



2019년 6월 7일 | Equity Research

에스엠 (041510)

주주서한에 대한 의견

목표주가 상향

유튜브와 BTS의 수혜를 통한 케이팝의 글로벌화는 현재진행형이며, 많은 투자자들이 그 가능성에 함께하고자 기획사 산업에 투자하였지만, 승리 이슈와 반복되는 실적 쇼크로 수혜를 함께 누리지 못하고 있다. 금번 주주서한은 그 수혜를 함께 누리고자 함이며, SM도 언론을 통해 적극적인 소통을 약속한 만큼 분명한 성과가 도출될 것으로 예상된다. 일부 적자 자회사들이 정상화되면 19년 영업이익은 현재 예상치 대비 36%까지 개선 가능할 것으로 추정하며, 이익 개선 가능성을 밸류에이션에 반영해 목표 P/E를 34배로 상향해 목표주가를 58,000원(+12%)으로 상향한다.

3가지 핵심 부문: 라이크기획과 F&B, 그리고 배당

5일 KB자산운용은 SM에 대한 주주서한을 공시했다. 핵심은 크게 3가지로 라이크기획과 F&B, 그리고 배당이다. 1) 라이크기획은 SM 별도 매출액의 최대 6%를 가져가는데 반해 기업가치는 이익을 기반으로 한다는 점에서 주주들과의 이해상충이 발생하며, 2) 특히, F&B 관련 사업이 구조적인 적자일 수 있다는 합리적인 의심이 제기되어 매각/청산을 요구했다. 참고로, 2018년 한국과 일본의 F&B 적자만 제거해도 영업이익은 548억원(+15%), F&B/라이크기획 동반 제외 시 693억원(+45%)이 가능했다. 3) 마지막으로 유일하게 배당하지 않는 기획사에 대해 30%의 배당성향 및 신규 사외이사 후보 추천을 요구했다. 답변 요구 시한은 6월 20일이다.

2~3분기 실적은 크게 기대에 불만하다

관련한 이슈와 별개로 2분기 이후 실적 기대감도 높다. 1)엑소는 다양한 유닛으로 컴백해 2018년보다 높은 수익이 예상되며, 2) C&C/키이스트/베이징/에브리싱은 각각 광고 부문의 계절성/드라마제작 확대 및 김수현 제대/WayV 성과 확인/유료 팬클럽 모객 시작 등으로 2~3분기에 적자 축소 및 턴어라운드 가능성이 높다. 3)북미/중국향 팬덤 증가로 주요 아티스트들의 음반 판매량이 예상치를 조금씩 상회하는 가운데 분기 100억원 수준까지 상승한 해외 음원과 일본 매출이 가장 높아 환율 상승에 따른 수혜가 예상된다.

Update

BUY

| TP(12M): 58,000원(상향) | CP(6월 5일): 45,350원

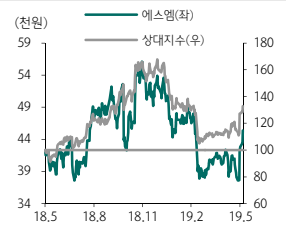
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	707.75
52주 최고/최저(원)	56,100/37,600
시가총액(십억원)	1,060.4
시가총액비중(%)	0.44
발행주식수(천주)	23,381.7
60일 평균 거래량(천주)	335.2
60일 평균 거래대금(십억원)	13.5
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	16.79
주요주주 지분율(%)	
이수만 외 7인	19.27
국민연금	8.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.0 (11.6) 12.0
상대	15.1 (12.4) 38.8

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	700.0	787.3
영업이익(십억원)	53.7	68.8
순이익(십억원)	34.3	47.5
EPS(원)	1,443	1,940
BPS(원)	19,667	21,581

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	365.4	612.2	701.9	765.0	845.5
영업이익	십억원	10.9	47.7	55.0	61.9	74.2
세전이익	십억원	24.4	46.0	56.0	66.4	80.2
순이익	십억원	4.3	30.6	30.8	39.8	46.0
EPS	원	199	1,361	1,323	1,701	1,966
증감률	%	17.8	583.9	(2.8)	28.6	15.6
PER	배	174.42	38.44	34.27	26.67	23.07
PBR	배	2.16	2.83	2.33	2.14	1.96
EV/EBITDA	배	21.47	12.86	10.70	10.06	8.67
ROE	%	1.28	7.96	7.01	8.37	8.88
BPS	원	16,077	18,465	19,503	21,203	23,170
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

dagyeompark@hanafn.com

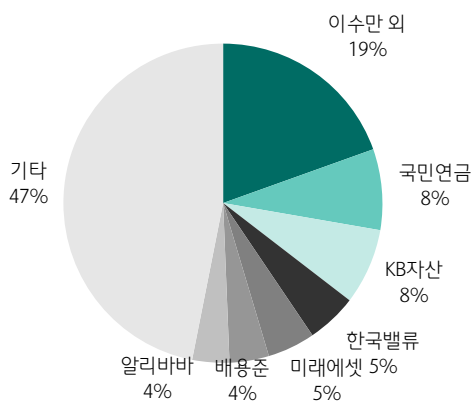
1. KB자산운용의 주주서한 공시

KB 지분을 확대 및 주주서한 공시

- 1) F&B 자회사들의 정상화
- 2) 라이크 기획 인세
- 3) 배당 및 신규 사외이사후보 추천

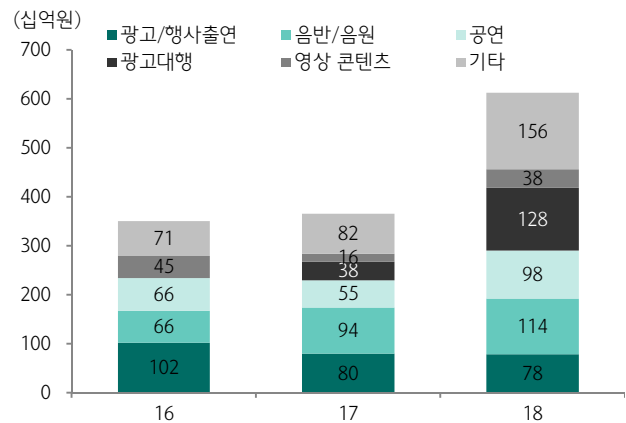
6월 5일 KB자산운용은 SM에 대한 지분을 확대(기존 6.6% → 7.6%로) 및 주주서한을 자사의 홈페이지를 통해 공시했다. 주주서한의 내용은 크게 세가지를 골자로 하는데 1) 매출 대비 과다한 적자를 기록하고 있는 F&B 관련 자회사들에 대한 정상화와 2) 라이크 기획의 인세, 그리고 3) 유일하게 배당을 하지 않는 기획사에 대한 배당성향 30%와 신규 사외이사후보 추천이다. 당사는 최대한 KB자산운용이 공시한 자료를 기반으로 문제제기를 검토해 보고자 한다.

