

하나금융그룹

2018년 8월 16일 | Equity Research

# 에스엠 (041510)

## 3Q 별도 영업이익은 사상 최대

### SM의 목표주가 상향 & 기획사 투자는 지속되어야 한다

주요 아티스트들의 군입대(동방신기/빅뱅)와 사드 규제 등으로 3대 기획사의 시가총액은 5년간 박스권을 유지했다. 그러나, 1) 한류 2세대 아티스트들의 제대 싸이클과 2) 유튜브 및 BTS의 낙수효과에 따른 글로벌 팬덤 성장 + 한국판 VEVO 설립, 그리고 3) 중국 아이돌 데뷔 가시화 등으로 기획사들의 기업가치 상승이 예상된다. 4대 기획사의 합산 영업이익(그림 5)은 2017년 870억원 → 2020년F 3,000억원 까지 성장할 것이며, 기획사별로는 빅히트 2018년 650억원, SM 2019년 640억원, JYP 2019년 510억원, YG 2020년 530억원 등으로 예상된다. 또한, 스튜디오드래곤 상장이 제이콘텐트리의 미디어 부문 리레이팅에 따른 주가 상승으로 나타났듯이, 빅히트 상장이 한류 → 글로벌 기획사로 도약함에 따른 밸류에이션 리레이팅으로 이어질 것이라 확신한다. 최근 기획사들의 컨센서스와 실적 간의 괴리가 줄어들고 있다는 점도 중장기 투자 센티먼트에 긍정적이다. SM의 '19년 EPS를 9%, 목표주가는 54,000원(+6%)으로 상향한다.

### 2Q Review: OPM 8.0%(+6.0%p YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 1,244억원(+84% YoY)/100억원(+626%)으로 예상치에 부합했다. 일본은 동방신기의 스타디움 투어 포함 약 39만명이 반영되었고, C&C는 -3억원을 기록했다. 특히, 상반기에 1) 유튜브 매출 28억원(2017년 32억원) 반영, 2) NCT/레드벨벳 팬덤 성장 등으로 별도 매출원가율이 60.8%(-5.8%p YoY)로 하락했다. 유튜브 등 글로벌 스트리밍 플랫폼향 매출 성장으로 엑소의 8년차(재계약)가 도래하는 2019년에도 별도 매출원가율 상승 폭이 예상보다 크지 않을 것으로 판단해 '19년 별도 영업이익을 기존 감익(398억원)에서 증익(457억원, +4%)으로 상향했다.

### 3Q Preview: OPM 13.4%(+8.1%p YoY)

3분기 예상 매출액/영업이익은 1,316억원(+52% YoY)/176억원(+281%)이다. 엑소 컴백 등으로 별도 영업이익은 사상 최대인 160억원이 예상되며, C&C의 지속된 부진은 드림메이커 성장으로 상쇄될 것이다.

### Update

**BUY**

| TP(12M): 54,000원(상향) | CP(8월 14일): 41,250원

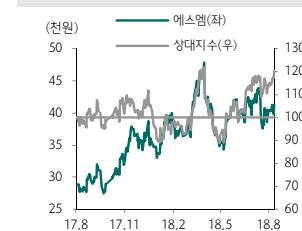
#### Key Data

		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	761.94		
52주 최고/최저(원)	47,800/27,500		
시가총액(십억원)	940.5		
시가총액비중(%)	0.37		
발행주식수(천주)	22,800.8		
60일 평균 거래량(천주)	285.1		
60일 평균 거래대금(십억원)	11.6		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	19.75		
주요주주 지분율(%)			
이수만 외 2 인	19.49		
국민연금	5.07		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(5.3) 11.8 47.1		
상대	2.9 24.4 21.5		

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	525.7	600.9
영업이익(십억원)	50.4	61.2
순이익(십억원)	37.4	44.9
EPS(원)	1,555	1,796
BPS(원)	16,019	16,670

