

에스엠 (041510)

이보다는 훨씬 더 잘해야 한다

아쉬운 4분기 실적을 반영해 목표주가 하향

아쉬웠던 4분기 실적을 감안해 2019년 예상 EPS를 12% 하향하며, 목표 P/E도 낮아진 실적 가시성을 반영한 38배(-5%)를 적용해 목표주가를 58,000원(-13%)으로 하향한다. 우려하는 별도는 의외로 해외 음원의 고성장과 EXO의 솔로/유닛 활동 등으로 최소 전년과 비슷한 수준이 예상된다. 결국, JAPAN의 역 성장과 생각보다 낮은 C&C의 이익 체력을 감안하면 유일한 성장 변수는 NCT다. 다만, 그들의 팬덤 대비 투자자들이 인식하는 대중성(음원/유튜브 등)의 괴리가 너무 커, 향후 주가 역시 이들의 수익화 과정(콘서트)보다는 대중성 확대에 더 민감하게 반응할 가능성이 높다.

4Q Review: OPM 7.3%(+4.7%p YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 2,085억원(+46% YoY)/152억원(+311%)으로 컨센서스(206억원)를 크게 하회했다. 부문별로 보면 별도는 해외 음원 매출이 84억원(+119% YoY)까지 상승하면서 예상치를 10% 상회했다. 1분기부터 텐센트의 신규 음원 계약이 시작되는 만큼 올해는 305억원(+30% YoY)까지 성장이 예상된다. 그러나, C&C/드림메이커/키이스트 등 자회사들은 모두 예상치를 하회했다. C&C는 광고 매출 488억원(+52% QoQ)에 영업이익 9억원을 기록했으며, 키이스트는 1회성 인센티브 및 일본 내 콘텐츠 구매 비용 증가로 32억원의 적자를 시현했다. 키이스트를 제외해도 컨센서스 영업이익 대비 약 20억원 아쉬운 수준이었다.

3가지 주목해야 할 부문은 NCT/키이스트/C&C

NCT는 100만장 이상의 앨범을 판매하는 팬덤이 무색하게 히트곡이 부재하다. NCT라는 그룹의 컨셉은 미국(NCT127)과 중국(WayV)에 고정 멤버로 진출하면서 뒤늦게 해결하고 있지만, 그들의 음악에 대한 일관성 있는 전략과 하나 이상의 히트곡을 내야 하는 숙제를 가지고 있다. 키이스트는 SM 그룹 내에서 드라마 제작이 집중되고 있으며 김수현 제대에 따른 터너라운드 기대된다. C&C는 광고 매출만 1,280억원을 기록했으나 21억원의 적자를 기록했다. C&C의 이익 체력에 대한 깊은 고민이 필요하다.

Update

BUY

| TP(12M): 58,000원(하향) | CP(3월 8일): 45,300원

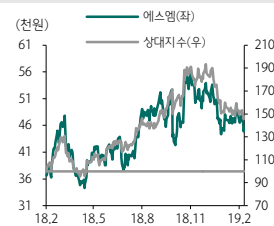
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	735.97
52주 최고/최저(원)	56,100/34,300
시가총액(십억원)	1,044.2
시가총액비중(%)	0.41
발행주식수(천주)	23,051.6
60일 평균 거래량(천주)	276.5
60일 평균 거래대금(십억원)	13.4
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	20.04
주요주주 지분율(%)	
이수만 외 7인	19.55
국민연금	8.14
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.5) (7.4) 25.0
상대	(3.4) 3.1 45.0

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	605.4	718.6
영업이익(십억원)	52.9	67.1
순이익(십억원)	37.4	49.2
EPS(원)	1,610	2,006
BPS(원)	17,343	18,746

