2010년 10월 9일

S.M. ENTERTAINMENT

BUY

주가? 소원을 말해봐~ ♥

v 높은 주가? 아직도 멀었다.

- 전년도 당기 순이익 대비 PER 59., **But.....**
- 월등한 실적향상이 주가 상승의 뒷받침, 아직 멀었다
- Premium 대비 주가는 아직도 싸다!!
  10년 EPS가 09년 대비 10배 상승하여 현재 추정 PER는 12이다.

v 활발한 해외 진출로 인한 Pie의 증가

- 수많은 아이돌과 기획사가 난립하는 한국 시장은 이미 포화 상태이다.
  그렇다면 어디로 눈을 돌려야할까? 바로 해외다.
- 세계 2위 일본시장의 크기와 소녀시대의 일본 진출.
- 해외 진출은 장기적으로 보았을 때 회전율을 높이는데 있어
  긍정적으로 볼 수 있다.

v SM의 콘텐츠를 스마트폰으로 향유한다.

- 유통 경로 단순화로 더 많은 이익을 얻게 되었다
- 다양한 콘텐츠와의 결합을 통한 새로운 이익 구조 발생이 기대된다.

v 소년천지? 돈천지!

- 내년초 소녀시대를 뒤를 이를 남성 아이돌 그룹 소년천지의 출현
- 슈퍼주니어 소녀시대가 있었다면 남자 소녀시대 소년천지가 있다.
- 이수만의 야심작 '소년천지'의 현재 인기와 행보가 심상치 않다. .

v 유노윤호의 컴백! 카시오페아여 대동단결!

- 아시아 최고의 그룹으로 자리잡은 동방신기가 흔들리고 있는 바로 지금
  , 팀의 리더 유노윤호가 솔로앨범을 준비하고 있다. 시름에 잠겨 하루빨리 동방
  신기가 돌아오기만을 학수고대하는 팬들을 결집시키는 계기가 될 것.

적정주가:
25,900원
현재주가:
16,800원 (10/08 기준)
상승여력: 54.1%

시가총액	2744억원
ROE	7.34%
ROA	5.31%
영업이익률	15%
배당수익률	0%
P/E Ratio	60.41
P/B Ratio	4.26

주요주주:
이수만 (27.8%)
파트너스엠엔에이 투자조합(7.35%)
네오위즈인터넷 (2.94%)

SMIC 리서치 3팀
팀장 주은환
팀원 류희달 복철수
조주헌 최유경

I. INTRO

현재 동사의 주가가 계속해서 치솟고 있다. 또한 엔터테인먼트 사업의 특성상 우리가 통제할 수 없는 영역(팀 해체, 탈퇴 등)의 RISK들이 있다. 하지만 SMIC 리서치3팀은 당당하게 BUY를 제시한다 WHY?

차트 1. 에스엠엔터테인먼트의 주가

출처: Naver 증권

이제 오를 만큼 올랐을까? NO

현재 동사의 주가는 16350 원(10/7 기준)으로, 작년 11 월 대비 약 7 배 치솟았다. (차트 1 참조) 소녀시대의 일본 진출과 사상 최고의 실적 이슈 등으로 최고가 18900 원을 기록한 뒤에 현재 16000 원대에서 횡보 상태이다. 이제 오를 만큼 올랐을까?

3 팀의 대답은 NO!

동사는 아직도 배가 고프다

동사는 성공할 수 밖에 없는 기업으로 탈바꿈했다

동사는 소녀시대나 동방신기, 샤이니, 슈퍼주니어 만의 회사가 아니다. 아시아 최고의 기획력과 신인 발굴력, 성공할 수 밖에 없는 기업이다.

이제부터 이유를 알아보자

2. 투자포인트

1. 주가가 많이 올랐다고? 아직도 멀었어

최근 주가 상승으로 인해 전년도 당기 순이익 기준 PER 59

현재 주가는 연초 대비 247% 상승한 상태이다. (차트2 참조)현재 PER은 전년도 당기 순이익을 기준으로 59배 정도이다. 대부분의 사람들은 동사의 주가는 이미 많이 올랐으며 더 이상 상승여력이 없다고 말한다. 과연 사실일까?

월등한 실적향상이 주가 상승의 뒷받침, 아직 멀었다

현재 주가 상승의 이유는 월등한 실적향상에서 찾아볼 수 있다. 09년 상반기 대비 10년 상반기에는 매출이 약 60%, 영업이익 385%, 순이익 464.83%가 늘어 예상되는 EPS가 2000원을 outperform한다. 09년 278원 대비 약 9배 가량 뛰었다. 여기서 SMIC 3팀이 주목하는 바는 실적 향상이 비단 여기에만 머물지는 않을 것이라는 것이다

,

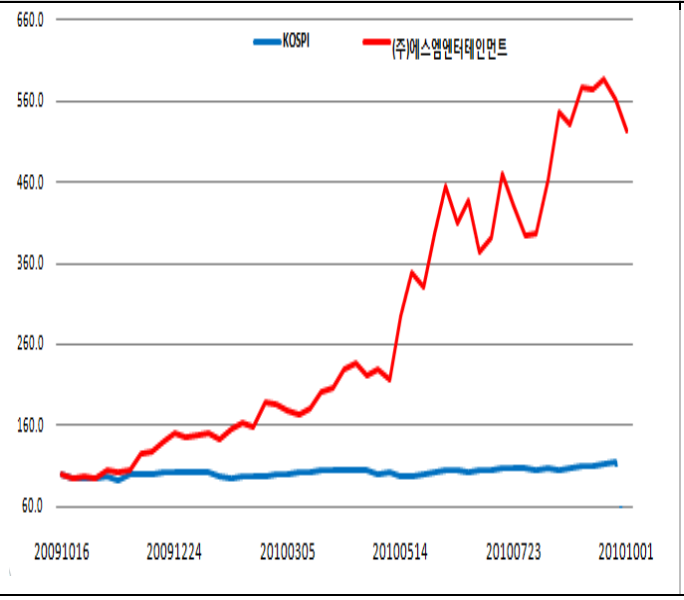
보아와 소녀시대의 일본진출로 인한 수익이 추가될 것

우선 8월에 컴백한 보아와 소녀시대의 일본 진출 수익이 추가 될 예정이다. 그리고 한국시장(1억 3000만달러)보다 30배 정도 큰 일본음악(38억 400만달러, 세계 2위) (출처 :한국콘텐츠진흥원 연구보고서)(차트3 참조) 시장에서 음반가격은 한국의 2배, 디지털 음원은 7배 가량 비싸므로 엔고로 인해 원화 수익이 더욱 확대될 것으로 보인다.

Premium 대비 주가는 아직도 싸다!!

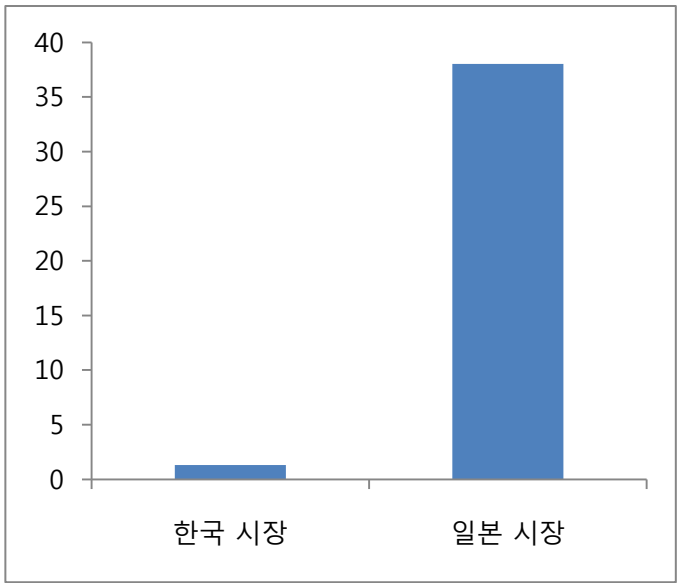
또한 앞으로 일본으로 진출할 동사의 가수들은 음원 유통사와의 계약조건이 개선되어 동방신기가 받았던 로열티의 2배정도를 받기 때문에 실적이 월등히 개선될 것으로 보인다. 현재 주식시장이 활황인 점과 3,4분기 실적이 1,2분기 보다 좋을 것이라는 점, SM의 구조가 개선되고 있다는 premium을 고려할 때 직관적으로 생각해도 주가가 싸다고 판단할 수 있다. 보다 정확한 EPS는 벨류에이션 파트에서 다루기로 하자.

차트 2. 코스피 대비 상승률 (단위 : %)



출처: SMIC research team 3.