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	349.9	365.4	522.9	604.4	656.8
영업이익	십억원	20.7	10.9	50.9	64.0	73.6
세전이익	십억원	22.6	24.4	50.4	65.0	76.1
순이익	십억원	3.6	4.3	27.0	39.0	43.0
EPS	원	169	199	1,204	1,713	1,885
증감률	%	(83.9)	17.8	505.0	42.3	10.0
PER	배	153.05	174.42	34.25	24.07	21.89
PBR	배	1.71	2.16	2.92	3.34	4.03
EV/EBITDA	배	10.97	21.47	13.73	12.62	12.19
ROE	%	1.19	1.28	8.18	13.19	17.06
BPS	원	15,144	16,077	14,119	12,341	10,233
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

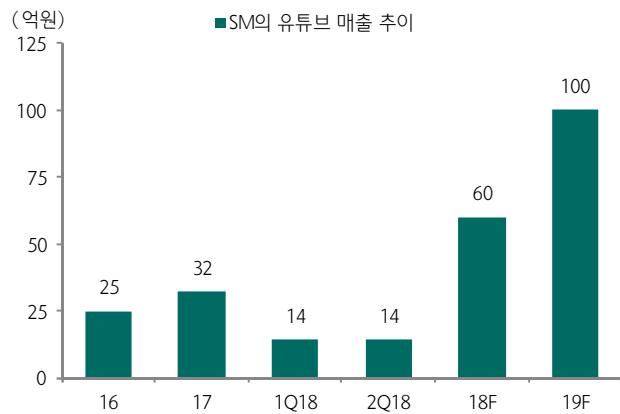
표 1. SM의 유튜브 요약

(단위: 만 명, 억 회)

	SM TOWN	소녀시대	EXO	Super Junior	레드 벨벳	합산
구독자 수(5/20일)	1,437	165	131	88	22	1,843
구독자 수(8/15일)	1,533	171	119	94	45	1,962
성장률(5/20일 ~8/15일)	7%	4%	-9%	7%	105%	6%
최근 1년간 누적 조회수	44.4					
최근 1년간 구독자 수 증가	399					
YoY(조회수)	106%					
YoY(구독자 수)	58%					

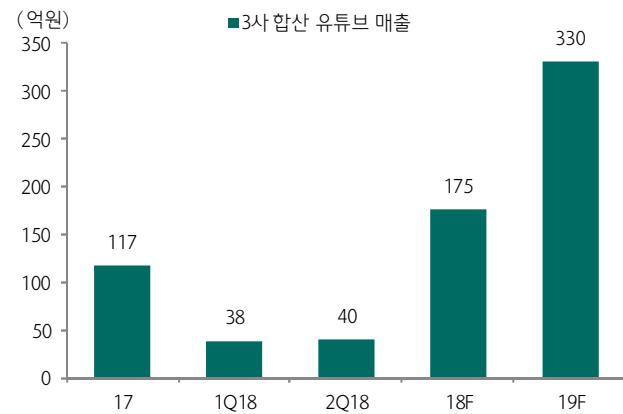
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 1. SM 유튜브 매출 - 상반기는 2017년의 88%



자료: SM, 하나금융투자

그림 2. 3대 기획사 합산 유튜브 매출 - 상반기는 2017년의 66%



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 3. EXO의 조회수 및 지역별 비중 - 1.7억번, 인도네시아 1위

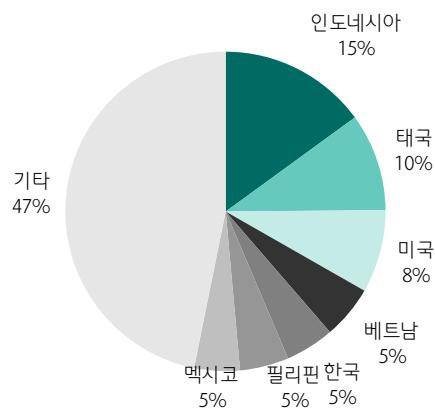
주: 조회수 기간은 2분기  
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 4. 레드벨벳의 조회수 및 지역별 비중 - 1.8억번, 한국 1위

