



# 에스엠 (041510)

어느것중 하나라도

▶ Analyst 지인해 inhae.jj@hanwha.com 3772-7619

## Buy (유지)

목표주가(하향): 41,000원

현재 주가(3/12)	30,600원
상승여력	▲34.0%
시가총액	7,176억원
발행주식수	23,453천주
52 주 최고가 / 최저가	39,300 / 16,700원
90 일 일평균 거래대금	124.43억원
외국인 지분율	16.0%

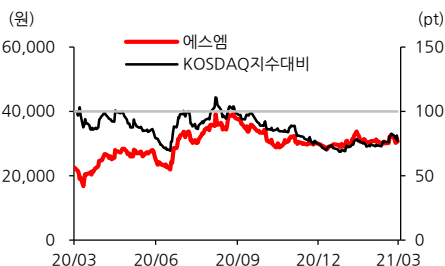
주주 구성	
이수만 (외 8인)	19.2%
한국투자신탁운용 (외 1인)	6.4%
자사주신탁 (외 1인)	1.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.6	1.7	-19.0	30.8
상대수익률(KOSDAQ)	3.4	2.0	-23.2	-33.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020P	2021E
매출액	612	658	580	671
영업이익	48	40	6	42
EBITDA	88	104	76	111
지배주주순이익	31	-9	-17	31
EPS	1,365	-391	-738	1,374
순차입금	-227	-280	-280	-291
PER	38.3	-98.4	-40.3	22.3
PBR	2.8	2.0	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.1	6.0	5.5	3.9
배당수익률	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE	8.0	-2.1	-3.9	7.7

### 주가 추이



경쟁사 대비해서도 매우 우수한 IP 실적 성장을 견인하고 있으나... 지속적인 어닝쇼크, 엔터주를 이끄는 두가지 요소 중 어느것도 크게 충족되지 않아보입니다.

### 4Q20 순손실 -627억 원

동사의 4Q20 연결 실적[표1]은 매출액 1,842억, 영업이익 13억, 순손실 -627억 원을 기록했다. 아무리 코로나로 힘들다해도 분기 순적자 규모는 엄청나다. ① 코로나 상황에도 SME(본사) 연간 매출액은 음반+음원 IP 매출의 역사적 최대 실적[그림1]을 바탕으로 전년대비 -2%, 영업이익은 -3% 감소하며 매우 선방했지만...

② 연간 기준, 공연 및 활동 부재로 DM 적자 -11억, 일회성 합병 비용까지 반영한 SMJ 적자 -103억, 아직 전혀 줄어들지 않은 기타 자회사에서만 -158억 원 손실이 발생했다. ③ 무엇보다 4Q20에만 무형자산 손상차손 120억, 유형자산 손상차손 96억, 관계기업 및 투자손실 95억 원 등이 발생해 순이익에 상당한 훼손을 줬다.

### 개선이 시급한 상황

예상대로 회사의 경쟁력, 글로벌 팬덤을 입증하는 국내외 IP 매출이 매우 양호하다는 점은 분명 강점이다. 이 부분에 대해서는 타사와 비교해도 매우 훌륭한 수준이다. 그러나 지속적인 본업 IP 매출 성장에도 불구하고, 연이은 어닝쇼크는 내부적인 회사 경영 및 전략 방향성에 대한 문제일 가능성이 매우 높다. 다사다난한 이슈들을 통해 적자 신사업을 철수하고, 본업 + 본업과의 시너지가 가능한 핵심 사업만을 진행하는 경쟁사들과는 대조되는 양상이다.

엔터주를 이끄는 요소는 크게 두가지다. 아티스트 모멘텀이 크던지, 실적(밸류에이션)이 좋던지, 둘 중 하나인데, 에스엠은 둘 중 어느것도 크지 않다. 개선이 시급하다.