차트 3. 일본음악 시장 대비 한국시장 (단위 : 억 달러)



출처: 한국 콘텐츠 진흥원 연구보고서

2. 활발한 해외 진출로 인한 Pie 의 크기 증가

2.1. 한국 시장은 이미 포화 상태

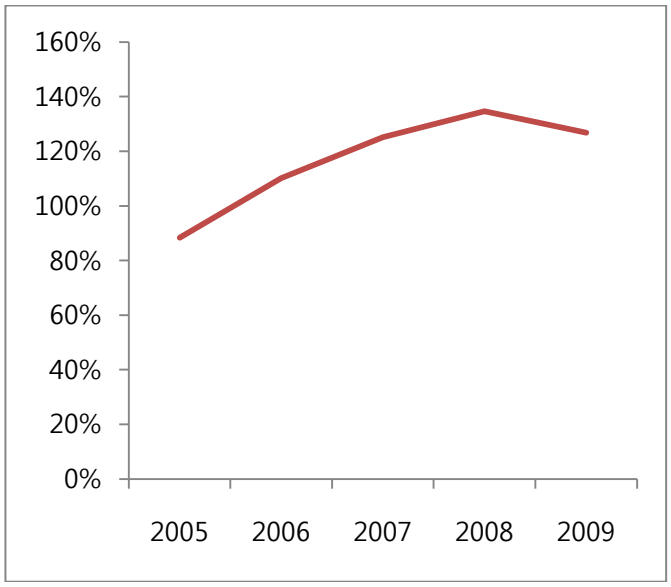
한국시장은 이미 포화, 어디로 눈을 돌려야 할까?

현재 국내 연예 시장에서 가수들이 수익을 창출할 수 있는 부문에는 무엇이 있을까? 현재는 mp3나 wav와 같은 음악 파일을 재생시켜 음악을 듣는 디지털 시대이므로 오프라인 앨범 판매로부터 벌어들이는 수익은 더 이상 큰 폭으로 증가하지 않을 것으로 보인다. (차트4 참조) 또한 수많은 아이돌과 기획사가 난립하는 한국 시장은 이미 포화 상태이다. 그렇다면 어디로 눈을 돌려야할까? 그렇다 바로 해외이다. 동사는 활발한 해외 진출을 통하여 pie를 늘려나가고 있다.

소녀시대의 일본 진출은 아직 덜 반영되었다

지난 9월 8일, 소녀시대는 싱글 앨범 Genie로 일본으로 진출 하였다. 발매 이후 7일 넘게 오리콘 차트 5위 이내에 들며 성공적인 활동을 하고 있다.[1] 현재 주가에 소녀시대의 일본 진출이 반영되어 있다고 볼 수 있지만 과거 동방신기의 진출과 비교한다면 더욱 주가가 상승할 수 있을 것이라 생각된다.

차트 4. 오프라인 앨범 판매 수익 증가율



출처: SMIC research team 3.

사진 1. 그룹 소녀시대

출처: Naver

[1] 출처 : 스포츠투데이 9월 15일자

2.2. 일본 음반 시장의 크기와 소녀시대의 일본 진출

일본 음악 시장의 크기는 국내 음반시장의 30배

첫번째로, 앞에서도 간단히 언급했지만 일본 음반 시장의 크기는 세계 2위, 약 3000억엔 정도로 400억원 규모 국내 음반 시장보다 30배정도 크다고 볼 수 있다. 소녀시대가 예상보다 조금만 더 좋은 성과를 내어도 그 수익은 우리나라의 음반 시장에 비해 훨씬 커진다.

과거보다 유리한 계약 조건은 높아진 위상과 실적 개선의 근거가 된다

두번째로, 동방신기 또는 보아 때보다 계약 조건이 더 유리하다. 보아와 동방신기는 로열티를 일본 유통사와 동사가 7:3으로 분배했으나 소녀시대의 경우, 5:5로 분배하게 되었다. 소녀시대가 동방신기의 반만 해줘도 동방신기와 비슷한 수익을 올릴 수 있다는 뜻이 된다. 소녀시대가 동방신기와 비슷한 수준의 수익을 올릴 수 있다는 근거는 아래와 같다.

2.2.1 소녀시대의 저력

남자 아이돌이 음반 판매량에 우위를 지키는 국내 음반시장에서도 소녀시대는 상품성을 인정받았다

남자 아이돌이 음반 판매량에 우위를 차지하고 있는 국내음반시장에서 소녀시대는 30만 장 이상 음반 판매를 기록하였다. 동방신기가 50만 장 정도 판매하였으므로 소녀시대가 음반판매량에 있어 동방신기의 50%이상 기록할 수 있다는 말이 된다. 또한 빅뱅의 일본 싱글 앨범 총판매량 최고 기록이 51,000장인데 소녀시대의 'Genie'앨범 판매량은 발매 한 달 만에 이미 51,000장을 넘어섰다. 이는 동사의 소녀시대의 일본에서의 활약이 국내 이상으로 뛰어나며 충분한 저력을 보여줄 수 있음을 말해준다.

과거 동방신기의 초반 행보와 비교했을 때 훨씬 더 우수하다

2005년 5월 발매한 동방신기의 일본 첫 싱글 앨범인 'Stay with me tonight'에서 초동(첫주발매량)이 6,026장, 총판매량이 9,818장으로 오리콘 차트에서 최고 순위를 기록한 것이 37위이다. 현재 소녀시대의 첫 싱글 앨범은 초동 45,000장으로 현재 오리콘 차트 4위를 기록하고 있다.

동사의 뛰어난 프로모션으로 빠르게 인지도를 얻어가고 있다.

과거에 비해 소녀시대의 프로모션도 좋다. 첫 싱글 앨범에서 '아카펠라 댄스 그룹'으로 앨범의 곡들을 아카펠라로 구성한 동방신기와 다르게 소녀시대는 대중성이 더 높은 일반적인 팝 댄스 그룹으로 어필하여 짧은 시일 내에 수익을 창출할 수 있다. 또한 소녀시대의 일본 두 번째 싱글은 10월 20일 발매로 동방신기의 두번째 일본 싱글 앨범 발매 시 걸린 시간보다 약 한 달 정도 간격이 짧다. 이는 소녀시대가 동방신기보다 더 빠르게 일본에서 인지도를 얻고 있다는 것을 보여준다

(단위 : 장)

	동방신기	소녀시대	빅뱅	카라	포미닛
일본진출년도	2005.5	2010.9	2009.6	2010.8	2010.5
첫앨범첫주판매량	6,026	45,000	26,039	29,238	4,241
첫앨범총판	9,818	?	40,552	?	7,104

2.2.2 일본의 현재 아이돌 시장

일본의 아이돌과는 기량과 상품성 면에서 차이가 날 수 밖에 없다.

. 현재 일본의 가장 인기 있는 여자 아이돌은 AKB48로 실력이나 상품성 면에서 소녀시대가 상당히 경쟁력 있다. 이는 바로 연습기간 때문이다. (차트5 참조) 일본의 아이돌은 대부분이 오디션과 뽑힘과 동시에 활동을 시작하는 반면에 우리나라의 아이돌들은 오랜 기간을 연습생으로서 하나하나 지도 받고 무대에 선다. 기량과 상품성 면에서 차이가 날 수 밖에 없다.

2.3 해외 진출을 통한 회전율의 증가

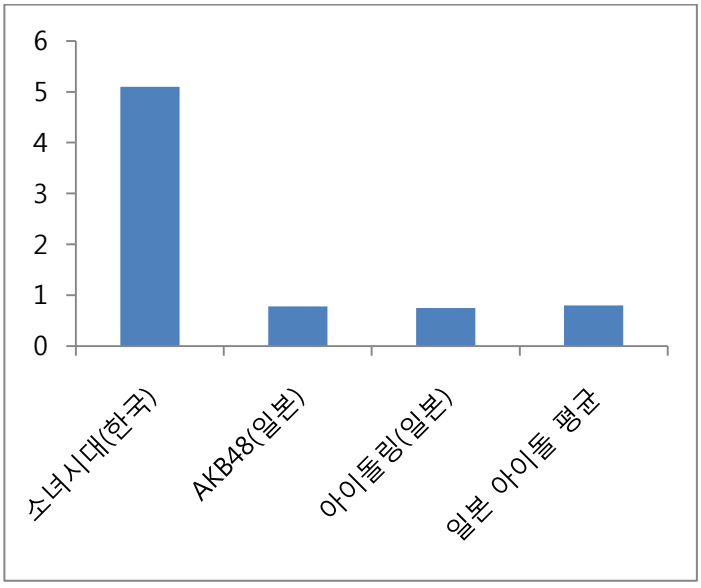
해외 진출을 통해 회전율을 높여 높은 수익을 얻을 수 있다.