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	349.9	365.4	612.2	669.8	714.8
영업이익	십억원	20.7	10.9	47.7	55.4	67.4
세전이익	십억원	22.6	24.4	46.0	59.4	72.9
순이익	십억원	3.6	4.3	23.0	35.0	38.5
EPS	원	169	199	1,021	1,517	1,668
증감률	%	(83.9)	17.8	413.1	48.6	10.0
PER	배	153.05	174.42	51.23	29.87	27.16
PBR	배	1.71	2.16	3.67	3.55	4.14
EV/EBITDA	배	10.97	21.47	18.65	15.73	14.41
ROE	%	1.19	1.28	6.88	11.43	14.36
BPS	원	15,144	16,077	14,254	12,772	10,942
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

표 1. 에스엠 목표주가 하향

지배주주순이익('19년)	35	십억원
주식 수	23,051	천주
EPS	1,517	원
목표 P/E	38	배
목표 주가	58,000	원
현재 주가	45,300	원
상승 여력	28	%

자료: 하나금융투자

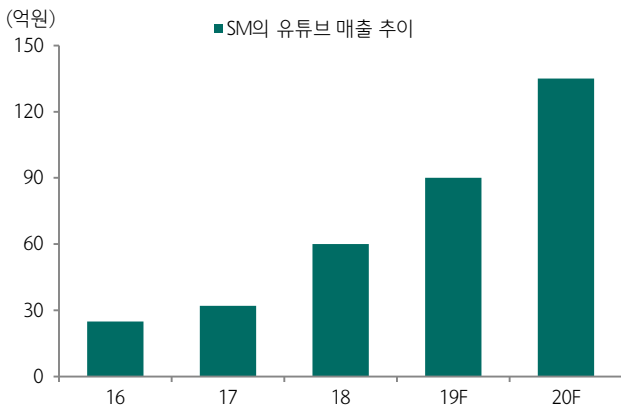
표 2. SM의 유튜브 요약

(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(19/03/10)	1,799	274	185	112	111	2,481
증가율(~03/10일)	25%	109%	12%	27%	406%	35%
최근 1년간 누적 조회수	35	6				
최근 1년간 구독자 수 증가	444	192				
YoY(조회수)	-13%	4283%				
YoY(구독자 수)	28%	726%				

