

에스엠 (041510/매수)

엔터테인먼트

또 한번 나를 바람 맞힌 나쁜 남자

큰 그림의 성장 스토리가 변한 것은 없어

한국의 대형 음반제작사들이 글로벌 음악시장에서 시장 점유율을 확보해가고 있으며 콘텐츠 제작자 중심의 새로운 생태계가 형성되고 있는 것은 틀림 없는 사실이다.

예를 들어 수익성 높은 디지털음원 매출액부문의 경우 2012년과 2013년에도 많은 변화가 예정되어 있다. 멀티메시징서비스 '카카오톡'은 자사 플랫폼을 통해 다양한 형태의 음원 상품 출시를 계획하고 있다 한다.

2013년 1월부터는 묶음 상품의 MP3 파일 다운로드 상품의 최저 단가가 60원에서 105원으로 인상될 예정이다. 2013년에는 국내에서도 아이튠스나 구글 플레이 같은 오픈 마켓에서 음악 MP3 파일을 구매할 수 있을 것으로 기대된다.

2012년에는 일본에 이어 홍콩, 싱가포르 등 동남아시아 음악 시장에 본격적으로 진출하였고 2013년부터는 중국 시장에서도 활발한 콘서트 활동이 기대되는 시점이다.

자회사 SM C&C를 통해서 음악에 이어 영상 콘텐츠로 글로벌 시장 진출을 준비하고 있다. 2011년 기준 글로벌 음악 시장은 51조, 영화 시장은 85조, TV 콘텐츠 시장은 215조원이었다. 2013년에는 동사와 글로벌 미디어/엔터 기업간의 활발한 제휴 움직임도 기대된다.

수익성을 증명할 것으로 기대했던 3분기, 거꾸로 수익성을 의심하게 만들

58만명 수준의 '동방신기' 일본 아레나투어 로열티가 계상되는 3분기에는 실적 모멘텀이 기대되었다. IFRS 개별 기준으로는 515억원의 사상 최대 매출액을 기록했지만 수익성이 오히려 악화되면서 시장은 크게 실망하는 모습이다.

'동방신기' 급변 아레나투어 제작 원가가 상승하고 콘서트관련 로열티가 계상되는 해외 매니지먼트부문 매출액이 2011년 4분기 150억원이나 2012년 1분기 203억원 대비 크게 증가 못한 277억원을 기록했고 수익성 높은 음반 등의 로열티부문은 2분기 91억원보다 60억원이나 줄어들었기 때문이다. '사이나', 'SM타운' 등의 일본 콘서트 로열티가 계상되는 4분기에는 개별 기준 200억원의 영업이익의 달성이 가능할 것으로 기대된다.

'매수' 투자 의견을 유지하나 목표주가는 72,000원으로 조정

예상보다 부진한 3분기 실적 때문에 단기적인 조정 국면이 우려되고 있다. 투자자들의 신뢰를 회복하기 위해서는 일정 시간이 필요해 보인다. 일본 콘서트 로열티에 대한 보수적인 가정치를 대입하여, 2012년과 2013년 EPS 전망치를 각각 13.3%, 14.4% 하향했다. 실적 변동을 반영하여 목표주가는 기존 85,000원에서 72,000원으로 조정했다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	97	20	20.9	17	942	26	22	22.9	16.0	3.6	8.8
12/11	143	25	17.7	23	1,235	32	17	23.1	33.0	7.4	21.4
12/12F	226	71	31.4	62	3,117	74	42	35.8	18.9	5.2	14.4
12/13F	317	110	34.6	99	4,940	115	84	34.2	11.9	3.6	8.5
12/14F	374	134	35.8	121	6,038	139	107	30.0	9.8	2.6	6.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 에스엠, KDB대우증권 리서치센터

