

에스엠

(041510)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가	55,000		신규
Earnings			신규

Stock Information

현재가 (10/26)	42,950원
예상 주가상승률	28.1%
시가총액	9,861억원
비중(KOSDAQ내)	0.44%
발행주식수	22,960천주
52주 최저가 / 최고가	30,400 - 52,600원
3개월 일평균거래대금	153억원
외국인 지분율	18.8%
주요주주지분율(%)	
이수만 (외 4인)	19.4
국민연금공단	6.0
에스엠 자사주 펀드	0.1

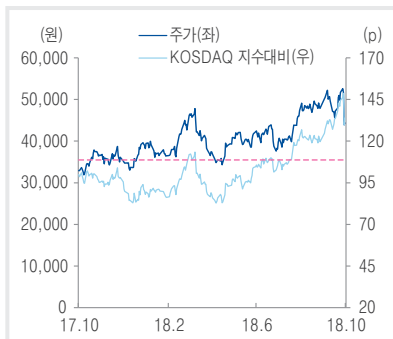
Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	174.4	26.8	22.7
PBR(배)	2.2	2.3	2.1
EV/EBITDA(배)	18.7	10.9	8.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(10.2)	14.7	30.5	23.8
KOSDAQ대비 상대수익률	9.7	39.3	33.1	40.7

Price Trend



업력이 실력으로 나타나는 시기

Issue

에스엠 커버리지 개시

Pitch

주요 아티스트가 안정적인 이익을 창출하고 있는 가운데 신인 아티스트들이 빠른 속도로 해외 시장 진입 중. 18년부터 연간 영업이익 터어라운드, 19년부터 두자릿수 성장 전망. 과거와 달라진 이익 수준을 고려하면 밸류에이션 역시 과거 대비 프리미엄이 합당. 19년 지배주주순이익에 17~18년 12MF 고점 PER을 10% 할인한 30배를 적용, 목표주가를 55,000원으로 제시하며 커버리지 개시

Rationale

- 견고한 팬덤을 가진 아티스트들의 활발한 활동, 풍부한 아티스트 라인업, 다양한 음원 확대 및 해외 진출 성과가 본업의 매출 및 수익성 개선을 견인할 전망
- 장단기 모멘텀 풍부. 4분기 주요 아티스트들의 활동 강화. 특히, 2013년 이후 매년 연간 앨범 판매량이 100만장을 상회한 EXO가 11/2 컴백 예정. 팬층이 두터운 동방신기도 18년 9월부터 19년 1월까지 일본 투어 진행. 또한 동사가 주력하고 있는 신인 그룹 NCT의 중국 유닛이 11월에 데뷔할 계획
- 신인 그룹 NCT의 성장에도 가속도가 붙는 중. 10/12 컴백한 NCT127은 미국에서 컴백 프로모션 진행, 다양한 미국 매체에 노출. 타이틀곡 M/V의 영어 버전 조회수는 942만회로 한국어 버전의 480만회보다 2배 가량 높게 나타나 해외 팬층이 강화되고 있는 것으로 판단
- 자회사 SM C&C도 17년 4분기부터 연결 실적에 반영되기 시작한 광고 사업 부문이 성수기에 진입함에 따라 6개 분기 만에 터어라운드 예상. 18년 연간 영업이익 흑자 전환 전망
- 본업과 자회사 실적이 모두 개선되며 19년 매출액 6,348억(YoY 21.7%), 영업이익 608억원(YoY 24.6%), 영업이익률 9.6%(YoY +0.2%p) 기록할 전망

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	350	365	522	635	716	802	860
영업이익	21	11	49	61	72	107	122
EBITDA	44	33	75	90	101	137	152
순이익	4	(5)	35	44	53	79	90
순차입금	(125)	(139)	(168)	(212)	(274)	(352)	(436)
매출증가율	8.6	4.4	42.8	21.7	12.8	12.0	7.3
영업이익률	5.9	3.0	9.4	9.6	10.0	13.3	14.2
순이익률	1.2	(1.3)	6.7	7.0	7.4	9.9	10.5
EPS증가율	(83.8)	17.3	705.4	18.3	19.5	50.1	13.9
ROE	1.4	(1.4)	9.1	9.9	10.7	14.1	14.0