그림 1. SM 주주 구성 - 기관 투자자 비중 26% 이상



자료: Dart, 하나금융투자

그림 2. SM 부문별 매출 비중



자료: SM, 하나금융투자

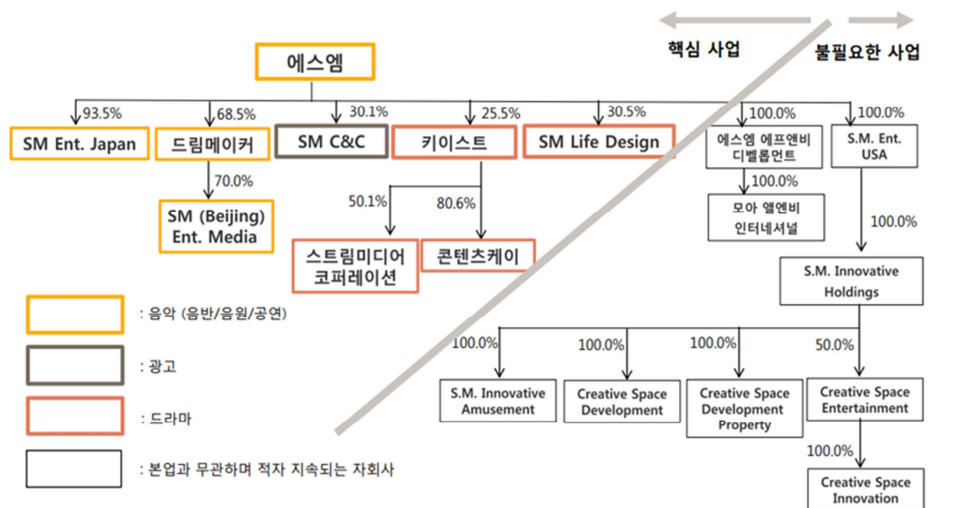
그림 3. SM 지배구조 및 지분 관계도

핵심사업

- 음악, 광고, 드라마

불필요한 사업

- F&B 등



자료: KB자산, 하나금융투자

1) 미국 법인 및 F&B 관련 사업의 적자

미국 법인

- 큰 자본금 투여

F&B

- 매출 대비 대규모 적자 기록

F&B 6년 누적 매출 100억원 미만/
200억원대 적자 기록했으나,

사업 중단/매각 않는 것 납득 어려움

F&B 영업 적자 제외 시 18년 연결기
준 영업이익은 478억원에서 548억원
(+15%)으로 증가

SM의 주요 자회사들 중 가장 많은 자본금이 투여된 곳(상장사 제외)이 미국 법인이며, 가장 많은 적자를 기록하고 있는 곳이 F&B 사업이다. 우선, 미국 법인 산하에는 여행업/호텔리조트 및 빌라/와이너리 등을 영위하는 다양한 자회사들이 있다. 실적 측면에서 보면 분명한 손실이기는 하나 충분히 감내할 수 있는 수준이다. 다만, 지금까지 배당을 한번도 하지 않았던 것이 회사의 성장을 위한 투자금이 많이 필요하다는 점인데, 이를 감안하면 조금은 아쉬운 부분이 있다.

미국법인과 SM 에프엔비 디벨롭먼트(청담동에 SMT 레스토랑 운영, 이하 F&B)를 연결시킨 것은 F&B의 납득하기 어려운 실적 때문이다. 2013년부터 운영한 F&B는 6년 누적 매출이 100억원이 채 되지 않는데, 누적 적자만 211억원이다. 최근 3년간만 보면 1개의 레스토랑을 운영(연평균 매출 30억원 내외)함에도 연간 40~70억원 내외의 적자 지속은 1) 사업 역량 부족 혹은 2) 애초에 흑자를 목표로 사업을 하지 않고 있다는 합리적 의심을 유발한다. SM F&B JAPAN 역시 2018년 매출 10억원에 순적자 17억원을 기록했으며, 미국 법인에서도 추가적인 레스토랑 사업을 준비하고 있다고 언급했다. 그 동안 아티스트들을 세계 최고 수준으로 키워낸 역량으로 봤을 때 이런 사업들을 중단하거나 매각하지 않는 것이 납득하기 힘들다는 점을 제기한 것이다. 참고로, 2018년 SM의 연결 영업이익은 478억원이고, 이 중 F&B의 적자를 제외한다면 영업이익은 15% 개선된 548억원을 기록했을 것으로 예상된다.

그림 4. SM USA 산하 자회사 및 기말 자본금 규모

미국 법인 자본금: \$1,700만

미국 법인 산하 자회사 총 자본금

: \$3,000만 이상

(단위: JPY, USD, RMB, 천원)

종속기업명	소재지	주요 영업활동	결산월	지분율		통화	당기말 자본금
				당기말	전기말		
(주)에스엠엔터테인먼트채권(*1)	일본	일본지역 매니지먼트	12월	100.00%	100.00%	JPY	50,000,000
S.M. Entertainment USA, Inc.	미국	미국지역 매니지먼트	12월	100.00%	100.00%	USD	17,000,000
(주)에스엠에프엔비디벨롭먼트	국내	외식 및 외식프랜차이즈 사업	12월	100.00%	100.00%	KRW	12,000,000

(단위: JPY, USD, RMB, 천원)

종속기업명	소재지	하위 종속기업명	결산월	실효지분율(*1)		통화	당기말 자본금
				당기말	전기말		
(주)에스엠엔터테인먼트채권	일본	S.M. F&B Development Japan Inc.(+3)	12월	100.00%	100.00%	JPY	10,000,000
	일본	(주)키이스트	12월	6.12%	-	KRW	8,517,563
S.M. Entertainment USA, Inc.	미국	S.M. Innovative Holdings LLC	12월	100.00%	100.00%	USD	13,200,000
	미국	S.M. Innovative Amusement LLC	12월	100.00%	100.00%	USD	4,950,000
	미국	Creative Space Development LLC	12월	100.00%	100.00%	USD	1,700,000
	미국	Creative Space Development Property, LLC	12월	100.00%	100.00%	USD	4,300,000
	미국	Creative Space Entertainment Inc.(+2)	12월	50.00%	50.00%	USD	4,000,000
	미국	Creative Space Innovation Inc.(+2)	12월	50.00%	50.00%	USD	3,930,000
(주)에스엠에프엔비디벨롭먼트	국내	(주)모아엔터테인먼트	12월	100.00%	100.00%	KRW	2,600,000

