

# 에스엠 (041510)

## 별도는 좋은데 F&B가...

### SM의 답변이 좋아도, 안 좋아도 주가는 우상향 할 것

최근 주가 흐름이 상당히 부진한데 1) 1달 정도 미뤄진 답변 시한, 2) 일본의 경제제재 가시화로 일본 매출 비중이 높은 SM에 부담으로 작용하고 있기 때문이다. KB자산운용이 개선을 요구한 F&B는 적자가 오히려 확대되면서 3) 2분기 실적도 예상치를 하회할 전망이다. 다만, 사업구조 개편 및 주주친화 정책 기대감도 유효하고, 주가는 영업이익 기준 18배까지 하락하면서 밸류에이션 매력도 부각될 수 있다. 7월 말까지 충분히 기다릴 수 있는 가격이다.

### 2Q Preview: OPM 6.1%(-1.9%p YoY)

2분기 예상 매출액/영업이익은 1,614억원(+30% YoY)/99억원(-1%)으로 컨센서스(114억원)을 하회할 것이다. 별도 영업이익은 연결과 같은 99억원으로 추정되는데, 1) 첸, NCT, 레드벨벳, 슈퍼주니어 유닛 등의 컴백, 2) 일본 콘서트는 약 30만명, 3) 해외 음원은 첫 100억원 상회(2016년 매출 115억원)가 반영된다. 자회사에서도 1분기 합산 33억원의 적자를 기록한 C&C와 키이스트는 7억원의 흑자가 예상된다. 베이징도 WayV의 가파른 성장 속도가 반영되고, 에브리싱도 주요 아티스트들의 국내 투어가 시작되면서 분기별 적자 축소 흐름이 이어질 것이다. 그러나, F&B가 예상보다 리모텔링 규모가 확장되면서 20억원 넘는 적자가 예상된다.

### 상반기에 또 반복된 자회사 적자 확대

2019년 영업이익을 기존 예상 대비 28억원 하향한 520억원(+9% YoY)으로 전망하는데 F&B의 적자 규모가 전년 대비 더 확대될 가능성이 높기 때문이다. 이미 상반기 F&B 적자 규모는 38억원('18년 일본 포함 70억원)이다. 최근 신규 대표이사가 선임되었지만, 실적 측면에서의 의미 있는 변화는 거의 불가능할 것이다. 7월 31일 개선에 관한 답변을 지켜봐야 하겠다. 에브리싱도 본격적인 개선은 3분기부터 시작될 것으로 예상된다. 상반기 F&B와 에브리싱의 예상 합산 적자는 62억원(vs. 영업이익 127억원)이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 58,000원 | CP(7월 5일): 39,800원

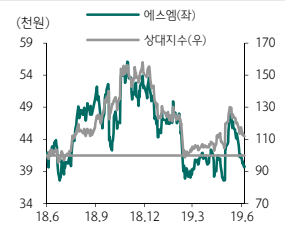
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	694.17
52주 최고/최저(원)	56,100/37,600
시가총액(십억원)	931.3
시가총액비중(%)	0.39
발행주식수(천주)	23,398.3
60일 평균 거래대금(천주)	309.5
60일 평균 거래대금(십억원)	13.1
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	16.22
주요주주 지분율(%)	
이수만 외 7인	19.26
국민연금공단	9.23
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(12.2) (23.8) (5.1)
상대	(10.5) (27.0) 8.5

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	698.2	781.8
영업이익(십억원)	53.1	66.9
순이익(십억원)	32.9	46.5
EPS(원)	1,397	1,896
BPS(원)	19,827	21,787

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	365.4	612.2	686.5	765.8	836.8
영업이익	십억원	10.9	47.7	52.0	59.8	68.5
세전이익	십억원	24.4	46.0	53.0	64.3	74.5
순이익	십억원	4.3	30.6	29.1	38.5	42.7
EPS	원	199	1,361	1,252	1,647	1,828
증감률	%	17.8	583.9	(8.0)	31.5	11.0
PER	배	174.42	38.44	31.80	24.17	21.78
PBR	배	2.16	2.83	2.05	1.89	1.74
EV/EBITDA	배	21.47	12.86	9.53	8.78	7.80
ROE	%	1.28	7.96	6.64	8.15	8.33
BPS	원	16,077	18,465	19,431	21,078	22,906
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

