



하나금융그룹

2018년 10월 10일 | Equity Research

# 에스엠 (041510)

## 최소 연말까지는 비중확대

### 4분기는 실적도 모멘텀도 가장 높다

꾸준히 어닝쇼크를 기록했던 과거의 잣대로 실적 시즌에 맞춰 기획사에 대한 공매도가 점진적으로 늘어나면서 7월과 유사한 주가 흐름이 다시 나타나고 있다. 그러나 2분기 실적 발표 후, 호실적에 따른 공매도 커버로 3대 기획사 모두 신고가를 기록했는데 3분기 실적 시즌 역시 유사한 흐름이 이어지리라 기대하고 있으며, 4분기는 역대 최고 수준의 실적과 모멘텀이 기다리고 있다. 케이팝의 글로벌화에 따른 낙수효과뿐만 아니라 한한령과는 무관하게 중국향 매출의 가파른 성장을 기대할 수 있는 NCT차이나의 데뷔를 앞둔 지금은 당연히 비중확대의 시기이다. 공매도 증가에 따른 주가조정은 감사한 저점 매수의 기회로 삼으면 된다.

### 3Q Preview: OPM 6.0%(+0.6%p YoY)

3분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,429억원(+65% YoY)/85억원(+84%)이다. 참고로 키아스트는 연결, SM라이프디자인은 아직 미 반영된 기준이다. 영업이익이 컨센서스(133억원)를 크게 하회하나 이는 엑소의 컴백이 4분기로 이연 된 영향이다. 레드벨벳/NCT드림/슈주 D&E 등이 컴백했으며, 콘서트는 일본 약 30만명 포함 약 52만명이 반영된다. C&C는 보수적으로 -5억원의 영업이익을 가정했다.

### 4Q Preview: OPM 11.4%(+8.8%p YoY)

4분기 예상 매출액/영업이익은 1,945억원(+36% YoY)/222억원(+496%)로 분기 기준 사상 최대 수준의 실적이 예상된다. 컨센서스(151억원)를 크게 상회하는 이유는 엑소의 컴백이 4분기에 반영되기 때문이다. 1) 엑소(정규+리패키지 가정)/슈퍼주니어/NCT127/레드벨벳 등 주력 아티스트들이 모두 컴백하며, 2) 일본 콘서트는 동방신기/슈퍼주니어(팬미팅 및 D&E)/샤이니(팬미팅 및 태민 솔로) 등 80만명 반영, 그리고 3) 광고 부문 성수기에 따른 C&C의 흑자전환이 예상되기 때문이다. 마지막으로 NCT차이나의 데뷔도 예상된다. 3분기뿐만 아니라 4분기 실적 시즌까지 편하게 즐겨보자.

### Update

**BUY**

| TP(12M): 67,000원 | CP(10월 8일): 47,150원

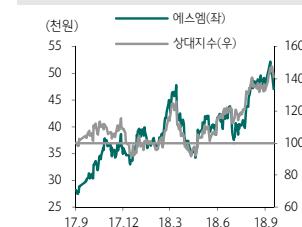
#### Key Data

		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	767.15		
52주 최고/최저(원)	52,200/28,900		
시가총액(십억원)	1,081.6		
시가총액비중(%)	0.42		
발행주식수(천주)	22,939.3		
60일 평균 거래량(천주)	310.9		
60일 평균 거래대금(십억원)	14.0		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	20.87		
주요주주 지분율(%)			
이수만 외 7 인	19.75		
국민연금	6.09		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(3.6) 11.5 63.1		
상대	2.9 26.1 38.8		

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	529.8	620.7
영업이익(십억원)	49.1	61.9
순이익(십억원)	34.4	46.7
EPS(원)	1,539	1,938
BPS(원)	16,826	18,197

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	349.9	365.4	572.4	706.3	793.4
영업이익	십억원	20.7	10.9	50.5	66.6	76.6
세전이익	십억원	22.6	24.4	50.0	68.6	80.1
순이익	십억원	3.6	4.3	26.3	37.6	41.3
EPS	원	169	199	1,171	1,638	1,802
증감률	%	(83.9)	17.8	488.4	39.9	10.0
PER	배	153.05	174.42	40.26	28.79	26.17
PBR	배	1.71	2.16	3.35	3.86	4.71
EV/EBITDA	배	10.97	21.47	16.04	14.27	13.78
ROE	%	1.19	1.28	7.96	12.71	16.57
BPS	원	15,144	16,077	14,054	12,205	10,020
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

