

에스엠 (041510)

낮아진 밸류에이션 + 히든찬스 중국 음원

미디어플랫폼/콘텐츠

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	59,000원
현재주가(19/04/23)	41,300원
상승여력	43%
영업이익(19F, 십억원)	53
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	57
EPS 성장률(19F, %)	1.1
MKT EPS 성장률(19F, %)	-16.1
P/E(19F, x)	30.0
MKT P/E(19F, x)	12.0
KOSDAQ	761.42
시가총액(십억원)	953
발행주식수(백만주)	23
유동주식비율(%)	76.3
외국인 보유비중(%)	17.6
베타(12M) 일간수익률	0.94
52주 최저가(원)	34,300
52주 최고가(원)	56,100
주가상승률(%)	1개월 6.6 6개월 -20.1 12개월 11.9
절대주가	4.1 -24.6 29.2
상대주가	



1분기 영업이익 79억원 전망

1분기 연결 매출액 1,323억원(+19.6%), 영업이익 79억원(-23.7%)을 전망한다. 시장 컨센서스 92억원을 하회하는 수치다. 전년 동기보다 소속 아티스트의 활동 일정과 앨범 판매 등 영업 변수 전반이 부진했다. 구조적으로 증가하는 해외 음원을 제외하고는 전 부문이 역성장할 것이다. 1Q19 음반 8만장, 일본 콘서트 인식은 30만명으로 최근 2개년 만의 최저치가 집계된다.

전년비 본업 부진은 해외 음원, NCT, 광고부문 통해 극복

19년 연간 영업이익은 527억원을 예상한다. 연간 일본 모객 숫자는 총 1.75백만명(vs. 전년 2.1백만명, 금년 동방신기 61만, EXO 32만, NCT 22만 등으로 가정했다. 전년 최고 수준을 기록한 기존 라인업의 활동은 19년 군입대(샤이니, EXO)와 투어 주기(동방신기)를 고려하면 전반적으로 둔화될 수밖에 없다. 이들의 빈자리는 NCT(미주 프로모션 + 한/일 수익화 시작), 해외 음원(구조적 성장세), SM C&C 광고 사업부 정상화를 통해 채워질 전망이다.

체크 포인트: 중국향 음원 파트너 전환 효과

엔터사 주가 결정 변수는 해외 음원, 신규 라인업, 기존 라인업의 성장 기율기로 요약된다. 동사는 19F 기존 라인업 둔화가 명확하기 때문에 해외 음원과 신인 의존도가 더욱 강하다.

1) 음원은 다행히 3대 플랫폼(유튜브/애플/스포티파이)뿐 아니라 **중국 유통 파트너 전환 효과**도 있어 기대감이 유효하다. 동사는 19년 2월부터 텐센트뮤직(기존 알리바바)과 독점 계약을 체결했다(와이지와 같은 MG+RS 모델 추정). 한편 2) 우려와 달리 에스엠도 **신규 데뷔 및 기존 멤버 바탕의 유틸 재구성**이 충분히 가능하다. 신인 모멘텀은 흔히 동사의 약점으로 평가되는 부분이지만, 여전히 기획사들 중 최다 전속 계약과 연습생 풀을 보유한 사업자임을 상기해야 한다.

'매수' 의견과 목표주가 5.9만원 유지

'매수' 의견과 목표주가 5.9만원을 유지한다. 4Q18 실적 부진과 연예계 스캔들 영향으로 동사 주가는 고점 대비 23% 하락 상태다. 19F 이익 성장 가시성이 낮아서 경쟁사 대비 다소 간의 디스카운트는 정당하다. 그러나 **업종 전체가 K-Pop 위상 변화를 공유하고 있기에 동사 또한 저평가 영역에 접근하고 있다**는 판단이다. 1분기와 19년 눈높이가 낮아진 현재에는 **해외 음원 잠재력만 확인되어도 주가 상승**이 가능하다. 주가 하락 시 비중 확대 접근을 권한다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	322	350	365	612	663	754
영업이익 (십억원)	38	21	11	48	53	73
영업이익률 (%)	11.8	6.0	3.0	7.8	8.0	9.7
순이익 (십억원)	22	4	4	31	32	46
EPS (원)	1,048	169	199	1,361	1,376	1,973
ROE (%)	8.3	1.2	1.3	8.0	7.3	9.6
P/E (배)	41.0	153.0	174.4	38.4	30.0	20.9
P/B (배)	3.1	1.7	2.2	2.8	2.1	1.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 에스엠, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 에스엠 분기 및 연간 실적 추이와 전망

