

에스엠(041510.KQ)

미디어/엔터 담당 한상웅

Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

지금까지 강했고, 앞으로도 강하다

■ 투자이견 BUY, 목표주가 59,000원으로 커버리지 개시

에스엠에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 59,000원을 제시한다. 목표주가는 12개월 선형 EPS(1,819원) 기준으로 PER 32.2배를 적용해 산출했다. PER 32.2배는 지난 2013-2014년 동사의 평균 PER이며, 목표주가는 2019년 실적 기준 PER 28.0배 수준이다. 신인 그룹의 데뷔는 경쟁사 대비 적지만, 상대적으로 동사의 아티스트들은 팬덤 측면에서 우위를 점하고 있다. 따라서 연평균 30%의 매출 성장을 기록한 2013-2014년의 평균 PER의 적용은 합리적이라 판단한다.

■ 팬덤을 확보하고 있는 아티스트의 컴백 = 실적 개선

동사 소속 주요 아티스트들의 컴백이 이어지고 있다. 2분기 사이니의 컴백 이후, 3분기에는 레드벨벳, 슈퍼주니어 D&E, NCT Dream의 미니앨범 발매와 소녀시대의 싱글 앨범이 출시되었다. 이후로는 EXO, NCT127, 태연, 레드벨벳의 앨범 발매 및 활동이 이어질 예정으로, 아티스트 컴백에 따른 실적 성장이 예상된다.

차세대 NCT 유닛으로서는 NCT China가 주목할만하다. 국가간의 정치적 대외변수로 인해 사실상 중단된 중국 시장 진출을 재개하기 위해 동사에서는 NCT China를 활용할 계획이다. NCT China는 중국인 멤버로만 구성된 그룹으로 중국 시장 진출을 제한하는 대외적 리스크가 낮다. NCT China는 2018년 연내 데뷔(11월 예정)해 2019년 중국 내 활동을 본격화 할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 중국 시장 진출도 재개될 것으로 예상된다.

■ 전통적인 엔터주의 강자, 핵심 아티스트를 통한 글로벌 시장 공략 시작

에스엠은 전통적으로 엔터 업종 대표주로 손꼽혔으나, 주요 아티스트의 공백에 따라 부진한 실적이 이어져왔다. 하지만 군복무 이후 활동을 본격화하고 있는 동방신기를 비롯해 엑소, 소녀시대, NCT China 등 소속 아티스트들의 글로벌 시장 공략을 재기함에 따라 실적 상승 및 기업가치 재고가 이뤄질 것으로 판단한다.

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	350	365	528	635	715
영업이익(십억원)	21	11	43	64	72
세전계속사업손익(십억원)	23	24	51	65	71
당기순이익(십억원)	4	(5)	35	51	56
EPS(원)	170	199	1,574	2,113	2,314
증감률(%)	(83.8)	17.3	691.4	34.2	9.5
PER(배)	152.8	174.4	30.0	22.4	20.4
ROE(%)	1.2	1.3	9.1	10.7	10.5
PBR(배)	1.7	2.2	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA(배)	9.9	18.7	13.7	9.8	8.5

자료: 유진투자증권

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규) 59,000원
현재주가(10/12) 47,250원

Key Data

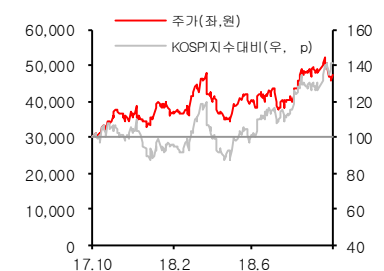
(기준일: 2018.10.12)

KOSPI(pt)	2,162
KOSDAQ(pt)	732
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,084
52주 최고/최저(원)	54,000 / 29,100
52주 일간 Beta	0.62
발행주식수(천주)	22,939
평균거래량(3M, 천주)	314
평균거래대금(3M, 백만원)	14,182
배당수익률(18F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	20.1
주요주주 지분율(%)	
이수만 외 7인	19.6
국민연금	6.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.2	10.9	17.8	57.8
KOSPI 대비상대수익률	8.3	21.6	34.8	48.0