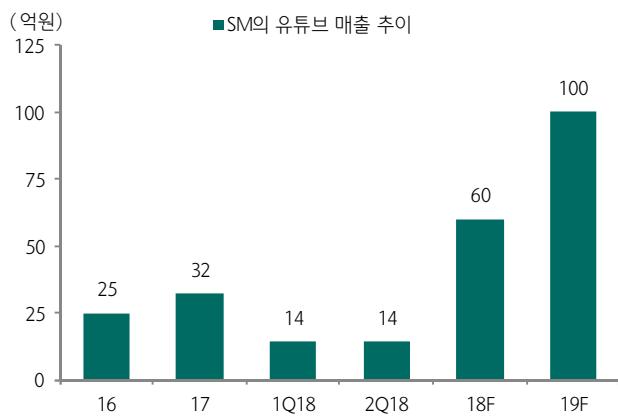
표 1. SM의 유튜브 요약

(단위: 만 명, 억 회)

	SM TOWN	소녀시대	EXO	슈퍼주니어	레드 벨벳	합산
구독자 수(5/20일)	1,437	165	131	88	22	1,843
구독자 수(10/9일)	1,611	177	182	100	59	2,129
성장률(5/20일 이후)	12%	7%	39%	14%	168%	16%
최근 1년간 누적 조회수	45.8					
최근 1년간 구독자 수 증가	422					
YoY(조회수)	102%					
YoY(구독자 수)	55%					

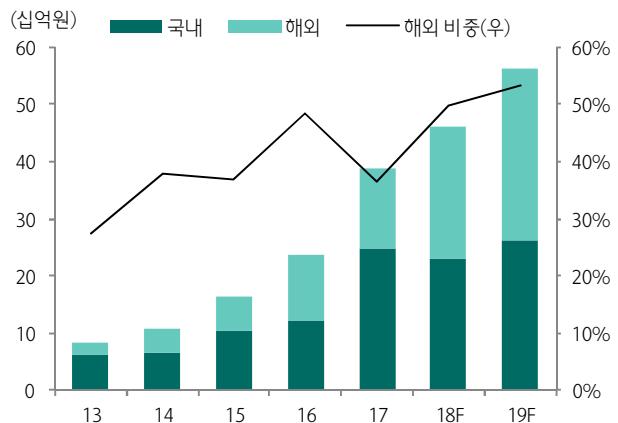
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 1. SM 유튜브 매출 - 상반기는 2017년의 88%



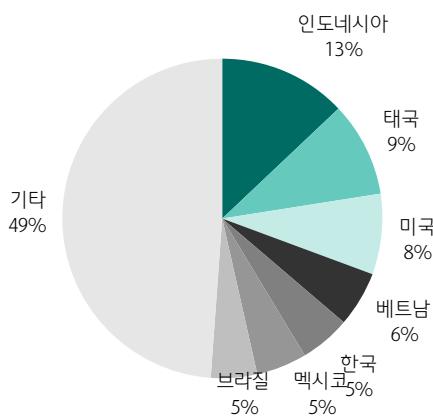
자료: SM, 하나금융투자

그림 2. 음원 매출 - 2018년 해외 매출 비중은 50%



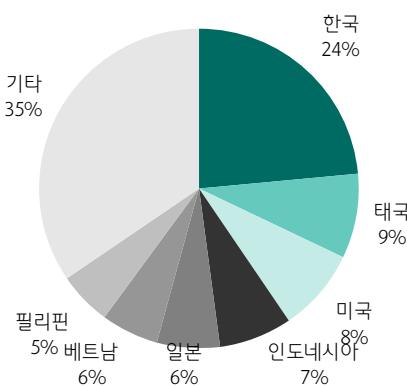
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 3. EXO의 국가별 유튜브 조회 비중(최근 90일 기준)



자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 4. 레드벨벳의 국가별 유튜브 조회 비중(최근 90일 기준)



