

에스엠 (041510)

Analyst 최재호 02) 709-2626 chlwogh2002@taurus.co.kr

추가적인 하락은 제한적. 기대감이 점증하는 시기

2019년 4월 23일

투자의견 BUY(Initiate)

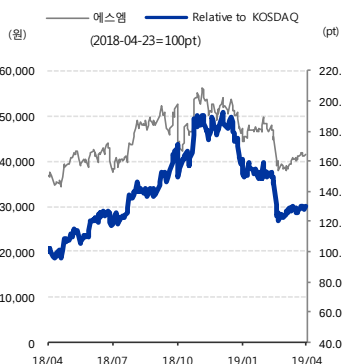
목표주가 61,000원
현재주가 (4월 22일) 41,450원
Upside 47.2%

KODAQ	762.0pt
시가총액(보통주)	956십억원
발행주식수	23,064천주
액면가	500원
자본금	12십억원
60일 평균거래량	350천주
60일 평균거래대금	14,990백만원
외국인 지분율	17.6%
52주 최고가	56,900원
52주 최저가	33,400원
주요 대주주	
이수만의 7인	19.6%
국민연금공단	6.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	7.0	4.5
3M	-12.0	-21.7
6M	-21.2	-23.6

주가차트



글로벌 음원 플랫폼과 함께 동반 성장

- 세계 음악시장의 규모는 2016년 472억달러에서 2018년 511억달러로 CAGR +4%씩 증가하고 있다. 특히 2018년 기준 145억달러로 최근 3년간 CAGR +16%씩 성장하고 있는 디지털 음원시장은 유튜브, 텐센트뮤직, 스포티파이, 애플뮤직 등 다양한 디지털 음원 산업의 발전으로 앞으로도 지속적인 성장을 할 것으로 전망된다. 디지털 음원을 통해 해외 음악 팬들에게 K-POP을 노출할 수 있게 됐고, 이는 K-POP의 글로벌 성장을 도왔다. K-POP의 해외 수출은 앞으로도 꾸준히 지속 될 전망이며, 디지털 음원시장에서 더 나아가 글로벌 공연 음악시장(264억달러, 52.7% 점유율)까지 연결되어 향후 K-POP의 가파른 성장이 예상된다.
- 동사의 작년 음원 매출은 451억원(수출비중 52%)으로 국내보다 해외에서 더 많은 수익을 기록했다. 해외 음원 매출은 2018년 235억원(+66%, YoY)으로 최근 3년간 CAGR은 +42%에 달한다. EXO, 동방신기, 슈퍼주니어와 더불어 첫 월드투어를 진행하고 있는 NCT127, 중국 보이그룹 WayV(웨이션V) 등 동사는 아티스트들의 꾸준한 해외 활동으로 글로벌 음원 플랫폼 산업과 함께 동반 성장할 전망이다.