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 에스엠 목표주가 산출

구분	내용
2019년 지배주주지분 순이익(십억원)	42.0
Target PER	30.0x
목표 시총(십억원)	1,258.7
주식 수(천 주)	22,786.8
적정 추가(원)	55,238
목표 추가(원)	55,000
현재 추가(원)	42,950
상승 여력	28.1%

Source: KTB투자증권

Figure 02 에스엠의 12개월 forward PER 추이



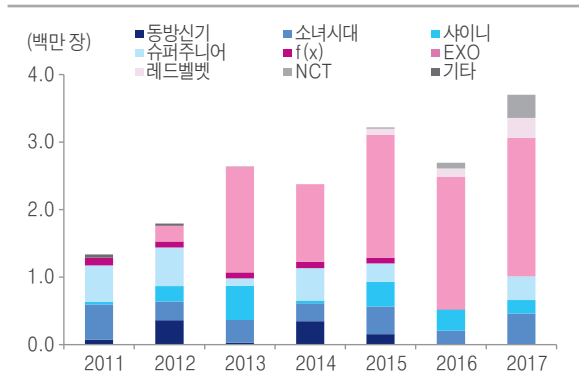
Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 03 에스엠 수익 추정 표

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	68.1	67.7	86.7	142.9	110.6	124.4	120.5	166.1	365.4	521.7	634.8
SME	40.5	40.5	60.7	74.5	59.4	60.5	57.4	79.9	216.1	257.3	296.5
음반	6.0	5.3	22.2	14.0	11.6	12.1	8.4	19.7	47.5	51.7	58.9
음원	7.5	7.1	10.1	14.1	9.8	10.6	14.0	19.3	38.8	53.7	71.9
출연료	9.6	13.8	9.7	19.0	18.9	13.5	13.9	16.4	52.1	62.6	66.2
광고	8.2	3.8	8.4	5.4	5.2	7.0	6.9	10.3	25.9	29.4	36.6
MD	9.3	10.4	10.3	21.9	14.0	17.3	14.3	14.3	51.9	59.9	62.8
SM JAPAN	13.0	12.2	11.7	21.9	26.3	16.3	14.1	26.3	58.8	83.0	106.0
DREAM MAKER	5.6	15.9	8.4	12.6	6.7	12.4	13.8	15.0	42.5	47.9	63.5
SM C&C	14.9	11.4	10.2	52.1	37.5	52.5	50.0	62.3	88.6	202.3	241.1
YoY growth rate											
매출액	-24.7%	-12.0%	-16.8%	82.3%	62.5%	83.8%	39.0%	16.2%	4.4%	42.8%	21.7%
SME	-16.4%	-4.7%	-0.7%	48.4%	46.7%	49.6%	-5.4%	7.3%	6.9%	19.1%	15.2%
음반	19.9%	-59.1%	205.5%	-1.7%	94.1%	128.5%	-62.3%	40.7%	20.3%	9.0%	13.9%
음원	62.1%	23.1%	60.0%	98.1%	30.9%	49.3%	38.2%	37.2%	62.8%	38.5%	33.9%
출연료	-49.9%	17.8%	-37.8%	107.2%	97.2%	-2.6%	43.1%	-14.0%	-6.3%	20.1%	5.8%
광고	22.5%	-41.3%	0.7%	-5.1%	-36.7%	82.5%	-17.5%	89.2%	-5.2%	13.6%	24.6%
MD	-28.8%	90.8%	-56.3%	57.7%	51.1%	67.1%	38.5%	-34.9%	-7.3%	15.4%	4.8%
SM JAPAN	-36.9%	121.8%	-7.9%	85.6%	102.3%	33.6%	20.4%	20.0%	16.2%	41.1%	27.8%
DREAM MAKER	-75.4%	307.7%	-51.7%	80.0%	19.6%	-22.0%	63.9%	19.4%	-16.8%	12.7%	32.4%
SM C&C	-27.1%	-55.9%	-64.4%	153.0%	151.4%	361.7%	392.0%	19.5%	-7.2%	128.4%	19.2%
매출원가	44.0	46.6	59.4	99.0	66.6	85.0	78.8	101.5	249.0	332.0	411.1
매출총이익	24.0	21.1	27.3	43.9	44.0	39.4	41.7	64.7	116.4	189.7	223.7
매출총이익률	35.3%	31.2%	31.5%	30.7%	39.8%	31.7%	34.6%	38.9%	31.9%	36.4%	35.2%
판매비	22.8	19.8	22.7	40.2	33.6	29.4	31.8	46.1	116.4	189.7	223.7
영업이익	1.2	1.4	4.6	3.7	10.4	10.0	9.9	18.5	10.9	48.8	60.8
SME	0.3	1.5	13.3	10.4	9.3	8.4	6.9	15.2	25.5	39.7	34.2
SM JAPAN	2.4	1.8	1.5	-0.3	6.0	2.9	1.3	6.4	5.4	16.6	14.8
DREAM MAKER	-0.3	1.6	-0.7	-0.6	0.3	0.9	0.5	0.5	0.0	2.2	2.8
SM C&C	-0.6	-2.1	-7.9	-2.4	-3.0	-0.3	0.5	-0.3	-13.0	-3.1	1.4
영업이익률	1.8%	2.0%	5.3%	2.6%	9.4%	8.0%	8.2%	11.1%	3.0%	9.4%	9.6%
SME	0.7%	3.7%	21.9%	14.0%	15.6%	13.9%	11.9%	19.0%	11.8%	15.4%	11.5%
SM JAPAN	18.5%	14.8%	12.8%	-1.4%	22.8%	17.8%	9.3%	24.5%	9.2%	20.1%	14.0%
DREAM MAKER	-5.4%	10.1%	-8.3%	-4.8%	4.5%	7.3%	3.6%	3.6%	0.0%	4.7%	4.4%
SM C&C	-4.0%	-18.5%	-77.8%	-4.6%	-8.0%	-0.6%	1.0%	-0.5%	-14.7%	-1.5%	0.6%
당기순이익	-8.0	3.8	12.8	-13.3	11.4	4.0	6.7	13.0	-4.7	35.2	44.2
당기순이익률	-11.8%	5.6%	14.8%	-9.3%	10.3%	3.2%	5.6%	7.8%	-1.3%	6.7%	7.0%
지배주주지분 순이익	-6.8	4.2	17.6	-10.6	11.2	5.1	6.4	12.2	4.3	34.8	42.0

