

에스엠 (041510)

2019. 04. 22

미디어/엔터

감 잡은 NCT와 함께 달려라

Analyst 김현용

02. 3779-8919

hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

2분기 NCT, WayV를 시작으로 음반 활동 기지개

동사 1분기 음반판매량은 28만장에 그치며 YoY, QoQ로 큰 폭 감소한 모습이다. 이는 샤이니 키와 태민, 슈퍼주니어 려욱 등의 솔로앨범 외에는 메이저 아티스트 컴백앨범 발매가 없었던 점에 기인한다.

그러나 2분기부터는 한국과 일본에서 음반판매량이 정상궤도에 진입할 것으로 전망한다. 가장 활동량이 증가하는 것은 NCT127이다. 4월 17일 일본 첫 정규앨범 Awaken을 발매한데 이어, 5월 24일에는 신곡 Superhuman으로 글로벌 컴백할 것을 이미 알렸다. 활동 주기 상으로 동방신기와 레드벨벳도 컴백시기가 다가오고, 5월 7일 슈퍼주니어 규현도 소집해제가 예정되어 있다.

드라마는 키이스트, 예능은 SM C&C로 견고해지는 콘텐츠 사업

수년간 적자를 지속해 왔던 SM C&C는 지난해 광고사업(구. SK 마케팅엔 컴퍼니)이 연결로 실적에 편입되며 110억원의 증익을 달성하며 턴어라운드 바짝 다가섰다. 한편, 콘텐츠 사업 전반도 드라마는 키이스트, 예능은 SM C&C 중심으로 재편하여 올해는 관련 자회사 영업이익 단에서도 연결실적 기여가 충분할 것으로 전망된다. 올해 연간 드라마/영화 제작만 6~7편에 달할 것으로 예상된다.

투자의견 매수(신규), 목표주가 55,000원(하향)

동사에 대해 투자의견은 매수를 유지하고, 목표주가는 55,000원으로 기존 대비 8% 하향 조정한다. 목표주가 하향은 1분기 활동량의 일시적 저하를 반영하여 실적 추정치를 8% 하향한 점에 기인한다. 투자의견 매수 근거는 1)2분기 NCT, WayV를 중심으로 음반과 공연 모두 활동량이 회복되고, 2)콘텐츠 사업의 체계적인 확장으로 연결 증익에 기여할 전망이며, 3)1분기 실적 부진이 현주가에 충분히 반영된 것으로 판단되기 때문이다.

Buy (maintain)

목표주가 55,000 원

현재주가 41,000 원

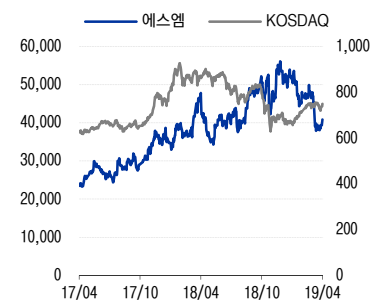
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ (4/19)	762.57 pt
시가총액	9,456 억원
발행주식	23,064 천주
52 주 최고가 / 최저가	56,100 / 34,300 원
90 일 일평균거래대금	151 억원
외국인 지분율	17.3%
배당익률(19.12E)	0.0%
BPS(19.12E)	21,487 원
KOSDAQ 대비 상대익률	1개월 2.8%
	6개월 -23.7%
	12개월 -34.5%
주주구성	이수만외 4인 19.1%
	국민연금공단 8.1%
	미래에셋자산운용(주) 5.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	365	11	24	-5	201	18.4	33	172.9	18.7	2.2	1.3
2018	612	48	46	23	1,361	784.3	85	26.5	10.5	2.5	5.3
2019E	699	54	56	41	1,780	34.1	89	23.0	8.0	1.9	6.7
2020E	767	69	68	51	2,215	12.3	104	18.5	6.8	1.7	7.5
2021E	829	76	75	60	2,605	10.7	111	15.7	5.9	1.5	8.1