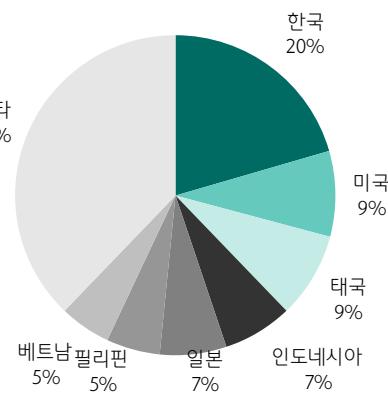
주: 조회수 기간은 2분기  
자료: 유튜브, 하나금융투자

표 2. SM 목표주가 상향

‘19년 지배주주순이익	39.0	십억원
주식 수	22,800	천 주
EPS	1,712	원
목표 P/E	31.5	배
	53,943	
목표 주가	54,000	원
현재 주가	41,250	원
상승 여력	31	%

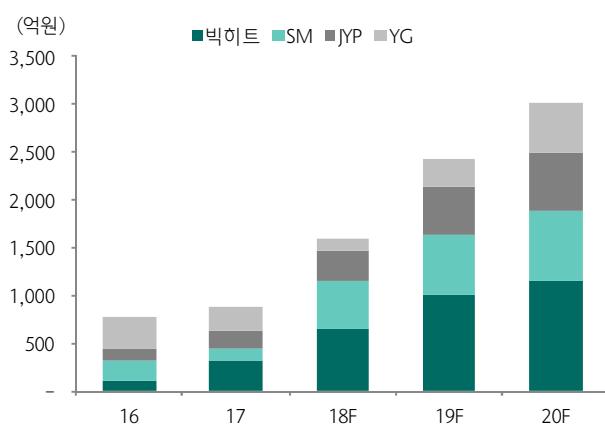
자료: 하나금융투자

표 3. SM 실적 추정

	16	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
매출액	350	365	523	604	68	68	87	143	111	124	132	156
SME	202	216	267	300	41	41	61	74	59	61	74	74
SM Japan	51	59	79	87	13	12	12	22	26	16	12	25
SM C&C	95	89	197	244	15	11	10	52	38	52	49	58
DREAMMAKER	51	42	49	54	6	16	8	13	7	12	18	12
영업이익	21	11	51	64	1.2	1.4	4.6	3.7	10.4	10.0	17.6	14.8
OPM	5.9%	3.0%	9.7%	10.6%	1.8%	2.0%	5.3%	2.6%	9.4%	8.0%	13.4%	9.5%
당기순이익	4	(5)	28	41	(8)	4	13	(13)	11	4	11	6

자료: SM, 하나금융투자

그림 5. 4대 기획사 영업이익 추이 – 2020년 3,000억 이상



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 6. 기획사의 합산 시총 추이 – 빅히트 상장까지는 비중 확대



