

에스엠 (041510)

텐센트 뮤직과의 중국 음원 유통 계약 발표

중국 음원 계약이 다가 아니다

4분기 실적 피크 아웃에 대한 우려가 번지며 주가가 조정 받고 있다. 그러나, 텐센트와의 음원 계약만으로도 연간 약 50억원의 영업이익 증가가 예상되며, 중국 레이블 V와 관련한 다양한 사업적 기회가 1분기 내 발표될 것으로 기대하고 있다. 중국향 매출 비중은 별도 기준 5~6% 내외에 불과하지만, 2019년부터는 사드 규제 완화 없이도 의미 있는 성장이 기대되는 것이다.

중국 음원계약은 별도 영업이익의 증분을 모두 설명

곧 만료되는 알리바바와의 중국 음원 계약은 오래되기도 했고, 금액적으로도 미미했다. SM의 3Q18 누적 해외 음원 매출은 151억원인데, 글로벌 3사(아이튠즈, 유튜브, 스포티파이)의 매출을 제외한 매출은 약 20~30억원 수준으로 추정된다. 새로 체결한 중국 최대 온라인 음악 플랫폼인 텐센트와의 전략적 파트너십 계약(음원 유통/마케팅 포함)이 YG 등의 음원 계약 규모와 유사한 수준이라고 가정하면 매출은 대략 연간 80~100억원, 혹은 그 이상까지 증가할 것으로 예상된다. 음원 매출의 높은 수익성을 감안하면, 금번 계약만으로 2019년 별도 예상 영업이익의 증분(454억원, +48억원 YoY)을 다 설명할 수 있는 것으로 전망한다.

부진한 콘텐츠 주가, 반전은 2월부터 기대

2018년 주가 상승이 가장 높았던 콘텐츠 섹터는 코스피 순환매와 과점화된 산업 내 신인 모멘텀 고갈로 부진한 상황이다. 다만, 2월부터는 3사 모두 신인 그룹들의 데뷔 및 활동을 통한 반전을 기대한다. 1월 워너원 해체 후 대부분 멤버가 솔로로 활동하며 국내 3위 팬덤의 파편화가 시작된다. 모든 모멘텀들이 점차 영향력이 강해지고 있는 프로듀스가 시작되기 전인 4월 이전에 집중될 것이고, 과거와 달리 각 기획사들의 유튜브 채널 구독자 수가 1,000~2,000만 명을 넘어가며 유튜브 티저누적 조회수만 수천만 뷰에 달해 데뷔 초기부터 글로벌 팬덤과 관련한 의미 있는 지표들을 확인할 수 있을 것이다. 길어진 조정 기간에 따른 밸류에이션 매력도 재차 부각될 수 있을 것으로 전망한다.

Update

BUY

TP(12M): 67,000원 | CP(1월 30일): 46,500원

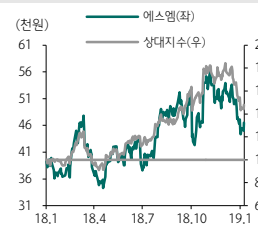
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	715.30
52주 최고/최저(원)	56,100/34,300
시가총액(십억원)	1,071.1
시가총액비중(%)	0.44
발행주식수(천주)	23,033.5
60일 평균 거래량(천주)	298.2
60일 평균 거래대금(십억원)	15.0
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	21.72
주요주주 지분율(%)	
이수만 외 7인	19.56
국민연금	8.14
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(11.1) 18.3 21.1
상대	(16.0) 27.3 55.9

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	605.1	712.9
영업이익(십억원)	52.4	67.3
순이익(십억원)	36.7	49.6
EPS(원)	1,584	2,041
BPS(원)	17,749	19,492

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	349.9	365.4	610.0	669.2	730.3
영업이익	십억원	20.7	10.9	53.7	63.3	71.0
세전이익	십억원	22.6	24.4	56.2	67.3	76.5
순이익	십억원	3.6	4.3	31.4	39.7	43.6
EPS	원	169	199	1,396	1,722	1,894
증감률	%	(83.9)	17.8	601.5	23.4	10.0
PER	배	153.05	174.42	37.47	27.01	24.55
PBR	배	1.71	2.16	3.76	3.80	4.51
EV/EBITDA	배	10.97	21.47	17.20	14.61	14.32
ROE	%	1.19	1.28	9.52	13.41	17.15
BPS	원	15,144	16,077	13,911	12,241	10,319
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeongpark@hanafn.com