dagyeompark@hanafn.com

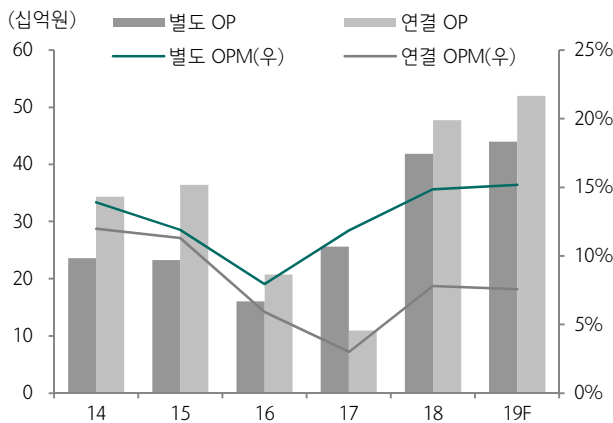
표 1. SM 실적 추정

(단위: 십억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	365	612	687	766	111	124	169	209	131	161	172	223
SME	216	282	290	302	59	61	66	96	57	64	75	95
음반	47	67	60	62	12	12	9	34	8	11	11	32
음원	39	45	64	69	10	11	9	15	15	16	16	17
매니지먼트	130	170	166	170	38	38	48	46	33	37	48	47
SM Japan	59	95	79	83	26	16	20	32	15	14	21	27
SM C&C	89	197	201	227	37	53	45	63	35	50	50	66
DREAMMAKER	42	58	78	105	7	12	18	21	16	17	24	21
키이스트		59	132	154		0	38	21	23	33	34	42
영업이익	11	48	52	60	10	10	12	15	3	10	16	24
OPM(%)	3%	8%	8%	8%	9%	8%	7%	7%	2%	6%	9%	11%
당기순이익	(5)	23	29	41	11	4	7	1	(4)	7	11	15
지배주주지분	4	31	29	39	11	5	6	8	(1)	7	9	14

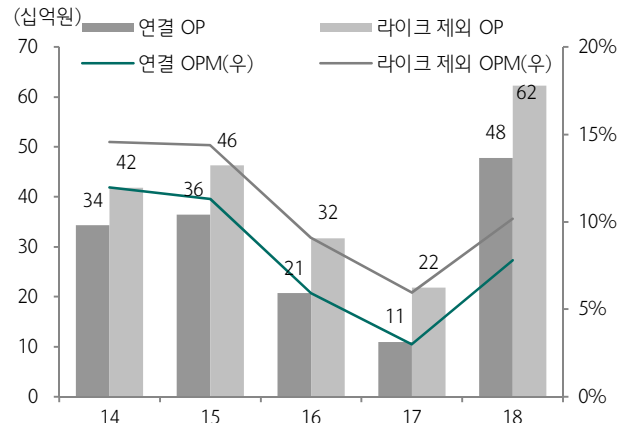
자료: 하나금융투자

그림 1. SM 연결/별도기준 영업이익 추이



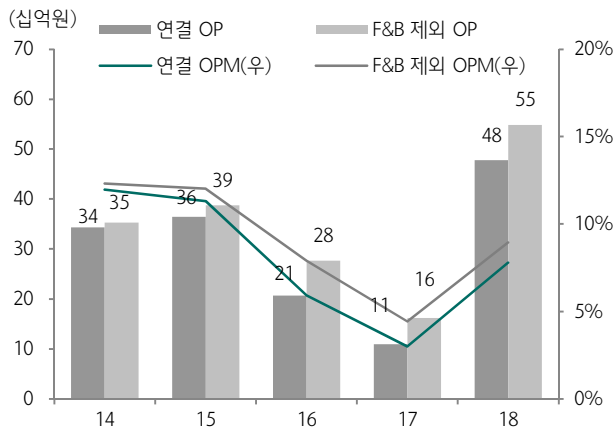
자료: SM, 하나금융투자

그림 2. 라이크기획 제외 시 연결기준 영업이익 추이



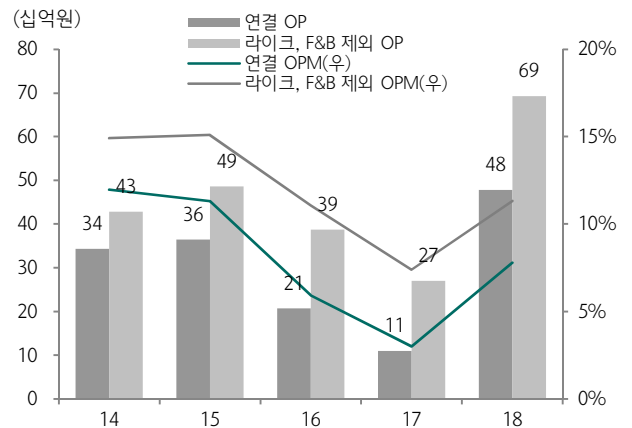
주: 인세는 라이크기획항 영업비용  
자료: SM, KB자산, 하나금융투자