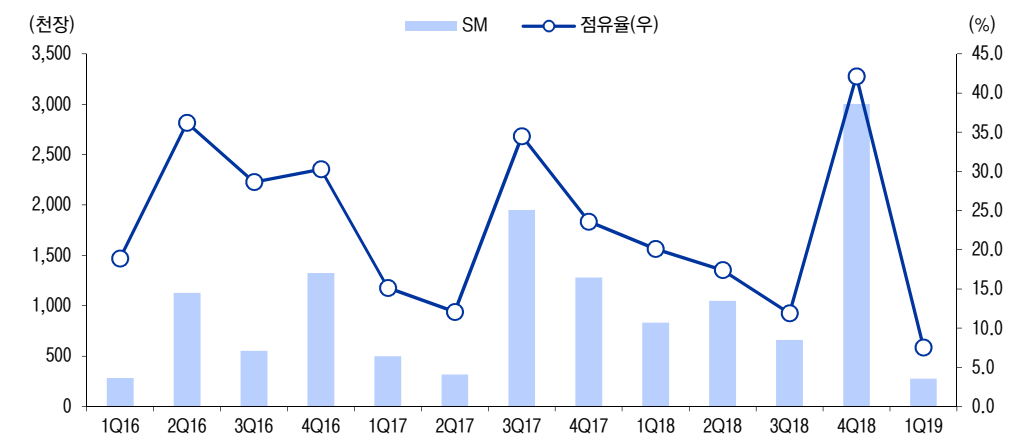
자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2분기 NCT & WayV 중심 한중일 음반시장 동시공략

동사 1분기 음반판매량은 28만장에 그치며 YoY, QoQ로 큰 폭 감소한 모습이다. 이는 샤이니 키와 태민, 슈퍼주니어 려욱 등의 솔로앨범 외에는 메이저 아티스트 컴백앨범 발매가 없었던 점에 기인한다. 그러나 2분기부터는 한국과 일본에서 음반판매량이 빠르게 정상화될 것으로 전망한다. 그 이유는 NCT127이 4월 17일 일본 첫 정규앨범 Awaken을 발매한데 이어, 5월 24일에는 신곡 Superhuman으로 글로벌 컴백할 예정이기 때문이다. 그리고 활동주기 상 동방신기와 레드벨벳도 컴백이 다가오고 있는 것으로 판단된다.

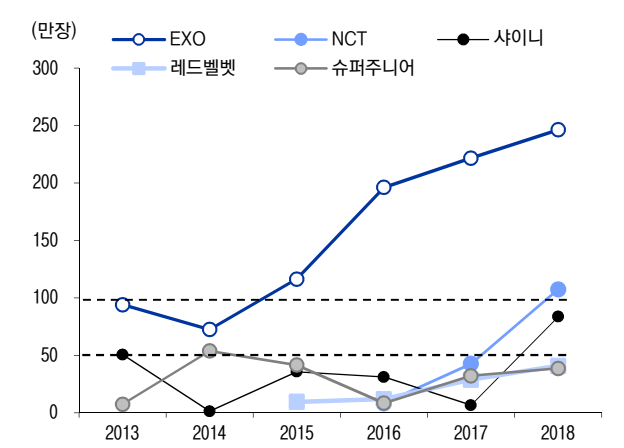
한편, 1월 디지털 싱글로 데뷔한 WayV도 2분기 중 중국과 한국에서 피지컬 앨범을 발매할 예정이다. 아울러 멤버 루카스의 중국예능 달려라 시즌3의 고정출연도 2분기 중으로 예고된 바 있다. 기존 주포들이 컴백 준비로 숨을 고르는 동안, NCT가 주축이 되어 2분기의 포문을 열 예정이다.

