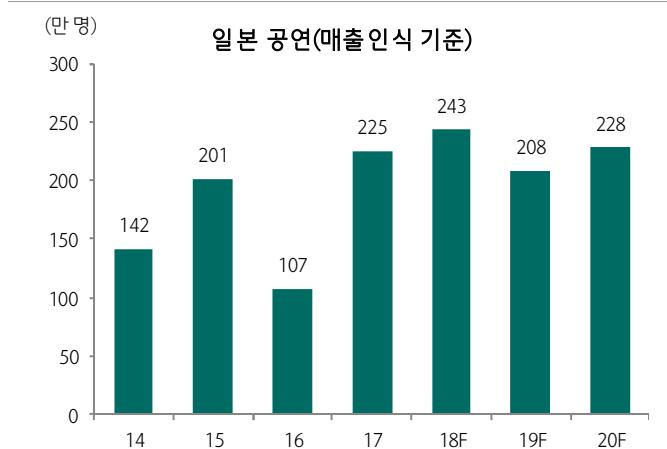
표 2. SM 실적 추정

	16	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	350	365	534	581	68	68	87	143	120	132	146	136
SME	202	216	268	276	41	41	61	74	55	63	85	64
SM Japan	51	59	90	75	13	12	12	22	24	20	22	23
SM C&C	95	89	210	239	15	11	10	52	44	56	49	61
DREAMMAKER	51	42	51	62	6	16	8	13	5	14	20	12
영업이익	21	11	49	56	1.2	1.4	4.6	3.7	11.0	13.6	16.1	8.2
OPM	5.9%	3.0%	9.2%	9.7%	1.8%	2.0%	5.3%	2.6%	9.1%	10.3%	11.0%	6.1%
당기순이익	4	(5)	28	33	(8)	4	13	(13)	6	8	11	6

자료: SM, 하나금융투자

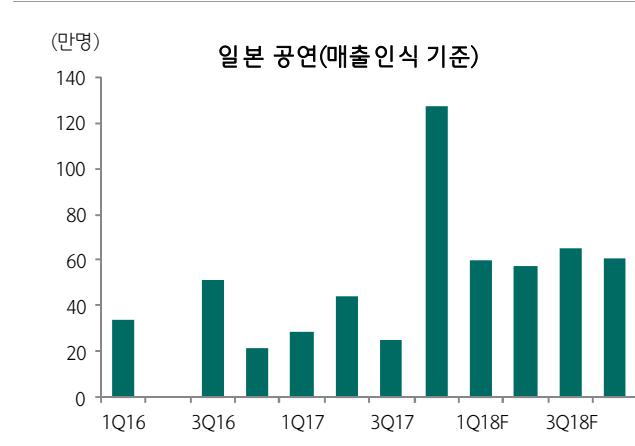
(단위: 십억원)

그림 1. 일본 콘서트(매출 인식 기준) 관객 수 - '18년 243만명 추정



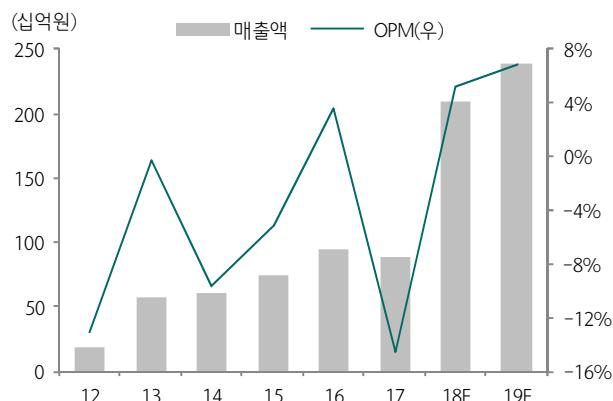
자료: SM, 하나금융투자

그림 2. 일본 콘서트 관객 수 – '18년 분기 평균 60만명 내외 추정



자료: SM, 하나금융투자

그림 3. SM C&C 실적 – 광고 기여 + 중국향 컨텐츠 수출 재개 기대감



자료: SM, 하나금융투자

그림 4. C&C의 예능 – 슈가맨, 헤리네 민박, 짠내투어 등 연간 34개



자료: SM, 하나금융투자

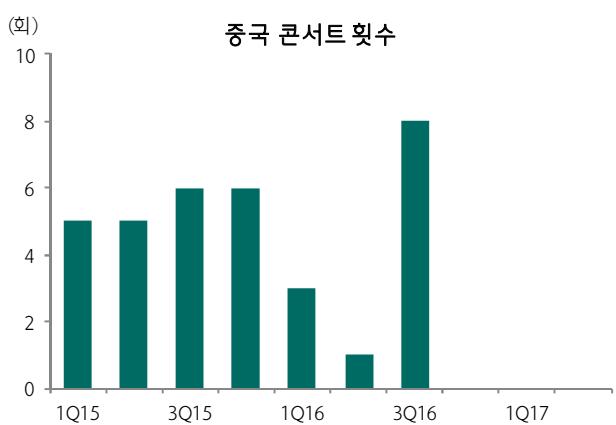
표 3. 중국 콘서트 규모에 따른 회당 수익 변화 추정

	MG 1만명	P*Q 3만명	5만명	비고
매출	10.0	10.0	30.0	50.0
매출원가(제작 등)		4.0	12.0	20.0
매출 총이익	10.0	6.0	18.0	30.0
아티스트 분배	7.0	4.2	12.6	21.0
기타 경비(대관료 등)	0.2	0.9	1.5	2.1
영업이익	2.8	0.9	3.9	6.9
OPM	28%	9%	13%	14%
+ MD 상품 매출				
매출		1.0	3.0	5.0
합산 매출	10.0	11.0	33.0	55.0
합산 영업이익	2.8	1.3	5.1	8.9
OPM	28%	12%	15%	16%