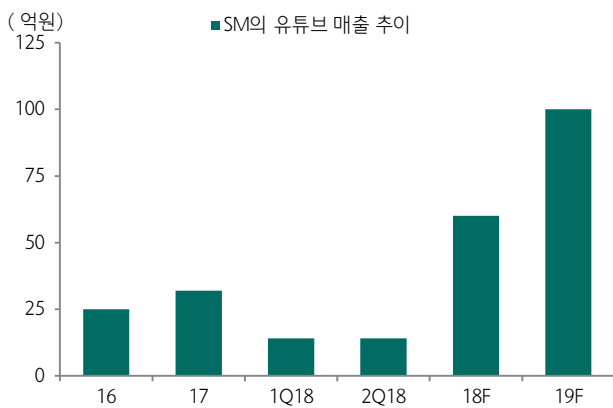
표 1. SM의 유튜브 요약

(단위: 만 명, 억 회)

	SM TOWN	EXO	소녀시대	슈퍼주니어	레드 벨벳	합산
구독자 수(5/20일)	1,437	131	165	88	22	1,843
구독자 수(19/01/27일)	1,759	251	183	108	100	2,400
성장률(5/20일 이후)	22%	91%	11%	22%	356%	30%
최근 1년간 누적 조회수	35	3.05				
최근 1년간 구독자 수 증가	3,489	167				
YoY(조회수)	-9%	2,807%				
YoY(구독자 수)	47%	959%				

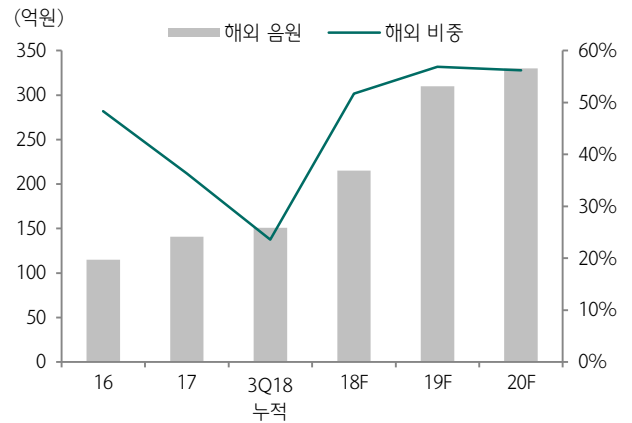
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 1. SM 유튜브 매출 - 3Q18 누적으로 이미 2017년 연간 상회