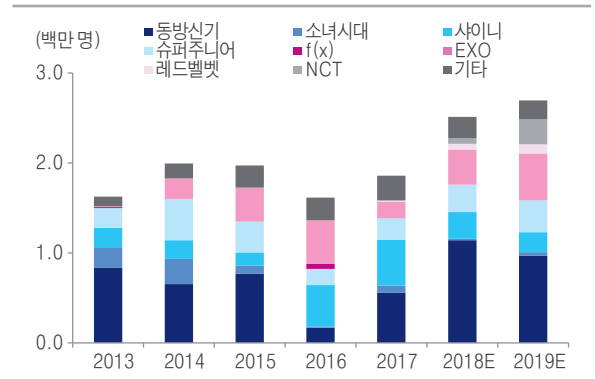
Source: 에스엠, KTB투자증권

Figure 04 에스엠 앨범 판매량 추이



Source: 가온차트, KTB투자증권

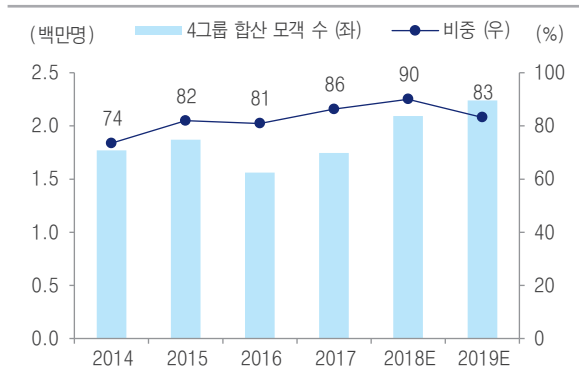
Figure 05 에스엠 콘서트 모객 수 추이 및 전망



Source: 에스엠, KTB투자증권

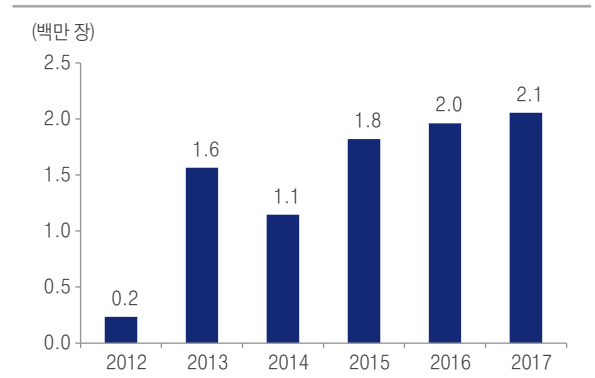
에스엠의 캐시카우: 동방신기, 슈퍼주니어, 샤이니,
EXO의 콘서트 모객 수 추이 및 전망