현재 동사 가수들의 해외진출 성공 여부와 관계 없이 해외 진출은 장기적으로 보았을 때 긍정적으로 볼 수 있다. 가수들의 해외 진출은 공장으로 생각하면 기계의 가동률을 높이는 격이다. 새로운 앨범을 기획하지 않고서도 해외에서의 가수 활동이 가능하기 때문에 그 투입 비용도 처음 한국에서 음반을 발매할 때보다 높지 않다. 소녀시대의 첫 일본 싱글 'Genie'는 우리나라에서 '소원을 말해봐'라는 제목으로 발표했던 곡을 세 가지 버전으로 넣은 것이다. 소위 '재탕'이 가능하다는 말이다. 앨범 컨셉도 안무도 재탕이 가능하다. 또한 해외 국가들과 우리 나라의 기호가 다르기 때문에 우리나라에서 실패했던 앨범도 외국에선 좋은 반응을 일으킬 수 있다. 우리나라에선 고전을 면치 못했던 초신성이 일본에서 같은 컨셉으로 인기를 끌었던 것을 보면 알 수 있다. 동사의 가수들을 세심한 해외 시장 분석을 통하여 효율적으로 수익을 낼 수 있다.

사진 2. 국가별 회전율 상승

출처: SMIC research team 3.

차트 5. 팀별 평균 연습생 기간 (단위 : 년)



출처: SMIC research team 3.

3. SM 의 콘텐츠를 스마트폰 앨범으로 향유한다.

새로운 수익 매체 : 스마트폰

혹자는 디지털 음원 시장이 성장하면 그만큼 아날로그 음반 시장이 잠식되는 것은 아니냐고 반문할지도 모른다. 그리고 가격이 싼 디지털 음원은 매출에 별로 도움이 되지 않는다는 의견도 있다. 하지만 디지털 음원 수익의 꾸준한 증가는 국내 음반 산업의 성장을 이끌고 있다. 2009년 상반기에 음반판매량은 18%, 디지털 음원 판매량은 32% 증가했다.(2008년 동기대비) 또한 2009년에는 5년만에 처음으로 cd 판매량이 증가하기도 했다. 이러한 상황에서 스마트폰은 음반산업 성장에 날개를 달아줄 것이다.

스마트폰 앨범은 유통경로가 단순하다

그 이유로 첫째, 스마트폰 앨범은 유통경로가 단순하다. 디지털 음원은 유통경로가 복잡하여 CH(기획사), CP(음원제작자), 이통사가 수익을 배분하였으나 스마트폰 앨범에서는 플랫폼 사업자와 CH(기획사)가 수익을 배분한다.(그림1 참조) 그만큼 동사 같은 음반 기획사의 수익구조가 개선된다는 뜻으로 해석할 수 있다. 동사가 플랫폼 사업자인 아이튠즈와 직접 계약하려는 것도 이 때문이다.

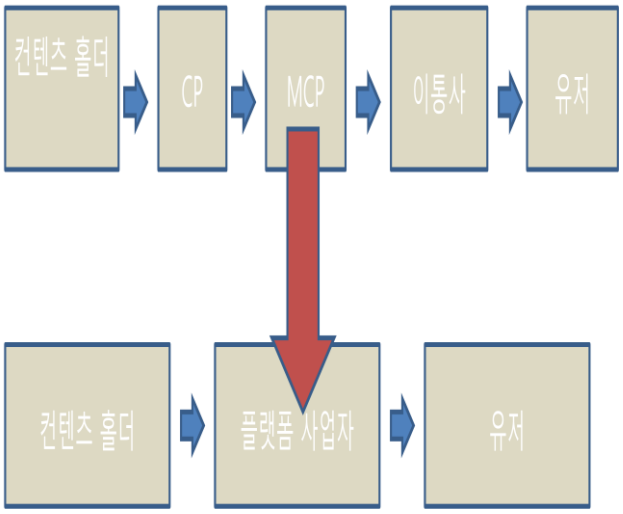
음반 관련 콘텐츠의 다양함을 적극적으로 활용할 수 있다.

두 번째 이유는 동사가 생산, 가공, 유통하는 음반 관련 콘텐츠의 다양함이다. 스마트폰은 MP3 감상, 영화 감상, 스트리밍 서비스의 이용 등 대부분의 디지털 문화 콘텐츠를 제공한다. 따라서 동사가 고품질의 음악, 가수의 사진, 뮤직 비디오 등을 스마트폰 앨범의 형태로 제작해 높은 가격에 판매할 수 있다.(차트6 참조)

음악 콘텐츠를 통한 해외 진출 용이, 홍보 효과

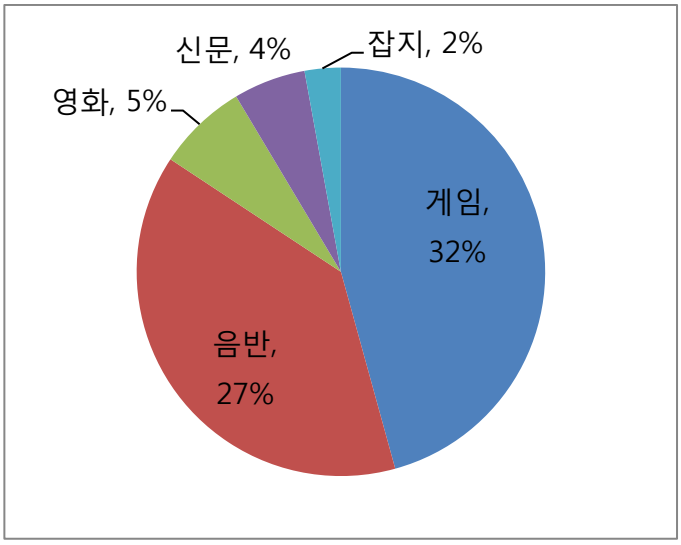
셋째는 스마트폰 앨범을 포함한 디지털 음원 전반에 해당하는 내용으로 이러한 형태의 음악 콘텐츠가 해외 진출에 용이하다는 점이다. 해외 진출의 용이성이 특히 동사에게 유리하게 작용하는 이유는 동사의 소속 가수들이 이미 아시아 전역에서 높은 인지도를 갖고 활발히 활동하고 있기 때문이다.

그림 1. 디지털 음원 수익 구조



출처: SMIC research team 3.

차트 6. 세계 디지털 콘텐츠 수익 비율



출처: IFPI, PWC Global Entertainment and Media Outlook

4. 소년천지? 돈천지!

새로운 수익 창출원 소년천지

동사에서는 신인 남자 아이돌 그룹의 데뷔를 추진하고 있는 것으로 추정된다. 올해 4분기 또는 내년 초에 데뷔할 것이라고 알려져 있다. 현재 데뷔하지 않은 이 신인 남자 아이돌 그룹은 인터넷 상에서 '소년천지'라는 가칭으로 불리우며 벌써 가장 큰 인터넷 팬카페인 '신망애' 회원은 37,000명이다. 우리는 이 '소년천지'에 주목하여 이들이 새로운 수익 창출원이 될 것임을 보이고자 한다.

데뷔전부터 많은 관심을 받고 있는 소년천지

첫번째로 '소년천지'는 벌써부터 뜨거운 관심을 받고 있다. 이는 소년천지가 동사에서 기획한 아이돌 그룹이기 때문이다. 즉, 업계 선구자인 동사에서 새로운 가수를 기획한다는 소식이 전해지면 동사 소속가수들의 팬들, 국내 가요에 관심이 있는 사람들은그들의 행보에 주목한다. 그렇기 때문에 소년천지와 관련된 루머들도 인터넷에서 회자되고 있는 상황이다. 가수의 기획과 시장의 관심, 그 후 데뷔의 과정은 당사 선배 가수들은 모두 거쳐갔었다. 가령, 제 2의 H.O.T로 신화가 데뷔했고, 소녀시대는 여자 슈퍼주니어로 불리우며 데뷔했다. 소년천지는 남자 소녀시대를 표방하며 숱한 논란을 일으키고 있다. 그리고 이러한 논란은 그들이 멋지게 데뷔무대를 마쳤을 때 폭발적인 반응을 이끌어 낼 것이다

소녀시대를 롤모델로 하여 비슷한 경향을 띈다

두번째로, 소년천지는 뚜렷한 롤모델이 있다. 위에서 말했듯이 동사의 특성상 크게 시장 점령에 성공한 선배 가수들을 표방하며, 남자, 여자 아이돌을 번갈아가면서 내보내는 경향이 있는데 이제는 '남자 소녀시대'를 내보낼 때가 되었다. 이 '남자 소녀시대'가 바로 '소년천지'이다. 소년천지 멤버들의 나이는 최대 88년생에서 94년생까지로 추정되고 있으며, 멤버는 9명에서 10명 정도로 추정된다. 연습기간은 평균적으로 모두 4년 이상이며, 초등학생 때부터 연습했던 멤버들이 대부분이다. 멤버들 구성이 소녀시대와 비슷한 경향성을 띈다.

04년 이후 프로듀싱해서 실패한 가수가 없다는 것은 이미 브랜드 이미지가 구축되었음을 보여준다,.

세번째로, 이제 동사는 어느 정도 브랜드 파워를 가졌다. 2004년 동방신기 이후 동사가 프로듀싱해서 실패한 가수는 한 팀도 없다. 어느 정도 'SM엔터테인먼트'의 브랜드 이미지가 구축되었다는 것이다. 그들은 데뷔와 동시에 시장경쟁력을 갖추게 될 것이다.

5. 팬심은 위대하다, 유노윤호로 대동단결!