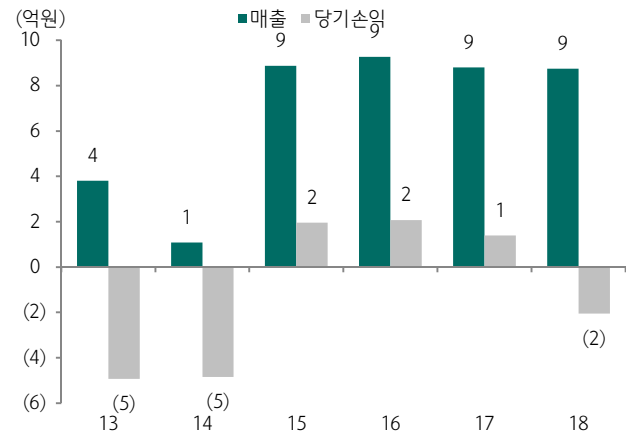
자료: Dart, KB자산, 하나금융투자

그림 5. USA 법인 통해 와이너리 운영



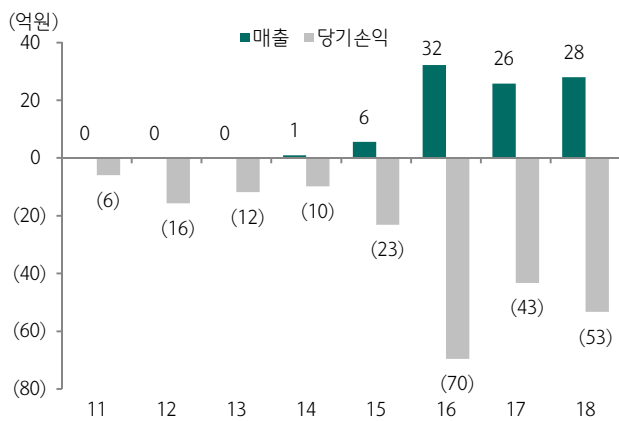
자료: 스포츠조선, KB자산, 하나금융투자

그림 6. SM USA 법인 실적 추이



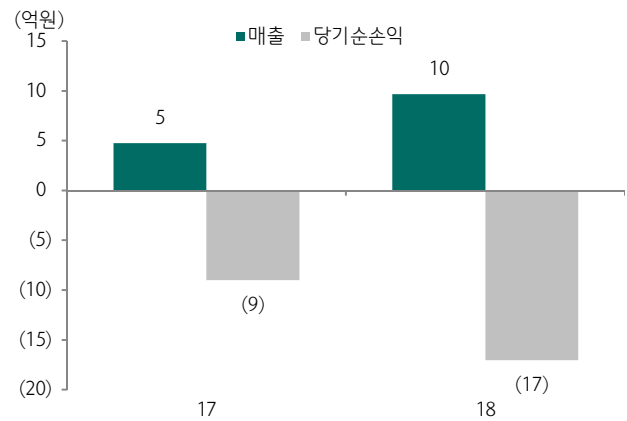
자료: SM, 하나금융투자

그림 7. F&B 실적 추이



자료: SM, 하나금융투자

그림 8. SM F&B Japan 실적 추이



자료: SM, 하나금융투자

주: 17년 SM JAPAN에서 분할 설립

2) 라이크 기획

라이크 기획 인세 지급률

- 97년~15년: 음반 매출의 15%
- 16년 이후: 별도 매출의 최대 6%
- (최근 3년 영업이익의 46% 인세 지급)

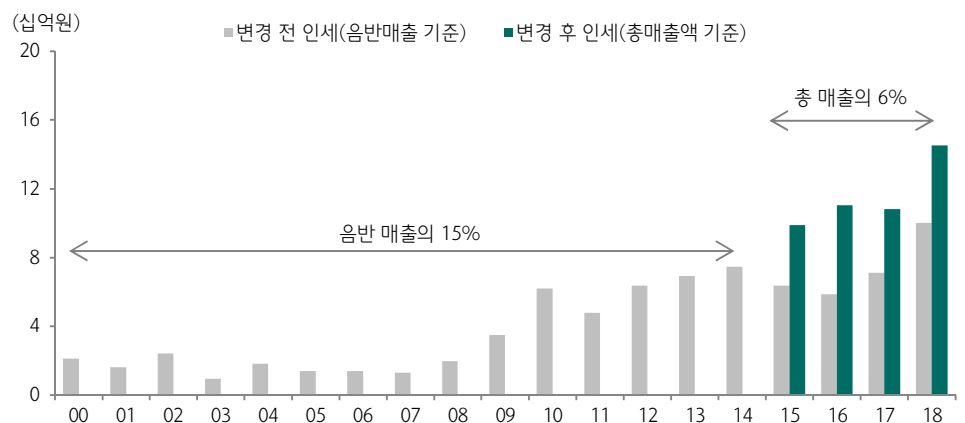
1997년 이수만 총괄 프로듀서(이하 총괄)의 100% 지분으로 시작한 라이크기획은 SM의 고성장에 가장 핵심적인 역할을 했다. SM의 성장이 결국 음악에 기반한 경쟁력이었음을 부정할 수는 없다. 그런데, 2010년 이수만 총괄의 이사회 사임 이후 2015년에 인세 지급 방식이 기존 음반 매출의 15%(SM 입장에서는 매출원가) → 별도 매출의 최대 6%를 지불하는 방식으로 변경되었고, 변경 이후 4년간 인세 규모는 기존 방식보다 168억원 더 증가했다. 최근 3년간 영업이익의 46%가 라이크 기획에 인세로 지급되었다.

라이크 기획과 거래 합법적이라도 음반 외 다양한 매출에 인세 지급할 이유에 의문 제기

KB자산운용이 제기하는 문제의 핵심은 이수만 총괄의 이사회 사임 이후 그 영향력이 낮아졌음에도 라이크기획에 대한 인세 수취는 대폭 상승했다는 점이다. 일감 몰아주기가 아닌 합법적인 행위라고 하더라도(혹은 SM의 성장이 음악 경쟁력에 있었음을 충분히 인정함에도), 방식 변경으로 인해 별도 매출을 구성하는 음반 외 다양한 매출(콘서트, 방송 출연, 행사, MD 등등)에 대해서도 인세를 지급해야 할 이유가 있는가라는 점이다.