Company vs KOSPI composite





I. 기업개요 및 투자포인트

에스엠은 가수, 배우 등의 매니지먼트 사업을 기본으로 하는 회사로 연결기준으로 SM엔터테인먼트, SM Japan, 드림메이커, SM C&C를 자회사로 두고 있다. SM엔터테인먼트는 소속 아티스트들의 국내 활동을 담당하고 있으며, SM Japan은 아티스트들의 일본 활동(콘서트, 출연 등) 전영역을 전담하고 있다. 드림메이커는 아티스트의 소속사와 관계 없이 공연 사업을 진행하며, 국내외 콘서트의 기획, 연출 등을 주관하고 있다. 자회사 SM C&C는 드라마, 예능 등의 영상콘텐츠 제작과 MC, 배우 등의 매니지먼트, B2B 여행사업과 광고대행사업을 영위하고 있다.

2018년 당사 예상실적 기준 매출비중은 SM엔터테인먼트 52.3%, SM Japan 16.9%, 드림메이커 9.3%, SM C&C 34.5%, 내부거래 -13.0%이다.

도표 117 주요 아티스트 현황

가수	멤버	데뷔 일
동방신기	유노윤호, 최강창민	2003.12
슈퍼주니어	이특, 희철, 예성, 신동, 은혁, 동해, 시원, 려욱, 규현, 성민, 강인	2005.11
레드벨벳	웬디, 아이린, 슬기, 조이, 예리	2014.08
소녀시대	태연, 써니, 효연, 유리, 윤아	2007.08
샤이니	온유, Key, 민호, 태민	2008.05
EXO	수호, 찬열, 카이, 디오, 백현, 세훈, 시우민, 첸, 레이, 타오, 루한, 크리스	2012.04
NCT	태일, 자니, 태웅, 유타, 도영, 텐, 재현, 원원, 마크, 런쥔, 제노, 해찬, 재민, 천러, 지성, 루카스, 정우, 쿤	2016.04
f(x)	빅토리아, 크리스탈, 엠버, 루나	2009.09
등 다수		

SM C&C 소속 주요 아티스트(MC/연기자 등)		
강호동	김상중	이채원
김병만	김수로	황정만
신동엽	김영준	이나운
이수근	김시후	강필석
전현무	문가영	김여진
김태현	송재림	박정복
장위안	윤소희	박진
오정연	조범수	임병근
한석준	백광현	김현주
김생민	김미정	배다빈
박성광	이학주	등 다수

자료: 유진투자증권

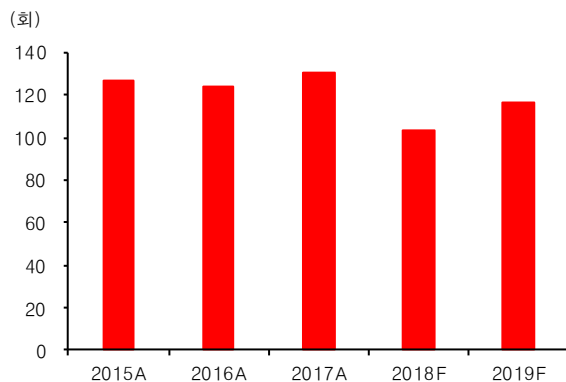
1) 주요 아티스트의 컴백, 글로벌 활동 시동

동사 소속 주요 아티스트들의 컴백이 이어지고 있다. 2분기 샤이니의 컴백 이후, 3분기에는 레드벨벳, 슈퍼주니어 D&E, NCT Dream의 미니앨범 발매와 소녀시대의 싱글 앨범이 출시되었다. 이후로는 EXO, NCT127, 태연, 레드벨벳의 앨범 발매 및 활동이 이어질 예정이다.

에스엠의 아티스트 대부분은 최초 데뷔시점으로 7년 이상의 활동을 이어가고 있다. 따라서 시장에서는 재계약에 따른 수익배분 비율(아티스트/매니지먼트사)을 리스크 포인트로 지적하고 있다. 그러나 배분비율에 대한 우려보다 동사의 아티스트들이 보유하고 있는 '팬덤'에 주목해야 한다. 장기간의 활동 시기 동안 만들어진 '팬덤'은 아티스트의 콘서트의 모객, 앨범의 판매, 음원 스트리밍 등과 밀접한 관계가 있어 가장 큰 경쟁력이 되기 때문이다.