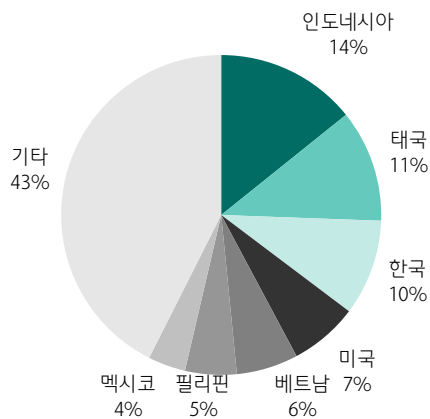
자료: SM, 하나금융투자

그림 2. 해외 음원 매출 - 2020년 음원 매출 해외 비중은 56% 예상



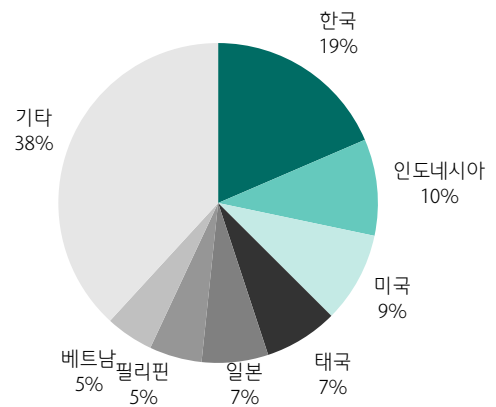
자료: SM, 하나금융투자

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

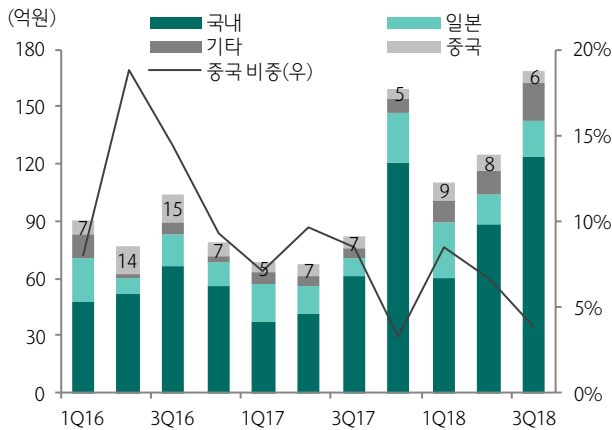
표 2. SM 실적 추정

(단위: 십억원)

	17	18F	19F	20F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F
매출액	365	610	669	730	68	68	87	143	111	124	169	206
SME	216	265	288	300	41	41	61	74	59	61	66	80
음반	47	63	64	65	6	5	22	14	12	12	9	31
음원	39	42	54	59	8	7	10	14	10	11	9	12
매니지먼트	130	161	169	176	27	28	28	46	38	38	48	37
SM Japan	59	94	93	90	13	12	12	22	26	16	20	31
SM C&C	89	194	219	260	15	11	10	52	38	52	44	59
DREAMMAKER	42	58	58	64	6	16	8	13	7	12	18	21
키이스트		76	105	120							38	38
(별도) GPM	39%	39%	40%	40%	31%	36%	45%	39%	41%	38%	35%	43%
영업이익	11	54	63	71	1.2	1.4	4.6	3.7	10.4	10.0	12.2	21.1
OPM	3.0%	8.8%	9.5%	9.7%	1.8%	2.0%	5.3%	2.6%	9.4%	8.0%	7.2%	10.2%
당기순이익	(5)	32	42	48	(8)	4	13	(13)	11	4	7	9

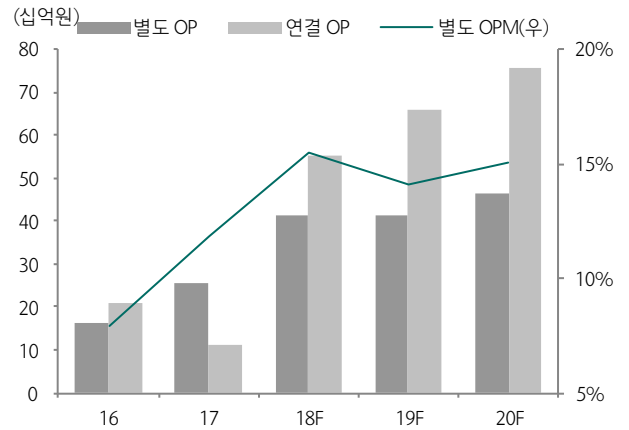
자료: SM, 하나금융투자

그림 5. 지역별 매출 비중(연결) - 3Q18 중국 4%



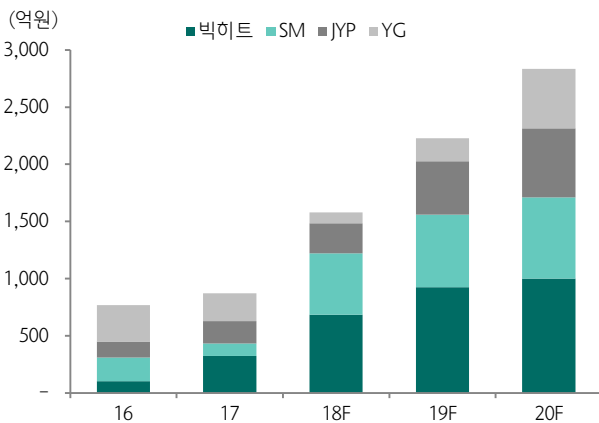
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 6. 별도/연결 영업이익 추이 - '18년 별도 비중 75%



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 7. 4대 기획사 영업이익 추이 - 2020년 2,800억원 상회