그림 3. F&B 제외 시 연결기준 영업이익 추이



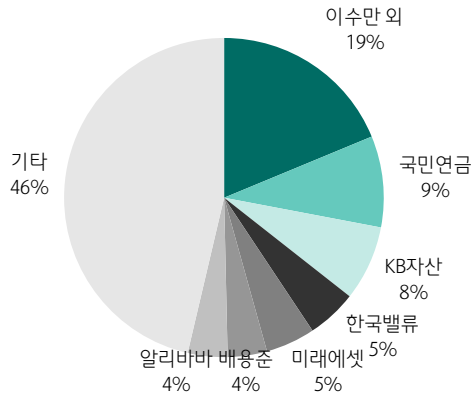
주: F&B는 16년까지는 SM F&B Development(SM 100% 자회사)의 실적, 17년 이후로는 SM F&B Development와 SM F&B Development Japan(SM Japan 100% 자회사) 합산 실적

그림 4. 라이크기획, F&B 동시 제외 시 연결기준 영업이익 추이



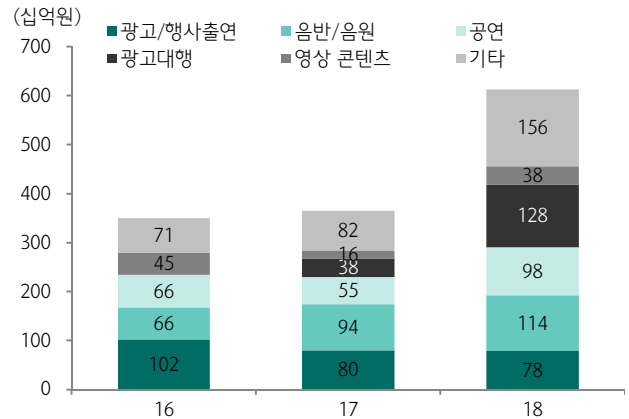
자료: SM, 하나금융투자

그림 5. SM 주주 구성 - 기관 투자자 비중 26% 이상



자료: Dart, 하나금융투자

그림 6. SM 부문별 매출 비중



자료: SM, 하나금융투자

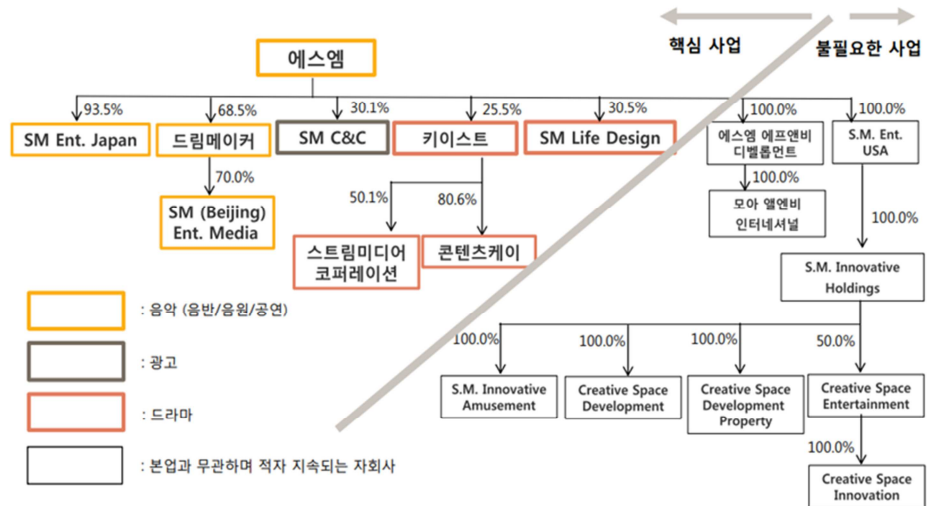
그림 7. SM 지배구조 및 지분 관계도

핵심사업

- 음악, 광고, 드라마

불필요한 사업

- F&B 등



자료: KB자산, 하나금융투자

그림 8. SM USA 산하 자회사 및 기말 자본금 규모

미국 법인 자본금: \$1,700만

미국 법인 산하 자회사 총 자본금

: \$3,000만 이상

(단위: JPY, USD, RMB, 천원)