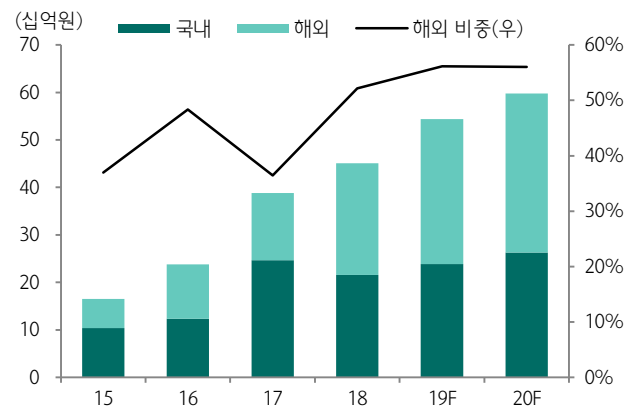
자료: 유튜브, 하나금융투자

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



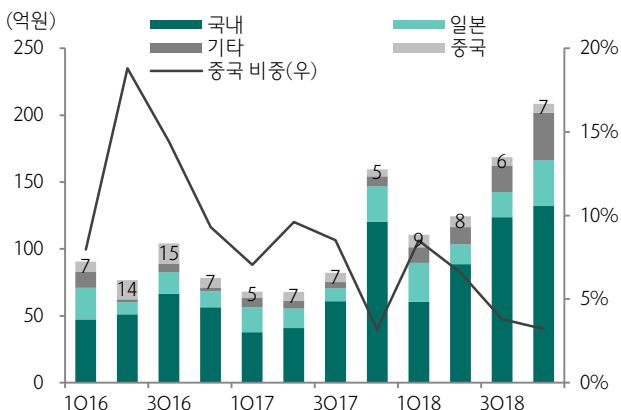
자료: SM, 하나금융투자

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



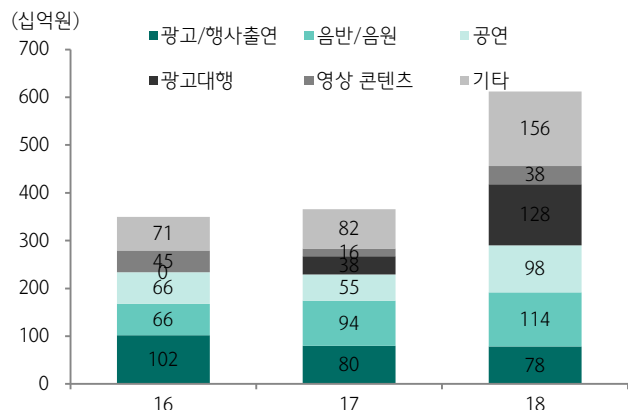
자료: SM, 하나금융투자

그림 3. 지역별 매출 비중(연결) - 4Q18 중국 3%



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 4. 부문별 매출 비중(연결)



자료: 각 사, 하나금융투자

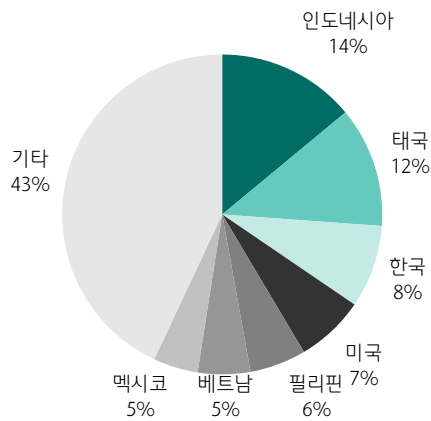
표 3. SM 실적 추정

(단위: 십억원)

	17	18P	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F
매출액	365	612	670	68	68	87	143	111	124	169	209	129
SME	216	282	281	41	41	61	74	59	61	66	96	64
음반	47	67	58	6	5	22	14	12	12	9	34	5
음원	39	45	54	8	7	10	14	10	11	9	15	11
매니지먼트	130	170	168	27	28	28	46	38	38	48	46	49
SM Japan	59	95	83	13	12	12	22	26	16	20	32	17
SM C&C	89	197	207	15	11	10	52	38	52	44	63	36
DREAMMAKER	42	58	75	6	16	8	13	7	12	18	21	14
키이스트		59	118							38	21	20
영업이익	11	48	55	1	1	5	4	10	10	12	15	7
OPM(%)	3.0%	7.8%	8.3%	1.8%	2.0%	5.3%	2.6%	9.4%	8.0%	7.2%	7.3%	5.7%
당기순이익	(5)	23	37	(8)	4	13	(13)	11	4	7	1	
지배주주지분	(5)	23	35	(7)	4	18	0	11	5	6	0	

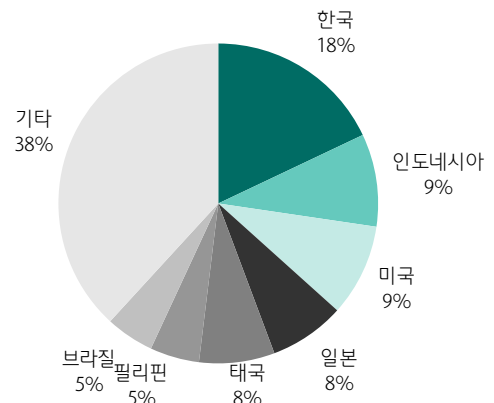
자료: SM, 하나금융투자

그림 5. EXO의 국가별 유튜브 조회 비중(최근 90일 기준)