### 목표주가 하향

우호적인 엔터 업황(양호한 IP 성장, 중국 회복 기대감, 코로나 회복 후 오프라인+온라인 공연 병행 등)을 고려해 동사에 대한 매수의견은 유지하나, 목표주가는 41,000원으로 하향 조정한다. 하향한 2021년 실적에 PER 30배를 반영한 수치다.

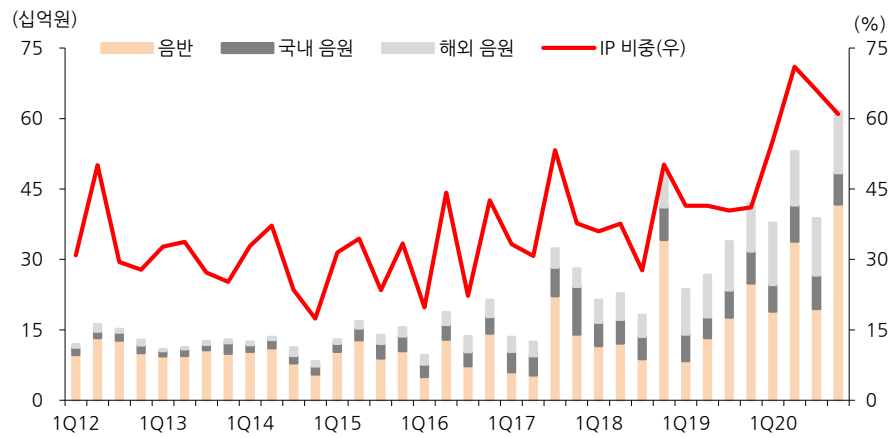
[표1] 에스엠 연결 실적 추이

(단위: 백만원)