김창권

02-768-4321

changkwon.kim@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	72,000
현재주가(12/11/14,원)	58,900
상승여력(%)	22.2
EPS 성장률(12F,%)	152.4
MKT EPS 성장률(12F,%)	8.9
P/E(12F,x)	18.9
MKT P/E(12F,x)	10.1
KOSDAQ	503.24
시가총액(십억원)	1,203
발행주식수(백만주)	20
60D 일평균 거래량(천주)	408
60D 일평균 거래대금(십억원)	24
배당수익률(12F,%)	0.0
유동주식비율(%)	78.5
52주 최저가(원)	36,950
52주 최고가(원)	71,600
베타(12M, 일간수익률)	0.44
주가변동성(12M daily,%,SD)	3.4
외국인 보유비중(%)	19.7

주요주주

이수만 외 4인(21.5%)

국민연금관리공단(9.38%)

파트너스벤처캐피탈 외 1인(6.61%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.4	31.3	21.8
상대주가	-12.4	32.4	22.2

주요사업

연예 기획사

음반 제작, 발매



표 1. 에스엠 2012년 3분기 잠정 영업실적

(억원,%)

	3Q11	2Q12	3Q12P			증감률	
			잠정 실적	대우 예상치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	300	324	515	550	499	71.8	59.1
영업이익	69	103	117	200	200	69.0	13.8
- 영업이익률	23.1	31.8	22.8	36.4	40.1	-0.4	-9.1
세전이익	73	107	129	-	215	77.6	20.4
순이익	53	97	87	-	168	65.1	-10.0

주: K-IFRS 개별 기준, KDB대우증권은 사전적으로 분기 실적을 공표하지 않음

자료: 에스엠, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 에스엠 연간 실적 추이 및 전망

(억원,%)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F
매출액	207	293	313	401	618	864	1,430	2,261	3,171
음반	75	88	89	108	146	149	192	202	210
디지털	19	40	44	48	95	85	62	103	173
해외 매출액	60	48	56	86	158	368	811	1,471	2,239
음반 수출	1	3	7	8	7	12	20	27	28
해외로열티	58	45	50	78	150	356	792	1,351	2,093
매니지먼트	54	117	124	160	219	262	361	387	400
기타								99	150
매출 비중									
음반	36.2	29.9	28.4	26.9	23.7	17.3	13.4	8.9	6.6
디지털	9.0	13.7	14.0	11.9	15.3	9.8	4.3	4.6	5.4
해외 매출액	28.8	16.5	18.0	21.4	25.5	42.6	56.7	65.0	70.6
매니지먼트	26.0	39.9	39.6	39.8	35.5	30.3	25.3	17.1	12.6
기타								4.4	4.7
음반수(만장)	101	118	120	128	174	178	228	240	250
ASP(원)	7,400	7,400	7,400	8,400	8,400	8,400	8,400	8,400	8,400
디지털/음반	24.9	45.7	49.4	44.3	64.8	57.0	32.2	51.3	82.2
매니지먼트/음반	72	133	140	148	150	175	189	192	190
일본로열티	37	30	35	53	97	283	578	1,161	1,473
기타해외매출액	23	19	22	33	61	85	141	217	648
매출원가	156	254	291	358	418	487	865	1,221	1,642
매출총이익	65	45	42	76	200	377	565	1,040	1,529
매출총이익률	29.4	15.1	12.5	17.5	32.3	43.6	39.5	47.5	50.7
영업이익	12	-23	-37	-17	93	255	253	710	1,098
영업이익률	5.6	-7.7	-11.2	-3.9	15.0	29.5	17.7	31.4	34.6
세전이익	11	-29	-71	45	61	226	262	756	1,198
세전이익률	5.2	-9.6	-21.4	10.4	9.9	26.2	18.3	33.4	37.8
순이익	12	-40	-76	43	45	218	218	624	989
순이익률	5.4	-13.5	-23.0	9.8	7.2	25.2	15.9	27.6	31.2
증가율(YoY)									
매출액		41.6	7.1	27.9	54.1	39.9	65.6	58.1	40.2
음반		17.0	1.6	21.3	35.7	2.1	28.3	5.2	4.2
디지털		115.1	9.7	8.9	98.1	-10.2	-27.4	67.6	66.9
해외 매출액		-19.0	17.0	52.0	84.1	133.1	120.6	81.3	52.2
매니지먼트		117.5	6.3	28.4	37.3	19.6	38.0	7.1	3.2
영업이익		적전	적지	적지	흑전	174.9	-0.8	180.6	54.6
순이익		적전	적지	흑전	4.5	387.7	0.0	186.2	58.5

