

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	59,000원
현재주가(19/05/29)	37,650원
상승여력	57%

영업이익(19F, 십억원)	49
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	54
EPS 성장률(19F, %)	-15.5
MKT EPS 성장률(19F, %)	-20.0
P/E(19F, x)	32.8
MKT P/E(19F, x)	11.6
KOSDAQ	691.47

시가총액(십억원)	878
발행주식수(백만주)	23
유동주식비율(%)	76.6
외국인 보유비중(%)	17.0
베타(12M) 일간수익률	1.00
52주 최저가(원)	37,600
52주 최고가(원)	56,100

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.7	-30.3	-10.4
상대주가	1.3	-29.9	12.8



[미디어플랫폼/콘텐츠]

박정엽
02-3774-1652
jay.park@miraesasset.com

에스엠 (041510)

두 가지 기대

신인 성장과 주주 가치 제고를 기대, 매수 의견과 목표주가 5.9만원 유지

예상을 하회한 1Q 실적, 업종 리스크 부각, 19년 증익 가시성 감소 등으로 연초 이후 주가가 부진했다. 그러나 현 시점 이후 개선의 포인트는 분명 존재한다. 우선 1) **신인 그룹 성장을 통한 아티스트 누적 효과**가 기대된다. NCT와 WayV 투톱은 각각 보다 강화된 인지도를 기반으로 신규 앨범 발매를 앞두고 있다. NCT는 데뷔 30개월 만에 월드투어를 진행, 글로벌 시장에서의 팬덤을 키웠다. WayV는 첫 미니 Take Off가 흥행했다. 중국 내 음악(음반/음원/공연) 활동뿐 아니라 매니지먼트(광고/방송) 방면에서도 빠르게 두각을 나타내고 있다.

2) **주주 가치 제고 논의가 시작될 가능성**이 높다. 연초 이후 주요 기관 투자자의 지분 신고가 잇따라 공시되었고, **합산 시 약 20%에 달하는 충분한 지분 확보**가 완료된 것으로 파악된다. 주가 하락이 이어지며, 동사에 대해 장기간 제기되어 온 이슈(외주 법인 내재화 통한 원가 절감, 배당 등 주주 환원)가 보다 자주, 무게감 있게 공론화되고 있다. 최근의 지분 구조 변화와 대폭의 이익 개선 가능성(전년 기준 30%)을 고려하면, 경영 효율화 및 주주 가치 제고 관련 광범위한 논의는 현실성이 있는 주제로 판단한다.

2분기부터는 다시 강한 실적

2분기부터 실적 모멘텀이 다시 강해진다. 동사 대표 아티스트들이 컴백하면서 활동량이 자연스럽게 증가한다. 금번 분기에만 4월 EXO(첸) 컴백이 있었고, 5월 NCT 127의 신규 앨범 발매, 6월 WayV 중국 정식 데뷔가 예정되어 있다. 특히 EXO는 하반기 중 솔로/유닛 활동, 완전체 정규 앨범, 국내외 콘서트 투어 모두를 병행할 가능성이 높다. 금년부터 소속 멤버 입대가 순차 진행될 예정으로, 다변화된 구성을 통해 활발한 활동을 전개할 것이다. 이러한 상황을 고려하면 전년과 같이 최소 3회의 컴백, 전년 이상의 음반/공연 판매를 기대할 수 있다.

자회사 부진도 향후 개선이 가능하다. SM C&C는 신규 광고주가 늘었고 비수기에서 벗어난다. 키이스트는 드라마 편성이 하반기에 집중됐다. 해외 법인도 신인 매출 발생이 시작된다.

1Q19 Review: 예견된 바닥, 본업은 선전 자회사는 부진

1분기 연결 매출액 1,308억원(+18.2% YoY), 영업이익 28억원(-72.9%)을 기록했다. 예견된 활동 감소 영향이 있었음에도 본업 OP(별도+재팬+드림메이커 126억원)은 선전했다. 주로 본사 매출액 중 해외 음원(96억원, +100%) 고성장에 힘입은 것이다. 여기에는 당초 기대했던 중국 음원 유통사 전환(TME) 효과가 반영된 것으로 판단한다.