Figure 06



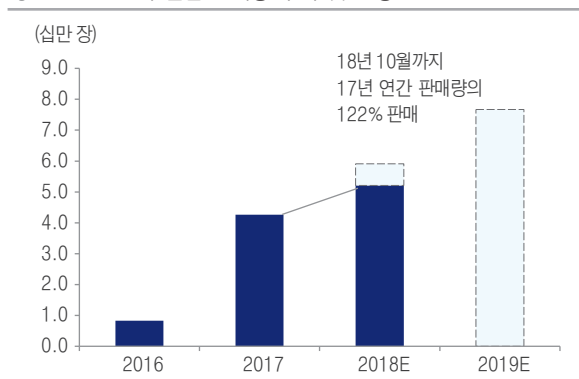
Source: 에스엠, KTB투자증권

Figure 07 EXO 11/2 컴백: 매년 앨범 판매량은 백만장 상회



Source: 에스엠, 가온차트, KTB투자증권

Figure 08 NCT의 앨범 판매량 추이 및 전망



Source: 가온차트, KTB투자증권

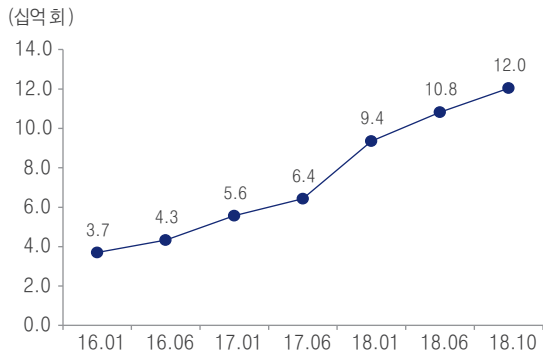
Note: 유닛 합산 기준

Figure 09 美 FOX 모닝쇼 '굿 데이 LA' 출연한 NCT127



Source: 에스엠, KTB투자증권

Figure 10 SM TOWN 유튜브 누적 조회 수 추이



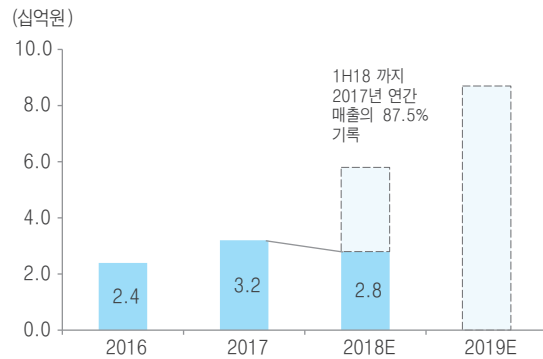
Source: 유튜브, KTB투자증권

Figure 11 에스엠의 음원 확대 전략: 'stations x 0' 발표 곡

순서	참여 아티스트	곡명	발매일자	음원 순위	YOUTUBE 조회수(10/25)
1	태연, 멜로망스	Page 0	8월 10일	38	3,932,265
2	백현, 로꼬	YOUNG	8월 31일	11	9,690,423
3	찬열, 세훈	We Young	9월 14일	72	13,489,987
4	슬기, 신비, 청하, 소연	Wow Thing	9월 28일	79	19,619,393
5	존 레전드, 레드벨벳, 웬디	Written In The Stars	10월 19일		4,496,611