그림57 에스엠 국내 앨범판매량 및 시장점유율 추이



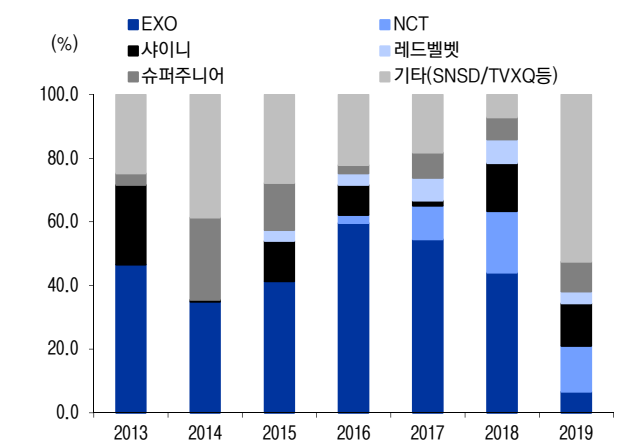
자료: 가온차트, 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 에스엠 아티스트별 국내 앨범판매량 추이



자료: 가온차트, 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 에스엠 아티스트별 국내 앨범판매량 구성비율 추이



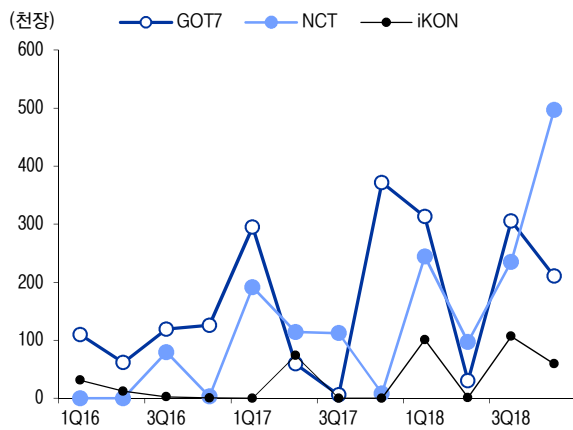
자료: 가온차트, 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터

2019년은 NCT 비상的一年

올해 음반과 공연에서 전년비 가장 압도적인 활동량 증가를 보여줄 동사 아티스트는 NCT127이 될 것으로 판단된다. 지난 해 국내 100만장 판매량을 돌파한 NCT는 올해 2분기에만 일본과 한국에서 두 장의 앨범을 발매하고, 20만명에 가까운 최대 규모의 첫 글로벌 투어도 돈다. 올해를 기점으로 NCT는 확실한 탑티어 보이그룹으로 격상될 가능성이 높다.

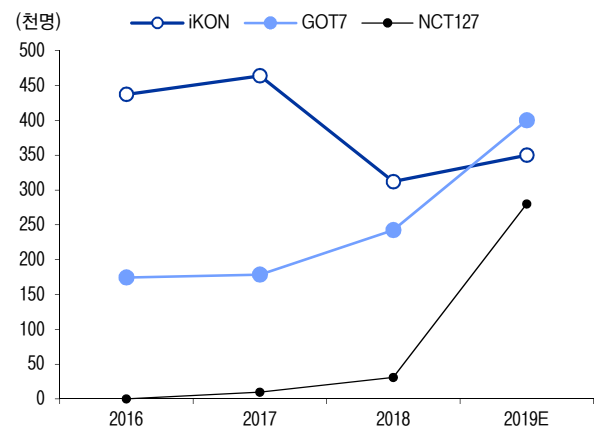
경쟁 보이그룹과의 비교시 NCT127은 음반 판매량에서는 2018년 107만장으로 GOT7(86만장), iKON(27만장) 대비 확고한 우위를 점한 것으로 판단된다. 한편, 공연 모객에서는 열위가 확실했던 상황에서 빠르게 갭을 좁혀 나가는 형국이다. 올해 예상되는 공연모객수는 NCT127이 28만명(전년 글로벌 공연모객의 9배)으로 GOT7(40만명), iKON(35만명)과의 격차를 많이 좁힐 예정이다.