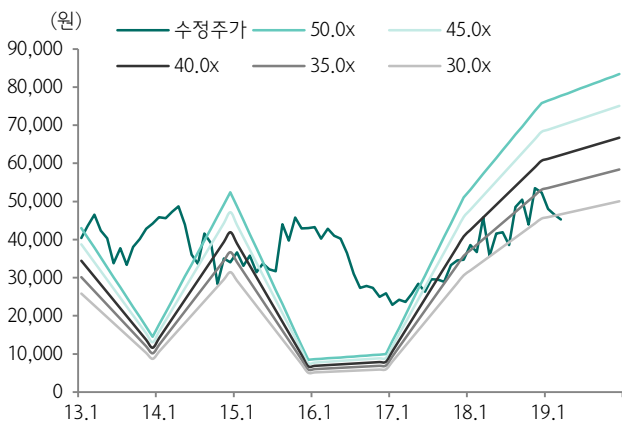
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 6. 레드벨벳의 국가별 유튜브 조회 비중(최근 90일 기준)



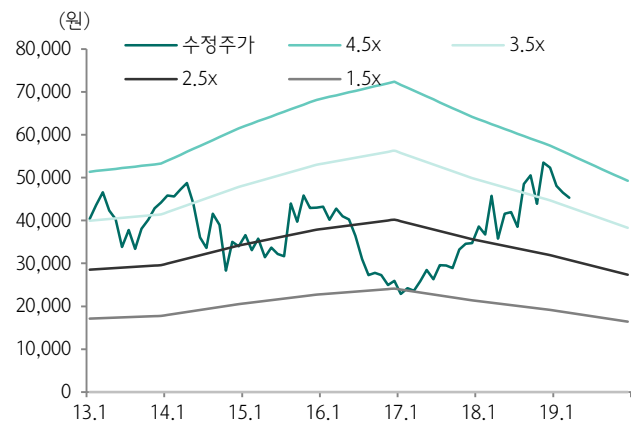
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 7. SM 12MF P/E 밴드 차트



자료: 하나금융투자

그림 8. SM 12MF P/B 밴드 차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	349.9	365.4	612.2	669.8	714.8
매출원가	247.6	249.0	410.4	446.9	467.7
매출총이익	102.3	116.4	201.8	222.9	247.1
판매비	81.6	105.5	154.1	167.6	179.8
영업이익	20.7	10.9	47.7	55.4	67.4
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)	(4.3)	1.0	2.0
세전이익	22.6	24.4	46.0	59.4	72.9
법인세	16.8	29.1	22.6	22.6	27.0
계속사업이익	5.8	(4.7)	23.4	36.8	45.9
중단사업이익	(1.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	4.2	(4.7)	23.4	36.8	45.9
비배주주지분 순이익	0.6	(9.0)	44.9	70.6	88.1
지배주주순이익	3.6	4.3	23.0	35.0	38.5
지배주주지분포괄이익	3.6	(1.4)	2.8	4.4	5.5
NOPAT	5.3	(2.1)	24.3	34.3	42.4
EBITDA	44.2	32.9	65.3	69.4	78.6
성장성(%)					
매출액증가율	8.6	4.4	67.5	9.4	6.7
NOPAT증가율	(79.5)	적전	흑전	41.2	23.6
EBITDA증가율	(25.7)	(25.6)	98.5	6.3	13.3
영업이익증가율	(46.1)	(47.3)	337.6	16.1	21.7
(지배주주)순이익증가율	(83.4)	19.4	434.9	52.2	10.0
EPS증가율	(83.9)	17.8	413.1	48.6	10.0
수익성(%)					
매출총이익률	29.2	31.9	33.0	33.3	34.6
EBITDA이익률	12.6	9.0	10.7	10.4	11.0
영업이익률	5.9	3.0	7.8	8.3	9.4
계속사업이익률	1.7	(1.3)	3.8	5.5	6.4