VS	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2019	2020P	2021E
매출액	130,790	159,644	173,477	193,907	144,748	135,908	115,016	184,203	657,826	579,876	670,557
growth	18.2%	28.3%	2.8%	-7.0%	10.7%	-14.9%	-33.7%	-5.0%	7.4%	-11.8%	15.6%
SME	57,010	64,500	83,700	102,200	68,361	74,604	58,600	101,000	307,410	302,500	338,800
growth	-4.0%	6.6%	27.4%	6.5%	19.9%	15.7%	-30.0%	-1.2%	9.2%	-1.6%	12.0%
sales	43.6%	40.4%	48.2%	52.7%	47.2%	54.9%	50.9%	54.8%	46.7%	52.2%	50.5%
SM JAPAN	14,900	15,970	20,100	28,430	14,288	7,569	11,700	13,286	79,400	46,843	57,074
growth	-43.3%	-2.0%	-1.4%	-10.9%	-4.1%	-52.6%	-41.8%	-53.3%	-16.3%	-41.0%	21.8%
sales	11.4%	10.0%	11.6%	14.7%	9.9%	5.6%	10.2%	7.2%	12.1%	8.1%	8.5%
SM C&C	35,230	42,746	39,836	48,843	33,837	26,583	27,195	42,955	166,654	130,570	156,684
growth	-5.8%	-18.3%	-10.2%	-21.6%	-4.0%	-37.8%	-31.7%	-12.1%	-15.1%	-21.7%	20.0%
sales	26.9%	26.8%	23.0%	25.2%	23.4%	19.6%	23.6%	23.3%	25.3%	22.5%	23.4%
드림메이커	16,290	13,990	29,400	19,882	5,453	5,445	5,722	6,744	79,562	23,364	35,000
growth	142.8%	13.2%	64.3%	-6.8%	-66.5%	-61.1%	-80.5%	-66.1%	36.5%	-70.6%	49.8%
sales	12.5%	8.8%	16.9%	10.3%	3.8%	4.0%	5.0%	3.7%	12.1%	4.0%	5.2%
기타	7,360	22,438	441	-5,448	22,809	21,707	11,799	20,218	24,799	76,599	83,000
영업이익	2,804	3,870	19,936	13,779	1,680	13,160	-9,692	1,348	40,397	6,495	41,661
growth	-73.0%	-61.3%	64.2%	-9.4%	-40.1%	240.1%	-148.6%	-90.2%	-15.4%	-83.9%	541.4%
margin	2.1%	2.4%	11.5%	7.1%	1.2%	9.7%	-8.4%	0.7%	6.1%	1.1%	6.2%
SME	8,597	1,860	15,658	11,061	7,791	16,733	3,839	7,859	37,176	36,222	39,978
growth	-7.2%	-77.8%	111.9%	-33.8%	-9.4%	799.9%	-75.5%	-28.9%	-11.2%	-2.6%	10.4%
margin	15.1%	2.9%	18.7%	10.8%	11.4%	22.4%	6.6%	7.8%	12.1%	12.0%	11.8%
SM JAPAN	1,970	4,200	3,600	3,866	-343	143	-5,600	-4,457	13,636	-10,258	6,849
growth	-67.2%	43.1%	-20.5%	-12.9%	적전	-96.6%	적전	적전	-23.9%	적전	흑전
margin	13.2%	26.3%	17.9%	13.6%	-2.4%	1.9%	-47.9%	-33.5%	17.2%	-21.9%	12.0%
SM C&C	-2,090	888	2,454	3,563	-3,511	-1,418	-2,040	2,613	4,815	-4,356	3,134
growth	적지	흑전	691.6%	351.0%	적지	적전	적전	-26.6%	-310.3%	적전	흑전
margin	-5.9%	2.1%	6.2%	7.3%	-10.4%	-5.3%	-7.5%	6.1%	2.9%	-3.3%	2.0%
드림메이커	1,950	450	3,260	312	-20	-899	-881	748	5,972	-1,052	1,400
growth	504.8%	-48.4%	28.1%	-71.1%	적전	적전	적전	139.9%	24.0%	적전	흑전
margin	12.0%	3.2%	11.1%	1.6%	-0.4%	-16.5%	-15.4%	11.1%	7.5%	-4.5%	4.0%
기타	-7,623	-3,528	-5,035	-5,024	-2,237	-1,399	-5,010	-5,416	-21,202	-14,062	-9,700
순이익	-3,710	694	9,346	-22,224	-1,941	-165	-15,655	-62,652	-16,183	-80,413	29,853
growth	-132.5%	-82.8%	28.3%	-3365.4%	-47.7%	-123.7%	-267.5%	181.9%	적전	적지	흑전
margin	-2.8%	0.4%	5.4%	-11.5%	-1.3%	-0.1%	-13.6%	-34.0%	-2.5%	-13.9%	4.5%