그림 9. 지급 기준 변경 전후 인세 지급액

음반 매출의 15%에서 별도 총 매출의 6%로 지급 기준 변경되어, 기존 방식에 비해 인세 증가(4년간 추가 지불 분 168억원)

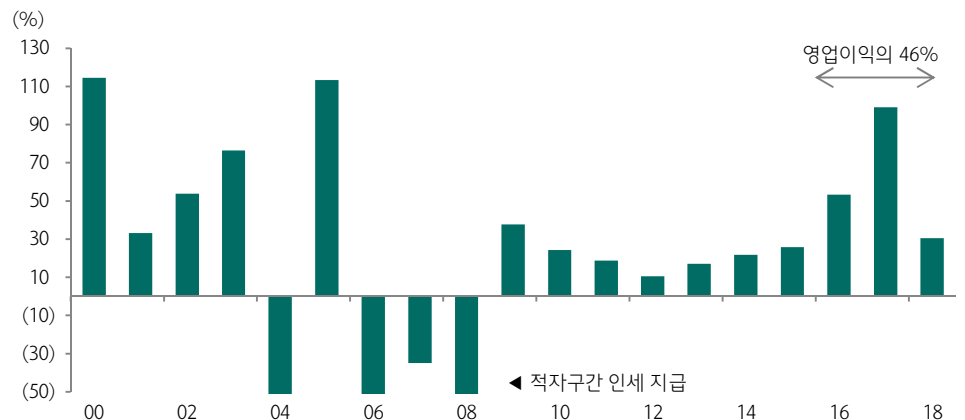


자료: SM, KB자산, 하나금융투자

그림 10. SM 연결기준 영업이익 대비 인세 지급률

적자 구간에도 인세 지급

지난 3개년 영업이익의 46% 인세로 지급



자료: SM, KB자산, 하나금융투자

- 1) 라이크 기획 계약 투명성
2) 총괄(매출 중심)과 주주(이익 중심)의 이해관계 상충

KB자산은 이해상충 해소 시 가정에 따라 영업이익에 최소 198억원~ 최대 404억원 규모의 전년대비 개선 잠재력 추정

3) 2가지 관점에서 이수만 총괄과 주주간의 이해상충

- 1) 라이크 기획과 관련된 계약서의 투명성

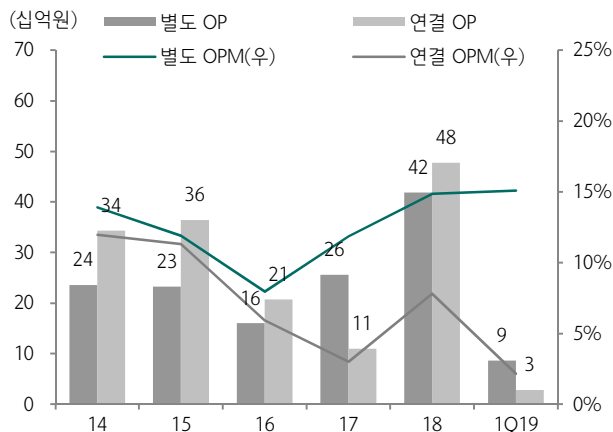
최근 3년간 연결 영업이익의 46%를 가져가는 만큼, SM이 항상 법적으로 문제가 없다고 밝히는 계약 내용과 인세율에 대한 근거를 설명할 필요가 있다는 점과

- 2) 총괄과 주주가 같은 구조로 이해관계를 일치

이수만 총괄의 이해관계는 별도 매출액의 성장에 있고, 주주들은 이익에 기반하기 때문에 잠재적인 이해상충은 계속해서 발생할 수 밖에 없다는 점이다. 예를 들면, 100억짜리 매출을 수주했을 때, 설사 이익이 전혀 발생하지 않는 구조라 하더라도 라이크 기획으로는 최대 6억원의 인세가 발생한다는 점이다.

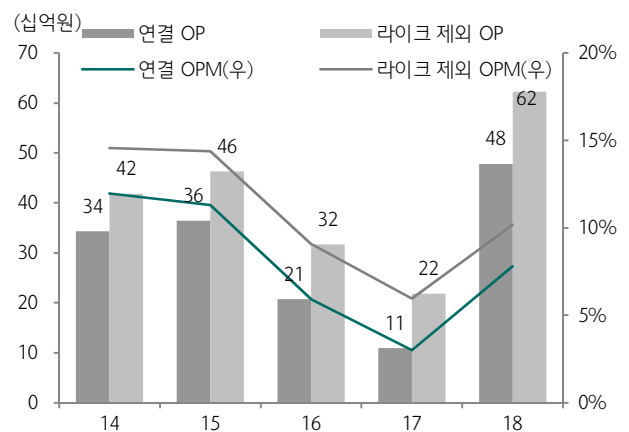
즉, 별도 매출액이 성장만 하면 되는 대주주의 이해관계상, 수익성 낮은 매출의 수주나 주요 자회사들이 대규모 적자를 굳이 신경 써야 할 필요가 없다는 점이다. 실제로 자회사들의 반복적인 쇼크로 인해 별도 부문의 고성장에도 불구하고 연결 영업이익은 매년 예상치를 크게 하회하고 있다. KB자산운용은 3가지 가정에 기반해 2019년 영업이익이 최소 198억원~최대 404억원 개선된 675억원~881억원까지 잠재력이 있다고 판단했다.