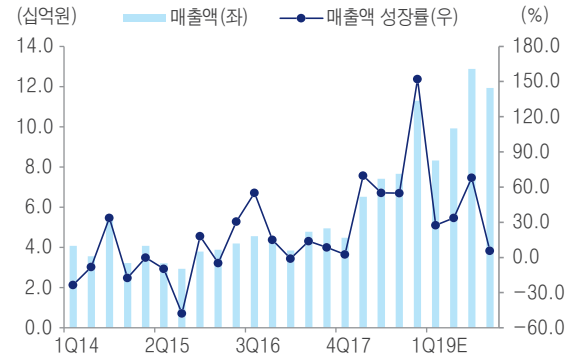
Source: 가온차트, 유튜브, KTB투자증권

Figure 12 에스엠 유튜브 매출 추이 및 전망



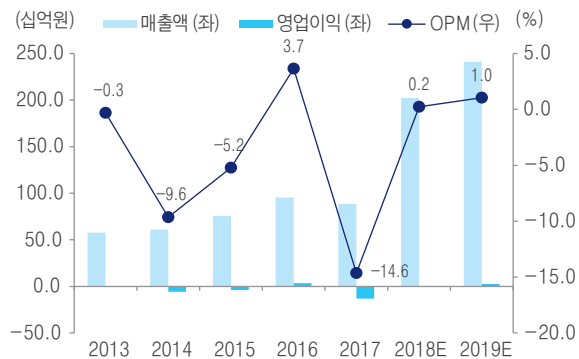
Source: 에스엠, KTB투자증권

Figure 13 에스엠의 해외 음반/음원 매출 추이 및 전망



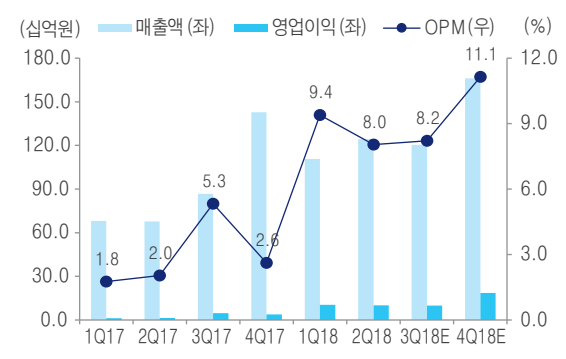
Source: 에스엠, KTB투자증권

Figure 14 SM C&C의 연간 실적 추이 및 전망: 18년 흑전



Source: SM C&C, KTB투자증권

Figure 15 에스엠 연결 실적 추이 및 전망



Source: 에스엠, KTB투자증권

재무제표 (에스엠)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	293.4	440.8	553.5	617.2	692.3
현금성자산	181.7	199.0	260.1	304.1	366.0
매출채권	43.9	120.8	166.1	183.3	193.7
재고자산	11.2	8.6	13.8	15.2	16.9
비유동자산	231.7	356.7	459.5	467.0	476.9
투자자산	90.9	150.0	181.8	189.2	196.9
유형자산	103.7	93.2	99.1	105.4	113.3
무형자산	37.1	113.5	178.5	172.3	166.7
자산총계	525.1	797.5	1,013.0	1,084.2	1,169.2
유동부채	134.6	330.4	405.9	433.1	465.5
매입채무	45.6	213.9	256.1	282.5	314.2
유동성이자부채	46.0	48.7	81.4	81.4	81.4
비유동부채	14.9	31.5	35.1	36.1	37.1
비유동이자부채	10.8	11.3	10.7	10.7	10.7
부채총계	149.5	361.9	441.1	469.1	502.5
자본금	10.9	10.9	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	164.9	170.5	213.4	213.4	213.4
이익잉여금	131.1	134.1	180.6	223.8	275.4
자본조정	22.7	28.8	21.0	21.0	21.0
자기주식	0.0	(5.5)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
자본총계	375.5	435.6	571.9	615.1	666.7
투하자본	199.7	202.2	300.8	295.8	281.2
순차입금	(124.8)	(139.0)	(167.9)	(211.9)	(273.8)
ROA	0.9	(0.7)	3.9	4.2	4.7
ROE	1.4	(1.4)	9.1	9.9	10.7
ROIC	2.7	(1.1)	13.0	15.3	18.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	21.2	77.5	56.7	86.5	106.8
당기순이익	4.2	(4.7)	35.2	44.2	52.8
자산상각비	23.5	22.0	26.0	29.1	29.4
운전자본증감	(14.7)	46.5	(0.8)	7.4	19.2
매출채권감소(증가)	(7.7)	(83.2)	28.9	(17.2)	(10.4)
재고자산감소(증가)	(1.1)	(0.9)	(4.4)	(1.4)	(1.7)
매입채무증가(감소)	(0.7)	96.9	31.1	26.4	31.7
투자현금	(38.4)	(110.6)	(78.4)	(43.1)	(45.5)
단기투자자산감소	(0.5)	(3.0)	(2.9)	(0.6)	(0.6)
장기투자증권감소	1.5	(0.3)	4.1	(10.1)	(10.0)
설비투자	(14.2)	(10.5)	(13.3)	(18.3)	(20.6)
유무형자산감소	(4.4)	(18.6)	(9.5)	(10.9)	(10.9)
재무현금	50.5	63.9	68.6	0.0	0.0
차입금증가	12.5	4.5	29.6	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	35.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	36.1	25.9	50.2	43.4	61.3
총현금흐름(Gross CF)	58.6	48.3	80.2	79.1	87.6
(-) 운전자본증가(감소)	23.6	(62.9)	8.8	(7.4)	(19.2)
(-) 설비투자	14.2	10.5	13.3	18.3	20.6
(+) 자산매각	(4.4)	(18.6)	(9.5)	(10.9)	(10.9)
Free Cash Flow	5.5	(15.8)	1.0	43.4	61.3
(-) 기타투자	(1.5)	0.3	(4.1)	10.1	10.0
잉여현금	7.1	(16.1)	5.1	33.3	51.2

