



2020년 8월 18일 | Equity Research

에스엠 (041510)

코로나19 수혜주인 줄

목표주가 상향

3대 기획사 모두 실적 서프라이즈를 기록한 가운데, 앨범 판매 폭증이라는 산업 흐름의 가장 큰 수혜인 SM이 컨센서스를 가장 크게 상회했다. 이를 반영해 '21년 영업이익을 640억원(+144% YoY)으로 33% 상향하면서 목표주가도 49,000원(+23%)로 상향한다. 엑소의 군입대 싸이클로 인해 가장 '싼' 기획사가 될 수 밖에 없는데, 1년 내 데뷔할 신인 여자/남자 그룹들의 긍정적인 흥행 변수가 기다리고 있고 주가도 '21년 P/E 20배에 불과해 매수를 추천한다.

2Q Review: OPM 9.7%(+7.3%p YoY)

2분기 매출액/영업이익은 1,359억원(-15% YoY)/123억원(+240%)으로 컨센서스(30억원)를 크게 상회했다. 별도 부문 영업이익이 당사의 예상치(106억원)를 크게 상회한 167억원(+762%)을 기록했는데, 별도 OPM은 22.4%로 2014년 이후 분기 최고 수준이다. 1) 앨범당 판매량 폭증(엑소/NCT)에 따른 높은 레버리지와 2) 라이크기획량 2개월치 인세 감면(약 30억원 추정) 및 비용 절감 노력 영향이다. 일본/드림메이커/C&C/키이스트 등은 각각 콘서트 부재와 광고 부진, 그리고 드라마 부재로 합산 약 30억원의 적자를 기록했다. 그러나, 적자의 중추를 담당했던 디어유(구 에브리싱)가 버블/레터 등이 빠르게 성장하면서 BEP 수준까지 개선되었다.

아무리 생각해도 '21년 OP는 600억원을 상회할 듯

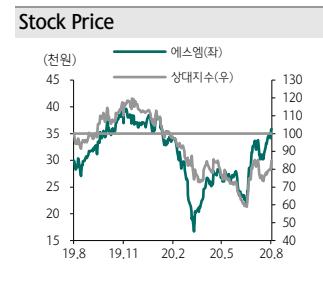
중국 팬덤이 높은 엑소/NCT 등의 앨범이 믿기 힘들 정도로 가파르게 성장하면서 음원/음반의 수익성도 빠르게 개선되고 있다. 2020년 연간 앨범 판매량은 당초 예상인 708만장 보다도 많은 760만장(+67% YoY)까지 증가할 것이다. 오프라인 콘서트 매출의 부재에도 별도 영업이익은 5% 성장한 390억원이 예상된다. 콘서트 재개를 가정한다면 네이버와의 시너지를 가정하지 않더라도 SM JAPAN/드림메이커 등의 실적이 정상화 될 것이고, 베이징/디어유의 개선까지 감안하면 아무리 생각해도 600억원 이상은 충분히 가능해 보인다.

Update

BUY

| TP(12M): 49,000원(상향) | CP(8월 14일): 35,900원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSDAQ 지수 (pt)	835.03		
52주 최고/최저(원)	39,650/16,700	매출액(십억원)	572.9 699.4
시가총액(십억원)	841.8	영업이익(십억원)	20.1 47.4
시가총액비중(%)	0.27	순이익(십억원)	8.9 32.8
발행주식수(천주)	23,449.5	EPS(원)	286 1,312
60일 평균 거래량(천주)	716.0	BPS(원)	19,457 20,751
60일 평균 거래대금(십억원)	21.1		
20년 배당금(예상, 원)	0		
20년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	16.45		
주요주주 지분율(%)			
이수만 외 7 인	19.21		
한국투자신탁운용	7.64		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	6.7 5.7 20.5		
상대	(0.6) (12.8) (13.8)		



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	612.2	657.8	555.6	704.9	730.7
영업이익	십억원	47.7	40.4	26.2	64.0	68.2
세전이익	십억원	46.0	11.0	26.9	67.1	71.9
순이익	십억원	30.6	(9.1)	10.2	42.1	45.1
EPS	원	1,361	(390)	435	1,795	1,922
증감률	%	583.9	적전	흑전	312.6	7.1
PER	배	38.44	N/A	82.50	20.00	18.68
PBR	배	2.83	2.03	1.85	1.69	1.55
EV/EBITDA	배	12.86	7.76	10.43	6.92	6.58
ROE	%	7.96	(2.10)	2.27	8.86	8.68
BPS	원	18,465	18,984	19,417	21,212	23,134
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