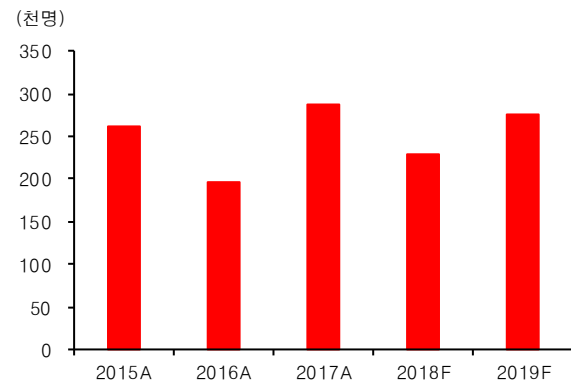
주요 아티스트들의 컴백과 글로벌 활동에 따라 실적 성장도 기대된다. 동사의 해외실적 중 큰 비중을 차지하는 일본에서는 3분기 동안에만 SM TOWN 콘서트 3회를 비롯해 동방신기 아레나 콘서트 3회, SJ D&E 7회, 소녀시대 2회, 샤이니 8회(돔투어 1회 포함), 엑소 1회 등 총 27회의 콘서트가 개최됐다. 4분기에도 동방신기의 아레나 및 돔 콘서트를 비롯해 슈퍼주니어, 샤이니(태민)의 콘서트를 포함해 약 60회의 콘서트가 예정되어 있다. 2019년 1분기 동방신기의 돔 투어 2회가 예정된 점을 감안하면, 아티스트의 컴백과 함께 2019년 실적 성장의 가시성이 매우 높다는 판단이다.

도표 118 에스엠 아티스트 콘서트 횟수 추이 및 전망



자료: 에스엠, 유진투자증권

도표 119 에스엠 아티스트 국내 콘서트 관객 수 추정



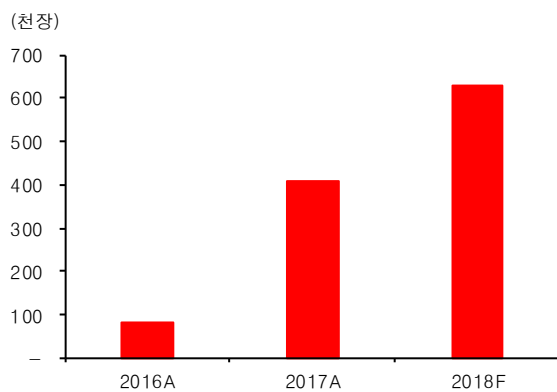
자료: 유진투자증권 당사 추정

2) NCT China로 중국 공략 재개

NCT는 SM엔터테인먼트가 최초로 적용하는 시스템의 그룹이다. 그룹의 키워드를 ‘확장성’, ‘개방성’에 두고 있으며, 전세계 주요 도시를 기반으로 하는 다양한 서브 유닛으로 활동하는 전략을 구사하고 있다. 그룹의 멤버 수에 제한 없이 다양한 활동이 가능한 남성그룹으로 이미 NCT U(United), NCT 127(서울), NCT DREAM(청소녀연합) 등 다양한 유닛을 선보인바 있다.

차세대 NCT 유닛으로서는 NCT China가 주목할만하다. 국가간의 정치적 대외변수로 인해 사실상 중단된 중국 시장 진출을 재개하기 위해 동사에서는 NCT China를 활용할 계획이다. NCT China는 중국인 멤버로만 구성된 그룹으로 중국 시장 진출을 제한하는 대외적 리스크가 낮다. NCT China는 2018년 연내 데뷔(11월 예정)해 2019년 중국 내 활동을 본격화 할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 중국 시장 진출도 재개될 것으로 예상된다.