자료: 각 사, 하나금융투자

## 추정 재무제표

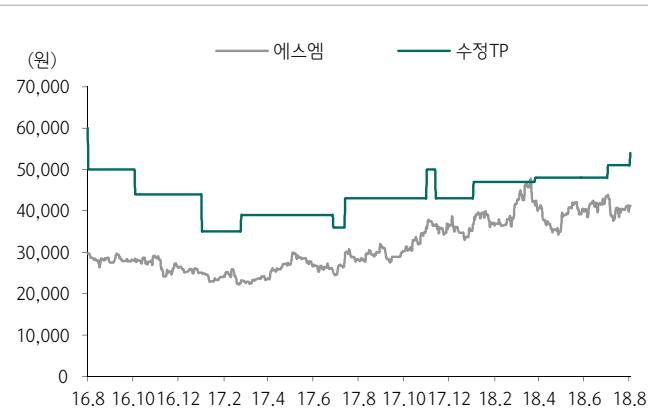
손익계산서		(단위: 십억원)					대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F			2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>		<b>349.9</b>	<b>365.4</b>	<b>522.9</b>	<b>604.4</b>	<b>656.8</b>	<b>유동자산</b>		<b>293.4</b>	<b>440.8</b>	<b>519.8</b>	<b>613.0</b>	<b>699.0</b>
매출원가		247.6	249.0	339.8	393.9	424.7	금융자산		181.7	199.0	174.5	214.1	265.6
매출총이익		102.3	116.4	183.1	210.5	232.1	현금성자산		169.6	195.5	169.9	208.1	257.9
판관비		81.6	105.5	132.2	146.4	158.6	매출채권 등		43.9	120.8	172.9	199.8	217.2
<b>영업이익</b>		<b>20.7</b>	<b>10.9</b>	<b>50.9</b>	<b>64.0</b>	<b>73.6</b>	재고자산		11.2	8.6	12.3	14.3	15.5
금융순익		(0.9)	(5.4)	(2.5)	(2.0)	(1.5)	기타유동자산		56.6	112.4	160.1	184.8	200.7
종속/관계기업순이익		4.2	20.6	2.0	2.0		<b>비유동자산</b>		<b>231.7</b>	<b>356.7</b>	<b>393.7</b>	<b>408.0</b>	<b>414.9</b>
기타영업외순이익		(1.3)	(1.7)	0.0	1.0	2.0	투자자산		76.3	126.7	181.3	209.5	227.7
<b>세전이익</b>		<b>22.6</b>	<b>24.4</b>	<b>50.4</b>	<b>65.0</b>	<b>76.1</b>	금융자산		37.2	45.2	64.7	74.7	81.2
법인세		16.8	29.1	20.0	21.0	23.8	유형자산		103.7	93.2	84.8	78.5	73.7
계속사업이익		5.8	(4.7)	30.5	44.1	52.3	무형자산		37.1	113.5	104.4	96.7	90.2
종단사업이익		(1.6)	0.0	0.0	0.0	0.0	기타비유동자산		14.6	23.3	23.3	23.3	23.3
<b>당기순이익</b>		<b>4.2</b>	<b>(4.7)</b>	<b>30.5</b>	<b>44.1</b>	<b>52.3</b>	<b>자산총계</b>		<b>525.1</b>	<b>797.5</b>	<b>913.6</b>	<b>1,020.9</b>	<b>1,113.9</b>
비지배주주지분							<b>유동부채</b>		<b>134.6</b>	<b>330.4</b>	<b>407.3</b>	<b>466.1</b>	<b>503.9</b>
순이익		0.6	(9.0)	58.5	84.6	100.3	금융부채		46.0	48.7	12.7	13.0	13.2
<b>지배주주순이익</b>		<b>3.6</b>	<b>4.3</b>	<b>27.0</b>	<b>39.0</b>	<b>43.0</b>	매입채무 등		49.4	213.9	306.2	353.9	384.6
지배주주지분포괄이익		3.6	(1.4)	3.6	5.3	6.2	기타유동부채		39.2	67.8	88.4	99.2	106.1
NOPAT		5.3	(2.1)	30.8	43.4	50.6	<b>비유동부채</b>		<b>14.9</b>	<b>31.5</b>	<b>40.2</b>	<b>44.7</b>	<b>47.6</b>
EBITDA		44.2	32.9	68.5	78.1	84.8	금융부채		10.8	11.3	11.3	11.3	11.3
<b>성장률(%)</b>							기타비유동부채		4.1	20.2	28.9	33.4	36.3
매출액증가율		8.6	4.4	43.1	15.6	8.7	<b>부채총계</b>		<b>149.5</b>	<b>361.9</b>	<b>447.5</b>	<b>510.7</b>	<b>551.4</b>
NOPAT증가율		(79.5)	적전	흑전	40.9	16.6	<b>지배주주지분</b>		<b>329.4</b>	<b>344.2</b>	<b>316.2</b>	<b>275.7</b>	<b>227.7</b>
EBITDA증가율		(25.7)	(25.6)	108.2	14.0	8.6	자본금		10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
영업이익증가율		(46.1)	(47.3)	367.0	25.7	15.0	자본잉여금		164.9	170.5	170.5	170.5	170.5
(지배주주)순익증가율		(83.4)	19.4	527.9	44.4	10.3	자본조정		21.5	32.1	32.1	32.1	32.1
EPS증가율		(83.9)	17.8	505.0	42.3	10.0	기타포괄이익누계액		1.1	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
<b>수익성(%)</b>							이익잉여금		131.1	134.1	106.1	65.6	17.6
매출총이익률		29.2	31.9	35.0	34.8	35.3	비지배주주지분		46.1	91.4	149.9	234.5	334.8
EBITDA이익률		12.6	9.0	13.1	12.9	12.9	<b>자본총계</b>		<b>375.5</b>	<b>435.6</b>	<b>466.1</b>	<b>510.2</b>	<b>562.5</b>