동방신기의 리더, 유노윤호 솔로 발표 예정

아시아 최고의 그룹으로 자리잡은 동방신기가 흔들리고 있는 바로 지금, 팀의 리더 유노윤호가 솔로앨범을 준비하고 있다. 그의 솔로앨범의 성패에 대해 우선 유노윤호 개인을 놓고 본다면, 동사가 개최한 댄스짱 선발대회 출신으로 춤 실력에 가창력도 갖춰 개인의 퍼포먼스 측면에서 동방신기 멤버 중 단연 최고라 할 수 있다. 또한 유노윤호는 팀을 상징하는 리더이자 아카펠라 댄스 그룹을 표방하며 등장했던 동방신기에 가장 잘 어울리는 인물이다. 최근에는 뮤지컬 '궁'과 옴니버스 형식의 드라마 '하루'에 출연하는 등 활동반경을 넓혀가고 있다.

학수고대하고 있는 팬들을 결집시키는 계기가 될 것

유노윤호의 솔로음반에서 가장 중요한 포인트는 시름에 잠겨 하루빨리 동방신기가 돌아오기만을 학수고대하는 팬들을 결집시키는 계기가 될 것이라는 것이다. 활동을 중단한 동방신기의 dvd가 일본 오리콘차트 상위권에 랭크되는 사실(9월 29일 나란히 발매된 '줌 밖에 모르는 동방신기'와 '토호신기 히스토리 인 재팬 스페셜'은 각각 2, 3위를 차지했다.)로부터 유노윤호의 솔로앨범이 아시아권에서 가질 파급효과가 어마어마하다는 것을 예상할 수 있다. 팬들이 갖고 있는 동방신기의 향후 행보에 대한 관심이 그의 솔로음반에 대한 관심과 구매로 이어질 것이다. 과거의 비슷한 사례를 보면 HOT 해체 후 2001년 발매한 리더 문희준의 솔로 앨범은 31만장(CD+테이프) 강타의 솔로 앨범은 49만장(CD+테이프)이 팔리며 각각 판매량 19위와 9위에 랭크 됐다.[2]

과거의 비슷한 사례에도 항상 성공을 보였다.

사진 3. 동방신기의 리더, 유노윤호

출처: 유노윤호 팬카페

[2] 한국음반산업협회에서 발표한 2001년 가요 판매량 순위집계

3. INDUSTRY

3.1. 음악 산업 이란?

불법유통이 근절되고 있고, 고정비가 큰 유통구조

현재 메이저 회사들이 인프라를 모두 갖추고 있어 진입 장벽이 높다

음악산업은 음반산업, 디지털 음악 산업, 음악공연산업, 노래연습장업으로 이루어져있는데 노래연습장업은 논외로 하겠다. 동사는 음악산업의 전 분야 즉, 음반의 기획/제작/유통, Publishing, Licensing, TV Production, 광고대행업, Agency, 연예인 Management, Event사업 등을 하고 있으며 그 중 주력 사업은 음반의 기획/제작/유통이다. 음반상품은 제작에 들어가는 초판 비용이 크지만 복제비용은 상대적으로 저렴하여 단위당 생산에 소요되는 비용이 매우 적다. 따라서 일단 제작된 음반의 판매수입은 대부분 소비자의 소비욕구에 의해 결정되는데, 이는 복제비용이 저렴하여 더 많은 소비자가 구매할수록 판매수입은 증가하기 때문이다. 음반상품은 낮은 복제비용으로 인해 불법유통이 광범위하게 발달되어 있으나, WTO 가입국으로서 저작물의 불법복제 유통에 따른 국제적 통상마찰을 사전에 예방하기 위한 정부의 활동 및 저작권법 개정으로 점차 불법복제, 불법유통이 근절되고 있는 상황이다. 국내에서는 동사와 MNET MEDIA, YG 엔터테인먼트 세 회사가 50% 이상의 점유율을 차지하며 경쟁하고 있다. 이들 메이저 회사들은 캐스팅, 트레이닝, 프로듀싱, 음반제작, 유통, 매니지먼트, 마케팅 등의 인프라를 모두 갖추고 있어 신규 사업자가 음악 산업에 진출하기는 어려운 상황이다.

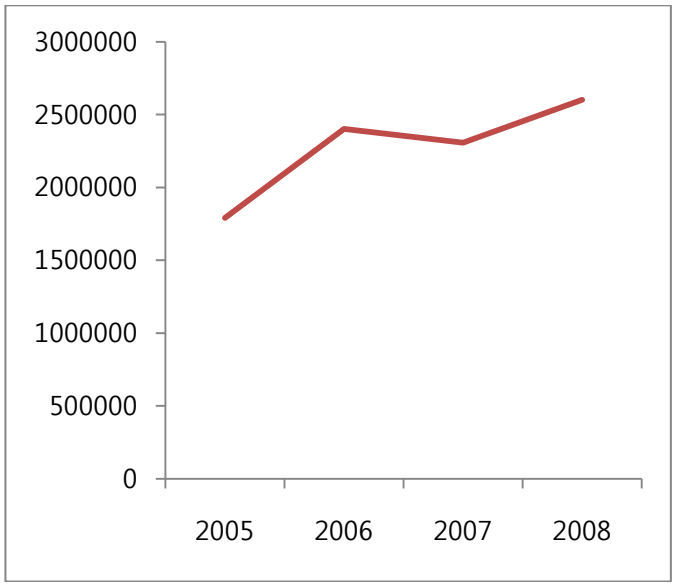
3.2. DON'T STOP THE MUSIC ! (음악 산업은 아직 성장기다!)

불법 MP3 근절을 위한 각 개체의 노력과 기타 콘텐츠 산업과의 연관성을 통해 음반 산업은 아직도 성장중이다.

국내 음악 시장은 1990년대 동사의 아이돌 스타인 H.O.T가 큰 성공을 거두고 후속주자들이 이를 벤치마킹 하면서 시너지 효과가 발생하여 비약적으로 발전했다. 2000 년대 들어서는 기존 음악 산업의 주 수입원이었던 CD의 판매 비중이 급격히 줄고 불법MP3 다운로드가 늘어나면서 성장이 멈추는 듯 했다. 그러나 불법 MP3 다운로드 근절을 위한 정부의 관련법 개정, 저작권에 대한 인식 확산, 체계적인 유료화 서비스 실시 등으로 수익성이 개선되었다. 실제로 2009년 세계 음반 판매량은 7% 감소했지만 국내 음반 시장은 10% 성장했다.[3] 또한 음반을 구매하고 들을 수 있는 매체의 다변화로 그 시장은 더 넓어졌다. 최근에는 Social Network Service와 연계된 서비스 모델도 개발되고 있다. (차트8 참조)음악 산업은 사진, 영상, 게임 등 기타 문화 콘텐츠 산업과의 연관성이 매우 밀접하여 무궁무진한 가능성을 가지고 있다. 이에 따라 가수들의 활동범위도 예능, 드라마, 영화, 뮤지컬 등으로 확대하고 있으며 이러한 활동은 자연스럽게 음반 홍보로도 이어진다. 따라서 음악 산업은 종합 엔터테인먼트적 성격을 지녔으며 아직 성장 중이다. (차트7 참조)

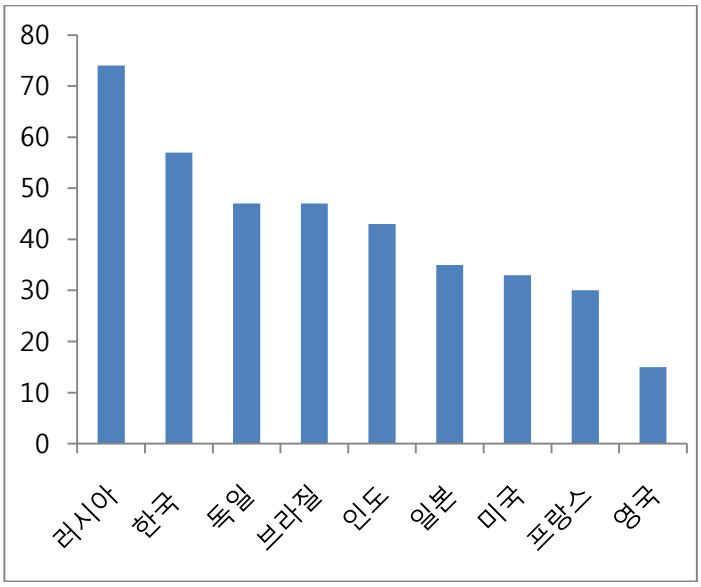
[3] IFPI(국제음반산업협회), *<Recording Industry in Numbers 2010>*

차트7. 국내 음악 산업 규모 (단위 : 백만원)



출처: 2009 음악 산업 백서 (한국콘텐츠진흥원)

차트8. 주요국SNS이용자 증가율(2010년 7월)(단위 : %)



출처: 컴스코어

3.3. 음악 산업의 경쟁 상황

3.3.1. 점유율

동사는 사업 초기 때부터 높은 점유율을 유지하고 있다

음악 산업에서는 동사, MNET MEDIA, YG ENTERTAINMENT가 경쟁 중인데, 음반 판매량을 기준으로 본 시장 점유율을 살펴보면 동사의 비중이 압도적이다. 또한 경쟁 업체들과의 매출액을 비교했을 때도 동사가 업계 1위임을 알 수 있다. 이러한 동사의 높은 점유율은 사업 초기 때부터 지금까지 유지되고 있으며 이는 1990년대부터 2010년까지, H.O.T, S.E.S, 신화, 보아, 동방신기, 슈퍼주니어, 소녀시대, f(x) 등 동사의 소속 가수들이 국내 시장을 장악해 왔기 때문이다. 동사의 높은 m/s는 네트워크 효과를 발생시키고 이는 다시 동사의 m/s를 유지하는 선 순환 구조를 이루고 있다.