그림60 NCT 음반판매량 추이 및 전망



자료: 가온차트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 NCT 공연모객 추이 및 전망



자료: 에스엠, JYP, YG, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 샤이니 입대 공백을 메우는 태민: 6월 디아레나 투어



자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 WayV: 2분기 앨범 오프라인 발매와 중국예능 고정출연



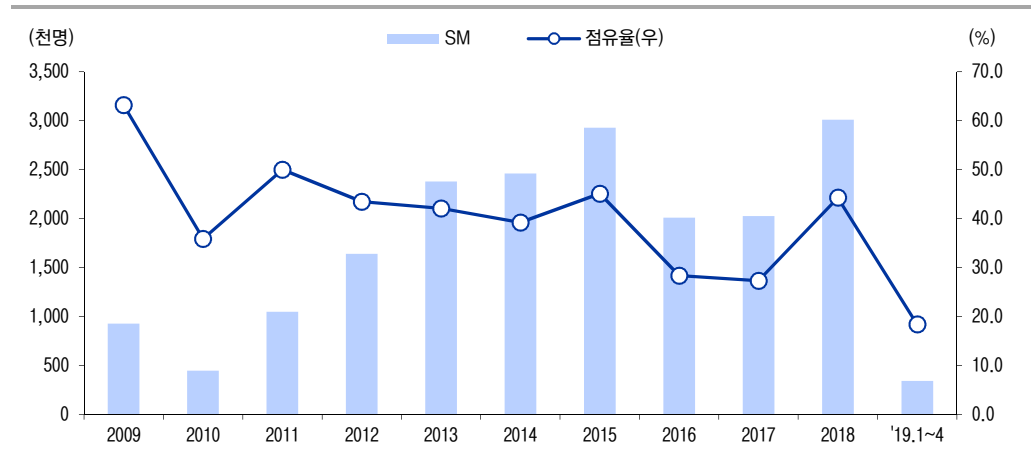
자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터

공연모객: NCT127 & 태민으로 2분기 반등 → 동방신기, EXO 더해지며 UP

1~4월까지의 YTD 공연모객은 35만명(YoY -65.9%)으로 현재까지는 부진한 모습이다. 그러나 이는 전년도 동방신기 기고효과가 크게 작용했다는 판단이다. 아울러 걸그룹 레드벨벳의 첫 글로벌 투어, EXO-CBX의 일본투어 외 대규모 투어가 비수기였던 점이 주된 원인으로 작용했다.

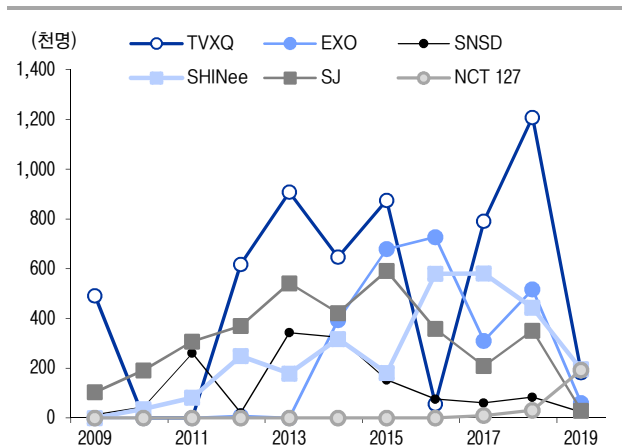
4~5월 첫 글로벌 투어(총 31회 19만명 규모)의 미주/유럽 공연이 예정되어 있는 NCT127, 6월 첫 번째 단독 아레나 투어(14회 15만명 규모)를 개최하는 샤이니 태민을 중심으로 공연모객은 즉각적인 반등이 기대된다. 그리고 아직 구체적인 일정이 공개되지 않았지만 동방신기의 투어 재개와 EXO의 하반기 글로벌 투어 가능성이 상존하여 동사 모객패턴은 뚜렷한 상저하고가 예상된다.