자료: 유튜브, 하나금융투자

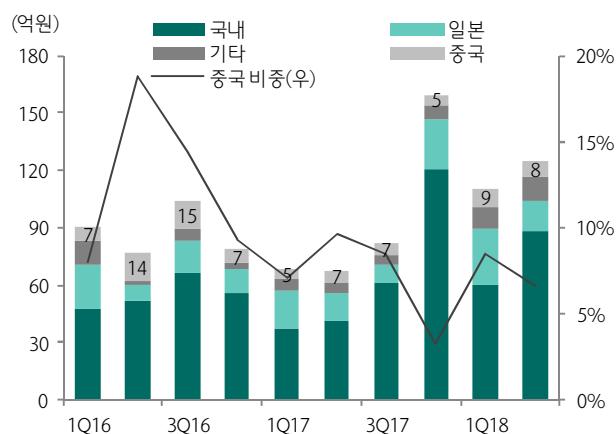
표 2. SM 실적 추정

(단위: 십억원)

	16	17	18F	19F	20F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
매출액	350	365	572	706	793	68	68	87	143	111	124	143	194
SME	202	216	264	289	309	41	41	61	74	59	61	59	85
음반	39	47	60	63	67	6	5	22	14	12	12	6	30
음원	24	39	46	56	65	8	7	10	14	10	11	11	15
매니지먼트	139	130	157	170	176	27	28	28	46	38	38	42	40
SM Japan	51	59	83	87	77	13	12	12	22	26	16	12	29
SM C&C	95	89	196	243	286	15	11	10	52	38	52	48	58
DREAMMAKER	51	42	47	66	97	6	16	8	13	7	12	16	12
키아스트			54	104	119							26	28
(별도) GPM	33%	39%	41%	39%	40%	31%	36%	45%	39%	41%	38%	39%	44%
영업이익	21	11	51	67	77	1.2	1.4	4.6	3.7	10.4	9.4	8.5	22.2
OPM	5.9%	3.0%	8.8%	9.4%	9.7%	1.8%	2.0%	5.3%	2.6%	9.4%	7.6%	6.0%	11.4%
당기순이익	4	(5)	27	42	50	(8)	4	13	(13)	11	3	5	10

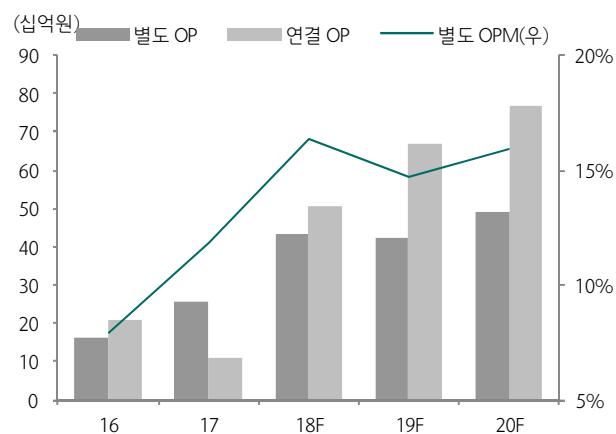
자료: SM, 하나금융투자

그림 5. 지역별 매출 비중(연결) – 2Q18 중국 7%



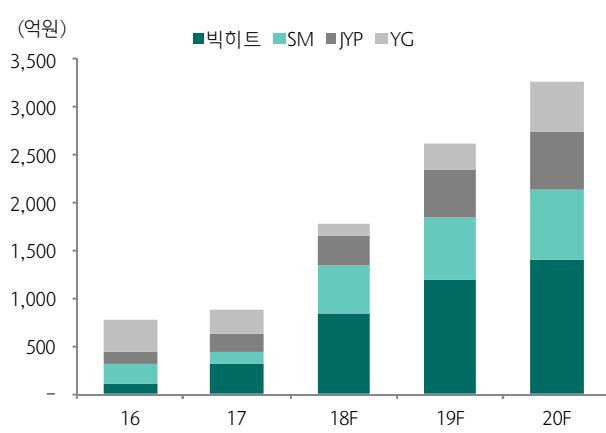
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 6. 별도/연결 영업이익



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 7. 4대 기획사 영업이익 추이 – 2020년 3,200억 이상



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 8. 기획사의 합산 시총 추이 – 3.2조원 돌파