3.3.2. 경쟁업체와의 차이점

엠넷미디어와 경쟁이 예상된다

증권시장에 상장되어 있는 동사의 유력한 경쟁자는 엠넷미디어 이다. 엠넷미디어는 음반의 기획/제작/유통과 함께 각종 미디어 사업을 영위하고 있다. 엠넷미디어는 기획사와의 네트워킹을 통해 인지도 높은 가수의 앨범을 확보하고 자사의 케이블 채널 Mnet과 Mnet.com사이트, 제휴사의 온/오프라인 매체를 통한 프로모션을 적극 활용한 영업활동을 수행하고 있다 또한 MNET을 통한 광고수입과, CJ미디어와 영업대행계약을 통해 SO와 개별 계약을 약정하여 수신료 매출이 발생하고 있다. 동사와 엠넷미디어의 직접적인 경쟁부분은 음반의 기획/제작/유통 이다. 그러나 동사는 자체적으로 가수를 육성하고 음반을 프로듀싱 하는 전 과정을 총괄하여 사업 통제권을 가지고 있기 때문에 엠넷미디어가 음악 사업을 영위하는데 드는 리스크과 비용을 절약할 수 있다. 즉, 엠넷미디어는 수익성 있는 음반을 발굴, 확보하기 위해 기획사와 협상해야 하는 리스크가 존재하고 추가적인 비용이 든다. 또한 동사는 엠넷미디어의 미디어 사업과 상관없이 공중파 방송사들과 불가분의 우호적인 관계를 유지하고 있으며 매체가 다양해짐에 따라 콘텐츠 자체의 우수함으로 승부할 수 있게 되었다. 이처럼 동사는 엠넷미디어와 차별화되는 뚜렷한 경쟁력을 확보하고 있다. 최근에는 MNET의 슈퍼스타K 시리즈에 맞서 동사가 MBC의 새 오디션 프로그램에 협력할 것이 유력함에 따라 동사 음악 사업과의 시너지 효과가 기대된다.

동사는 사업통제권과 우수 콘텐츠라는 차별화 되는 경쟁력을 갖추고 있다.

3.4. KSF (Key Success Factor)(그림2 참조)

3.4.1. 인적자원

무엇보다 중요한 KSF는 인적자원, 바로 사람이다

연예기획사에서 하나의 상품이 나오기 위해서는 스타, 관리자, 제작자 등의 협력이 필요하다. 먼저 기획력 있는 제작자와 질 높은 문화 콘텐츠를 생산할 수 있는 능력을 지닌 생산자가 필요하다. 엔터테인먼트 회사가 성공하기 위해서는 문화, 음악 등의 trend와 code를 분석하여 시장을 이끌어 나갈 수 있는 콘텐츠를 제작해야 하며, 위와 같은 insight를 지닐 수 있는 제작자를 필요로 한다.

가장 중요한 것은 스타의 재능과 스타와의 관계 유지이다

둘째로 연예기획사에서 가장 중요한 것은 스타의 재능과 스타와의 관계 유지이다. 연예기획사의 3대요소로 꼽히는 Casting, Training, Producing System 중 두 가지가 모두 스타라는 인적 자원에게 투입되는 시스템으로 그만큼 연예 기획사의 핵심은 스타라고 볼 수 있다. 연예기획사에선 스타의 용역을 통한 수익 창출이 주를 이루기 때문에 재능있는 스타와 그 스타의 좋은 이미지를 만들어 내는 것이 중요하다. 물론 지속적인 수익 창출을 위해 스타와의 좋은 관계와 탄탄한 계약 또한 필요하다.

3.4.2. 질 높은 콘텐츠 생산을 위한 자금력

고정비가 큰 수익 구조로 높은 수준의 콘텐츠를 생산하기 위해 자금력이 필요하다

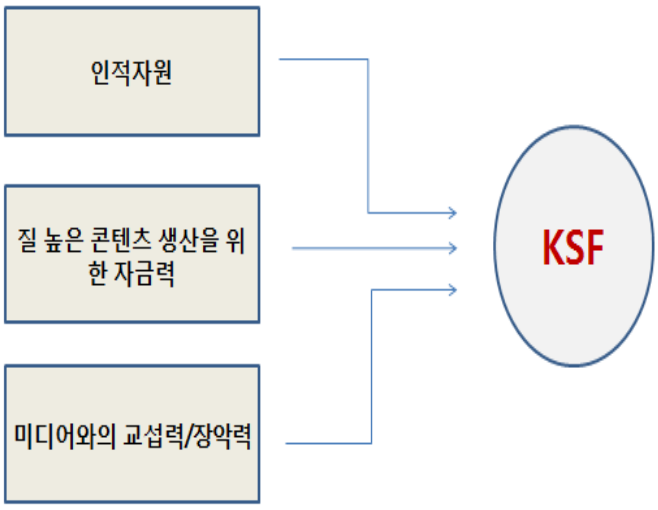
연예기획사의 경우 상품을 출시하기까지, 즉 스타를 양성하기까지 긴 시간이 걸리며 그 기간 동안 많은 자금이 투입된다. 그러나 문화 산업이 발전하고 소비자의 수준이 올라가게 되면서 현시대의 연예기획사들은 한 스타의 역량에만 의존할 수 없게 되었다. 그리하여 기획사는 역량 있는 스타와 그 스타가 제공하는 콘텐츠의 질을 올리게 된다. 문화 산업에 있어서 콘텐츠의 질은 대체적으로 자금에 비례하는 경우를 띈다. 예를 들어, 2010년 크게 성공한 3D영화 '아바타'의 제작비용은 $237,000,000이다. 이와 같이 연예기획사는 질 높은 콘텐츠의 생산 동력인 풍부한 자금을 필요로 한다.

3.4.3. 미디어와의 교섭력/장악력

미디어와의 교섭력/장악력이 기획사의 역량이자 스타의 성공 가능성이 된다

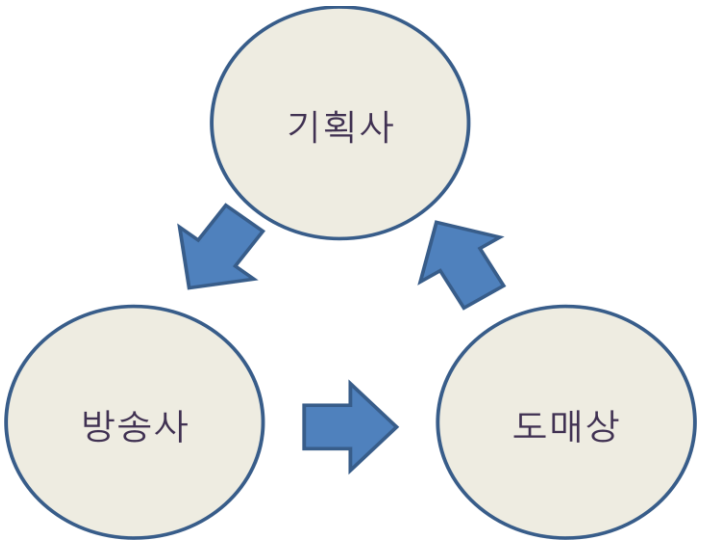
한국 대중음악 시장은 1990년대 이후로 '방송사-기획사-도매상'의 삼각구조인 스타시스템으로 유지되고 있다.(그림3 참조) 즉, 기획사에서 스타를 양성하면 방송사를 통해서 홍보하고 도매상을 통해서 음반을 판매하는 방식이다. 가수들을 통한 연예기획사의 수익 창출은 스타들의 용역과 음반 판매로 이루어진다. 스타들의 용역은 대부분이 방송사에서 행해지는 것이며, 음반 판매 또한 미디어를 통한 홍보를 기반으로 하는 것이기 때문에 미디어와의 관계가 중요하다. 즉, 기획사가 스타를 성공시키는데 있어서 미디어 교섭력과 장악력이 중요하다.

그림 2. 연예기획사의 KSF



출처: SMIC research team 3.

그림 3. 한국 대중음악 시장의 삼각 구조



출처: SMIC research team 3.