종속기업명	소재지	주요 영업활동	결산월	지분율		통화	당기말 자본금
				당기말	전기말		
(주)에스엠엔터테인먼트재팬(*1)	일본	일본지역 매니지먼트	12월	100.00%	100.00%	JPY	50,000,000
S.M. Entertainment USA, Inc.	미국	미국지역 매니지먼트	12월	100.00%	100.00%	USD	17,000,000
(주)에스엠에프엔비디벨로프먼트	국내	외식 및 외식프랜차이즈 사업	12월	100.00%	100.00%	KRW	12,000,000

(단위: JPY, USD, RMB, 천원)

종속기업명	소재지	하위 종속기업명	결산월	실유지분율(*1)		통화	당기말 자본금
				당기말	전기말		
(주)에스엠엔터테인먼트재팬	일본	S.M. F&B Development Japan Inc.(+3)	12월	100.00%	100.00%	JPY	10,000,000
S.M. Entertainment USA, Inc.	미국	(주)키이스트	12월	6.12%	-	KRW	8,517,563
	미국	S.M. Innovative Holdings LLC	12월	100.00%	100.00%	USD	13,200,000
	미국	S.M.Innovative Amusement LLC	12월	100.00%	100.00%	USD	4,950,000
	미국	Creative Space Development LLC	12월	100.00%	100.00%	USD	1,700,000
	미국	Creative Space Development Property, LLC	12월	100.00%	100.00%	USD	4,300,000
	미국	Creative Space Entertainment Inc.(+2)	12월	50.00%	50.00%	USD	4,000,000
(주)에스엠에프엔비디벨로프먼트	국내	(주)모아엔터테인먼트 인터네셔널	12월	100.00%	100.00%	KRW	2,600,000

자료: Dart, KB자산, 하나금융투자

그림 9. USA 법인 통해 와이너리 운영

연예 일반  
SM엔터테인먼트 이수만 회장, 와인 사업 진출 계획  
스포츠조선= 이해안 기자

입력 2009.08.04 20:29



SM엔터테인먼트 이수만 회장이 와인 사업에 진출할 계획인 것으로 알려졌다.

미국 경제 통신사인 블룸버그는 3일 '한국의 인기 가수들을 배출한 이수만 회장이 아시아 인의 기호에 맞는 와인을 개발하기를 원한다'며 이 회장의 와인 사업 진출 소식을 보도했다.

와인 애호가로 유명한 이 회장은 지난 6월 프랑스 내 최고 와인인으로 꼽히는 '샤도 무동 로 킬드'로부터 보르도 고평당리 와인 기사 작위를 받기도 했다.

블룸버그는 이 회장이 지난 6월 미국 샌프란시스코 기반의 회사인 크리시메드의 프랑스 법인과 함께 2009 보르도 와인을 개발하기로 계약을 맺었다고 전했다.