그림 11. SM 연결/별도기준 영업이익 추이



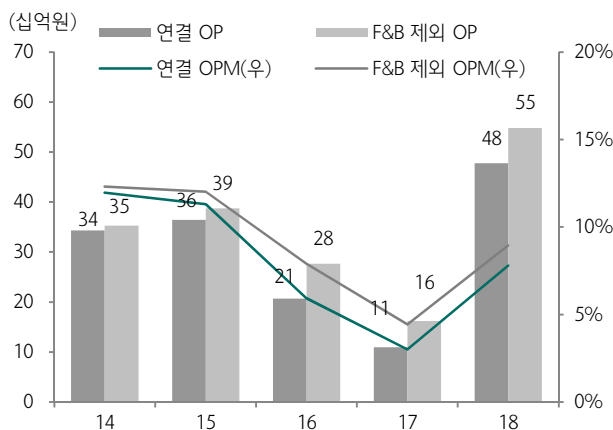
주: 인세는 라이크기획항 영업비용
자료: SM, KB자산, 하나금융투자

그림 12. 라이크기획 제외 시 연결기준 영업이익 추이



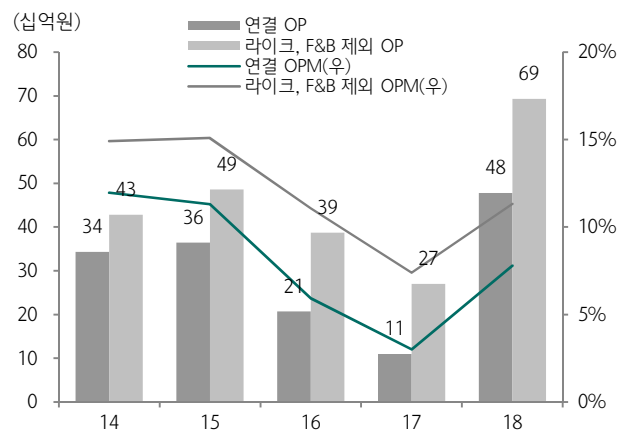
주: 인세는 라이크기획항 영업비용
자료: SM, KB자산, 하나금융투자

그림 13. F&B 제외 시 연결기준 영업이익 추이



주: F&B는 16년까지는 SM F&B Development(SM 100% 자회사)의 실적, 17년 이후로는 SM F&B Development와 SM F&B Development Japan(SM Japan 100% 자회사) 합산 실적
자료: SM, 하나금융투자

그림 14. 라이크기획, F&B 동시 제외 시 연결기준 영업이익 추이



자료: SM, 하나금융투자

1분기 쇼크는 자회사 기인

1) C&C: 매출 성장에도 이익 부진. 단, 2분기 대형 광고주 재개 예정이며 기대치 낮아짐

2) 키이스트: 2분기 연속 적자 기록. 단, 연말까지 5개 드라마 라인업 준비 및 주력 아티스트(김수현) 제대

3) 베이징: 1분기 13억원 적자나, WayV 본격 활동 실적 2분기 이후 반영 예정

4) F&B: 18년에 70억원 적자 기록, 추후 주주와 소통 필요

5) 에브리싱: 1분기 자체 아이돌 유료 팬클럽 사업 시스템 비용으로 적자 발생 중이나 성장 잠재력 높음

2. 하나금융투자의 의견 - 주요 자회사들의 정상화시 19년 영업이익 +36% 개선

1) F&B 제외 주요 자회사들의 2분기 이후 개선 가능성 높음

1분기 실적 쇼크는 별도 부문의 견조한 성장에도 불구하고 5개의 주요 자회사들이 적자를 기록했기 때문인데, 각각 C&C, 키이스트, 베이징, F&B, 그리고 에브리싱이다. 우리는 C&C의 연간 OPM 5% 수준 달성, F&B와 에브리싱의 적자 해소만 가정해도 19년 영업이익이 기존 추정치 대비 +36% 폭으로 개선될 수 있고 판단한다.

1) **C&C**: 광고사업부를 인수할 당시 예상했던 매출 성장과 실제로 시현하고 있는 매출액이 크게 다르지 않다. 이익 부문에서는 2017년에는 PMI 조정에 따른 적자를 충분히 납득할 수 있었는데, 2018년에도 20억원 내외의 적자를 기록한 것은 납득하기 힘들다. 2019년 3분기 실적발표에서 광고부문의 성장을 자신했음에도 4분기 부진한 실적이 나온 것에 대한 설명도 부재했다. 다만, 2분기부터 대형 광고주들의 광고가 재개(대한항공 등)되면서 턴어라운드의 가능성이 있다. 2019년 예상 영업이익은 26억원으로 이미 기대치를 상당히 낮춘 상황이기에 조금은 더 지켜보자.

2) **키이스트**: 2개 분기 연속 적자가 이어지고 있는데, 드라마 제작사인만큼 드라마의 부재는 실적 부진으로 이어질 수 밖에 없다. 그러나, 2분기 이후 연말까지 5개의 드라마 라인업이 준비되어 있으며, 핵심 아티스트인 김수현도 제대하기에 턴어라운드 가능성은 상당히 높아 보인다.

3) **베이징**: 1분기 13억원의 적자를 기록했지만, 이는 WayV의 본격적인 활동이 반영되기 전 비용만 반영된 것이다. 5월 발매한 음원은 아이튠즈 30개국 1위를 기록하는 등 상당한 가능성을 증명했다. 사드 규제에도 불구하고 중국향 매출 성장이 기대되는 핵심 자회사이다.

4) **F&B**: 2018년 한국/일본 합산 70억원 대의 적자를 기록했다. 한국의 매출 규모가 3년 연속 유지되었다는 점은 애초에 이 사업이 흑자를 목표로 하지 않았을 가능성이 높다는 의심을 할 수 밖에 없다. 일본 및 미국으로 확장 계획을 가지고 있는데, 일본에서도 비슷한 규모의 적자를 기록했다. F&B만 매각해도 2018년 영업이익은 약 15% 개선될 수 있다. 주주와의 소통을 강화하기로 공식 대응한 만큼 이에 대한 설명이 반드시 필요하다. 사측의 변은 6월까지 진행되고 있는 리모델링 이후에는 적자 폭이 축소될 가능성이 있다고 언급했다.

5) **에브리싱**: 1분기 자체 아이돌 유료 팬클럽 사업을 시작하기 전 시스템 비용으로 적자가 발생하고 있다. 처음 진행하는 사업이나, 일본에서 확인했던 성장과 가능성들을 감안하면 상당한 성장 잠재력을 보유하고 있다. 콘서트 예매권이 핵심인 만큼 엑소를 포함한 주요 아티스트들의 한국 콘서트가 시작할 때마다 의미 있는 성장을 확인할 수 있을 것이다. 엑소/NCT/레드벨벳 등 주요 아티스트들의 한국 콘서트 예매가 시작되는 3분기까지는 관련 실적을 지켜볼 필요가 있다.

표 1. 일부 자회사 정상화시 당사가 판단하는 합리적인 이익 개선 잠재력

기존 19년 예상 영업이익	550 억원
(+) C&C 연간 OPM 5% 가정시 증분	74 억원
(+) F&B 적자 해소 가정	70 억원
(+) 에브리싱 적자 해소 가정	52 억원
자회사 정상화 시 19년 예상 영업이익	746 억원
개선 여력	36 %

자료: 하나금융투자

2) 라이크 기획 - 투자자들은 공정함을 원하고 있다

라이크 기획에 대한 투자자의 요구
- SM의 성장에 라이크 기획 기여 인정하나 공정성이 화두

SM 음악의 경쟁력은 글로벌로 인정 받고 있고, BTS의 수혜 속에서 NCT나 레드벨벳이 북미 투어를 진행하는 등 케이팝의 글로벌화에 기여하고 있다. SM의 글로벌 성장은 분명히 라이크 기획이 프로듀싱하는 음악에 기반한다고 판단한다. 다만, 아티스트들의 방송출연, 행사, 콘서트, MD 등 음악이 아닌 여러 매니지먼트 매출에 대해서도 최대 6%의 인세를 받아야 하는가에 대해서는 매우 아쉽다. 투자자들이 매년 라이크 기획에 대해서 이익을 제기하는 것도 합법성이 아닌 공정함에 대해 묻고 있기 때문이다.