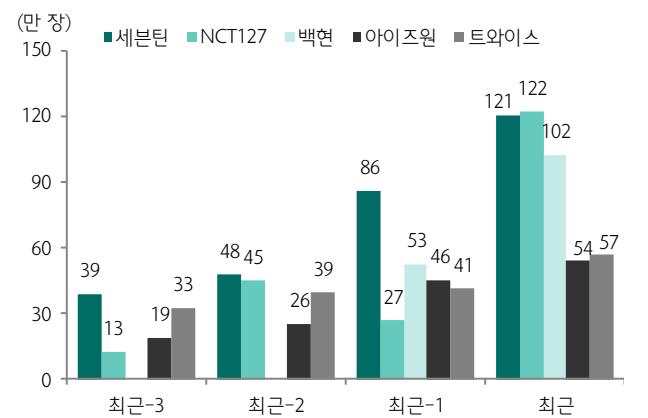
dagyeompark@hanafn.com

표 1. SM 목표주가 상향

지배주주순이익('21년)	42.1	십억원
주식 수	23,450	천주
EPS	1,795	원
목표 P/E	27.1	배
목표 주가	49,000	원
현재 주가	35,900	원
상승 여력	36	%

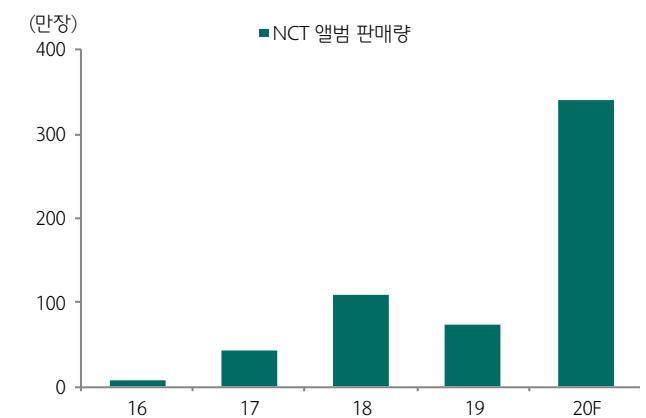
자료: 하나금융투자

그림 1. 최근 컴백 아이돌 음반 판매량 급등 추이



자료: 가온차트, 하나금융투자

그림 2. NCT 연간 앨범 판매량 추정



자료: 가온차트, 하나금융투자

표 2. 중국 기부공구 추이 집계

	앨범	가수	중국	가온 차트	중국 비중		앨범	가수	중국	가온 차트	중국 비중
2019	Persona	BTS	56	372	15%	2020	MAP OF THE SOUL : 7	BTS	79	425	19%
	Obsession	EXO	21	77	28%		Delight	백현(EXO)	48	106	45%
	Time Slip	Super Junior	20	43	46%		정규 1집	Blackpink	32		
	An Ode	Seventeen	14	86	16%		Reload	NCT DREAM	29	56	51%
	Quantum Leap	X1	13	58	22%		Neo Zone	NCT 127	22	82	27%
	WHAT A LIFE	EXO_SC	9	39	23%		Neo Zone Repack	NCT 127	14	41	34%
	We BOOM	NCT DREAM	11	33	33%		DYE	GOT7	14	39	35%
	Call My Name	GOT7	10	30	34%		자화상	수호(EXO)	10	29	35%
	Spinning Top	GOT7	9	31	29%		More&More	트와이스	10	56	18%
	We	Winner	5	13	39%		BloomiZ	IZONE	9	48	20%
	WE ARE SUPERHUMAN	NCT 127	5	27	18%		CYAN	강다니엘	9	27	32%
	KILL THIS LOVE	BLACKPINK	5	32	15%		I trust	여자아이들	8	15	56%
	DANGER	슈주 D&E	3	9	39%		애요	김재중	8	11	74%
	THE ReVe Festival Day 1	RED VELVET	3	16	22%		Remember	Winner	7	11	63%
	FANCY YOU	TWICE	2	39	6%		Layers	옹성우	7	24	29%
2018	don't mess up my tempo	EXO	26	145	18%		Time less	SuperJunior	6	12	47%
	power of destiny	wannaone	6	61	10%		SPIT IT OUT	솔라(마마무)	5	8	64%
	nct2018	nct	4	33	12%		Dark Side of the Moon	문별(마마무)	4	7	50%