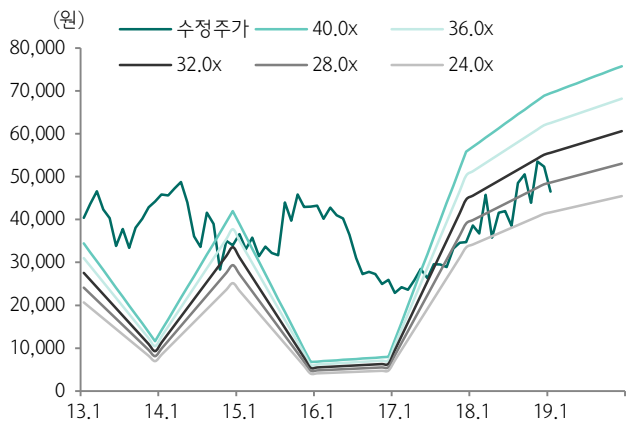
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 8. 기획사의 합산 시총 추이 - 합산 2.8조원



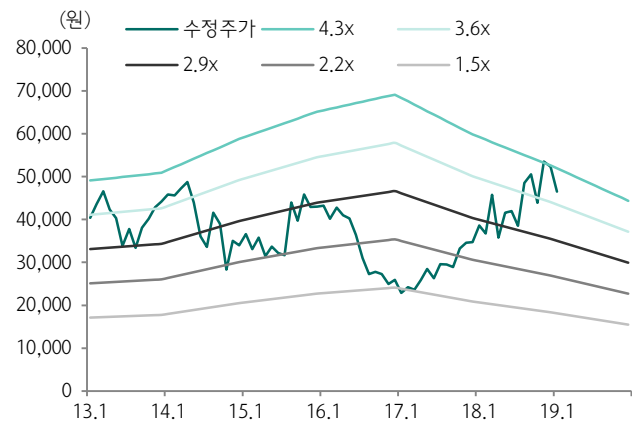
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 9. SM 12MF P/E 밴드 차트



자료: 하나금융투자

그림 10. SM 12MF P/B 밴드 차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	349.9	365.4	610.0	669.2	730.3
매출원가	247.6	249.0	409.7	445.7	483.4
매출총이익	102.3	116.4	200.3	223.5	246.9
판매비	81.6	105.5	146.6	160.1	175.9
영업이익	20.7	10.9	53.7	63.3	71.0
금융손익	(0.9)	(5.4)	2.5	3.0	3.5
중속/관계기업손익	4.2	20.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.3)	(1.7)	0.0	1.0	2.0
세전이익	22.6	24.4	56.2	67.3	76.5
법인세	16.8	29.1	24.2	25.6	28.3
계속사업이익	5.8	(4.7)	32.0	41.7	48.2
중단사업이익	(1.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	4.2	(4.7)	32.0	41.7	48.2
비배주주지분 순이익	0.6	(9.0)	61.5	80.1	92.5
지배주주순이익	3.6	4.3	31.4	39.7	43.6
지배주주지분포괄이익	3.6	(1.4)	3.8	5.0	5.8
NOPAT	5.3	(2.1)	30.6	39.3	44.7
EBITDA	44.2	32.9	71.2	77.3	82.2
성장성(%)					
매출액증가율	8.6	4.4	66.9	9.7	9.1
NOPAT증가율	(79.5)	적전	흑전	28.4	13.7
EBITDA증가율	(25.7)	(25.6)	116.4	8.6	6.3
영업이익증가율	(46.1)	(47.3)	392.7	17.9	12.2
(지배주주)순이익증가율	(83.4)	19.4	630.2	26.4	9.8
EPS증가율	(83.9)	17.8	601.5	23.4	10.0
수익성(%)					
매출총이익률	29.2	31.9	32.8	33.4	33.8
EBITDA이익률	12.6	9.0	11.7	11.6	11.3
영업이익률	5.9	3.0	8.8	9.5	9.7
계속사업이익률	1.7	(1.3)	5.2	6.2	6.6