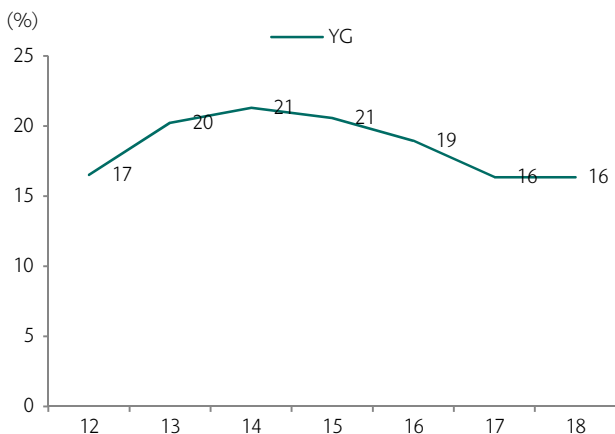
케이팝의 글로벌화 과정에서 SM은 가능성이 가장 높아 장기 투자 대상임에도, 반복되는 주요 자회사 실적 쇼크로 피로 누적되어 금번 주주서한 발송에 이름

SM의 그 동안의 성과는 이수만 총괄의 역량 없이는 불가능했다고 판단하며, 실제로 박진영 PD가 없는 JYP에 투자하고 싶지 않듯 이수만 총괄의 영향력이 없는 SM에 투자하고 싶은 투자자는 별로 없을 것이라 생각한다. 주요 기관투자자들은 케이팝의 글로벌화 가능성이 현실화 되고 있는 상황에서 그 가능성의 최상단에 있는 SM에 대해 매우 긍정적인 시각을 견지하며 오랫동안 투자하고 있지만, 매년 반복되는 주요 자회사들의 실적 쇼크로 이미 많이 지쳐있다. SM은 그간 자회사들의 실적에 대한 고민을 이야기해 왔으나, 결국은 KB자산운용의 주주서한의 시발점이 되었다.

라이크기획의 에스엠 합병/배당이 이뤄지는 수준 아니더라도,
라이크기획의 인센티브를 매출에서 영업이익 기반으로 전환시 공정성 관점에서 합리적 대안 될 것

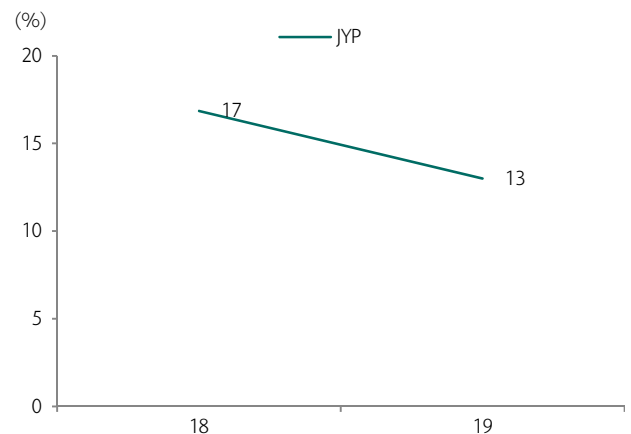
라이크기획이 에스엠에 합병되고 30%의 배당성향이 실현된다면 금상첨화겠지만, 굳이 그 정도가 아니더라도 라이크기획의 인세/로열티가 매출이 아닌 연결 영업이익을 기준으로 결정되게 된다면 굉장히 합리적인 대안이 될 수 있다. 경쟁사인 JYP도 매출이 아닌 이익 기반으로 직원들의 인센티브를 책정하고 있다. 주주 역시 이에 대해서 전혀 불만이 없고 오히려 바람직한 현상이라고 판단하고 있다. 과도한 인세가 아닌 공정한 인세에 대한 여부를 한번은 검토해주길 바란다.

그림 15. YG 배당 성향



자료: YG, 하나금융투자

그림 16. JYP 배당 성향



자료: JYP, 하나금융투자

주: JYP는 18년부터 배당 시작해 19년 컨센서스 기준 배당성향 기재

표 2. 에스엠 목표주가 상향

지배주주순이익('20년)	40	십억원
주식 수	23,325	천주
EPS	1,705	원
목표 P/E	34.2	배
목표 주가	58,000	원
현재 주가	45,350	원
상승 여력	28	%

자료: 하나금융투자

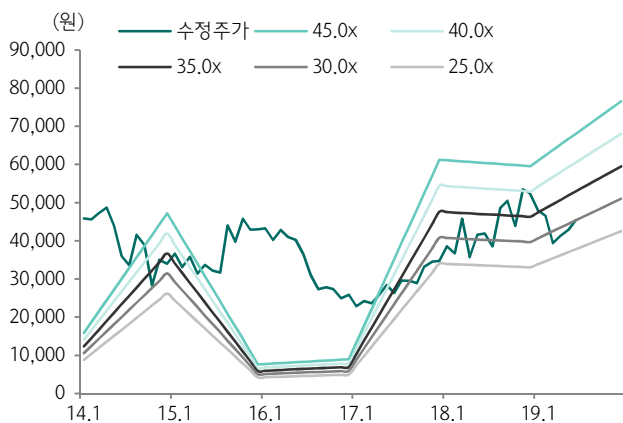
표 3. SM 실적 추정

(단위: 십억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	365	612	702	765	111	124	169	209	131	160	209	202
SME	216	282	295	304	59	61	66	96	57	58	102	81
음반	47	67	61	62	12	12	9	34	8	11	29	15
음원	39	45	63	69	10	11	9	15	15	16	16	16
매니지먼트	130	170	171	173	38	38	48	46	33	31	56	51
SM Japan	59	95	80	83	26	16	20	32	15	14	28	21
SM C&C	89	197	201	227	37	53	45	63	35	50	50	66
DREAMMAKER	42	58	82	100	7	12	18	21	16	21	24	21
키이스트		59	137	155		0	38	21	23	35	38	41
영업이익	11	48	55	62	10	10	12	15	3	12	24	17
OPM(%)	3.0%	7.8%	7.8%	8.1%	9.4%	8.0%	7.2%	7.3%	2.1%	7.5%	11.5%	8.2%
당기순이익	(5)	23	31	42	11	4	7	1	(4)	9	16	10
지배주주지분	4	31	31	40	11	5	6	8	(1)	8	14	9