반면 자회사 부진이 극심했다. SM C&C는 광고 비수기 영향으로 적자(-21억원)가 지속됐다. 전년 3Q 연결된 키이스트도 -12억원 적자(드라마 공백)를 기록했다. 이밖에 기타 자회사(합산 약 60억원)의 적자는 신사업 상각비 및 로컬 신인 관련 비용이 반영된 것으로 추정된다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	322	350	365	612	662	759
영업이익 (십억원)	38	21	11	48	49	79
영업이익률 (%)	11.8	6.0	3.0	7.8	7.4	10.4
순이익 (십억원)	22	4	4	31	27	54
EPS (원)	1,048	169	199	1,361	1,149	2,307
ROE (%)	8.3	1.2	1.3	8.0	6.1	11.1
P/E (배)	41.0	153.0	174.4	38.4	32.8	16.3
P/B (배)	3.1	1.7	2.2	2.8	1.9	1.7
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 1. 에스엠 분기 및 연간 실적 추이와 전망

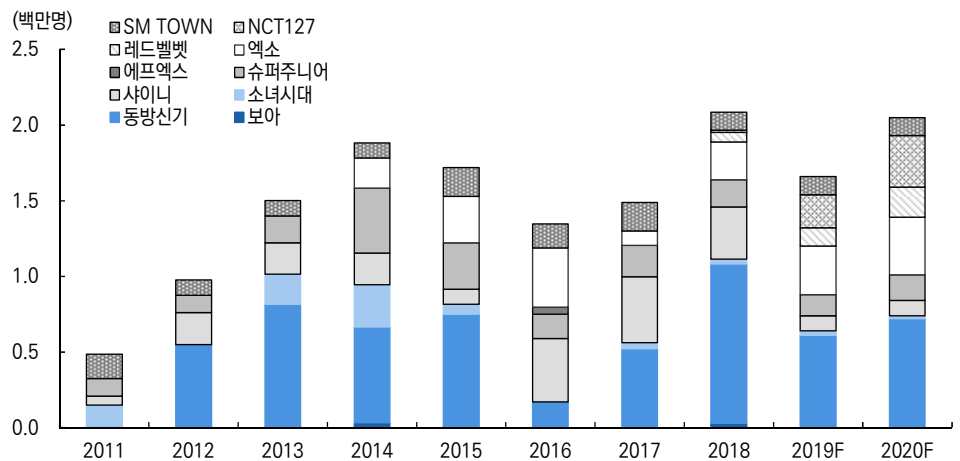
(십억원, %, 백만장, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	111	124	169	209	131	154	190	187	612	662	759
SM Ent.	59	61	66	96	57	65	81	80	282	283	340
SM Japan	26	16	20	32	15	19	21	26	95	80	94
드림메이커	7	12	18	21	16	16	16	15	58	63	74
SM C&C	38	52	44	63	35	42	48	66	197	191	203
키이스트			38	21	23	29	41	22	59	115	122
영업이익	10.4	10.0	12.1	15.2	2.8	11.3	21.6	13.0	48	49	79
영업이익률 (%)	9.4	8.0	7.2	7.3	2.1	7.3	11.4	7.0	7.8	7.4	10.4
세전이익	15.1	11.1	10.9	8.8	2.7	13.3	20.6	10.6	46	47	82
당기순이익	11.4	4.0	7.3	0.7	-3.7	9.7	15.0	7.7	23	29	60
순이익률 (%)	10.3	3.2	4.3	0.3	-2.8	6.3	7.9	4.1	3.8	4.3	7.9
지배주주순이익	11.2	5.1	6.4	8.0	-1.0	8.6	12.4	7.2	30.6	27.2	53.6
YoY											
매출액	62.5	83.8	94.6	45.9	18.2	23.9	12.4	-10.3	67.6	8.1	14.7
SM Ent.	46.7	49.6	8.3	28.8	-4.1	6.8	23.9	-17.1	30.3	0.4	20.4
SM Japan	102.3	33.6	74.4	45.7	-43.3	15.5	1.5	-19.9	61.4	-15.7	17.5
드림메이커	19.6	-22.0	116.2	67.5	143.3	26.4	-12.8	-29.2	37.2	7.5	17.6
SM C&C	151.4	361.7	338.0	20.0	-6.2	-20.6	8.1	5.7	122.5	-3.0	6.5
키이스트	-	-	-	-	-	-	6.0	6.0	-	93.7	6.0
영업이익	765.8	626.2	162.8	306.3	-72.9	12.9	77.5	-14.4	336.4	2.0	62.4
당기순이익	흑전	6.3	-43.2	흑전	적전	140.9	106.3	1,032.6	흑전	22.8	108.4
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	2.1