2019년 주목할 부분은 NCT/ WayV

- NCT127은 2016년 7월 데뷔했지만 작년 국내 음반판매 107만장을 기록하며 가파른 성장 궤도에 오르고 있다. 지난 1월 26~27일에는 데뷔 후 약 2년 6개월 만에 한국 체조경기장 첫 단독콘서트를 진행해 양일간 약 2.4만명의 관객을 동원했다. 한국 공연 이후 일본 7개 도시에서 14회 공연을 마쳤고, 4월부터 8월까지 첫 월드투어로 북미지역 12회 공연 개최가 예정되어 있으며 5월 24일에는 새로운 음원 발매가 계획되어 있다. NCT127은 올해부터 본격적인 상승세를 타고 글로벌로 활동 영역이 확대되어 동사의 실적 성장에 큰 기여를 할 전망이다.
- 올해 1월 17일 디지털앨범으로 중국에 데뷔한 보이그룹 WayV는 데뷔와 동시에 QQ뮤직 인기차트 2위, 아이튠즈 태국, 베트남, 인도네시아 등 12개 지역에서 1위를 달성하는 놀라운 성과를 보여줬다. 데뷔 후 6일차인 22일에는 빌보드 월드 디지털 송 세일즈 차트 3위, 소셜50차트 4위 등 빌보드 3개 차트에서 역대 중국 남자 아이돌 그룹 중 사상 최고 성적을 기록하면서 글로벌 남자 아이돌 그룹의 성장 발판을 마련하고 있다. 중국 방송 출연료는 신인 기준 한국 출연료 대비 약 50~100배의 출연료를 받는다고 한다. WayV 멤버 루카스는 중국판 런닝맨 '달려라(奔跑吧)' 시즌7의 고정 멤버로 합류하는 등 향후 WayV의 다양한 중국 활동을 통해 동사의 가파른 수익 성장이 예상된다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	365.4	612.2	697.2	795.8	863.1
영업이익	10.9	47.7	55.3	68.7	74.5
영업이익률(%)	3.0	7.8	7.9	8.6	8.6
세전이익	24.4	46.0	64.3	82.4	93.2
지배주주지분순이익	4.3	30.6	36.7	47.3	53.7
EPS(원)	199	1,365	1,593	2,053	2,334
증감률(%)	17.3	585.9	16.7	28.9	13.7
ROE(%)	1.3	8.0	8.3	9.8	10.0
PER (배)	174.4	38.3	26.0	20.2	17.8
PBR (배)	2.2	2.8	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA (배)	18.7	11.1	7.2	5.9	5.1

자료: 에스엠, 토러스투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

텐센트 뮤직과의 전략적 파트너십으로 추가 동력 확보

- 당사는 기존 알리바바와의 음원 계약을 종료하고 지난 1월 30일 텐센트 뮤직 엔터테인먼트 그룹과 중국 음악 유통 및 마케팅을 포함한 전략적 파트너십을 체결했다. 텐센트 뮤직은 QQ Music, KUGOU Music, KUWO Music, Wosing을 보유하고 있으며 2018년 기준 총 유료 이용자수는 약 8억명, 중국 음악 스트리밍 시장 점유율은 70% 이상이다. 기존 알리바바와의 음원 계약보다 수익성 측면에서 유리한 조건의 계약 체결로 수익성이 크게 향상될 것이며, 텐센트 뮤직의 높은 시장점유율을 바탕으로 동사의 중국향 음원 매출이 크게 증가할 것으로 전망된다.

Valuation – 투자의견 BUY, 목표주가 61,000원

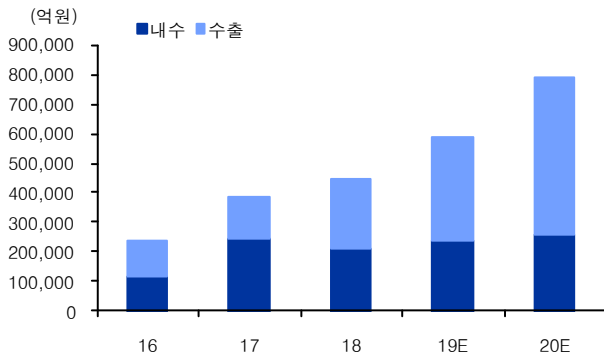
- 최근 샤이니와 EXO 시우민의 군입대 이슈로 투자심리가 악화될 수는 있으나 새롭게 해외 진출하는 아티스트가 레드벨벳, NCT127, WayV 3팀이나 있어 팬덤 강화 및 활동량 증가로 인한 매출 증가를 감안하면 우려할 필요는 없다고 판단된다. 동사의 음원 유통권이 알리바바에서 텐센트 뮤직으로 넘어오면서 중국향 음원 매출이 크게 증가할 것이며, 중국에서 활동 중인 WayV는 데뷔 초반부터 중국 예능 출연 및 빌보드 차트인 등 빠르게 성장하고 있어 향후 성장 곡선이 가파를 것으로 예상된다. 이에 따라 당사는 투자의견 BUY와 목표주가 61,000원을 제시한다. 목표주가 산정은 국내 대표 엔터테인먼트 기업인 Jyp Ent., 와이즈엔터테인먼트, 에스엠의 2018년 PER를 평균하여 동사의 2019년 예상 EPS 1,593원에 샤이니 및 EXO 개별멤버의 활동 부재를 감안하여 15% 할인 적용 산출하였다.