주: 회당 MG 10억(EXO, 빅뱅 등으로 추정되는) 기준

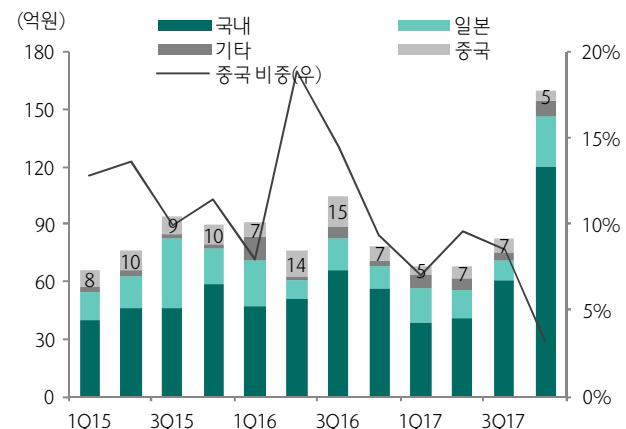
자료: 하나금융투자

그림 5 SM의 중국 콘서트 횟수 – 한한령 이후 0회



자료: SM, 하나금융투자

그림 6. SM의 지역별 매출 – 중국 비중은 16년/17년 각각 13%/6%



자료: SM, 하나금융투자

추정 재무제표

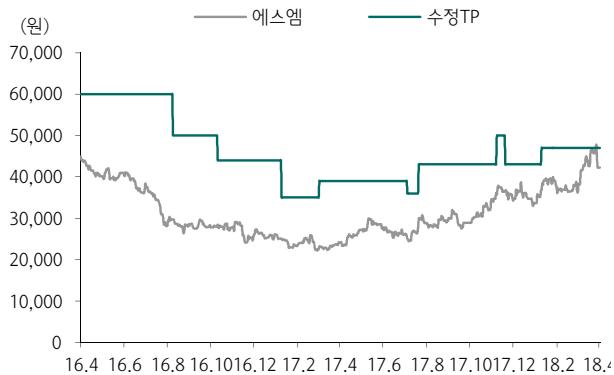
손익계산서		(단위: 십억원)					대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F			2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		349.9	365.4	534.4	581.5	638.2	유동자산		293.4	440.8	525.5	596.6	671.3
매출원가		247.6	249.0	353.4	379.7	420.8	금융자산		181.7	199.0	172.6	212.7	250.2
매출총이익		102.3	116.4	181.0	201.8	217.4	현금성자산		169.6	195.5	168.0	206.8	242.4
판관비		81.6	105.5	132.1	145.5	158.3	매출채권 등		43.9	120.8	176.7	192.3	211.0
영업이익		20.7	10.9	48.9	56.3	59.1	재고자산		11.2	8.6	12.6	13.7	15.1
금융순익		(0.9)	(5.4)	(2.5)	(2.0)	(1.5)	기타유동자산		56.6	112.4	163.6	177.9	195.0
종속/관계기업순이익		4.2	20.6	2.0	2.0		비유동자산		231.7	356.7	397.7	400.0	408.5
기타영업외순익		(1.3)	(1.7)	(2.0)	(1.5)	(1.5)	투자자산		76.3	126.7	185.3	201.6	221.2
세전이익		22.6	24.4	46.4	54.8	58.1	금융자산		37.2	45.2	66.1	71.9	78.9
법인세		16.8	29.1	15.2	18.0	19.0	유형자산		103.7	93.2	84.8	78.5	73.7
계속사업이익		5.8	(4.7)	31.2	36.8	39.1	무형자산		37.1	113.5	104.4	96.7	90.2
중단사업이익		(1.6)	0.0	0.0	0.0	0.0	기타비유동자산		14.6	23.3	23.2	23.2	23.4
당기순이익		4.2	(4.7)	31.2	36.8	39.1	자산총계		525.1	797.5	923.3	996.6	1,079.8
비지배주주지분							유동부채		134.6	330.4	415.6	449.6	490.5
순이익		0.6	(9.0)	59.9	70.6	75.1	금융부채		46.0	48.7	12.7	12.9	13.1
지배주주순이익		3.6	4.3	26.9	31.7	34.9	매입채무 등		49.4	213.9	312.9	340.5	373.7
지배주주지분포괄이익		3.6	(1.4)	3.7	4.4	4.7	기타유동부채		39.2	67.8	90.0	96.2	103.7
NOPAT		5.3	(2.1)	32.9	37.8	39.8	비유동부채		14.9	31.5	40.8	43.4	46.5
EBITDA		44.2	32.9	66.5	70.3	10.0	금융부채		10.8	11.3	11.3	11.3	11.3
성장률(%)							기타비유동부채		4.1	20.2	29.5	32.1	35.2
매출액증가율		8.6	4.4	46.3	8.8	9.8	부채총계		149.5	361.9	456.4	493.0	537.0
NOPAT증가율		(79.5)	적전	흑전	14.9	5.3	지배주주지분		329.4	344.2	315.5	281.7	245.8
EBITDA증가율		(25.7)	(25.6)	102.1	5.7	0.0	자본금		10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
영업이익증가율		(46.1)	(47.3)	348.6	15.1	5.0	자본잉여금		164.9	170.5	170.5	170.5	170.5
(지배주주)순익증가율		(83.4)	19.4	525.6	17.8	10.1	자본조정		21.5	32.1	32.1	32.1	32.1
EPS증가율		(83.9)	17.8	520.6	18.1	10.0	기타포괄이익누계액		1.1	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
수익성(%)							이익잉여금		131.1	134.1	105.5	71.6	35.7
매출총이익률		29.2	31.9	33.9	34.7	34.1	비지배주주지분		46.1	91.4	151.3	221.9	297.0
EBITDA이익률		12.6	9.0	12.4	12.1	11.0	자본총계		375.5	435.6	466.8	503.6	542.8