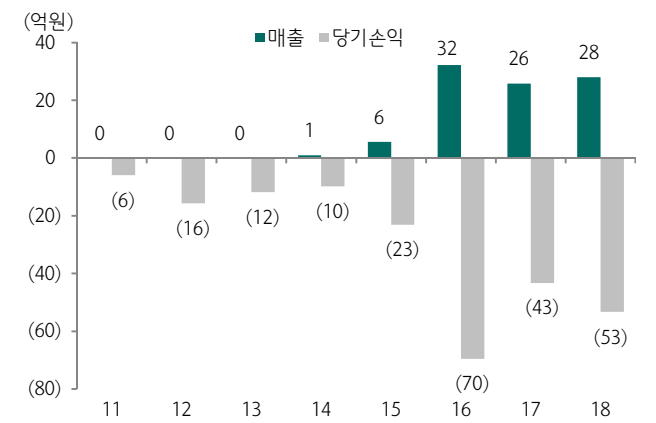
자료: 스포츠조선, KB자산, 하나금융투자

그림 10. SM USA 법인 실적 추이



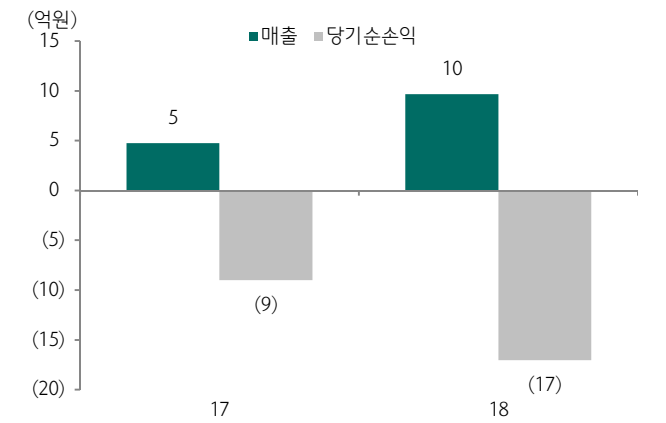
자료: SM, 하나금융투자

그림 11. F&B 실적 추이



자료: SM, 하나금융투자

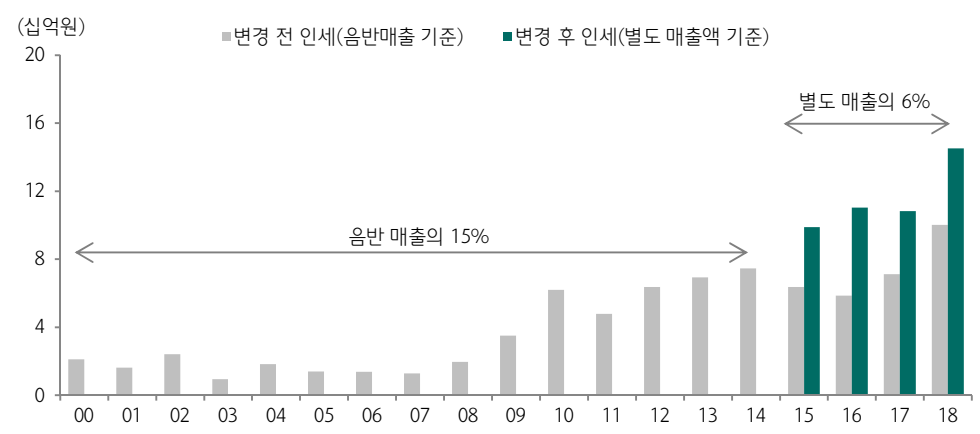
그림 12. SM F&B Japan 실적 추이



자료: SM, 하나금융투자  
주: 17년 SM JAPAN에서 분할 설립

음반 매출의 15%에서 별도 매출의 6%로 지급 기준 변경되어, 기존 방식에 비해 인세 증가(4년간 추가 지불 분 168억원)

그림 13. 지급 기준 변경 전후 인세 지급액

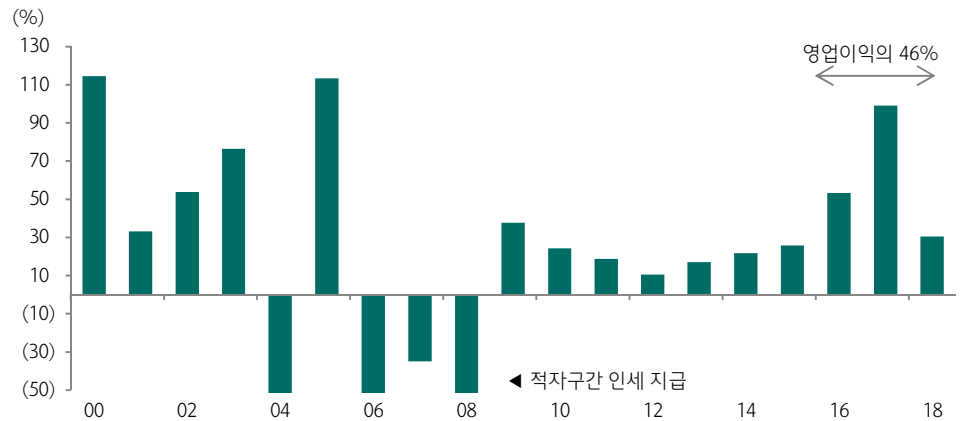


자료: SM, KB자산, 하나금융투자

그림 14. SM 연결기준 영업이익 대비 인세 지급률

적자 구간에도 인세 지급

지난 3개년 영업이익의 46% 인세로 지급



자료: SM, KB자산, 하나금융투자

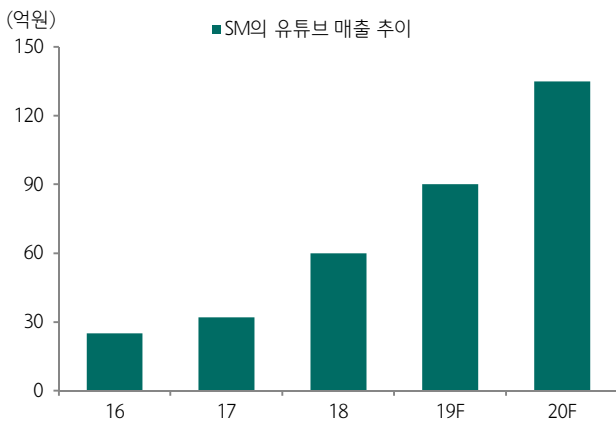
표 2. SM의 유튜브 요약

(단위: 만 명, 억 회)