도표 120 NCT 앨범 판매량 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 121 NCT 주요 유닛 (1) NCT U



자료: SM엔터테인먼트, 유진투자증권

도표 122 NCT 주요 유닛 (2) NCT 127



자료: SM엔터테인먼트, 유진투자증권

도표 123 NCT 주요 유닛 (3) NCT DREAM



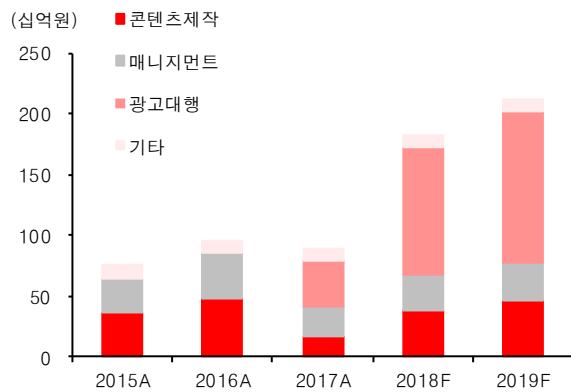
자료: SM엔터테인먼트, 유진투자증권

3) 자회사 SM C&C, 광고 부문 온기 반영

자회사 SM C&C는 매니지먼트 및 자체 콘텐츠 제작을 주 사업으로 영위해왔으나, 지난 2017년 7월 SK 플래닛의 광고 사업부문을 660억원에 인수하며 사업을 다각화했다. 2018년은 광고 사업 부문 인수 이후 온기로 실적이 반영되는 첫 해다. 광고 사업부문 인수 이전의 SM C&C는 콘텐츠 제작의 특성으로 인해 제작비가 높은 드라마의 편성 시기에 따라 분기별 실적 변동성이 높은 사업 구조를 보유했었다. 그러나 광고 사업부문 인수를 통해 분기별 변동성이 낮아져, 실적에 대한 안정성이 높아질 것으로 예상된다.

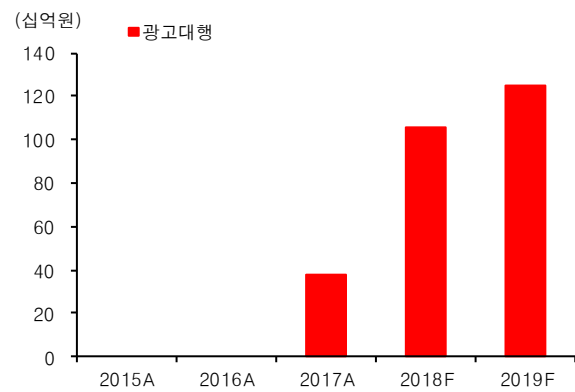
기존의 사업부문인 콘텐츠 제작 분야에서는 예능을 중심으로 제작 역량을 강화해 나갈 것으로 전망한다. 특히 소속 아티스트를 활용하는 콘텐츠 제작을 통해 외형 성장은 물론 수익 기여도 증가할 것으로 예상된다. 또한 드라마의 경우 2017년 1편에 불과했던 것과 비교해, 2018년에는 ‘키스 먼저 할까요?’, ‘기름진 멜로’의 2편을 제작하며 드라마 분야의 역량을 강화해 나가고 있다.

도표 124 SM C&C 사업부문별 매출 전망



자료: 유진투자증권

도표 125 SM C&C 광고대행 매출 큰 폭 성장 전망



자료: 유진투자증권

II. 실적전망 및 밸류에이션

에스엠의 3분기 매출액은 1,195억원(+37.9% yoy), 영업이익은 64억원(+38.6% yoy)을 기록할 것으로 예상된다. 주요 아티스트의 컴백이 4분기 본격화됨에 따른 음반/음원 판매 확대와 일본 및 글로벌 콘서트 확대가 실적 개선에 크게 기여 할 것으로 전망한다. 따라서 2018년 연간 매출액과 영업이익은 각각 5,284억원(+44.6% yoy), 433억원(295.5% yoy)을 예상한다.

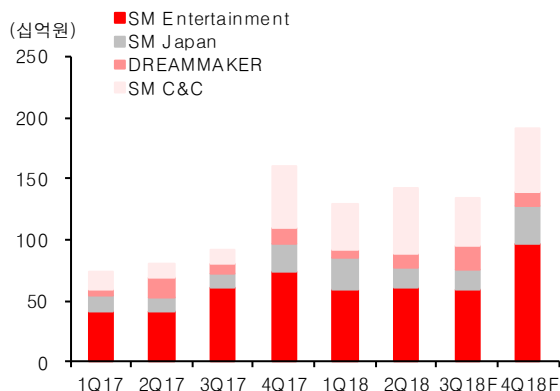
현재 당사 추정 실적에는 신규 계열사로 편입된 키이스트와 에스엠라이프디자인의 실적은 미반영했다.