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

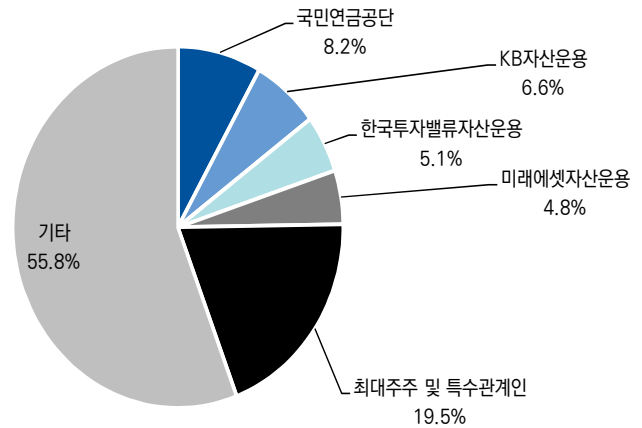
자료: 에스엠, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 에스엠 일본 공연 모객 가정



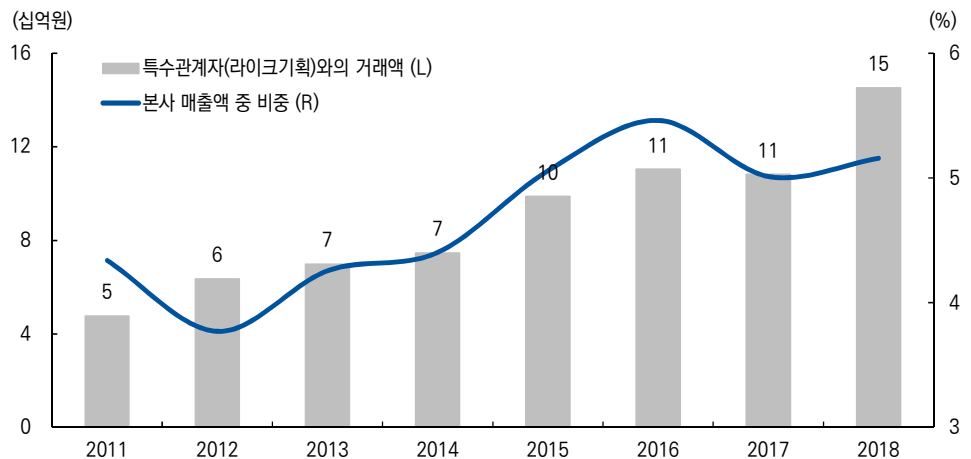
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 키리스트 등 인수로 대주주 지분은 희석, 이후 주요 기관 투자자 지분은 증가



자료: 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 라이크기획과의 거래액은 지속 증가



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. WayV 산곡은 QQ 뮤직 인기차트 1위를 기록



자료: 미래에셋대우 리서치센터

에스엠 (041510)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액	365	612	662	759
매출원가	249	410	446	495
매출총이익	116	202	216	264
판매비와관리비	105	155	167	185
조정영업이익	11	48	49	79
영업이익	11	48	49	79
비영업손익	13	-2	-3	4
금융손익	0	0	2	4
관계기업등 투자손익	21	-6	-3	0
세전계속사업손익	24	46	46	83
계속사업법인세비용	29	23	18	22
계속사업이익	-5	23	28	60
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-5	23	28	60
지배주주	4	31	27	54
비지배주주	-9	-7	1	6
총포괄이익	-12	27	29	60
지배주주	-1	35	10	21
비지배주주	-10	-8	19	39
EBITDA	33	88	118	132
FCF	67	110	88	129
EBITDA 마진율 (%)	9.0	14.4	17.8	17.4
영업이익률 (%)	3.0	7.8	7.4	10.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.1	5.1	4.1	7.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	441	537	600	747
현금 및 현금성자산	195	237	331	436
매출채권 및 기타채권	121	124	111	129
재고자산	9	12	10	12
기타유동자산	116	164	148	170
비유동자산	357	465	425	391
관계기업투자등	81	101	91	105
유형자산	93	93	83	71
무형자산	113	186	162	121
자산총계	798	1,002	1,026	1,137
유동부채	330	394	358	406
매입채무 및 기타채무	209	266	238	275
단기금융부채	49	44	44	44
기타유동부채	72	84	76	87
비유동부채	31	32	49	52
장기금융부채	11	10	29	29
기타비유동부채	20	22	20	23
부채총계	362	426	407	458
지배주주지분	345	424	459	513
자본금	11	12	12	12
자본잉여금	170	219	234	234
이익잉여금	134	174	201	255
비지배주주지분	91	152	160	166
자본총계	436	576	619	679