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	169	199	1,396	1,722	1,894
BPS	15,144	16,077	13,911	12,241	10,319
CFPS	2,720	2,218	3,288	3,540	3,817
EBITDAPS	2,049	1,515	3,167	3,358	3,569
SPS	16,228	16,795	27,134	29,052	31,705
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	153.0	174.4	37.5	27.0	24.6
PBR	1.7	2.2	3.8	3.8	4.5
PCFR	9.5	15.6	15.9	13.1	12.2
EV/EBITDA	11.0	21.5	17.2	14.6	14.3
PSR	1.6	2.1	1.9	1.6	1.5
재무비율(%)					
ROE	1.2	1.3	9.5	13.4	17.2
ROA	0.7	0.7	3.5	3.9	3.9
ROIC	3.1	(1.2)	17.1	25.5	32.4
부채비율	39.8	83.1	110.1	110.1	109.1
순부채비율	(33.2)	(31.9)	(28.2)	(34.2)	(39.3)
이자보상배율(배)	12.1	9.1	53.7	63.3	71.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	293.4	440.8	558.8	640.0	725.6
금융자산	181.7	199.0	156.2	198.5	244.0
현금성자산	169.6	195.5	151.6	192.6	236.3
매출채권 등	43.9	120.8	201.7	221.3	241.5
재고자산	11.2	8.6	14.4	15.8	17.2
기타유동자산	56.6	112.4	186.5	204.4	222.9
비유동자산	231.7	356.7	423.9	430.4	440.4
투자자산	76.3	126.7	211.5	232.0	253.2
금융자산	37.2	45.2	75.4	82.8	90.3
유형자산	103.7	93.2	84.8	78.5	73.7
무형자산	37.1	113.5	104.4	96.7	90.2
기타비유동자산	14.6	23.3	23.2	23.2	23.3
자산총계	525.1	797.5	982.8	1,070.4	1,166.0
유동부채	134.6	330.4	470.1	512.8	556.9
금융부채	46.0	48.7	13.0	13.3	13.5
매입채무 등	49.4	213.9	357.2	391.8	427.6
기타유동부채	39.2	67.8	99.9	107.7	115.8
비유동부채	14.9	31.5	45.0	48.2	51.6
금융부채	10.8	11.3	11.3	11.3	11.3
기타비유동부채	4.1	20.2	33.7	36.9	40.3
부채총계	149.5	361.9	515.1	561.0	608.5
지배주주지분	329.4	344.2	314.9	276.5	232.2
자본금	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
자본잉여금	164.9	170.5	170.5	170.5	170.5
자본조정	21.5	32.1	32.1	32.1	32.1
기타포괄이익누계액	1.1	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
이익잉여금	131.1	134.1	104.7	66.3	22.1
비지배주주지분	46.1	91.4	152.8	232.9	325.4
자본총계	375.5	435.6	467.7	509.4	557.6
손금부채	(124.8)	(139.0)	(131.9)	(174.0)	(219.2)

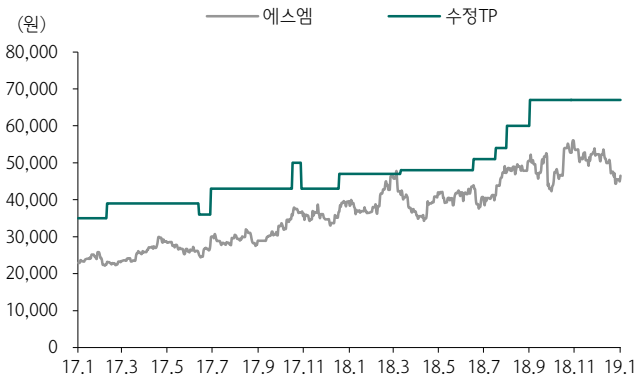
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	21.2	77.5	77.7	62.6	66.5
당기순이익	4.2	(4.7)	32.0	41.7	48.2
조정	31.7	35.7	17.5	14.1	11.3
감가상각비	23.5	22.0	17.5	14.0	11.2
외환거래손익	(0.0)	4.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.2)	(20.6)	0.0	0.0	0.0
기타	12.4	30.2	0.0	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	(14.7)	46.5	28.2	6.8	7.0
투자활동 현금흐름	(38.4)	(110.6)	(95.9)	(31.9)	(33.0)
투자자산감소(증가)	(13.0)	(19.9)	(84.8)	(20.5)	(21.2)
유형자산감소(증가)	(13.7)	(3.9)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
기타	(11.7)	(86.8)	(1.1)	(1.4)	(1.8)
재무활동 현금흐름	50.5	63.9	(35.7)	0.2	0.2
금융부채증가(감소)	11.1	3.2	(35.7)	0.2	0.2
자본증가(감소)	38.3	5.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.1	55.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	36.1	25.9	(43.8)	40.9	43.7
Unlevered CFO	58.6	48.3	73.9	81.5	87.9
Free Cash Flow	7.0	66.9	67.7	52.6	56.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 피리얼

에스엠



날짜	투자 의견	목표주가	피리얼	
			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%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 01월 30일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 01월 31일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.