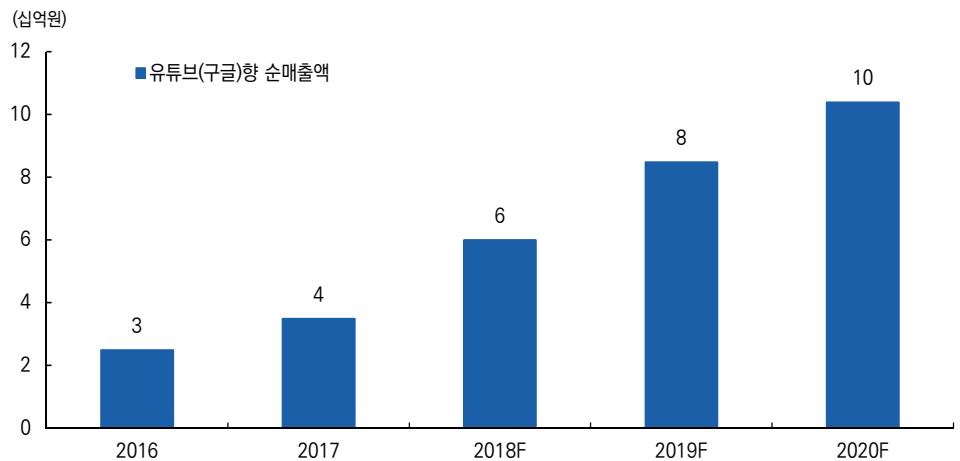
(십억원, %, 백만장, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	111	124	169	209	132	154	189	188	612	663	754
SM Ent.	59	61	66	96	68	63	80	80	282	292	340
SM Japan	26	16	20	32	14	19	20	25	95	78	95
드림메이커	7	12	18	21	9	16	16	15	58	56	70
SM C&C	38	52	44	63	36	43	50	68	197	197	211
키아스트			38	21	19	29	41	22	59	110	117
영업이익	10.4	10.0	12.1	15.6	7.9	10.7	19.7	14.3	48	53	73
영업이익률 (%)	9.4	8.0	7.2	7.5	6.0	6.9	10.4	7.6	7.9	7.9	9.6
세전이익	15.1	11.1	10.9	8.8	8.1	12.7	18.7	10.0	46	49	71
당기순이익	11.4	4.0	7.3	0.7	5.9	9.3	13.7	7.3	23	36	52
순이익률 (%)	10.3	3.2	4.3	0.3	4.5	6.0	7.2	3.9	3.8	5.4	6.9
자배주주순이익	11.2	5.1	6.4	0.8	5.6	8.3	11.3	6.7	23.4	32.0	46.0
YoY											
매출액	62.5	83.8	94.6	45.9	19.6	23.8	12.2	-10.0	67.6	8.3	13.7
SM Ent.	46.7	49.6	8.3	28.8	14.0	4.7	22.5	-16.7	30.3	3.5	16.5
SM Japan	102.3	33.6	74.4	45.7	-47.3	16.4	-1.7	-22.5	61.4	-18.2	22.0
드림메이커	19.6	-22.0	116.2	67.5	27.9	29.2	-10.9	-27.5	37.2	-4.0	25.3
SM C&C	151.4	361.7	338.0	20.0	-5.2	-17.5	12.2	8.6	122.5	-0.2	7.5
키아스트	-	-	-	-	-	-	6.0	6.0	-	85.5	6.0
영업이익	765.8	626.2	162.8	316.9	-23.7	6.7	62.4	-8.2	340.0	9.4	37.8
당기순이익	흑전	6.3	-43.2	흑전	-48.4	129.5	87.9	968.6	흑전	54.3	44.2
주요 가정											
일본 콘서트 티켓 판매량	0.6	0.4	0.4	0.7	0.3	0.5	0.4	0.6	2.1	1.7	2.2

주: K-IFRS 연결 기준, 콘서트 티켓 판매량은 공연 발생 시점 기준이며 자체 산정 및 추정치 포함

자료: 에스엠, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 에스엠 유튜브 순매출액 전망: P(광고 단가)와 Q(조회수, 구독자) 동반 상승에 따른 고성장