자료: bilibili, douban 등, 하나금융투자

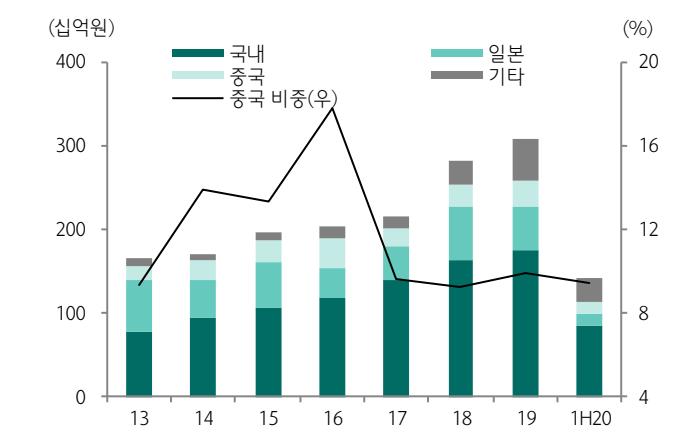
주: SNS 상의 정보 집계로 부정확할 수 있음

표 3. SM 실적 추정

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
매출액	658	556	705	731	131	160	173	194	145	136	113	162
SME	308	267	344	351	57	65	84	102	68	75	54	70
음반	64	102	84	74	8	13	18	25	19	34	21	28
음원	62	79	85	91	15	13	16	17	19	19	19	22
매니지먼트	181	86	175	187	33	38	50	60	31	22	14	20
SM Japan	79	35	74	77	15	16	20	28	14	8	7	7
SM C&C	167	128	154	168	35	43	40	49	34	27	28	40
DREAMMAKER	80	18	75	82	16	14	29	20	5	5	3	5
키아이스트	100	117	127	130	23	33	22	22	31	20	20	46
영업이익	40	26	64	68	3	4	20	14	2	13	3	9
OPM(%)	6%	5%	9%	9%	2%	2%	11%	7%	1%	10%	2%	5%
당기순이익	(16)	5	38	41	(4)	1	9	(23)	(2)	(0)	2	5
지배주주지분	(9)	10	42	45	(1)	0	8	(17)	(0)	2	3	5