4. Company

4.1. SM Entertainment

국내 최고의 종합 엔터테인먼트 기업 SM Entertainment.

동사는 음반 산업, 방송 프로그램 제작 업, 이벤트 사업 등을 하는 종합 엔터테인먼트 회사로 국내 최고의 기획사이며 아시아를 대표하는 미디어 그룹으로 발돋움 중이다. H.O.T. 음반의 성공과 함께 S.E.S., 신화, FlytotheSky, BoA, 동방신기, 슈퍼주니어, 소녀시대, 샤이니, f(x)의 연속적인 성공, 지속적인 문화 Contents와 신인 엔터테이너의 발굴, 캐스팅, 트레이닝, 프로듀싱까지의 독창적인 음반 제작 시스템, 선진화된 On-Line Marketing 시스템을 통하여 음반 기획, 제작, 유통을 망라하는 대형 종합음반사로서의 입지를 확고히 다지고 있으며, 특히 국내 음반시장의 주도적인 소비층인 청소년층에게 획득하고 있는 절대적인 인지도는 연예관련 신규사업과 스타마케팅 사업에 있어 중요한 요소를 차지하고 있다.

4.2. BM (Business Model)

해외 로열티 , 음반 판매 , 방송, CF 등의 용역 으로 수익을 창출하는 사업 구조,.

SM 엔터테인먼트의 비즈니스 모델은 1)로열티를 통한 수익 창출, 2)음반 판매를 통한 제품 매출, 3) 소속 아티스트들의 방송출연 또는 광고 등 기타 용역 수익으로 나눌 수 있으며 각 부문별로 자세하게 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 로열티를 통한 수익 창출은, 라이센싱과 해외 진출로부터 얻는 수익으로 동사 전체 매출에서 약 54% 가량의 매출 비중을 차지하고 있다. 해외로부터 얻는 수익은 중국, 일본, 미국 등으로부터 얻으며 로열티 수익은 이곳에서 창출된다고 봐도 무방하다.

둘째, 음반 판매를 통한 제품 매출은 전체 매출의 16% 가량을 차지하고 있으며 동사에서 음반을 제작하고 유통 대행업체인 ㈜ 프리지엠을 통해 도매, 소매, 소비자에게 전달하고 있다. 음반시장은 규모의 경제 효과로 인해 소비자가 많이 구매할수록 저렴한 비용으로 음반을 생산할 수 있어 수익성이 개선되는 구조이다. 최근에는 디지털 음원의 판매 형식으로 점차 바뀌고 있으며 불법시장에 대한 문제점도 국가차원의 관리와 디지털 음원시장으로의 패러다임 전환으로 악화되었던 수익성이 개선되고 있다. 게다가 소속 가수들의 팬클럽으로부터 안정적인 수익을 창출하고 있다.

마지막으로, 동사에 소속되어 있는 아티스트 들의 방송출연 또는 광고를 통한 수익 등 용역수익으로 전체 매출의 30%가량을 차지하고 있다. 동사가 보유하고 있는 연예인의 초상권과 음원들은 음반관련 사업과 온라인/Mobile 사업들에 있어서 핵심적인 요소라 할 수 있다.

4.2.1. 경쟁 우위

4.2.1.1 엔터테인먼트 no1 막강 브랜드파워

해당 산업 NO.1 브랜드 가치로 시장 선도

동사는 해당 산업 분야에서 (M/S 비교를 통해, M/S 그래프 작성) no 1 지위를 누리고 있다. 이 지위는 젊고 잠재력 있는 아티스트 들의 유인이 되고 있으며, 좋은 인력 풀에서 동사의 시스템으로 양성한 신인들은 'SM이 만들면 뜬다' 라는 공식을 만들어 내고 있다. 이는 물론, 이수만과 유영진이라는 천재적인 프로듀서들의 혜안이 크게 작용하겠지만 동사의 지위를 이용한 시장 선도 효과도 무시하지 못할 것이다. 실례로 동사가 만드는 아이돌 그룹은 해당 산업분야의 새로운 패러다임을 형성하며, 경쟁사들도 동사의 아티스트들에 대항하기 위한 그룹들을 내놓는 형식이다.

4.2.1.2. 안정적인 시스템으로 안정적인 수익구조 달성 (사진4 참조)

과거 엔터테인먼트 기업들의 투기적 행태로 신뢰 상실

국내 엔터테인먼트 시장은 주로 연예매니지먼트, 영화·애니메이션 제작, 음반제작, 인터넷사업 등으로 구성된다. 2005년 이전까지는 연예기획사, 음반기획사, 외주제작사 등으로 엔터테인먼트 업체가 구분 되었는데 2005년 이후부터는 연예기획사 등이 외주제작과 연예인 매니지먼트업을 겸하면서 종합 엔터테인먼트 업체들이 우후죽순 생기게 되었다.(차트9 참조)

시장의 조정으로 생존 업체들은 시스템 안정화

그 이후 종합 엔터테인먼트사들의 우회상장이 봇물처럼 이루어졌으며 실적이 뒷받침되지는 않으면서 드라마 제작과 연예인의 마케팅 활동으로 주가를 끌어올린 뒤 급락하는 투기적 형태가 비일비재하게 일어나면서 신뢰를 잃게 되었다. 자금 펀딩이 어려워지자 자연스럽게 구조조정과 증시퇴출이 이루어졌으며 이런 효과로 인하여 생존한 업체들은 시스템 안정화로 본격적인 실적이 가시화되고 있다.

지속적인 연예인들의 수익모델이 나타나는 사업 구조 형성

종합 엔터테인먼트 비즈니스에서 연예인들이 핵심 수익모델로 자리잡았으며 소속 연예인들은 과거 연기, 가수, CF를 위주로 활동하였지만, 지금은 소속사가 생산·유통하는 상품과 홍보 등 모든 수익 활동에 매우 다양하게 활용되고 있다. 즉 음반을 내고 콘서트를 하고, 또 인기에 힘입어 광고 출연을 하고, 초상권을 판매하는 일련의 파생 사업을 종합 엔터테인먼트사가 직접 하고 있다. 따라서 종합 엔터테인먼트사는 연예인들의 발굴능력과 계약기간 중에 활용가능성 더 나아가서 한 연예인의 대박이 아닌 비즈니스 주기처럼 계속해서 연예인들의 수익모델이 나타날 수 있느냐가 핵심 관건이 되고 있다.

실적의 지속성을 유지해주는 동사의 연예인 수익 포트폴리오

동사는 그동안 H.O.T, S.E.S, 보아, 동방신기, 슈퍼주니어, 소녀시대, 샤이니, f(x) 등 연예인들의 발굴에서 탁월한 능력을 보여 주었으며, 연예인들의 포트폴리오를 바탕으로 연예인 수익모델을 비즈니스 주기에 알맞게 끊김 없이 계속해서 창출하고 있다. 소속 가수브랜드 가치와 동사의 기획력이 맞물리면서 이런 시스템이 점차적으로 안정화 됨

에 따라 동사의 실적이 본격화되고 있으며 연예인 수익 포트폴리오상 실적의 지속성이 유지될 수 있을 것이다.

스타브랜드를 중심원천으로 Multi Use 를 통한 시너지효과.

게다가 동사는 자사의 핵심경쟁력인 각종 연예상품과 스타브랜드를 '중심원천'으로 연예산업 내에서 다양한 매체를 통한 'multi use'를 통해 각각의 사업이 서로 유기적인 관계를 이루면서 시너지효과를 극대화시키고자 하였다. 이는 Academy를 통해 지속적으로 스타를 양성하여 Contents와 브랜드를 항상, 유지하고 TV와 Internet등의 매체를 활용해 이를 강화한다는 것이다. 이와 같은 구조를 통해 동사는 온라인과 오프라인 사업간의 상호 보완 효과를 누릴 수 있으며 각각의 산출물 또는 스타가 지닌 브랜드 자체로 해외진출을 수행함으로써 Multi use로 인한 수익극대화를 추구한다는 것이다.

High Risk – High Return 의 일반 연예산업 특성을 넘어선 안정적인 수익 확보

이러한 전략은 High Risk – High Return이라는 연예산업의 특성상 안정적인 수익을 확보하기 위해서도 그리고 신규사업의 정착을 위해서도 다양한 수익모델을 확보하는 것이 필수적이라는 SM엔터테인먼트의 판단에 따른 것이다.

4.2.2. 차별화된 역량 (casting, training, 최고의 아티스트, 해외 노하우)

엔터테인먼트 아카데미 설립, 실용성과 이론을 접목시키는 교육 실시

동사는 서울 강남지역에 약 250평 규모의 장소를 확보하여 가칭 엔터테인먼트 아카데미를 설립 하여, SM의 강점인 음악부분에서 실력 있는 유망 신인가수의 조기발굴 등을 위해 실용성과 이론을 접목시키는 교육을 실시하고 있다. 청소년 층을 중심으로 급격히 증가하고 있는 문화/연예 산업에 대한 신세대들의 선호도 증가는 전문교육기관에 대한 관심을 불러일으켰으며, 이러한 사업에 있어서 SM 엔터테인먼트의 인지도가 상당한 기여를 하였다.