주: 2010년까지 GAAP 개별 기준, 2011년부터 K-IFRS 연결 기준

자료: 에스엠, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 에스엠 사업부문 분기별 매출

(억원,%)

		3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
매출액		207	182	194	212	300	394	385	324	515
내수	음반	32	35	54	29	56	54	30	37	87
	음원	16	18	14	17	15	16	16	14	17
	로열티	2	2	1	2	0	1	0	2	2
	매니지먼트	46	97	72	83	72	135	71	74	90
	소계	95	152	140	131	143	205	118	128	196
해외	음반	0	3	3	2	4	9	2	1	4
	음원	3	1	3	0	2	1	3	16	7
	로열티	93	11	22	12	37	27	59	91	31
	매니지먼트	16	15	25	67	114	150	203	88	277
	소계	112	30	53	82	157	188	267	196	319
영업이익		46	23	25	24	69	136	117	103	117
순이익		28	14	11	29	53	126	94	97	87
증가율 (YoY)										
매출액						44.8	116.6	98.8	52.5	71.8
내수	음반					74.5	53.6	-43.7	31.0	56.3
	음원					-6.0	-15.0	14.5	-22.0	16.9
	로열티					-74.3	-42.0	-70.5	32.5	293.4
	매니지먼트					57.9	39.4	-0.4	-10.3	25.1
	소계					50.6	35.3	-16.0	-2.2	37.3
해외	음반					-	243.4	-51.3	-42.5	-20.8
	음원					-50.4	58.5	8.8	3,501.1	351.2
	로열티					-60.6	146.4	169.4	660.8	-14.5
	매니지먼트					630.4	871.6	702.8	31.0	142.6
	소계					39.9	528.5	402.2	139.8	103.3
영업이익						51.5	493.3	377.9	336.4	69.0
순이익						92.5	788.1	784.3	239.2	65.1
증가율 (QoQ)										
매출액			-12.2	6.5	9.8	41.2	31.3	-2.2	-15.8	59.1
내수	음반		9.3	53.4	-46.8	95.8	-3.8	-43.8	23.9	133.7
	음원		16.7	-22.8	23.9	-15.8	5.6	4.0	-15.6	26.2
	로열티		-5.2	-26.4	57.0	-76.5	114.1	-62.6	605.3	-30.4
	매니지먼트		112.9	-26.2	15.8	-13.2	88.0	-47.3	4.2	21.2
	소계		60.0	-7.5	-7.0	9.4	43.7	-42.6	8.3	53.6
해외	음반			16.7	-27.2	91.5	110.9	-83.4	-14.0	163.8
	음원		-81.9	329.0	-82.8	272.1	-42.2	194.3	468.6	-53.4
	로열티		-88.1	98.5	-45.7	207.1	-25.6	117.0	53.4	-65.5
	매니지먼트		-0.8	63.4	165.0	70.2	31.9	35.0	-56.7	215.0
	소계		-73.3	77.4	53.9	91.9	19.9	41.7	-26.5	62.6
영업이익						193.9	95.6	-13.7	-12.1	13.8
순이익						84.9	137.7	-25.3	3.3	-10.0

주: 2010년까지 GAAP 개별 기준, 2011년부터 K-IFRS 개별 기준, 일본 음반판매 수익은 해외 로열티로 인식, 해외 콘서트는 해외 매니지먼트로 인식.
 자료: 에스엠, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 2012~2014 수익 예상 변경

(십억원, 원,%)

	변경 전			변경 후			변경률			변경 근거
	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	
매출액	251	349	410	226	317	374	-9.8	-9.2	-8.6	일본 콘서트 로열티에 대한 보수적인 가정
영업이익	82	133	161	71	110	134	-13.8	-17.5	-16.8	
세전이익	87	140	171	76	120	146	-13.1	-14.3	-14.2	
순이익	72	116	141	62	99	121	-13.2	-14.4	-14.3	
EPS	3,594	5,773	7,045	3,117	4,940	6,038	-13.3	-14.4	-14.3	
영업이익률	32.9	38.1	39.3	31.4	34.6	35.8	-1.5	-3.5	-3.5	
순이익률	28.7	33.1	34.4	27.6	31.2	32.3	-1.1	-1.9	-2.1	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익 / 자료: KDB대우증권 리서치센터