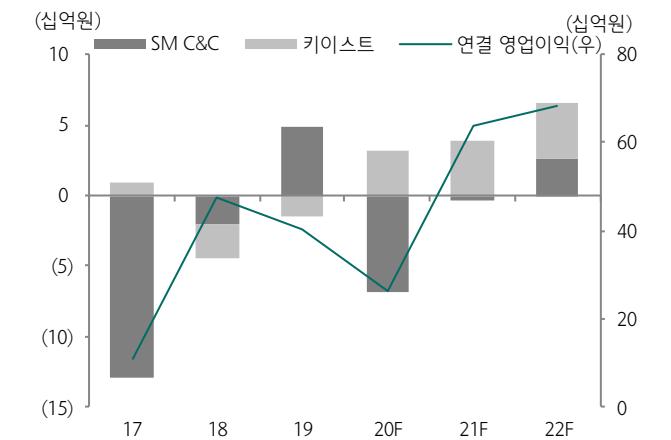
자료: SM, 하나금융투자

그림 3. SM의 지역별 (별도)매출과 중국 비중 추이



자료: SM, 하나금융투자

그림 4. SM C&C 키아이스트 합산 영업이익 추이



자료: SM, 하나금융투자

그림 5. 디어유 버블 - 아티스트의 문자 수신 서비스



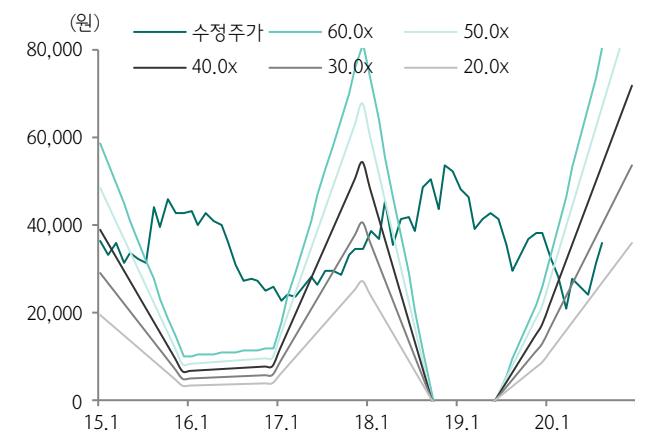
자료: 구글, 하나금융투자

그림 6. 디어유 (월간)레터 - 손편지, 포토카드, 회신용 스티커 ▶, ○



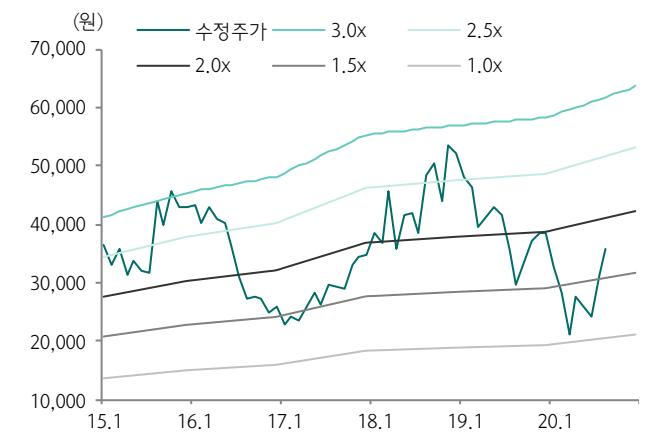
자료: 구글, 하나금융투자

그림 7. 12MF P/E 밴드 차트



자료: SM, 하나금융투자

그림 8. 12MF P/B 밴드 차트



자료: SM, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	612.2	657.8	555.6	704.9	730.7
매출원가	409.5	442.2	354.6	449.5	464.1
매출총이익	202.7	215.6	201.0	255.4	266.6
판관비	155.0	175.2	174.9	191.4	198.3
영업이익	47.7	40.4	26.2	64.0	68.2
금융순익	4.5	(2.9)	1.2	4.2	4.7
종속/관계기업순익	(6.4)	(10.8)	(3.5)	(3.0)	(3.0)
기타영업외순익	0.2	(15.7)	3.0	2.0	2.0
세전이익	46.0	11.0	26.9	67.1	71.9
법인세	22.6	27.1	21.5	28.9	30.9
계속사업이익	23.4	(16.2)	5.4	38.3	41.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.4	(16.2)	5.4	38.3	41.0
비지배주주지분 순이익	(7.2)	(7.1)	(4.8)	(3.8)	(4.1)
지배주주순이익	30.6	(9.1)	10.2	42.1	45.1
지배주주지분포괄이익	34.5	(6.4)	2.8	20.1	21.5
NOPAT	24.3	(59.6)	5.2	36.5	38.9
EBITDA	87.7	104.1	67.3	90.6	85.5
성장성(%)					
매출액증가율	67.5	7.4	(15.5)	26.9	3.7
NOPAT증가율	흑전	적전	흑전	601.9	6.6
EBITDA증가율	166.6	18.7	(35.4)	34.6	(5.6)
영업이익증가율	337.6	(15.3)	(35.1)	144.3	6.6
(지배주주)순익증가율	611.6	적전	흑전	312.7	7.1
EPS증가율	583.9	적전	흑전	312.6	7.1
수익성(%)					
매출총이익률	33.1	32.8	36.2	36.2	36.5
EBITDA이익률	14.3	15.8	12.1	12.9	11.7
영업이익률	7.8	6.1	4.7	9.1	9.3
계속사업이익률	3.8	(2.5)	1.0	5.4	5.6

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,361	(390)	435	1,795	1,922
BPS	18,465	18,984	19,417	21,212	23,134
CFPS	4,725	5,220	2,873	3,915	3,690
EBITDAPS	3,902	4,467	2,870	3,864	3,647
SPS	27,227	28,215	23,695	30,061	31,161
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	38.4	N/A	82.5	20.0	18.7
PBR	2.8	2.0	1.8	1.7	1.6
PCFR	11.1	7.4	12.5	9.2	9.7
EV/EBITDA	12.9	7.8	10.4	6.9	6.6
PSR	1.9	1.4	1.5	1.2	1.2
재무비율(%)					
ROE	8.0	(2.1)	2.3	8.9	8.7
ROA	3.4	(0.9)	1.0	3.9	3.8
ROIC	12.3	(26.7)	2.3	18.7	24.6
부채비율	74.0	76.3	60.5	70.3	68.5
순부채비율	(39.5)	(44.5)	(50.8)	(58.4)	(63.4)
이자보상배율(배)	18.7	10.4	6.7	21.1	21.7