그림64 에스엠 글로벌 공연모객 및 시장점유율 추이



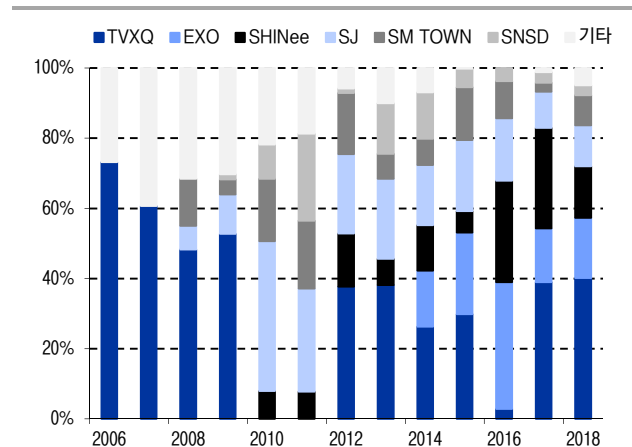
자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 에스엠 아티스트별 글로벌 공연모객 추이



자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 에스엠 아티스트별 공연모객 구성비율 추이



자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터

1분기 & 2019년 실적 전망

동사 1분기 실적은 매출액 1,298억원(YoY +17.4%), 영업이익 84억원(YoY -19.2%)으로 최근 낮아진 시장기대치에도 소폭 못 미칠 것으로 전망된다. 올해 1분기는 그룹 내 솔로앨범 활동 외 특별한 컴백이 없었던 시기다. 샤이니(키/태민), 슈퍼주니어(려욱), 소녀시대(태연)에서 국내 솔로활동을 한 부분 외 별도법인에서 실적 모멘텀은 제한적이었던 상황으로 판단된다. 콘텐츠 사업부문은 제작물량 확대에 전년동기대비 두 자리수 매출 성장을 한 것으로 추정된다.

동사 2019년 실적은 매출액 6,990억원(YoY +14.2%), 영업이익 539억원(YoY +13.0%)으로 매출과 이익 모두 두자리수 성장을 이어갈 전망이다. 매출 성장은 별도법인보다는 연결자회사에서 기여가 상대적으로 클 것으로 예상된다. 별도법인 실적의 업사이드 포텐셜은 하반기 입대전 EXO의 컴백 횟수와 글로벌 투어 규모에 따라 달라질 전망이다. 연결자회사 중에서는 SM C&C의 매출 고성장과 증익에 따른 흑자전환이 가장 주목해야 할 포인트다. 전년도 광고사업이 편입되며 실적 안정성이 높아진 SM C&C는 올해도 예능을 중심으로 콘텐츠 라인업 확대와 해외 OTT 판매를 통한 이익 레버리지를 적극적으로 추구할 예정이다.

표4 에스엠 부문별 실적추정 상세 내역

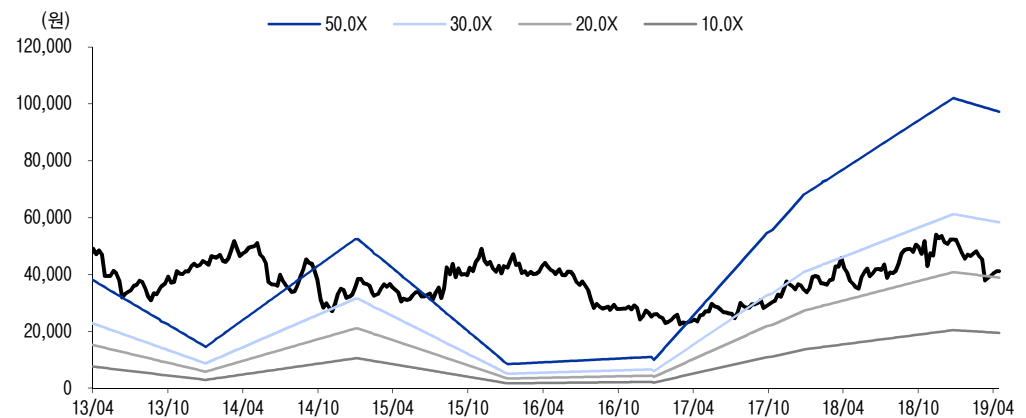
(억원)	2017	2018	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	3,654	6,122	6,990	1,106	1,244	1,687	2,085	1,298	1,694	1,859	2,139
% YoY	4.4%	67.5%	14.2%	62.5%	83.7%	94.6%	45.9%	17.4%	36.2%	10.2%	2.6%
% QoQ				-22.6%	12.5%	35.6%	23.6%	-37.7%	30.5%	9.7%	15.1%
SME	2,162	2,815	2,990	594	605	657	959	702	603	686	999
음반	474	454	584	140	59	53	202	180	76	68	260
음원	388	458	517	98	106	94	160	111	120	106	181
출연료	531	741	807	189	135	196	221	206	147	213	241
광고	258	322	334	52	70	100	100	54	73	104	104
기타(MD등)	509	689	748	140	173	179	197	152	188	194	214
SM JAPAN	588	949	989	263	163	204	319	273	173	214	329
DREAM MAKER	425	583	705	67	124	179	213	89	164	209	243
SM C&C	886	1,969	2,197	376	523	445	625	416	610	495	676
영업이익	109	477	539	104	100	121	152	84	131	159	165
% YoY	-47.2%	337.6%	13.0%	766.0%	626.0%	163.0%	310.8%	-19.2%	31.0%	31.4%	8.6%
% QoQ				178.0%	-3.7%	21.3%	25.6%	-44.7%	56.0%	21.4%	3.8%
영업이익률 (%)	3.0%	7.8%	7.7%	9.4%	8.0%	7.2%	7.3%	6.5%	7.7%	8.6%	7.7%