자료: 각 사, 하나금융투자

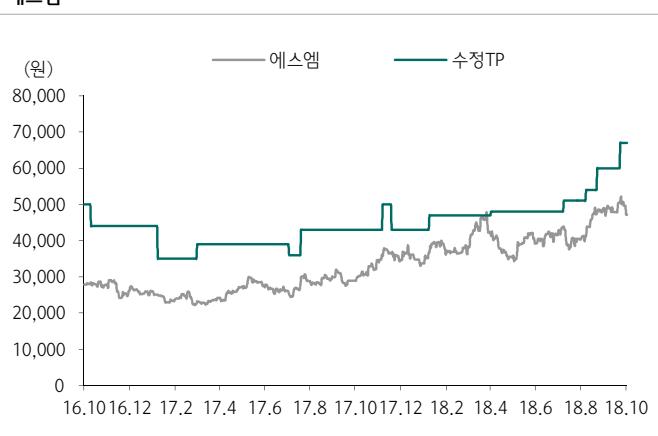
## 추정 재무제표

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>572.4</b>	<b>706.3</b>	<b>793.4</b>	<b>유동자산</b>		<b>293.4</b>	<b>440.8</b>	<b>540.4</b>	<b>658.1</b>	<b>761.3</b>
매출원가		247.6	249.0	384.4	484.3	543.5	금융자산		181.7	199.0	162.5	192.2	238.2
매출총이익		102.3	116.4	188.0	222.0	249.9	현금성자산		169.6	195.5	157.9	186.3	230.4
판관비		81.6	105.5	137.5	155.4	173.4	매출채권 등		43.9	120.8	189.3	233.6	262.4
<b>영업이익</b>		<b>20.7</b>	<b>10.9</b>	<b>50.5</b>	<b>66.6</b>	<b>76.6</b>	재고자산		11.2	8.6	13.5	16.7	18.7
금융순익		(0.9)	(5.4)	(2.5)	(1.0)	(0.5)	기타유동자산		56.6	112.4	175.1	215.6	242.0
종속/관계기업순이익		4.2	20.6	2.0	2.0		<b>비유동자산</b>		<b>231.7</b>	<b>356.7</b>	<b>410.9</b>	<b>443.3</b>	<b>462.3</b>
기타영업외순이익		(1.3)	(1.7)	0.0	1.0	2.0	투자자산		76.3	126.7	198.4	244.9	275.1
<b>세전이익</b>		<b>22.6</b>	<b>24.4</b>	<b>50.0</b>	<b>68.6</b>	<b>80.1</b>	금융자산		37.2	45.2	70.8	87.4	98.1
법인세		16.8	29.1	20.3	22.5	25.6	유형자산		103.7	93.2	84.8	78.5	73.7
계속사업이익		5.8	(4.7)	29.8	46.2	54.5	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	23.3	23.2	23.3
<b>당기순이익</b>		<b>4.2</b>	<b>(4.7)</b>	<b>29.8</b>	<b>46.2</b>	<b>54.5</b>	<b>자산총계</b>		<b>525.1</b>	<b>797.5</b>	<b>951.3</b>	<b>1,101.4</b>	<b>1,223.6</b>
비지배주주지분							<b>유동부채</b>		<b>134.6</b>	<b>330.4</b>	<b>443.0</b>	<b>539.6</b>	<b>602.4</b>
순이익		0.6	(9.0)	57.1	88.6	104.6	금융부채		46.0	48.7	12.9	13.4	13.7
<b>지배주주순이익</b>		<b>3.6</b>	<b>4.3</b>	<b>26.3</b>	<b>37.6</b>	<b>41.3</b>	매입채무 등		49.4	213.9	335.2	413.6	464.6
지배주주지분포괄이익		3.6	(1.4)	3.6	5.5	6.5	기타유동부채		39.2	67.8	94.9	112.6	124.1
NOPAT		5.3	(2.1)	30.1	44.8	52.1	<b>비유동부채</b>		<b>14.9</b>	<b>31.5</b>	<b>42.9</b>	<b>50.3</b>	<b>55.1</b>
EBITDA		44.2	32.9	68.1	80.7	87.8	금융부채		10.8	11.3	11.3	11.3	11.3
<b>성장률(%)</b>							기타비유동부채		4.1	20.2	31.6	39.0	43.8
매출액증가율		8.6	4.4	56.7	23.4	12.3	<b>부채총계</b>		<b>149.5</b>	<b>361.9</b>	<b>485.9</b>	<b>589.9</b>	<b>657.5</b>
NOPAT증가율		(79.5)	적전	흑전	48.8	16.3	<b>지배주주지분</b>		<b>329.4</b>	<b>344.2</b>	<b>316.9</b>	<b>274.5</b>	<b>224.4</b>
EBITDA증가율		(25.7)	(25.6)	107.0	18.5	8.8	자본금		<b>10.9</b>	<b>10.9</b>	<b>10.9</b>	<b>10.9</b>	<b>10.9</b>
영업이익증가율		(46.1)	(47.3)	363.3	31.9	15.0	자본잉여금		164.9	170.5	170.5	170.5	170.5
(지배주주)순익증가율		(83.4)	19.4	511.6	43.0	9.8	자본조정		21.5	32.1	32.1	32.1	32.1
EPS증가율		(83.9)	17.8	488.4	39.9	10.0	기타포괄이익누계액		1.1	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
<b>수익성(%)</b>							이익잉여금		131.1	134.1	106.8	64.4	14.2