영업이익률		5.9	3.0	9.7	10.6	11.2	순금융부채		(124.8)	(139.0)	(150.5)	(189.8)	(241.1)
계속사업이익률		1.7	(1.3)	5.8	7.3	8.0	<b>현금흐름표</b>						
<b>투자지표</b>													
		2016	2017	2018F	2019F	2020F			2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>							<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>21.2</b>	<b>77.5</b>	<b>66.2</b>	<b>67.5</b>	<b>69.5</b>
EPS		169	199	1,204	1,713	1,885	당기순이익		4.2	(4.7)	30.5	44.1	52.3
BPS		15,144	16,077	14,119	12,341	10,233	조정		31.7	35.7	17.5	14.0	11.2
CFPS		2,720	2,218	3,040	3,478	3,840	감기상각비		23.5	22.0	17.5	14.0	11.2
EBITDAPS		2,049	1,515	3,054	3,425	3,722	외환거래손익		(0.0)	4.1	0.0	0.0	0.0
SPS		16,228	16,795	23,324	26,522	28,822	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	0.0
<b>주가지표(배)</b>							영업활동 자산부채		(14.7)	46.5	18.2	9.4	6.0
PER		153.0	174.4	34.2	24.1	21.9	변동						
PBR		1.7	2.2	2.9	3.3	4.0	<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>(38.4)</b>	<b>(110.6)</b>	<b>(65.7)</b>	<b>(39.6)</b>	<b>(30.0)</b>
PCFR		9.5	15.6	13.6	11.9	10.7	투자자산감소(증가)		(13.0)	(19.9)	(54.6)	(28.3)	(18.2)
EV/EBITDA		11.0	21.5	13.7	12.6	12.2	유형자산감소(증가)		(13.7)	(3.9)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
PSR		1.6	2.1	1.8	1.6	1.4	기타		(11.7)	(86.8)	(1.1)	(1.3)	(1.8)
<b>재무비율(%)</b>							<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>50.5</b>	<b>63.9</b>	<b>(36.0)</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>
ROE		1.2	1.3	8.2	13.2	17.1	금융부채증가(감소)		11.1	3.2	(36.0)	0.3	0.2
ROA		0.7	0.7	3.2	4.0	4.0	자본증가(감소)		38.3	5.6	0.0	0.0	0.0
ROIC		3.1	(1.2)	17.0	27.4	35.6	기타재무활동		1.1	55.1	0.0	0.0	0.0
부채비율		39.8	83.1	96.0	100.1	98.0	배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율		(33.2)	(31.9)	(32.3)	(37.2)	(42.9)	<b>현금의 증감</b>		<b>36.1</b>	<b>25.9</b>	<b>(25.5)</b>	<b>38.2</b>	<b>49.8</b>
이자보상배율(배)		12.1	9.1	50.9	64.0	73.6	Unlevered CFO		58.6	48.3	68.2	79.3	87.5
							Free Cash Flow		7.0	66.9	56.2	57.5	59.5

자료: 하나금융투자



### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

#### 에스엠



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
18.8.16	BUY	54,000		
18.7.17	BUY	51,000	-21.41%	-15.78%
18.4.10	BUY	48,000	-17.22%	-9.27%
18.1.17	BUY	47,000	-14.58%	1.70%
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%
16.7.6	BUY	60,000	-44.75%	-36.00%

### 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

#### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 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	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 8월 14일

### 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 08월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 08월 16일 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.