	SM TOWN	EXO	Super Junior	레드 벨벳	NCT 127	합산
구독자 수(5/20일)	1,437	131	88	22	11.3	1,689
구독자 수(19/7/7)	1,937	345	122	147	79	2,629
<b>증가율(~7/7일)</b>	<b>35%</b>	<b>163%</b>	<b>38%</b>	<b>567%</b>	<b>596%</b>	<b>56%</b>
최근 1년간 누적 조회수	34	11				
최근 1년간 구독자 수 증가	440	232				
YoY(조회수)	-25%	3310%				
YoY(구독자 수)	4%	351%				

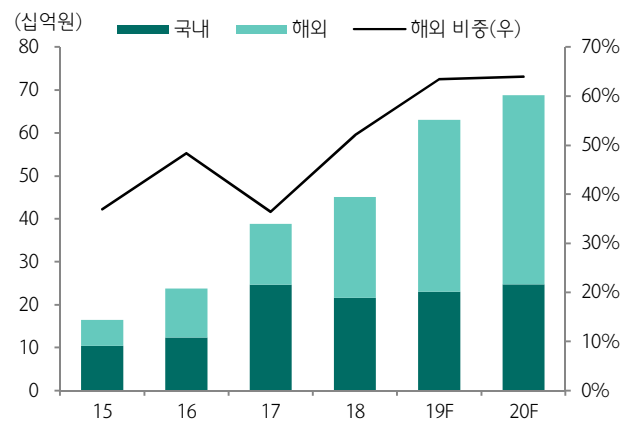
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 15. SM 유튜브 매출 - 2020년 유튜브 매출 135억원 전망



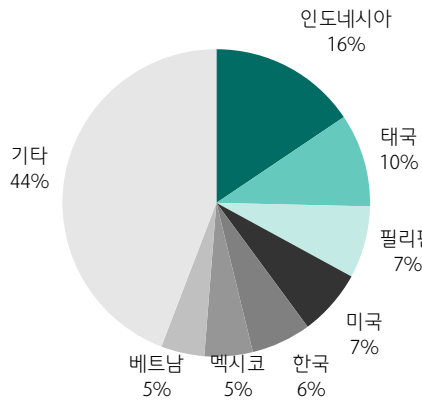
자료: SM, 하나금융투자

그림 16. 해외 음원 매출 - 2020년 음원 매출 내 해외 비중 64% 예상



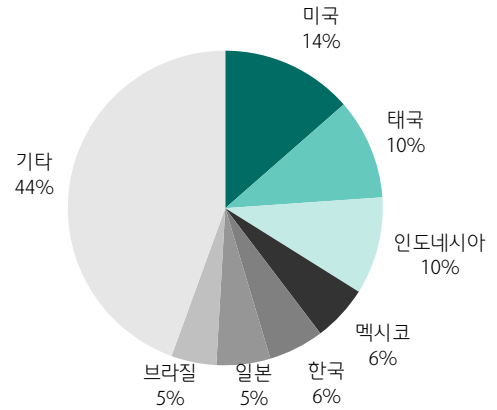
자료: SM, 하나금융투자

그림 17. EXO의 국가별 유튜브 조회 비중



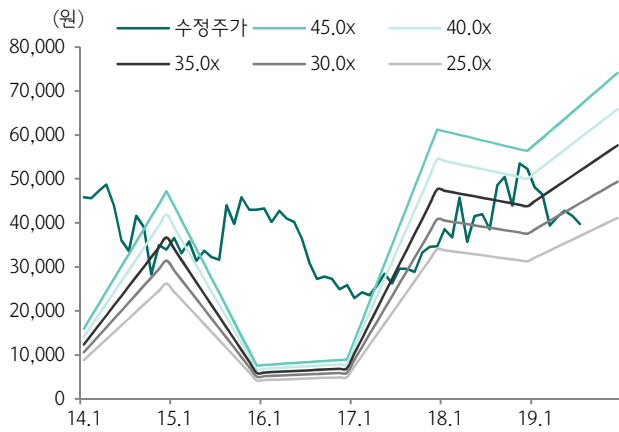
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 18. NCT127의 국가별 유튜브 조회 비중