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	77	120	91	129
당기순이익	-5	23	28	60
비현금수익비용가감	53	83	90	72
유형자산감가상각비	11	13	14	12
무형자산상각비	11	27	55	41
기타	31	43	21	19
영업활동으로인한자산및부채의변동	46	52	-15	16
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-83	2	14	-17
재고자산 감소(증가)	-1	-1	1	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	97	46	-35	25
법인세납부	-17	-39	-13	-22
투자활동으로 인한 현금흐름	-111	-127	15	-11
유형자산처분(취득)	-4	-10	-3	0
무형자산감소(증가)	-25	-26	-7	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	-33	8	-11
기타투자활동	-86	-58	17	0
재무활동으로 인한 현금흐름	64	46	-13	0
장단기금융부채의 증가(감소)	3	-5	18	0
자본의 증가(감소)	6	49	15	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	55	2	-46	0
현금의 증가	26	42	94	105
기초현금	170	195	237	331
기말현금	195	237	331	436

예상 주당가치 및 valuation (요약)

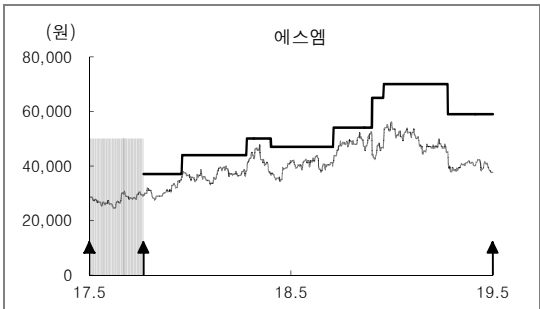
	12/17	12/18	12/19F	12/20F
P/E (x)	174.4	38.4	32.8	16.3
P/CF (x)	15.6	11.1	7.4	6.7
P/B (x)	2.2	2.8	1.9	1.7
EV/EBITDA (x)	21.5	12.9	6.3	4.8
EPS (원)	199	1,361	1,149	2,307
CFPS (원)	2,218	4,725	5,070	5,639
BPS (원)	16,077	18,465	19,679	21,986
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	4.3	67.7	8.2	14.7
EBITDA증가율 (%)	-25.0	166.7	34.1	11.9
조정영업이익증가율 (%)	-47.6	336.4	2.1	61.2
EPS증가율 (%)	17.8	583.9	-15.6	100.8
매출채권 회전율 (회)	4.4	5.0	5.6	6.3
재고자산 회전율 (회)	36.8	60.8	60.5	68.1
매입채무 회전율 (회)	3.3	2.7	2.6	2.9
ROA (%)	-0.7	2.6	2.8	5.6
ROE (%)	1.3	8.0	6.1	11.1
ROIC (%)	-1.2	13.0	15.1	34.8
부채비율 (%)	83.1	74.0	65.7	67.4
유동비율 (%)	133.4	136.3	167.9	183.9
순차입금/자기자본 (%)	-31.9	-39.5	-48.2	-60.2
조정영업이익/금융비용 (x)	9.1	18.7	13.9	21.6

자료: 에스엠, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
에스엠(041510)				
2019.03.10	매수	59,000	-	-
2018.11.14	매수	70,000	-28.71	-19.86
2018.10.24	매수	65,000	-29.96	-25.69
2018.08.15	매수	54,000	-10.49	-2.59
2018.04.24	매수	47,000	-15.14	-6.60
2018.03.11	매수	50,000	-14.46	-4.40
2017.11.14	매수	44,000	-16.57	-9.20
2017.09.05	매수	37,000	-15.93	-2.43
2017.01.02	분석 대상 제외		-	-

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 에스엠 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.