우수 인재 확보 및 신인 교육을 통한 사업 기반 확보.

다만, 학원사업의 특성상 강사진의 인력 및 강의실 공간 등의 제약요인들이 상존하고 있어 큰 폭의 수익 실현은 어려울 것으로 예상되었으나 이러한 학원사업을 통한 신인 확보 및 신인들의 교육을 통하여 음반사업의 기반을 굳건히 하는 원천이 되고 있다.

천재 프로듀서의 개인적 역량으로 Trend 선도

동사는 앞에서 언급한 체계적인 시스템 역량뿐만 아니라, 이수만 사장과 유영진이라는 천재적인 프로듀서들의 혜안으로 Trend를 선도하고 있으며, 이렇게 양성된 동사의 아티스트들은 이미 대중들에게 인지도가 있는 아티스트들이 되어, 각종 프로그램의 Contents 면에서 대중들의 선호도가 높다.

다년간의 경험을 통한 해외 진출 노하우 와 인프라 확보

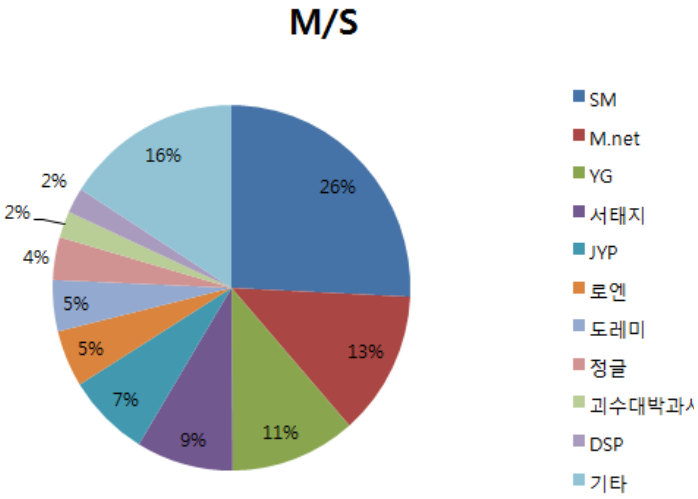
더구나 아시아 시장 진출을 통해 한류 열풍을 주도한 SM 만의 다년간의 노하우가 축적되어 있어 해외 시장에서의 SM 네임 밸류 또한 유효하다. 동사는 SM Japan, SM USA, SM Asia 등의 해외에 자회사를 설립하여 동사의 아티스트들을 해외에 진출시켜 성공을 거두었으며 이런 시스템과 인프라를 바탕으로 한 다년간의 노하우는 경쟁사들과는 차별화된 경쟁우위 요소라고 할 수 있다.

사진 4. 09년도 매출비중 (단위 : 천원)

사업부문	매출유형	품 목	구체적용도	주요상표등	매출액(비율)
음반사업	제품매출	음반	음악청취용	S.M.	6,041,622(12.71%)
		기타	-		1,780,838(3.75%)
	소계				7,822,460(16.46%)
	로열티매출	로열티	라이센싱	S.M.	1,687,885(3.55%)
		로열티	해외		22,592,317(47.53%)
		기타	-		1,274,380(2.68%)
	소계				25,554,581(53.77%)
매니지먼트사업	용역매출	출연료		소속아티스트	7,697,479(16.20%)
		광 고			5,362,419(11.28%)
		기타			1,090,930(2.30%)
	소계				14,150,828(29.77%)
합계					47,527,869(100.00%)

출처: 09년 사업보고서

차트 9. Market share (단위 : %)



출처: SMIC research team 3.

5. Risk

5.1. 재무분석

5.1.1. 수익의 변동성 : 매출구조

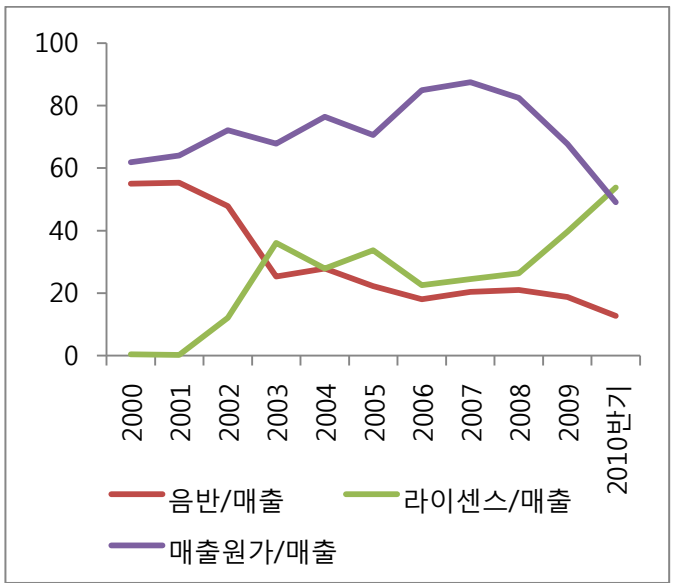
일반적으로 엔터테인먼트사의 실적은 변동성이 큰 것으로 알려져 있다. 과거 SM의 실적 그래프를 보면 SM또한 예외가 아님을 볼 수 있다. 하지만 이 수치 이면에 보이는 구조적 변화가 있다.

라이선스 매출이 CD 음반 매출을 월등히 넘어섰다.

음반은 생필품과 사치품의 구분을 넘어선 인간의 고차원적인 욕구를 충족하는 상품으로서 소득에 대한 탄력성이 매우 크다. 음반가격에 비해서 한곡씩 살수 있는 디지털 음원시장이 활성화 됨에 따라서 소비자들은 기존보다 낮은 비용으로 음악을 이용할 수 있게 되어서 결과적으로는 매출액이 증가하게 되었다. CD음반의 경우에는 음반을 발매하는데 상당한 초기 비용이 들기 때문에 많이 팔수록 마진율이 높아진다. 초기에는 음반시장 붕괴로 CD음반 매출이 줄었지만 아직 디지털 음원시장이 제대로 형성되지 못했기 때문에 매출총이익률이 줄어들었다. 디지털 시장 매출이 점차 증가하여 07년부터는 CD음반매출을 월등히 뛰어넘었고, 현재는 라이센스 매출이 CD매출의 2배정도나 된다. 또한 해외 매출도 국내 매출을 뛰어넘고 있는 상황이다.(차트11 참조) 07년 소녀 시대 데뷔 이후로 CD음반의 매출도 증가하여 09년도 CD매출은 111억원이다. 대형스타등장으로 인해 CD매출이 급증하여 단가가 낮아진 효과와 함께 추가적인 비용이 거의 없는 디지털 음원시장확대로 인해 매출 총이익이 증가한다고 해석할 수있다.(차트10 참조)

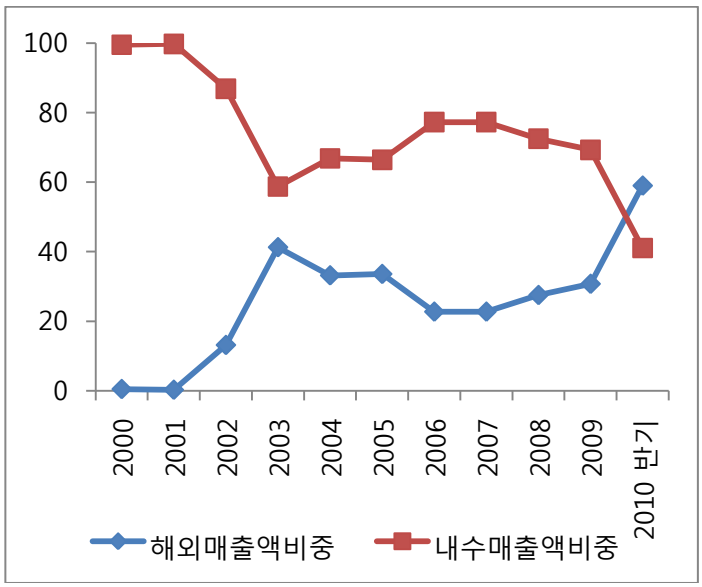
대형 스타의 등장, 세계 제2의 음반시장진출과 함께 최근 스마트폰과 IPTV ,SNS 등의 등장으로 향후 디지털 시장이 더욱 크게 확대될 것으로 보이며 이는 동사에게 긍정적인 결과를 가져다 줄 것이다.

차트 10. CD음반과 라이센스 매출의 비중변화(단위: %)



출처: SMIC research team 3.

차트 11. 해외 매출과 국내매출의 비중변화 (단위: %)



출처: SMIC research team 3.

5.1.2. 수익의 변동성: 영업외 수익

영업외 손익의 크기가 커 당기 순이익의 변동성이 크다

매출액은 03년도부터 증가추세였고, 매출 총이익 및 영업 이익 또한 적자일 때가 있긴 했지만 당기 순이익에 비해서는 변동이 크지 않았다. 당기 순이익이 이렇게 들쭉날쭉한 이유는 무엇일까? 영업 외적으로 비 정기적인 이익과 비용이 발생할 때가 있는데 그 영업외 손익의 크기가 좀 컸다.