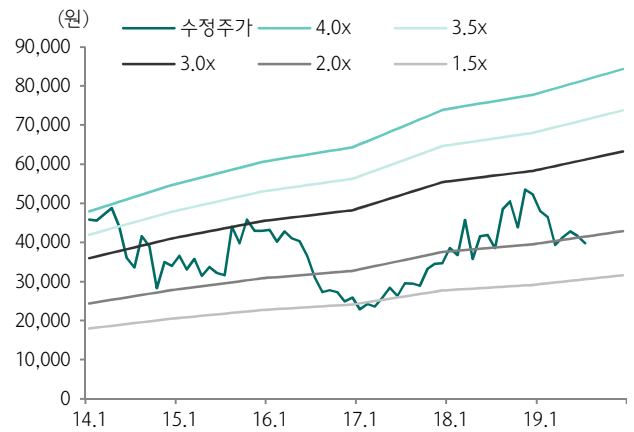
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 19. 12MF P/E 밴드 차트



자료: 하나금융투자

그림 20. 12MF P/B 밴드 차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>365.4</b>	<b>612.2</b>	<b>686.5</b>	<b>765.8</b>	<b>836.8</b>
매출액가	249.0	409.5	461.5	519.3	567.4
매출총이익	116.4	202.7	225.0	246.5	269.4
판매비	105.5	155.0	173.0	186.7	200.8
<b>영업이익</b>	<b>10.9</b>	<b>47.7</b>	<b>52.0</b>	<b>59.8</b>	<b>68.5</b>
금융손익	(5.4)	4.5	3.0	3.5	4.0
중속/관계기업손익	20.6	(6.4)	(5.0)	(1.0)	0.0
기타영업외손익	(1.7)	0.2	3.0	2.0	2.0
<b>세전이익</b>	<b>24.4</b>	<b>46.0</b>	<b>53.0</b>	<b>64.3</b>	<b>74.5</b>
법인세	29.1	22.6	23.8	23.8	27.6
계속사업이익	(4.7)	23.4	29.1	40.5	47.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(4.7)</b>	<b>23.4</b>	<b>29.1</b>	<b>40.5</b>	<b>47.0</b>
비배주주지분 순이익	(9.0)	(7.2)	0.0	2.0	4.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>4.3</b>	<b>30.6</b>	<b>29.1</b>	<b>38.5</b>	<b>42.7</b>
지배주주지분포괄이익	(1.4)	34.5	37.3	51.8	60.0
NOPAT	(2.1)	24.3	28.6	37.7	43.2
EBITDA	32.9	87.7	82.0	82.4	85.5
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	4.4	67.5	12.1	11.6	9.3
NOPAT증가율	적전	흑전	17.7	31.8	14.6
EBITDA증가율	(25.6)	166.6	(6.5)	0.5	3.8
영업이익증가율	(47.3)	337.6	9.0	15.0	14.5
(지배주주)순이익증가율	19.4	611.6	(4.9)	32.3	10.9
EPS증가율	17.8	583.9	(8.0)	31.5	11.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	31.9	33.1	32.8	32.2	32.2
EBITDA이익률	9.0	14.3	11.9	10.8	10.2
영업이익률	3.0	7.8	7.6	7.8	8.2
계속사업이익률	(1.3)	3.8	4.2	5.3	5.6

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	199	1,361	1,252	1,647	1,828
BPS	16,077	18,465	19,431	21,078	22,906
CFPS	2,218	4,725	3,498	3,592	3,761
EBITDAPS	1,515	3,902	3,523	3,524	3,657
SPS	16,795	27,227	29,484	32,752	35,787
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	174.4	38.4	31.8	24.2	21.8
PBR	2.2	2.8	2.0	1.9	1.7
PCFR	15.6	11.1	11.4	11.1	10.6
EV/EBITDA	21.5	12.9	9.5	8.8	7.8
PSR	2.1	1.9	1.3	1.2	1.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	1.3	8.0	6.6	8.1	8.3
ROA	0.7	3.4	2.9	3.6	3.6
ROIC	(1.2)	12.3	15.7	26.1	37.9
부채비율	83.1	74.0	71.7	74.5	75.5
순부채비율	(31.9)	(39.5)	(49.7)	(55.9)	(61.0)
이자보상배율(배)	9.1	18.7	31.9	72.9	83.2