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	537.4	628.7	593.7	725.7	795.6
금융자산	282.1	376.3	380.5	455.3	515.3
현금성자산	237.3	285.0	303.3	357.4	413.8
매출채권 등	188.7	195.5	165.2	209.5	217.2
재고자산	11.5	14.8	12.5	15.8	16.4
기타유동자산	55.1	42.1	35.5	45.1	46.7
비유동자산	465.1	486.9	430.3	426.3	412.9
투자자산	151.7	109.3	93.8	116.5	120.4
금융자산	33.5	34.4	29.1	36.9	38.2
유형자산	93.3	105.7	90.6	81.6	76.3
무형자산	186.0	199.3	173.3	155.6	143.6
기타비유동자산	34.1	72.6	72.6	72.6	72.6
자산총계	1,002.5	1,115.6	1,024.0	1,152.0	1,208.5
유동부채	394.2	437.0	342.7	428.4	443.2
금융부채	44.5	66.6	28.7	32.2	32.7
매입채무 등	290.0	305.5	258.1	327.4	339.4
기타유동부채	59.7	64.9	55.9	68.8	71.1
비유동부채	32.1	45.9	43.1	47.2	47.9
금융부채	10.2	27.9	27.9	27.9	27.9
기타비유동부채	21.9	18.0	15.2	19.3	20.0
부채총계	426.3	482.9	385.8	475.6	491.1
지배주주지분	424.2	444.2	454.3	496.5	541.6
자본금	11.5	11.7	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	219.1	245.3	245.3	245.3	245.3
자본조정	29.5	29.4	29.4	29.4	29.4
기타포괄이익누계액	(10.1)	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)
이익잉여금	174.2	164.5	174.7	216.8	261.9
비지배주주지분	151.9	188.6	183.8	179.9	175.8
자본총계	576.1	632.8	638.1	676.4	717.4
순금융부채	(227.5)	(281.8)	(323.9)	(395.2)	(454.6)

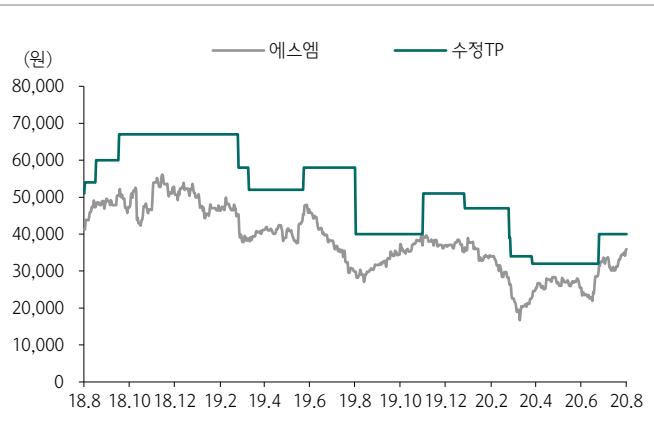
현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	120.0	91.9	26.6	94.0	63.3
당기순이익	23.4	(16.2)	5.4	38.3	41.0
조정	44.2	112.9	41.1	26.6	17.3
감가상각비	40.0	63.7	41.1	26.6	17.3
외환거래손익	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	6.4	10.8	0.0	0.0	0.0
기타	(2.2)	38.5	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	52.4	(4.8)	(19.9)	29.1	5.0
투자활동 현금흐름	(127.0)	(52.9)	29.7	(43.4)	(7.5)
투자자산감소(증가)	(24.6)	44.1	15.5	(22.7)	(3.9)
유형자산감소(증가)	(9.7)	(13.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(92.7)	(83.9)	14.2	(20.7)	(3.6)
재무활동 현금흐름	46.0	5.9	(37.9)	3.5	0.6
금융부채증가(감소)	(5.4)	39.9	(37.9)	3.5	0.6
자본증가(감소)	49.2	26.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	2.2	(60.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	41.9	47.6	18.3	54.1	56.4
Unlevered CFO	106.2	121.7	67.4	91.8	86.5
Free Cash Flow	109.6	78.5	26.6	94.0	63.3



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

에스엠



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.7.9	BUY	40,000		
20.4.10	BUY	32,000	-18.24%	-8.13%
20.3.12	BUY	34,000	-38.72%	-31.18%
20.3.10	BUY	39,000	-31.92%	-31.92%
20.1.10	BUY	47,000	-28.69%	-17.34%
19.11.15	BUY	51,000	-26.77%	-22.25%
19.8.16	BUY	40,000	-16.20%	-1.50%
19.6.7	BUY	58,000	-33.95%	-17.33%
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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 18일

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 2020년 08월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 08월 18일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.