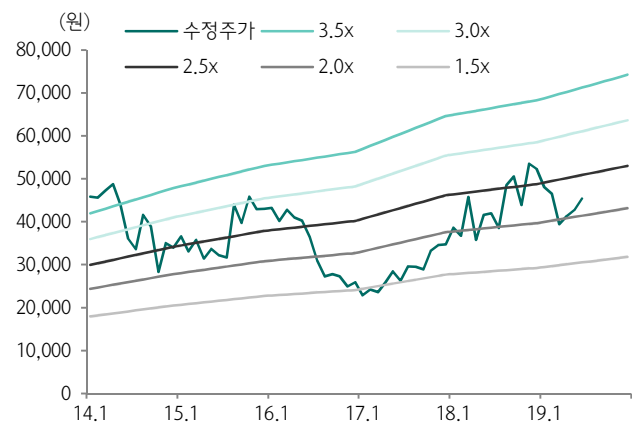
자료: 하나금융투자

그림 17. 12MF P/E 밴드 차트



자료: 하나금융투자

그림 18. 12MF P/B 밴드 차트



자료: 하나금융투자

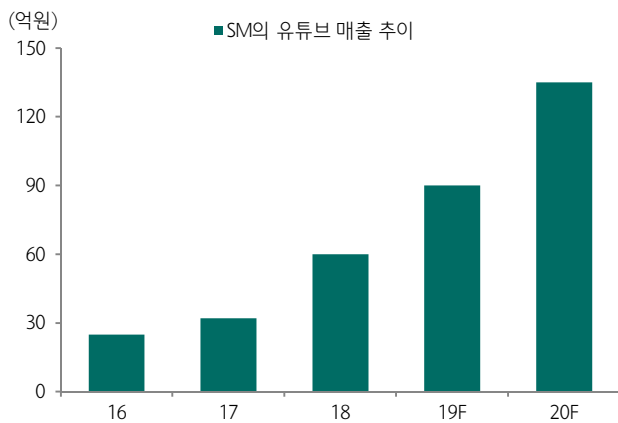
표 4. SM의 유튜브 요약

(단위: 만 명, 억 회)

	SM TOWN	EXO	Super Junior	레드 벨벳	NCT 127	합산
구독자 수(5/20일)	1,437	131	88	22	11.3	1,689
구독자 수(19/6/5)	1,893	323	119	127	72	2,535
증가율(~6/5일)	32%	147%	35%	478%	541%	50%
최근 1년간 누적 조회수	34	10				
최근 1년간 구독자 수 증가	434	186				
YoY(조회수)	-24%	3506%				
YoY(구독자 수)	7%	128%				

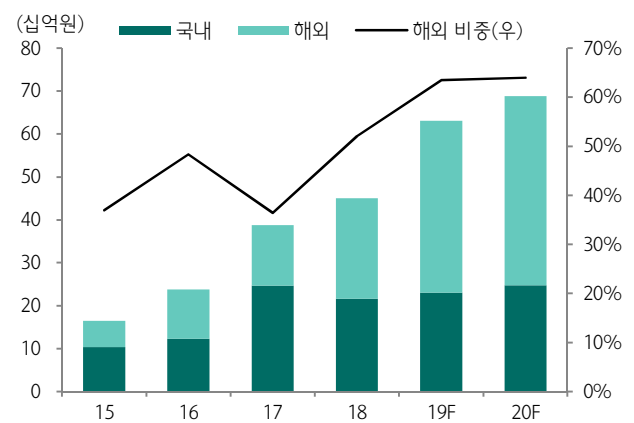
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 19. SM 유튜브 매출 – 2020년 유튜브 매출 135억원 전망