도표 126 에스엠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	68.1	67.7	86.7	142.9	110.6	124.4	119.5	173.8	365.4	528.4	635.7
YoY	-24.7%	-12.0%	-16.8%	82.3%	62.5%	83.8%	37.9%	21.6%	4.4%	44.6%	20.3%
SM Entertainment	40.5	40.5	60.7	74.5	59.4	60.5	59.0	97.1	216.1	276.2	324.2
SM Japan	13.0	12.2	11.7	21.9	26.3	16.3	16.2	30.7	58.8	89.4	102.9
DREAMMAKER	5.6	15.8	8.4	12.6	6.7	12.4	19.1	10.9	42.4	49.1	63.3
SM C&C	14.9	11.4	10.2	52.1	37.5	52.5	39.9	52.6	88.6	182.5	212.6
(내부거래)	(6.0)	(12.1)	(4.3)	(18.1)	(19.3)	(17.3)	(14.8)	(17.4)	(40.5)	(68.8)	(67.3)
매출원가	44.0	46.6	59.4	99.0	66.6	85.0	80.1	118.2	249.0	349.9	426.9
매출원가율	64.7%	68.8%	68.5%	69.3%	60.2%	68.3%	67.0%	68.0%	68.1%	66.2%	67.2%
매출총이익	24.0	21.1	27.3	43.9	44.0	39.4	39.4	55.6	116.4	178.5	208.4
판매비	22.8	19.8	22.7	40.2	33.6	29.4	33.0	39.2	105.5	135.2	144.6
판매비율	33.6%	29.2%	26.2%	28.1%	30.4%	23.6%	27.6%	22.5%	28.9%	25.6%	22.8%
영업이익	1.2	1.4	4.6	3.7	10.4	10.0	6.4	16.5	10.9	43.3	63.8
YoY	-86.7%	흑전	-65.7%	502.5%	765.8%	626.2%	38.6%	340.2%	-47.2%	295.5%	47.5%
SM Entertainment	0.3	1.5	13.3	10.4	9.3	8.4	8.6	14.6	25.6	40.9	48.6
SM Japan	2.4	1.8	1.5	(0.3)	6.0	2.9	1.9	5.5	5.3	16.4	16.2
DREAMMAKER	(0.3)	1.6	(0.7)	(0.6)	0.3	0.9	1.4	0.6	0.0	3.2	2.8
SM C&C	(0.6)	(2.1)	(7.9)	(2.4)	(3.0)	(0.3)	0.2	0.6	(13.0)	(2.5)	1.0
OPM	1.8%	2.0%	5.3%	2.6%	9.4%	8.0%	5.4%	9.5%	3.0%	8.2%	10.0%
영업외손익	(4.1)	1.9	1.0	(5.9)	4.4	1.9	0.8	1.4	(7.1)	8.6	1.2
세전이익	(3.3)	1.9	32.2	(6.4)	15.1	11.1	7.2	17.9	24.4	51.4	65.0
법인세	4.7	(1.9)	19.4	6.9	3.7	7.1	1.6	3.9	29.1	16.3	14.3
당기순이익	(8.0)	3.8	12.8	(13.3)	11.4	4.0	5.6	14.0	(4.7)	35.1	50.7
지배주주순이익	(6.8)	4.2	17.6	(10.6)	11.2	5.1	5.4	13.3	4.3	34.9	48.1

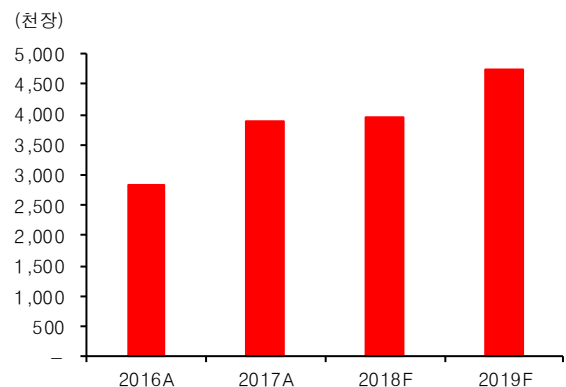
자료: 유진투자증권

도표 127 사업부문별 매출 전망



자료: 유진투자증권

도표 128 앨범 판매량 전망



자료: 유진투자증권



에스엠에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 59,000원을 제시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS기준으로 PER 32.2배를 적용해 산출했다.