표1 목표주가 산출

구분	금액	비고
현재주가(원)	41,450	2019.04.22 기준
EPS(원)	1,593	2019년 추정 EPS
Target PER(배)	44.8	에스엠, JYP Ent., 와이즈엔터테인먼트 2018년 PER 평균
산출주가	71,366	
1년 목표주가(원)	61,000	샤이니, EXO 개별멤버의 활동 부재를 감안해 71,322원에서 15% 할인

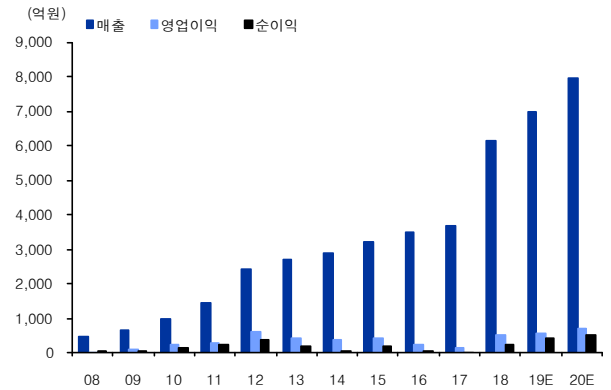
자료: 토러스투자증권 리서치센터

그림1 에스엠 음원매출 전망



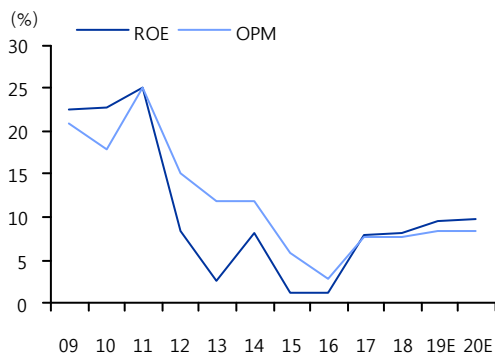
자료 : 에스엠, 토러스투자증권 리서치센터

그림2 에스엠 실적 추이



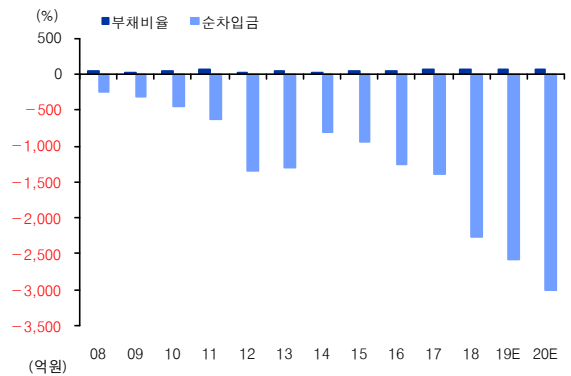
자료 : 에스엠, 토러스투자증권 리서치센터

그림3 ROE 및 OPM 추이 및 전망



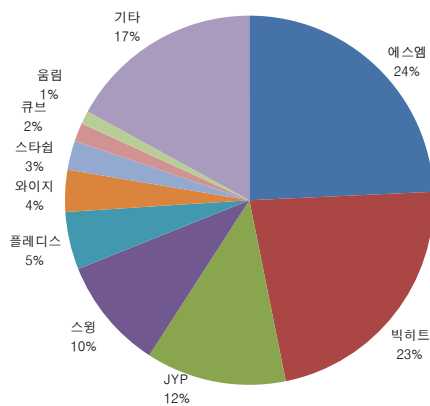
자료 : 에스엠, 토러스투자증권 리서치센터

그림4 부채비율, 순차입금 추이 및 전망



자료 : 에스엠, 토러스투자증권 리서치센터

그림5 2018년 음반(가요) 시장점유율(상위 10위 기준)