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	349.9	365.4	521.7	634.8	715.9
증가율 (Y-Y, %)	8.6	4.4	42.8	21.7	12.8
영업이익	20.7	10.9	48.8	60.8	71.6
증가율 (Y-Y, %)	(46.1)	(47.2)	346.1	24.6	17.7
EBITDA	44.2	32.9	74.8	89.9	101.0
영업외손익	1.9	13.5	3.7	(1.9)	(1.2)
순이자수익	(0.8)	(0.1)	(0.4)	(0.5)	(0.9)
외화관련손익	4.6	(5.6)	5.3	0.7	1.1
지분법손익	4.2	20.6	(3.6)	(5.9)	(5.7)
세전계속사업손익	22.6	24.4	52.5	58.9	70.4
당기순이익	4.2	(4.7)	35.2	44.2	52.8
지배기업당기순이익	3.6	4.3	35.5	43.2	51.6
증가율 (Y-Y, %)	(77.0)	적전	흑전	25.6	19.5
NOPLAT	5.3	(2.1)	32.7	45.6	53.7
(+) Dep	23.5	22.0	26.0	29.1	29.4
(-) 운전자본투자	23.6	(62.9)	8.8	(7.4)	(19.2)
(-) Capex	14.2	10.5	13.3	18.3	20.6
OpFCF	(9.0)	72.3	36.5	63.8	81.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	9.2	8.4	17.4	22.0	25.1
영업이익증가율(3Yr)	(20.1)	(31.7)	8.3	43.2	87.0
EBITDA증가율(3Yr)	(4.0)	(11.4)	7.9	26.7	45.2
순이익증가율(3Yr)	(38.3)	n/a	24.1	118.6	n/a
영업이익률(%)	5.9	3.0	9.4	9.6	10.0
EBITDA마진(%)	12.6	9.0	14.3	14.2	14.1
순이익률(%)	1.2	(1.3)	6.7	7.0	7.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	170	199	1,602	1,895	2,265
BPS	15,144	15,824	18,713	20,608	22,873
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	152.8	174.4	26.8	22.7	19.0
PBR	1.7	2.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.9	18.7	10.9	8.6	7.1
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	9.5	15.6	11.9	12.4	11.2
PSR	1.6	2.1	1.8	1.5	1.4
재무건전성(%)					
부채비율	39.8	83.1	77.1	76.3	75.4
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	217.9	133.4	136.4	142.5	148.7
이자보상배율	27.4	139.3	117.8	118.9	81.7
이자비용/매출액	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5
자산구조					
투하자본(%)	42.3	36.7	40.5	37.5	33.3
현금+투자자산(%)	57.7	63.3	59.5	62.5	66.7
자본구조					
차입금(%)	13.2	12.1	13.9	13.0	12.1
자기자본(%)	86.8	87.9	86.1	87.0	87.9

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권