PER 32.2배는 지난 2013~2014년 동사의 평균 PER이며, 목표주가는 2019년 실적 기준 PER 28.0배 수준이다. 주요 아티스트들의 군입대, 휴식으로 동사의 본업 실적이 일부 주춤했으나, 아티스트들의 컴백에 따른 활동 재개 및 콘서트 개최로 매출액과 영업이익이 높은 성장을 기록할 것으로 전망한다. 또한 동사의 매니지먼트 역량의 집약을 통해 데뷔하게 될 NCT China를 통해 사실상 막혀있던 중국 진출을 재개한다는 점이 기대된다.

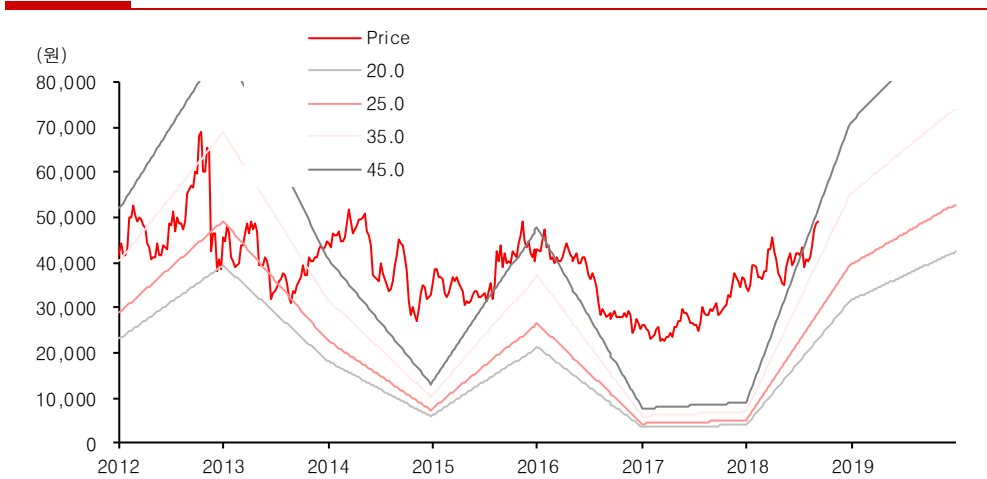
2018년 실적의 가시성이 높아진 상황으로 2019년 동사의 실적 성장에 주목할 필요가 있다.

도표 129 목표주가 산정 식

구분	산정가치(십억원)	세부사항
①지배주주순이익	41.5	12개월 Forward 지배주주순이익
②적용 PER (배)	32.2	2013~2014년 동사의 평균 PER
③기업가치	1,336	① * ②
④주식수 (주)	22,939,251	
주당가치 (원)	58,559	③ / ④
목표주가 (원)	59,000	
상승여력 (%)	24.9%	
현재주가 (원)	47,250	

자료: 유진투자증권

도표 130 에스엠 PER 추이



자료: 유진투자증권

에스엠(041510.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	525	798	1,024	1,089	1,211
유동자산	293	441	568	634	753
현금성자산	182	199	222	273	333
매출채권	44	121	219	231	286
재고자산	11	9	14	15	19
비유동자산	232	357	456	456	457
투자자산	91	150	182	189	197
유형자산	104	93	95	94	94
기타	37	113	179	172	167
부채총계	150	362	453	470	539
유동부채	135	330	418	434	502
매입채무	46	214	268	283	350
유동상이자부채	46	49	81	81	81
기타	43	68	68	69	70
비유동부채	15	31	35	36	37
비유동이자부채	11	11	11	11	11
기타	4	20	24	25	26
자본총계	376	436	571	619	672
지배지분	329	344	426	474	527
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	165	170	213	213	213
이익잉여금	131	134	180	228	281
기타	23	29	21	21	21
비지배지분	46	91	145	145	145
자본총계	376	436	571	619	672
총차입금	57	60	92	92	92
순차입금	(125)	(139)	(129)	(180)	(240)