자료 : 가온차트, 토러스투자증권 리서치센터

그림6 국내 K-POP 3사의 최근 주가 흐름



자료 : 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	440.8	537.4	585.4	645.9	694.5
현금및현금성자산	195.5	237.3	254.4	277.4	299.6
매출채권 및 기타채권	181.5	188.7	215.2	246.1	266.6
재고자산	8.6	11.5	12.3	14.8	16.4
기타유동자산	55.2	99.8	103.3	107.5	111.9
비유동자산	356.7	465.1	480.7	497.3	514.3
관계기업투자등	94.4	101.1	105.2	109.5	114.0
유형자산	93.2	93.3	94.0	96.5	99.9
무형자산	113.5	186.0	193.3	199.6	205.0
자산총계	797.5	1,002.5	1,066.0	1,143.1	1,208.8
유동부채	330.4	394.2	422.2	453.2	466.1
매입채무 및 기타채무	208.7	265.8	303.0	345.5	374.3
단기금융부채	48.7	44.5	34.5	19.5	0.0
기타유동부채	73.0	83.9	84.8	88.2	91.8
비유동부채	31.5	32.1	31.0	29.9	28.9
장기금융부채	11.3	10.2	8.2	6.2	4.2
기타비유동부채	20.2	21.9	22.8	23.7	24.7
부채총계	361.9	426.3	453.2	483.1	495.0
지배주주지분	344.3	424.2	460.9	508.2	561.9
자본금	10.9	11.5	11.5	11.5	11.5
자본잉여금	170.5	219.1	219.1	219.1	219.1
이익잉여금	134.1	174.2	210.9	258.2	311.9
비지배주주지분(연결)	91.4	151.9	151.9	151.9	151.9
자본총계	435.6	576.1	612.8	660.1	713.8

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 에스엠, 토러스투자증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	365.4	612.2	697.2	795.8	863.1
매출원가	249.0	409.5	465.0	525.2	569.7
매출총이익	116.4	202.7	232.2	270.6	293.5
판매비 및 관리비	105.5	155.0	176.9	201.9	219.0
영업이익	10.9	47.7	55.3	68.7	74.5
(EBITDA)	32.9	87.7	97.4	112.0	119.1
금융손익	-5.7	4.8	1.2	1.9	2.9
이자비용	1.2	2.6	2.4	1.8	1.0
관계기업등 투자손익	20.6	-6.4	8.0	12.0	16.0
기타영업외손익	-1.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
세전계속사업이익	24.4	46.0	64.3	82.4	93.2
계속사업법인세비용	29.1	22.6	25.7	32.1	35.4
계속사업이익	-4.7	23.4	38.6	50.3	57.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-4.7	23.4	38.6	50.3	57.8
지배주주	4.3	30.6	36.7	47.3	53.7
총포괄이익	-9.2	16.7	38.6	50.3	57.8
매출총이익률 (%)	31.9	33.1	33.3	34.0	34.0
영업이익률 (%)	3.0	7.8	7.9	8.6	8.6
EBITDA 마진률 (%)	9.0	14.3	14.0	14.1	13.8
당기순이익률 (%)	-1.3	3.8	5.5	6.3	6.7
ROA (%)	0.7	3.4	3.5	4.3	4.6
ROE (%)	1.3	8.0	8.3	9.8	10.0
ROIC (%)	-1.0	10.8	13.4	16.8	18.3