자료: 미래에셋대우 리서치센터

에스엠 (041510)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액	365	612	663	754
매출원가	249	410	444	496
매출총이익	116	202	219	258
판매비와관리비	105	155	167	186
조정영업이익	11	48	53	73
영업이익	11	48	53	73
비영업손익	13	-2	-4	-2
금융손익	0	0	1	2
관계기업등 투자손익	21	-6	0	0
세전계속사업손익	24	46	49	71
계속사업법인세비용	29	23	13	19
계속사업이익	-5	23	36	52
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-5	23	36	52
지배주주	4	31	32	46
비지배주주	-9	-7	4	6
총포괄이익	-12	27	36	52
지배주주	-1	35	148	213
비지배주주	-10	-8	-112	-161
EBITDA	33	88	99	101
FCF	67	110	71	96
EBITDA 마진율 (%)	9.0	14.4	14.9	13.4
영업이익률 (%)	3.0	7.8	8.0	9.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.1	5.1	4.8	6.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	441	537	613	725
현금 및 현금성자산	195	237	343	415
매출채권 및 기타채권	121	124	112	129
재고자산	9	12	10	12
기타유동자산	116	164	148	169
비유동자산	357	465	388	378
관계기업투자등	81	101	91	105
유형자산	93	93	83	75
무형자산	113	186	151	130
자산총계	798	1,002	1,001	1,104
유동부채	330	394	359	406
매입채무 및 기타채무	209	266	239	275
단기금융부채	49	44	44	44
기타유동부채	72	84	76	87
비유동부채	31	32	30	33
장기금융부채	11	10	10	10
기타비유동부채	20	22	20	23
부채총계	362	426	389	439
지배주주지분	345	424	456	502
자본금	11	12	12	12
자본잉여금	170	219	219	219
이익잉여금	134	174	206	252
비지배주주지분	91	152	156	162
자본총계	436	576	612	664

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	77	120	71	96
당기순이익	-5	23	36	52
비현금수익비용가감	53	83	59	46
유형자산감가상각비	11	13	11	8
무형자산상각비	11	27	35	21
기타	31	43	13	17
영업활동으로인한자산및부채의변동	46	52	-12	16
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-83	2	12	-17
재고자산 감소(증가)	-1	-1	1	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	97	46	-18	24
법인세납부	-17	-39	-13	-19
투자활동으로 인한 현금흐름	-111	-127	8	-11
유형자산처분(취득)	-4	-10	0	0
무형자산감소(증가)	-25	-26	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	-33	8	-11
기타투자활동	-86	-58	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	64	46	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	3	-5	0	0
자본의 증가(감소)	6	49	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	55	2	0	0
현금의 증가	26	42	106	72
기초현금	170	195	237	343
기말현금	195	237	343	415

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18	12/19F	12/20F
P/E (x)	174.4	38.4	30.0	20.9
P/CF (x)	15.6	11.1	10.1	9.8
P/B (x)	2.2	2.8	2.1	1.9
EV/EBITDA (x)	21.5	12.9	7.9	7.0
EPS (원)	199	1,361	1,376	1,973
CFPS (원)	2,218	4,725	4,078	4,198
BPS (원)	16,077	18,465	19,601	21,574
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	4.3	67.7	8.3	13.7
EBITDA증가율 (%)	-25.0	166.7	12.5	2.0
조정영업이익증가율 (%)	-47.6	336.4	10.4	37.7
EPS증가율 (%)	17.8	583.9	1.1	43.4
매출채권 회전율 (회)	4.4	5.0	5.6	6.3
재고자산 회전율 (회)	36.8	60.8	60.6	67.6
매입채무 회전율 (회)	3.3	2.7	2.6	2.9
ROA (%)	-0.7	2.6	3.6	5.0
ROE (%)	1.3	8.0	7.3	9.6
ROIC (%)	-1.2	13.0	21.1	37.7
부채비율 (%)	83.1	74.0	63.6	66.1
유동비율 (%)	133.4	136.3	170.6	178.4
순차입금/자기자본 (%)	-31.9	-39.5	-53.7	-61.2
조정영업이익/금융비용 (x)	9.1	18.7	21.1	28.9

자료: 에스엠, 미래에셋대우 리서치센터