자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

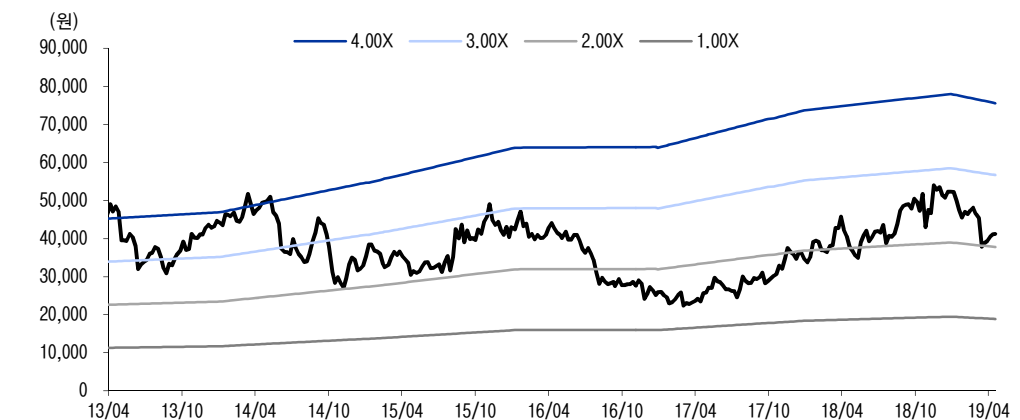
동사에 대해 투자의견은 매수를 유지하고, 목표주가는 55,000원으로 기존 대비 8% 하향 조정한다. 목표주가 하향은 1분기 활동량의 일시적 저하를 반영하여 실적 추정치를 8% 하향한 점에 기인한다. 투자의견 매수 근거는 1) 2분기 NCT, WayV를 중심으로 음반과 공연 모두 활동량이 회복되고, 2) 콘텐츠 사업의 체계적인 확장으로 연결 증익에 기여할 전망이며, 3) 1분기 실적 부진이 현주가에 충분히 반영된 것으로 판단되기 때문이다.

그림67 에스엠 PER 밴드 차트



자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 에스엠 PBR 밴드 차트



자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터

에스엠 (041510)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	441	557	612	670	730
현금 및 현금성자산	195	249	270	298	333
매출채권 및 기타채권	121	197	225	250	270
재고자산	9	12	14	16	17
기타유동자산	116	98	102	106	110
비유동자산	357	478	516	554	591
관계기업투자등	94	109	113	118	123
유형자산	93	98	106	115	125
무형자산	113	192	215	235	254
자산총계	798	1,002	1,127	1,224	1,321
유동부채	330	412	451	486	515
매입채무 및 기타채무	214	254	290	321	347
단기금융부채	49	80	80	80	80
기타유동부채	68	78	81	84	88
비유동부채	31	29	30	31	32
장기금융부채	11	10	10	10	10
기타비유동부채	20	19	20	21	21
부채총계	362	426	481	517	547
지배주주지분	344	436	490	551	618
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	170	216	216	216	216
이익잉여금	134	185	239	300	366
비지배주주지분(연결)	91	156	156	156	156
자본총계	436	576	646	707	773