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	169	199	1,021	1,517	1,668
BPS	15,144	16,077	14,254	12,772	10,942
CFPS	2,720	2,218	2,834	3,191	3,657
EBITDAPS	2,049	1,515	2,903	3,009	3,410
SPS	16,228	16,795	27,233	29,060	31,010
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	153.0	174.4	51.2	29.9	27.2
PBR	1.7	2.2	3.7	3.5	4.1
PCFR	9.5	15.6	18.5	14.2	12.4
EV/EBITDA	11.0	21.5	18.7	15.7	14.4
PSR	1.6	2.1	1.9	1.6	1.5
재무비율(%)					
ROE	1.2	1.3	6.9	11.4	14.4
ROA	0.7	0.7	2.6	3.4	3.5
ROIC	3.1	(1.2)	13.6	22.3	30.6
부채비율	39.8	83.1	112.6	113.2	110.1
순부채비율	(33.2)	(31.9)	(26.7)	(32.3)	(38.2)
이자보상배율(배)	12.1	9.1	47.7	55.4	67.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	293.4	440.8	551.2	626.7	703.2
금융자산	181.7	199.0	147.1	184.8	231.7
현금성자산	169.6	195.5	142.5	178.9	224.0
매출채권 등	43.9	120.8	202.4	221.5	236.4
재고자산	11.2	8.6	14.5	15.8	16.9
기타유동자산	56.6	112.4	187.2	204.6	218.2
비유동자산	231.7	356.7	424.7	430.7	435.0
투자자산	76.3	126.7	212.2	232.2	247.8
금융자산	37.2	45.2	75.7	82.8	88.4
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	23.3	23.3	23.3
자산총계	525.1	797.5	975.9	1,057.4	1,138.2
유동부채	134.6	330.4	471.7	513.3	545.7
금융부채	46.0	48.7	13.0	13.3	13.4
매입채무 등	49.4	213.9	358.5	392.2	418.6
기타유동부채	39.2	67.8	100.2	107.8	113.7
비유동부채	14.9	31.5	45.1	48.3	50.8
금융부채	10.8	11.3	11.3	11.3	11.3
기타비유동부채	4.1	20.2	33.8	37.0	39.5
부채총계	149.5	361.9	516.8	561.5	596.5
지배주주지분	329.4	344.2	322.8	288.9	246.8
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	112.6	78.8	36.6
비지배주주지분	46.1	91.4	136.3	206.9	295.0
자본총계	375.5	435.6	459.1	495.8	541.8
손금유부채	(124.8)	(139.0)	(122.8)	(160.3)	(207.0)

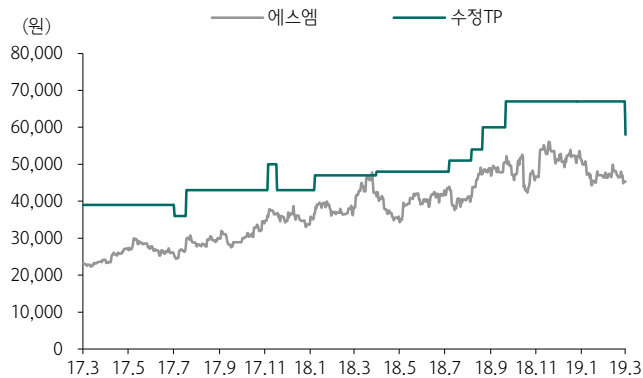
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	21.2	77.5	69.4	57.4	62.3
당기순이익	4.2	(4.7)	23.4	36.8	45.9
조정	31.7	35.7	17.6	14.0	11.2
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	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(14.7)	46.5	28.4	6.6	5.2
투자활동 현금흐름	(38.4)	(110.6)	(96.6)	(31.3)	(27.4)
투자자산감소(증가)	(13.0)	(19.9)	(85.6)	(20.0)	(15.6)
유형자산감소(증가)	(13.7)	(3.9)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
기타	(11.7)	(86.8)	(1.0)	(1.3)	(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	(52.9)	36.3	45.1
Unlevered CFO	58.6	48.3	63.7	73.6	84.3
Free Cash Flow	7.0	66.9	59.4	47.4	52.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엠



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.3.11	BUY	58,000		
18.10.1	BUY	67,000	-26.51%	-16.27%
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	92.0%	7.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 03월 10일

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 03월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 03월 11일 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.