영업이익률		5.9	3.0	9.2	9.7	9.3	순금융부채		(124.8)	(139.0)	(148.6)	(188.5)	(225.8)
계속사업이익률		1.7	(1.3)	5.8	6.3	6.1	현금흐름표						
투자지표													
		2016	2017	2018F	2019F	2020F			2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)							영업활동 현금흐름		21.2	77.5	68.2	56.2	56.9
EPS		169	199	1,235	1,458	1,604	당기순이익		4.2	(4.7)	31.2	36.8	39.1
BPS		15,144	16,077	14,758	13,203	11,549	조정		31.7	35.7	17.5	14.0	11.3
CFPS		2,720	2,218	2,944	3,155	3,174	감기상각비		23.5	22.0	17.5	14.0	11.2
EBITDAPS		2,049	1,515	3,055	3,231	3,233	외환거래손익		(0.0)	4.1	0.0	0.0	0.0
SPS		16,228	16,795	24,564	26,728	29,336	지분법손익		(4.2)	(20.6)	0.0	0.0	0.0
DPS		0	0	0	0	0	기타		12.4	30.2	0.0	0.0	0.1
주가지표(배)							영업활동 자산부채 변동		(14.7)	46.5	19.5	5.4	6.5
PER		153.0	174.4	34.2	29.0	26.4							
PBR		1.7	2.2	2.9	3.2	3.7	투자활동 현금흐름		(38.4)	(110.6)	(69.6)	(27.7)	(31.5)
PCFR		9.5	15.6	14.4	13.4	13.3	투자자산감소(증가)		(13.0)	(19.9)	(58.6)	(16.3)	(19.7)
EV/EBITDA		11.0	21.5	13.9	13.6	14.1	유형자산감소(증가)		(13.7)	(3.9)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
PSR		1.6	2.1	1.7	1.6	1.4	기타		(11.7)	(86.8)	(1.0)	(1.4)	(1.8)
재무비율(%)							재무활동 현금흐름		50.5	63.9	(36.0)	0.2	0.2
ROE		1.2	1.3	8.1	10.6	13.2	금융부채증가(감소)		11.1	3.2	(36.0)	0.2	0.2
ROA		0.7	0.7	3.1	3.3	3.4	자본증가(감소)		38.3	5.6	0.0	0.0	0.0
ROIC		3.1	(1.2)	18.2	23.8	27.8	기타재무활동		1.1	55.1	0.0	0.0	0.0
부채비율		39.8	83.1	97.8	97.9	98.9	배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율		(33.2)	(31.9)	(31.8)	(37.4)	(41.6)	현금의 증감		36.1	25.9	(27.4)	38.7	35.7
이자보상배율(배)		12.1	9.1	40.5	46.6	48.9	Unlevered CFO		58.6	48.3	64.0	68.6	69.1
							Free Cash Flow		7.0	66.9	58.2	46.2	46.9

자료: 하나금융투자



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

에스엠



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.1.17	BUY	47,000		
17.11.27	BUY	43,000	-17.62%	-10.00%
17.11.15	BUY	50,000	-25.83%	-24.20%
17.7.28	BUY	43,000	-29.50%	-16.05%
17.7.12	BUY	36,000	-27.42%	-23.61%
17.3.10	BUY	39,000	-33.85%	-23.21%
17.1.16	BUY	35,000	-31.51%	-26.29%
16.10.18	BUY	44,000	-39.83%	-33.98%
16.8.16	BUY	50,000	-43.49%	-40.60%
16.4.8	BUY	60,000	-36.81%	-26.58%
16.1.28	BUY	70,000	-41.51%	-35.29%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.7%	8.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 6일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 04월 09일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.