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	77	74	86	95	103
당기순이익(손실)	-5	23	41	51	60
비현금수익비용가감	53	58	26	29	32
유형자산감가상각비	11	12	12	13	14
무형자산상각비	11	20	20	22	24
기타현금수익비용	-15	26	-6	-6	-6
영업활동 자산부채변동	46	11	6	5	4
매출채권 감소(증가)	-83	-5	-28	-25	-20
재고자산 감소(증가)	-1	-3	-2	-2	-1
매입채무 증가(감소)	97	28	36	32	26
기타자산, 부채변동	34	-10	0	0	0
투자활동 현금	-111	-100	-64	-67	-69
유형자산처분(취득)	-4	-13	-20	-22	-24
무형자산 감소(증가)	-25	-26	-43	-43	-43
투자자산 감소(증가)	-3	-1	2	2	1
기타투자활동	-78	-60	-3	-3	-3
재무활동 현금	64	78	0	0	0
차입금의 증가(감소)	4	28	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	35	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	59	15	0	0	0
현금의 증가	26	53	22	28	34
기초현금	170	195	249	270	298
기말현금	195	249	270	298	333

자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	365	612	699	767	829
매출원가	249	410	474	524	564
매출총이익	116	203	225	243	265
판매비 및 관리비	105	155	171	174	189
영업이익	11	48	54	69	76
(EBITDA)	33	85	89	104	111
금융손익	-6	3	-1	-1	-1
이자비용	1	2	3	3	3
관계기업등 투자손익	21	3	7	7	7
기타영업외손익	-1	0	1	1	1
세전계속사업이익	24	46	56	68	75
계속사업법인세비용	29	23	15	17	15
계속사업이익	-5	23	41	51	60
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-5	23	41	51	60
지배주주	4	31	41	51	60
총포괄이익	-9	27	41	51	60
매출총이익률 (%)	31.9	33.1	32.2	31.7	32.0
영업이익률 (%)	3.0	7.8	7.7	9.0	9.2
EBITDA 마진률 (%)	9.0	13.9	12.7	13.6	13.4
당기순이익률 (%)	-1.3	3.8	5.9	6.6	7.2
ROA (%)	0.7	3.0	3.9	4.3	4.7
ROE (%)	1.3	5.3	6.7	7.5	8.1
ROIC (%)	-1.1	14.1	15.0	15.7	16.3

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	172.9	26.5	23.0	18.5	15.7
P/B	2.2	2.5	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	18.7	10.5	8	6.8	5.9
P/CF	15.6	10.9	11.7	10.5	9.4
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	4.4	67.7	14.2	9.7	8.1
영업이익	-47.2	333.6	13.0	28.0	10.1
세전이익	8	91.7	21.7	21.4	10.3
당기순이익	적전	흑전	75.2	24.4	17.6
EPS	18.4	577.1	30.8	24.4	17.6
안정성 (%)					
부채비율	83.1	74.0	74.5	73.1	70.8
유동비율	133.4	134.9	135.5	137.8	141.6
순차입금/자기자본(x)	-31.9	-29.4	-30.4	-31.9	-33.7
영업이익/금융비용(x)	9.1	22.1	23.3	26.5	29.5
총차입금 (십억원)	60	91	91	91	91
순차입금 (십억원)	-139	-174	-197	-225	-261
주당지표(원)					
EPS	201	1,361	1,780	2,215	2,605
BPS	15,824	19,128	21,487	24,136	27,069
CFPS	2,218	4,309	3,495	3,922	4,339
DPS	-	-	-	-	-