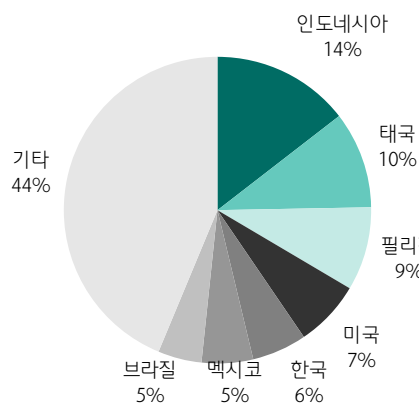
자료: SM, 하나금융투자

그림 20. 해외 음원 매출 – 2020년 음원 매출 내 해외 비중 64% 예상



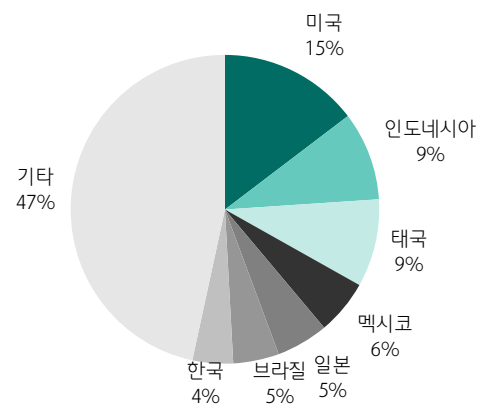
자료: SM, 하나금융투자

그림 21. EXO의 국가별 유튜브 조회 비중



자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 22. NCT127의 국가별 유튜브 조회 비중



자료: 유튜브, 하나금융투자

추정 재무제표

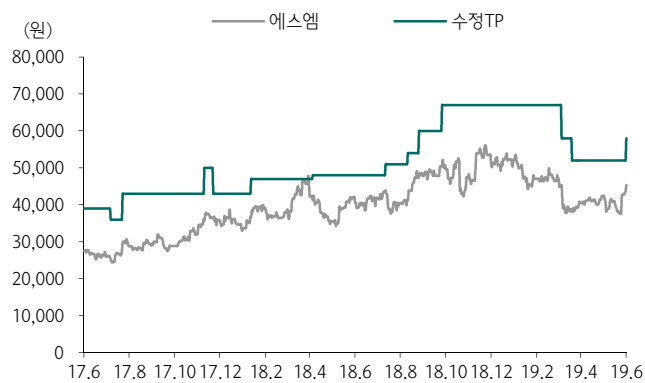
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	365.4	612.2	701.9	765.0	845.5
매출원가	249.0	409.5	474.9	518.3	572.2
매출총이익	116.4	202.7	227.0	246.7	273.3
판매비	105.5	155.0	172.0	184.8	199.1
영업이익	10.9	47.7	55.0	61.9	74.2
금융손익	(5.4)	4.5	3.0	3.5	4.0
중속/관계기업손익	20.6	(6.4)	(5.0)	(1.0)	0.0
기타영업외손익	(1.7)	0.2	3.0	2.0	2.0
세전이익	24.4	46.0	56.0	66.4	80.2
법인세	29.1	22.6	25.2	24.6	29.7
계속사업이익	(4.7)	23.4	30.8	41.9	50.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.7)	23.4	30.8	41.9	50.5
비배주주지분 순이익	(9.0)	(7.2)	0.0	2.1	4.5
지배주주순이익	4.3	30.6	30.8	39.8	46.0
지배주주지분포괄이익	(1.4)	34.5	39.4	53.5	64.6
NOPAT	(2.1)	24.3	30.3	39.0	46.7
EBITDA	32.9	87.7	85.1	84.5	91.2
성장성(%)					
매출액증가율	4.4	67.5	14.7	9.0	10.5
NOPAT증가율	적전	흑전	24.7	28.7	19.7
EBITDA증가율	(25.6)	166.6	(3.0)	(0.7)	7.9
영업이익증가율	(47.3)	337.6	15.3	12.5	19.9
(지배주주)순이익증가율	19.4	611.6	0.7	29.2	15.6
EPS증가율	17.8	583.9	(2.8)	28.6	15.6
수익성(%)					
매출총이익률	31.9	33.1	32.3	32.2	32.3
EBITDA이익률	9.0	14.3	12.1	11.0	10.8
영업이익률	3.0	7.8	7.8	8.1	8.8
계속사업이익률	(1.3)	3.8	4.4	5.5	6.0
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	199	1,361	1,323	1,701	1,966
BPS	16,077	18,465	19,503	21,203	23,170
CFPS	2,218	4,725	3,628	3,681	4,001
EBITDAPS	1,515	3,902	3,654	3,615	3,898
SPS	16,795	27,227	30,145	32,720	36,160
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	174.4	38.4	34.3	26.7	23.1
PBR	2.2	2.8	2.3	2.1	2.0
PCR	15.6	11.1	12.5	12.3	11.3
EV/EBITDA	21.5	12.9	10.7	10.1	8.7
PSR	2.1	1.9	1.5	1.4	1.3
재무비율(%)					
ROE	1.3	8.0	7.0	8.4	8.9
ROA	0.7	3.4	3.0	3.6	3.9
ROIC	(1.2)	12.3	16.7	27.2	41.3
부채비율	83.1	74.0	73.0	74.1	75.5
순부채비율	(31.9)	(39.5)	(49.8)	(56.2)	(61.3)
이자보상배율(배)	9.1	18.7	33.8	75.5	90.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	440.8	537.4	612.4	700.3	797.8
금융자산	198.9	282.1	320.5	382.7	447.4
현금성자산	195.5	237.3	269.2	326.8	385.6
매출채권 등	181.5	188.7	216.4	235.9	260.7
재고자산	8.6	11.5	13.2	14.4	15.9
기타유동자산	51.8	55.1	62.3	67.3	73.8
비유동자산	356.7	465.1	437.7	429.0	429.7
투자자산	126.7	151.7	154.3	168.2	185.9
금융자산	42.2	33.5	38.4	41.8	46.2
유형자산	93.2	93.3	83.8	76.8	71.6
무형자산	113.5	186.0	165.5	149.9	138.1
기타비유동자산	23.3	34.1	34.1	34.1	34.1
자산총계	797.5	1,002.5	1,050.1	1,129.3	1,227.5
유동부채	330.4	394.2	407.8	442.9	487.7
금융부채	48.7	44.5	8.2	8.2	8.3
매입채무 등	223.9	290.0	332.5	362.3	400.4
기타유동부채	57.8	59.7	67.1	72.4	79.0
비유동부채	31.5	32.1	35.3	37.6	40.5
금융부채	11.3	10.2	10.2	10.2	10.2
기타비유동부채	20.2	21.9	25.1	27.4	30.3
부채총계	361.9	426.3	443.1	480.5	528.2
지배주주지분	344.2	424.2	455.0	494.8	540.8
자본금	10.9	11.5	11.5	11.5	11.5
자본잉여금	170.5	219.1	219.1	219.1	219.1
자본조정	32.1	29.5	29.5	29.5	29.5
기타포괄이익누계액	(3.4)	(10.1)	(10.1)	(10.1)	(10.1)
이익잉여금	134.1	174.2	205.1	244.8	290.8
비지배주주지분	91.4	151.9	151.9	154.0	158.5
자본총계	435.6	576.1	606.9	648.8	699.3
순금융부채	(138.8)	(227.5)	(302.2)	(364.3)	(428.9)
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	77.5	120.0	77.3	76.0	82.3
당기순이익	(4.7)	23.4	30.8	41.9	50.5
조정	35.7	44.2	30.0	22.5	17.0
감가상각비	22.0	40.0	30.0	22.6	17.0
외환거래손익	4.1	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(20.6)	6.4	0.0	0.0	0.0
기타	30.2	(2.2)	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	46.5	52.4	16.5	11.6	14.8
투자활동 현금흐름	(110.6)	(127.0)	(9.2)	(18.5)	(23.6)
투자자산감소(증가)	(27.7)	(24.6)	(2.6)	(13.9)	(17.7)
유형자산감소(증가)	(3.9)	(9.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(79.0)	(92.7)	(6.6)	(4.6)	(5.9)
재무활동 현금흐름	63.9	46.0	(36.3)	0.1	0.1
금융부채증가(감소)	3.2	(5.4)	(36.3)	0.1	0.1
자본증가(감소)	5.6	49.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	55.1	2.2	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	25.9	41.9	31.8	57.6	58.8
Unlevered CFO	48.3	106.2	84.5	86.1	93.5
Free Cash Flow	66.9	109.6	77.3	76.0	82.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엠



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.6.6	BUY	58,000		
19.3.25	BUY	52,000	-22.28%	-16.15%
19.3.11	BUY	58,000	-32.55%	-30.09%
18.10.1	BUY	67,000	-26.51%	-16.27%
18.8.31	BUY	60,000	-19.06%	-15.83%
18.8.16	BUY	54,000	-14.83%	-9.07%
18.7.17	BUY	51,000	-21.41%	-15.78%
18.4.10	BUY	48,000	-17.22%	-9.27%
18.1.17	BUY	47,000	-14.58%	1.70%
17.11.27	BUY	43,000	-17.62%	-10.00%
17.11.15	BUY	50,000	-25.83%	-24.20%
17.7.28	BUY	43,000	-29.50%	-16.05%
17.7.12	BUY	36,000	-27.42%	-23.61%
17.5.25	BUY	39,000	-30.93%	-26.28%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 6월 6일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 6월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 06월 06일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.