에스엠 (041510)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	143	226	317	374
매출원가	87	122	164	190
매출총이익	57	104	153	185
판매비와관리비	31	33	43	51
조정영업이익	26	71	110	134
영업이익	25	71	110	134
비영업손익	1	5	10	12
순금융비용	-2	-2	-4	-6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	76	120	146
계속사업법인세비용	4	13	21	26
계속사업이익	22	62	99	121
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	22	62	99	121
지배주주	23	62	99	121
비지배주주	-1	0	0	0
총포괄이익	23	66	103	125
지배주주	24	66	103	125
비지배주주	-1	0	0	0
EBITDA	32	74	115	139
FCF	17	42	84	107
EBITDA마진율 (%)	22.6	32.7	36.2	37.1
영업이익률 (%)	17.7	31.4	34.6	35.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	15.9	27.6	31.2	32.3

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	106	199	306	431
현금 및 현금성자산	34	97	183	294
매출채권 및 기타채권	14	22	30	36
재고자산	3	4	6	7
기타유동자산	18	28	40	47
비유동자산	62	132	163	185
관계기업투자등	3	30	30	30
유형자산	19	4	4	3
무형자산	9	8	8	8
자산총계	168	331	469	616
유동부채	52	81	112	132
매입채무 및 기타채무	23	37	51	61
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	26	41	58	68
비유동부채	4	12	16	19
장기금융부채	1	0	0	0
기타비유동부채	2	11	15	18
부채총계	56	92	128	151
지배주주지분	111	238	341	465
자본금	8	10	10	10
자본잉여금	55	117	117	117
이익잉여금	44	107	206	327
비지배주주지분	2	0	0	0
자본총계	112	238	341	465

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	31	39	87	109
당기순이익	22	62	99	121
비현금수익비용가감	11	12	16	18
유형자산감가상각비	2	1	0	0
무형자산상각비	5	2	5	5
기타	0	3	7	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	5	-23	-7	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	-6	-9	-6
재고자산 감소(증가)	0	-3	-2	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	8	15	9
법인세납부	-7	-13	-21	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	-15	-18	-1	2
유형자산처분(취득)	-13	0	0	0
무형자산감소(증가)	-5	-5	-5	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	3	-11	0	0
기타투자활동	-1	-2	4	6
재무활동으로 인한 현금흐름	2	63	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	3	63	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	18	51	86	111
기초현금	15	34	84	170
기말현금	34	84	170	281

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	33.0	18.9	11.9	9.8
P/CF (x)	25.5	18.0	11.4	9.4
P/B (x)	7.4	5.2	3.6	2.6
EV/EBITDA (x)	21.4	14.4	8.5	6.2
EPS (원)	1,235	3,117	4,940	6,038
CFPS (원)	1,790	3,265	5,187	6,282
BPS (원)	5,504	11,259	16,289	22,392
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 (%)	47.7	58.1	40.2	18.1
EBITDA증가율 (%)	25.5	128.8	55.0	21.2
영업이익증가율 (%)	25.1	180.2	54.6	22.2
EPS증가율 (%)	31.1	152.4	58.5	22.2
매출채권 회전을 (회)	14.7	13.5	12.8	11.9
재고자산 회전을 (회)	56.1	68.0	64.7	60.1
매입채무 회전을 (회)	7.8	7.6	7.2	6.7
ROA (%)	15.1	25.0	24.7	22.3
ROE (%)	23.1	35.8	34.2	30.0
ROIC (%)	76.4	196.4	280.5	294.5
부채비율 (%)	49.8	38.8	37.6	32.4
유동비율 (%)	203.4	246.5	273.7	327.0
순차입금/자기자본 (%)				
영업이익/금융비용 (x)				

자료: 에스엠, KDB대우증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자 의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