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>440.8</b>	<b>537.4</b>	<b>604.9</b>	<b>697.6</b>	<b>788.0</b>
금융자산	198.9	282.1	319.4	379.7	441.1
현금성자산	195.5	237.3	269.2	323.7	379.9
매출채권 등	181.5	188.7	211.7	236.1	258.0
재고자산	8.6	11.5	12.9	14.4	15.8
기타유동자산	51.8	55.1	60.9	67.4	73.1
<b>비유동자산</b>	<b>356.7</b>	<b>465.1</b>	<b>434.3</b>	<b>429.2</b>	<b>427.8</b>
투자자산	126.7	151.7	150.9	168.4	184.0
금융자산	42.2	33.5	37.5	41.9	45.7
유형자산	93.2	93.3	83.8	76.8	71.6
무형자산	113.5	186.0	165.5	149.9	138.1
기타비유동자산	23.3	34.1	34.1	34.1	34.1
<b>자산총계</b>	<b>797.5</b>	<b>1,002.5</b>	<b>1,039.3</b>	<b>1,126.8</b>	<b>1,215.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>330.4</b>	<b>394.2</b>	<b>399.2</b>	<b>443.4</b>	<b>482.9</b>
금융부채	48.7	44.5	8.1	8.2	8.3
매입채무 등	223.9	290.0	325.2	362.7	396.3
기타유동부채	57.8	59.7	65.9	72.5	78.3
<b>비유동부채</b>	<b>31.5</b>	<b>32.1</b>	<b>34.8</b>	<b>37.6</b>	<b>40.2</b>
금융부채	11.3	10.2	10.2	10.2	10.2
기타비유동부채	20.2	21.9	24.6	27.4	30.0
<b>부채총계</b>	<b>361.9</b>	<b>426.3</b>	<b>434.0</b>	<b>481.0</b>	<b>523.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>344.2</b>	<b>424.2</b>	<b>453.4</b>	<b>491.9</b>	<b>534.7</b>
자본금	10.9	11.5	11.5	11.5	11.5
자본잉여금	170.5	219.1	219.1	219.1	219.1
자본조정	32.1	29.5	29.5	29.5	29.5
기타포괄이익누계액	(3.4)	(10.1)	(10.1)	(10.1)	(10.1)
이익잉여금	134.1	174.2	203.4	241.9	284.6
<b>비지배주주지분</b>	<b>91.4</b>	<b>151.9</b>	<b>151.9</b>	<b>153.9</b>	<b>158.1</b>
<b>자본총계</b>	<b>435.6</b>	<b>576.1</b>	<b>605.3</b>	<b>645.8</b>	<b>692.8</b>
순금융부채	(138.8)	(227.5)	(301.1)	(361.3)	(422.6)

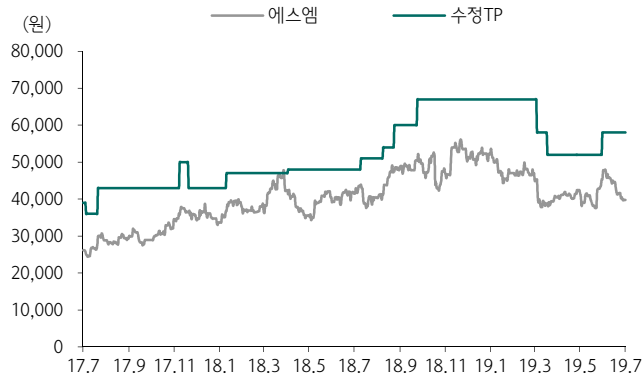
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>77.5</b>	<b>120.0</b>	<b>72.8</b>	<b>77.7</b>	<b>77.0</b>
당기순이익	(4.7)	23.4	29.1	40.5	47.0
조정	35.7	44.2	30.1	22.6	17.0
감가상각비	22.0	40.0	30.0	22.6	17.0
외환거래손익	4.1	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(20.6)	6.4	0.0	0.0	0.0
기타	30.2	(2.2)	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	46.5	52.4	13.6	14.6	13.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(110.6)</b>	<b>(127.0)</b>	<b>(4.7)</b>	<b>(23.2)</b>	<b>(20.8)</b>
투자자산감소(증가)	(27.7)	(24.6)	0.7	(17.4)	(15.6)
유형자산감소(증가)	(3.9)	(9.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(79.0)	(92.7)	(5.4)	(5.8)	(5.2)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>63.9</b>	<b>46.0</b>	<b>(36.3)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
금융부채증가(감소)	3.2	(5.4)	(36.3)	0.1	0.1
자본증가(감소)	5.6	49.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	55.1	2.2	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>25.9</b>	<b>41.9</b>	<b>31.8</b>	<b>54.5</b>	<b>56.3</b>
Unlevered CFO	48.3	106.2	81.4	84.0	87.9
Free Cash Flow	66.9	109.6	72.8	77.7	77.0

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엠



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.6.7	BUY	58,000		
19.3.25	BUY	52,000	-22.09%	-12.79%
19.3.11	BUY	58,000	-32.55%	-30.09%
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%
17.5.25	BUY	39,000	-30.93%	-26.28%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

• 투자이견의 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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 7월 7일

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 07월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 07월 08일 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.