자료: 에스엠, 토러스투자증권 리서치센터

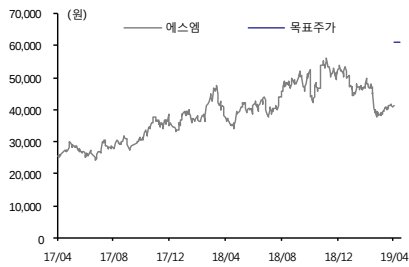
Cashflow Statement					
(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	77.5	120.0	80.6	89.8	91.2
당기순이익(손실)	-4.7	23.4	38.6	50.3	57.8
비현금수익비용가감	53.0	82.8	31.0	29.2	25.5
유형자산감가상각비	11.2	12.9	13.3	13.5	13.9
무형자산상각비	10.8	27.1	28.8	29.9	30.7
기타현금수익비용	-15.2	6.4	-11.1	-14.1	-19.1
영업활동 자산부채변동	46.5	52.4	10.9	10.3	7.9
매출채권 감소(증가)	-83.2	2.3	-26.5	-30.9	-20.5
재고자산 감소(증가)	-0.9	-1.3	-0.8	-2.5	-1.6
매입채무 증가(감소)	96.9	45.7	37.1	42.5	28.9
기타자산, 부채변동	33.7	5.8	1.1	1.1	1.2
투자활동 현금	-110.6	-127.0	-51.5	-49.8	-47.6
유형자산처분(취득)	-3.9	-9.7	-13.9	-15.9	-17.3
무형자산 감소(증가)	-25.3	-26.3	-36.2	-36.2	-36.2
투자자산 감소(증가)	-3.9	3.4	2.1	5.8	9.6
기타투자활동	-77.5	-94.5	-3.4	-3.6	-3.7
재무활동 현금	63.9	46.0	-12.0	-17.0	-21.5
차입금의 증가(감소)	4.5	-7.6	-12.0	-17.0	-21.5
자본의 증가(감소)	0.0	35.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	59.4	18.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	25.9	41.9	17.1	23.0	22.1
기초현금	169.6	195.5	237.3	254.4	277.4
기말현금	195.5	237.3	254.4	277.4	299.6
NOPLAT	-2.1	24.3	33.2	41.9	46.2
FCF	-15.8	31.7	29.1	40.0	43.6

자료: 에스엠, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
(원, 배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
투자지표 (x)					
P/E	174.4	38.3	26.0	20.2	17.8
P/B	2.2	2.8	2.1	1.9	1.7
P/S	2.1	1.9	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	18.7	11.1	7.2	5.9	5.1
P/CF	15.6	11.0	13.7	12.0	11.5
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
성장성 (%)					
매출액	4.4	67.6	13.9	14.1	8.5
영업이익	-47.2	336.4	15.8	24.2	8.5
세전이익	8.0	88.4	39.9	28.1	13.0
당기순이익	적전	흑전	64.8	30.3	14.9
EPS	17.3	585.9	16.7	28.9	13.7
안정성 (%)					
부채비율	83.1	74.0	74.0	73.2	69.3
유동비율	133.4	136.3	138.6	142.5	149.0
순차입금/자기자본(x)	-31.9	-39.5	-42.2	-45.5	-48.5
영업이익/금융비용(x)	905.5	1,865.4	2,323.8	3,786.2	7,248.0
총차입금 (십억원)	60.0	54.6	42.6	25.6	4.1
순차입금 (십억원)	-139.0	-227.5	-258.4	-300.3	-345.9
주당지표(원)					
EPS	199	1,365	1,593	2,053	2,334
BPS	15,824	18,428	20,021	22,075	24,408
SPS	16,795	27,305	30,285	34,569	37,493
CFPS	2,218	4,738	3,025	3,453	3,617
DPS	-	-	-	-	-

자료: 에스엠, 토러스투자증권 리서치센터

에스엠 (041510) 투자등급 및 목표주가 추이



제시일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율 (%)	
				평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.04.23	Buy	61,000원	1년	-	-

투자의견(향후 6~12개월간 주가 등락 기준)

투자의견 비율 (%)

기업	STRONG BUY	+ 50 % 이상의 투자수익이 예상되는 경우	13.5
	BUY	+ 20% ~ + 50% 이내의 투자수익이 예상되는 경우	84.1
	HOLD	- 20% ~ + 20% 이내의 등락이 예상되는 경우	2.4
	SELL	-20% 미만의 주가하락이 예상되는 경우	0.0
업종	OVERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견	
	NEUTRAL		
	UNDERWEIGHT		

주 : 기준일 2019. 04. 01.

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최재호)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.