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업현금	21	77	13	82	93
당기순이익	4	(5)	35	51	56
자산상각비	23	22	26	28	27
기타비(현금성손익)	(3)	(15)	17	2	1
운전자본증감	(15)	46	(42)	2	8
매출채권감소(증가)	(8)	(83)	(24)	(13)	(55)
재고자산감소(증가)	(1)	(1)	(5)	(1)	(4)
매입채무증가(감소)	(1)	97	43	15	67
기타	(5)	34	(56)	(0)	(0)
투자현금	(38)	(111)	(73)	(32)	(33)
단기투자자산감소	(1)	(3)	(3)	(1)	(1)
장기투자증권감소	2	(0)	6	(7)	(8)
설비투자	(14)	(11)	(9)	(10)	(11)
유형자산처분	0	7	0	0	0
무형자산처분	(5)	(25)	(10)	(11)	(11)
재무현금	51	64	69	0	0
차입금증가	13	4	30	0	0
자본증가	38	0	35	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	36	26	12	50	59
기초현금	133	170	195	207	258
기말현금	170	195	207	258	317
Gross Cash flow	59	48	78	80	84
Gross Investment	53	61	112	30	24
Free Cash Flow	6	(13)	(35)	51	60

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	350	365	528	635	715
증가율(%)	8.6	4.4	44.6	20.3	12.5
매출원가	248	249	350	427	480
매출총이익	102	116	178	208	235
판매 및 일반관리비	82	105	135	145	163
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	21	11	43	64	72
증가율(%)	(46.1)	(47.2)	295.5	47.5	12.1
EBITDA	44	33	69	92	99
증가율(%)	(25.8)	(25.4)	109.7	33.0	7.6
영업외손익	2	13	8	1	(0)
이자수익	1	1	2	2	2
이자비용	2	1	2	3	3
지분법손익	4	21	(2)	(3)	(3)
기타영업외손익	(2)	(7)	11	5	3
세전순이익	23	24	51	65	71
증가율(%)	(26.5)	8.0	110.6	26.4	9.5
법인세비용	17	29	16	14	16
당기순이익	4	(5)	35	51	56
증가율(%)	(77.0)	적전	흑전	44.5	9.5
지배주주지분	4	4	35	48	53
증가율(%)	(83.2)	18.6	705.3	38.1	9.5
비지배지분	1	(9)	0	3	3
EPS(원)	170	199	1,574	2,113	2,314
증가율(%)	(83.8)	17.3	691.4	34.2	9.5
수정EPS(원)	170	199	1,574	2,113	2,314
증가율(%)	(83.8)	17.3	691.4	34.2	9.5

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	170	199	1,574	2,113	2,314
BPS	15,144	15,824	18,686	20,799	23,113
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	152.8	174.4	30.0	22.4	20.4
PBR	1.7	2.2	2.5	2.3	2.0
EV/ EBITDA	9.9	18.7	13.7	9.8	8.5
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	9.5	15.6	13.4	13.4	12.8
수익성(%)					
영업이익률	5.9	3.0	8.2	10.0	10.0
EBITDA이익률	12.6	9.0	13.1	14.5	13.8
순이익률	1.2	(1.3)	6.6	8.0	7.8
ROE	1.2	1.3	9.1	10.7	10.5
ROIC	2.7	(1.0)	10.9	14.9	17.1
안정성 (배,%)					
순차입금/자본지분	(33.2)	(31.9)	(22.7)	(29.1)	(35.8)
유동비율	217.9	133.4	136.1	146.1	150.2
이자보상배율	12.1	9.1	18.1	24.2	27.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	8.5	4.4	3.1	2.8	2.8
재고자산회전율	33.0	36.8	45.9	42.9	42.0
매입채무회전율	7.5	2.8	2.2	2.3	2.3