매출총이익률		29.2	31.9	32.8	31.4	31.5	비지배주주지분		<b>46.1</b>	<b>91.4</b>	<b>148.5</b>	<b>237.1</b>	<b>341.7</b>
EBITDA이익률		12.6	9.0	11.9	11.4	11.1	<b>자본총계</b>		<b>375.5</b>	<b>435.6</b>	<b>465.4</b>	<b>511.6</b>	<b>566.1</b>
영업이익률		5.9	3.0	8.8	9.4	9.7	순금융부채		(124.8)	(139.0)	(138.4)	(167.5)	(213.1)
계속사업이익률		1.7	(1.3)	5.2	6.5	6.9	<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>71.2</b>	<b>75.6</b>	<b>75.8</b>
EPS		169	199	1,171	1,638	1,802	당기순이익		4.2	(4.7)	29.8	46.2	54.5
BPS		15,144	16,077	14,054	12,205	10,020	조정		31.7	35.7	17.5	14.0	11.3
CFPS		2,720	2,218	3,016	3,612	3,989	감기상각비		23.5	22.0	17.5	14.0	11.2
EBITDAPS		2,049	1,515	3,029	3,516	3,828	외환거래손익		(0.0)	4.1	0.0	0.0	0.0
SPS		16,228	16,795	25,481	30,792	34,589	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
<b>주가지표(배)</b>							영업활동 자산부채 변동		(14.7)	46.5	23.9	15.4	10.0
PER		153.0	174.4	40.3	28.8	26.2							
PBR		1.7	2.2	3.4	3.9	4.7	<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>(38.4)</b>	<b>(110.6)</b>	<b>(82.8)</b>	<b>(57.8)</b>	<b>(42.0)</b>
PCFR		9.5	15.6	15.6	13.1	11.8	투자자산감소(증가)		(13.0)	(19.9)	(71.8)	(46.4)	(30.2)
EV/EBITDA		11.0	21.5	16.0	14.3	13.8	유형자산감소(증가)		(13.7)	(3.9)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
PSR		1.6	2.1	1.9	1.5	1.4	기타		(11.7)	(86.8)	(1.0)	(1.4)	(1.8)
<b>재무비율(%)</b>							<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>50.5</b>	<b>63.9</b>	<b>(35.8)</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>
ROE		1.2	1.3	8.0	12.7	16.6	금융부채증가(감소)		11.1	3.2	(35.8)	0.5	0.3
ROA		0.7	0.7	3.0	3.7	3.6	자본증가(감소)		38.3	5.6	0.0	0.0	0.0
ROIC		3.1	(1.2)	16.7	29.1	38.5	기타재무활동		1.1	55.1	0.0	0.0	0.0
부채비율		39.8	83.1	104.4	115.3	116.1	배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율		(33.2)	(31.9)	(29.7)	(32.8)	(37.7)	<b>현금의 증감</b>		<b>36.1</b>	<b>25.9</b>	<b>(37.5)</b>	<b>28.3</b>	<b>44.1</b>
이자보상배율(배)		12.1	9.1	50.5	66.6	76.6	Unlevered CFO		58.6	48.3	67.8	82.9	91.5
							Free Cash Flow		7.0	66.9	61.2	65.6	65.8

자료: 하나금융투자

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 에스엠



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.10.1	BUY	67,000		
18.8.31	BUY	60,000	-19.06%	-15.83%
18.8.16	BUY	54,000	-14.83%	-9.07%
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%

## 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	92.5%	6.6%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 10월 8일

## 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 10월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 10월 10일 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.