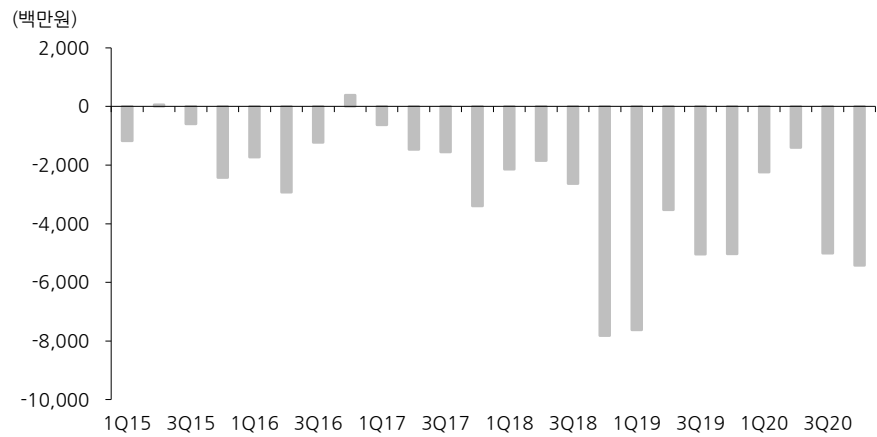
자료: 에스엠, 한화투자증권

[그림1] 에스엠 IP(음반+음원) 매출액 및 비중 추이



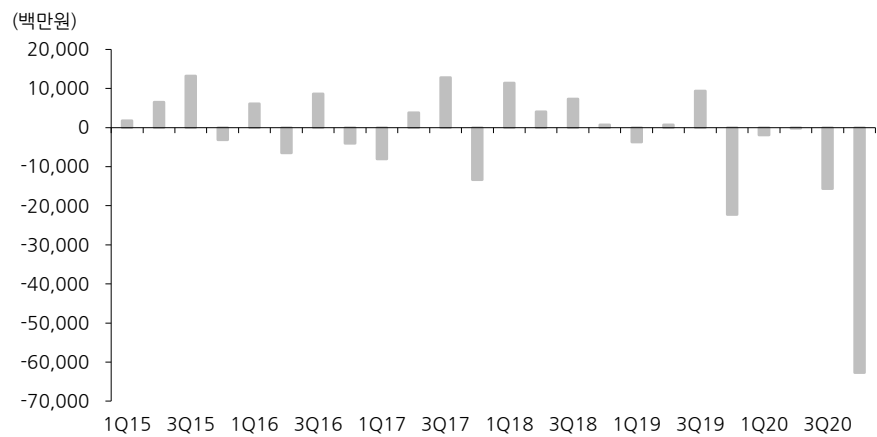
자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에스엠 기타자회사(SME, SMJ, DM, C&C 외 기타 합산) 손익 추이



자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 에스엠 연결 순이익 추이



자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020P	2021E
매출액	365	612	658	580	671
매출총이익	116	203	216	203	238
영업이익	11	48	40	6	42
EBITDA	33	88	104	76	111
순이자손익	0	0	0	-8	1
외화관련손익	-6	5	3	1	0
지분법손익	21	-6	-11	-13	0
세전계속사업손익	24	46	11	-41	39
당기순이익	-5	23	-16	-80	30
지배주주순이익	4	31	-9	-17	31
<b>증가율(%)</b>					
매출액	4.4	67.6	7.4	-11.8	15.6
영업이익	-47.2	336.4	-15.4	-83.9	541.4
EBITDA	-25.4	166.3	18.7	-27.4	46.3
순이익	적전	흑전	적전	적지	흑전
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	31.9	33.1	32.8	35.0	35.5
영업이익률	3.0	7.8	6.1	1.1	6.2
EBITDA 이익률	9.0	14.3	15.8	13.0	16.5
세전이익률	6.7	7.5	1.7	-7.0	5.9
순이익률	-1.3	3.8	-2.5	-13.9	4.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020P	2021E
영업현금흐름	77	120	92	71	98
당기순이익	-5	23	-16	-80	30
자산상각비	22	40	64	69	69
운전자본증감	46	52	-5	-7	-8
매출채권 감소(증가)	-83	2	0	-37	19
재고자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-7	2
매입채무 증가(감소)	89	46	7	66	-30
투자현금흐름	-111	-127	-53	-76	-90
유형자산처분(취득)	-4	-10	-13	-10	-14
무형자산 감소(증가)	-25	-26	-30	-43	-65
투자자산 감소(증가)	-4	3	3	-6	-4
재무현금흐름	64	46	6	-31	0
차입금의 증가(감소)	4	-8	-4	-28	0
자본의 증가(감소)	0	35	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	48	106	122	94	105
(-)운전자본증가(감소)	-63	-55	-22	-6	8
(-)설비투자	11	10	13	10	14
(+)자산매각	-19	-26	-30	-42	-65
Free Cash Flow	82	125	100	48	19
(-)기타투자	94	97	39	31	7
잉여현금	-12	28	61	17	11
NOPLAT	-2	24	-60	5	32
(+) Dep	22	40	64	69	69
(-)운전자본투자	-63	-55	-22	-6	8
(-)Capex	11	10	13	10	14
OpFCF	72	109	12	70	79

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020P	2021E
유동자산	441	537	629	645	638
현금성자산	199	282	375	353	365
매출채권	182	189	196	215	195
재고자산	9	12	15	22	20
비유동자산	357	465	487	479	496
투자자산	150	186	182	176	183
유형자산	93	93	106	100	88
무형자산	113	186	199	202	224
자산총계	798	1,002	1,116	1,124	1,133
유동부채	330	394	437	481	454
매입채무	209	268	291	335	305
유동성이자부채	49	44	67	66	66
비유동부채	31	32	46	23	24
비유동이자부채	11	10	28	7	7
부채총계	362	426	483	504	477
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	170	219	245	266	266
이익잉여금	134	174	165	147	183
자본조정	29	19	23	23	23
자기주식	-5	-1	-1	-1	-1
자본총계	436	576	633	620	656

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020P	2021E
주당지표					
EPS	199	1,365	-391	-738	1,374
BPS	15,824	18,428	18,944	19,077	20,605
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,218	4,738	5,224	4,022	4,494
ROA(%)	0.7	3.4	-0.9	-1.5	3.2
ROE(%)	1.3	8.0	-2.1	-3.9	7.7
ROIC(%)	-1.1	11.0	-22.8	1.7	11.0
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	174.4	38.3	-98.4	-40.3	22.3
PBR	2.2	2.8	2.0	1.6	1.5
PSR	2.1	1.9	1.4	1.2	1.1
PCR	15.6	11.0	7.4	7.4	6.8
EV/EBITDA	18.7	11.1	6.0	5.5	3.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	83.1	74.0	76.3	81.3	72.8
Net debt/Equity	-31.9	-39.5	-44.3	-45.1	-44.4
Net debt/EBITDA	-421.8	-259.2	-269.0	-370.1	-263.4
유동비율	133.4	136.3	143.9	134.2	140.5
이자보상배율(배)	9.1	18.7	10.4	0.6	5.9
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	36.7	34.1	33.6	34.3	35.2
현금+투자자산	63.3	65.9	66.4	65.7	64.8
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	12.1	8.7	13.0	10.6	10.1
자기자본	87.9	91.3	87.0	89.4	89.9

[ Compliance Notice ]

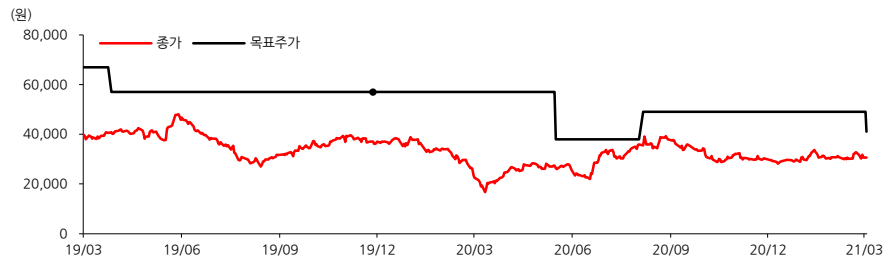
(공표일: 2021년 3월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 에스엠 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2019.03.25	2019.04.05	2019.04.08	2019.05.03	2019.05.16	2019.06.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	67,000	67,000	57,000	57,000	57,000	57,000
일 시	2019.10.08	2019.11.15	2019.11.18	2020.03.16	2020.05.28	2020.07.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	57,000	57,000	57,000	38,000	38,000
일 시	2020.08.18	2020.09.11	2020.09.17	2020.09.23	2021.03.15	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	49,000	49,000	49,000	49,000	41,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.04.08	Buy	57,000	-38.28	-15.88
2020.05.28	Buy	38,000	-23.57	-5.53
2020.08.18	Buy	49,000	-34.82	-19.80
2021.03.15	Buy	41,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2020년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%