08년도에는 SM온라인 등의 매각으로 지분법주식 처분이익 78억원이 발생해 영업이익이 적자였음에도 당기 순이익이 큰 폭으로 흑자가 되었다.

동사의 수익 구조는 회계상으로 보는 것과 다르게 변동성이 크지 않다

04년도에는 기타 대손상각비, 무형자산 감액손실이 크게 발생했다. SM의 무형자산에는 산업재산권, 전속계약권, 영업권 등 있는데 2002년도 매니지먼트 전문회사인 ㈜포엠이를 흡수 합병하면서 72억원을 영업권으로 인식했고, 원래 5년간 정액법으로 상각해야 하는 것인데 2004년도에 한꺼번에 무형자산 감액손실로 계상하여 비용처리한 것이다. 대손 상각액이 56억원이나 되며 가수·프로듀서·매니저를 비롯해 음반산업 인프라에 대한 선행 투자라고 볼 수 있는 장기선급금을 한꺼번에 대손상각 처리했다. (그림5 참조)

이로 인해 2004년 순손실 규모가 사상 최대까지 늘었으나 기말 현금 흐름은 사상 최고에 육박하는 113억원이나 되었다. 따라서 SM이 기록한 적자는 영업 행위로 인해 발생한 것이 아니라 회계처리 기준을 엄격히 하면서 발생한 장부상 손실이다. SM의 수익구조는 회계상으로 보는 것과 다르게 변동성이 그렇게 크지 않다.

그림5. 04년도 기타 무형 자산 감액 손실

구 분	2004				
	산업재산권	전속계약권	영업권	기타의무형자산	합계
기초	₩ 3,964	₩ 299,716	₩ 4,009,075	₩ 39,354	₩ 4,352,109
증가(*)	2,015	438,333	-	11,000	451,348
처분	-	-	-	-	-
상각	1,235	485,463	1,170,056	23,201	1,679,955
감액(**)	-	-	2,380,536	-	2,380,536
기말	₩ 4,744	₩ 252,586	₩ 458,483	₩ 27,153	₩ 742,966
기말상각누계액	2,383	252,755	3,696,658	143,213	4,095,009
기말감액손실누계액	₩ -	₩ -	₩ 3,063,721	₩ -	₩ 3,063,721

출처: 09년 사업보고서

5.1.3. 지분법손실 지속적 발생

동사가 자회사에 비용을 전가하여 자회사가 손실을 낼 수 밖에 없는 구조로 되어있는지 의심해 보았다

동사는 위에서 살펴본 것처럼 지분법 손익으로 인해 당기 순이익이 흑자가 될 수도 있고 적자가 될 수도 있는 구조이다. 자회사는 동사의 지분율이 평균 65%로 SM JAPAN(01년도), 스타라이트(03년도), SM 브라보(06년도), SM ASIA(06년도), SM USA(08년도), SM 어뮤즈먼트(08년도) 등 12개에 이른다. 자회사에서 00년도부터 지금까지 05년을 제외하고 계속해서 손실이 발생하고 있기 때문에 동사가 자회사에 비용을 전가해서 자회사가 손실을 낼 수 밖에 없는 구조로 되어있지는 않은지 또는 수익성이 없는 사업을 무리하게 확장하는 것은 아닌지 의심해 보았다.

사업 초기에 지분법 손실이 크게 발생했으나 현재 흑자로 돌아선 곳도 있다.

07년도에 특히 지분법 손실이 많았다. 06년에 설립한 SM 브라보에서 16억원와 SM픽쳐스에서 23억 SM온라인에서 74억의 손실이 발생했는데 . SM온라인은 07년도에 매각처분하였으며, SM픽쳐스는 프리지엠으로 흡수 합병되면서 08년도에 계열회사서 제외되었고, 현재까지 큰 손실을 내고 있는 노래방 반주기를 만드는 아직까지 큰 손실을 내고 있는 SM 브라보는 노래방 사업을 하고 있는 SM 어뮤즈먼트와 합병을 계획 중이며 금영과 태진의 견고하게 버티고 있는 반주기 사업보다 노래방사업에 집중을 해서 시너지 효과와 함께 수익이 개선될 것으로 보인다.

복합문화상품을 파는 회사로의 도약을 위한 초기 투자 비용에 불과하다

전반적으로 지분법 손실이 발생한 곳을 보면 사업초기 투자로 인한 것으로서, 진출했다가 수익을 내지 못하는 사업은 빨리 그만두는 편이며 흑자로 전환되고 있다. SM JAPAN 설립 년도(01년)에 9천7백만원의 손실을 낸 이후로 02년도부터 흑자 전환한 후 계속해서 흑자를 내고 있다. 스타라이트도 설립 년도인 03년도에 3억 5천만원을 낸 후 흑자 전환하였다.

아직까지 SM USA, SM 브라보,SM 어뮤즈먼트 등 적자인 곳이 있지만 동사가 전략적으로 추진하고 있는 신사업으로서 투자비용이라고 볼 수 있다. 각 사업이 독자영역을 영위하는 것이 아니라 동사의 수익과 연결되는 사업이다. SM USA는 세계 최고의 음반시장 진출을 위해서 꼭 필요하며, 노래방사업을 중심으로 동사의 오디션 장이 되고 있는 SM어뮤즈먼트 또한 음반을 파는 회사에서 복합문화상품을 파는 회사로의 도약을 위한 것이다. 초기 투자 비용임을 감안하자. (차트12 참조)

5.1.4. 외환차손(표1 참조)

엔화가 100원이 변할 경우 매출은 3.7%가 변하고 자산에서는 0.85%가 변한다

현재 원/엔화 환율(10.10.7)이 100 엔=1346원인데 단기적으로 100원이 변할 때 SM의 매출과 영업이익에 어떤 영향을 주는지 민감도 분석을 해보았다. 2010년 반기보고서 기준으로 총 매출 475억원 중 해외 매출이 228억원으로 59%를 차지한다. 해외 매출이 상당히 큰 비중이며 이중 80%이상이 대부분은 일본시장 매출이다. 소녀 시대의 일본진출을 시작으로 샤이니, F(x) 등 일본 진출을 계획하고 있기 때문에 앞으로 해외 매출 비중이 더 커질 가능성이 크다. 매출액에서 일본 매출이 50%정도로 유지 될 경우 엔환율이 100원 변동하면 1446/1346 * 50%≒3.7% 만큼 원화 환산 매출이 변동하게 된다 1246원이 되면 -3.7%가 된다

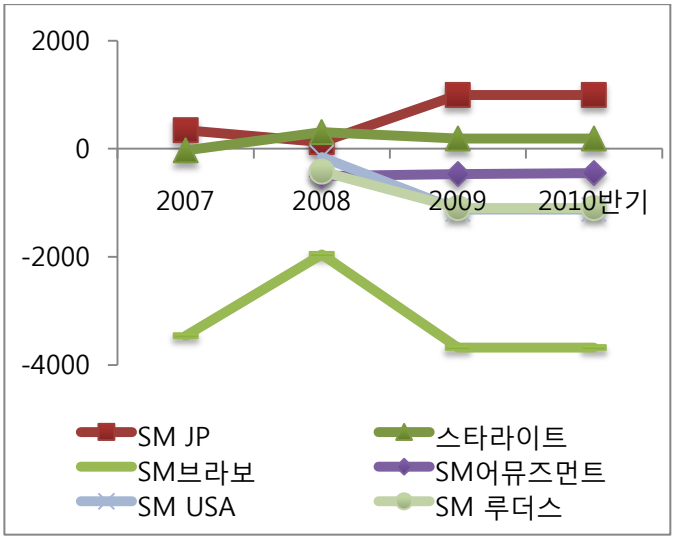
또한, 10년 반기 현재 엔화 자산이 6억 6천만엔, 엔화 부채가 68만엔으로 순엔화자산이 6억 6천만엔이다. 현재 환율로 환산할 경우 89억원인데 엔환율이 1436원이 되면 96억원, 엔환율이 1236원이 되면 83억원으로 6~7억 정도의 변동이 생기게 된다. 이는 순자산 822억원의 0.85%에 해당한다. 이로 인해 엔화 환율로 인해 기업의 큰 영향을 주지는 않는다는 것을 알 수 있다.

표 1 . 환율에 따른 외화 환산 매출, 자산 변화

원/엔화 환율	1246 원(-100 원)	1446 원(+100 원)
매출	3.7% 감소	3.7% 증가
자산	7 억원 감소	7 억원 증가

출처: SMIC research team 3.

차트 12. 연도별 지분법 손실 추이 (단위 : 100만원)



출처: SMIC research team 3.

5.2. CJ미디어와의 불편한 관계

표2. 엠넷미디어의 음원사이트 시장 점유율 (단위 : 명, 천)

구분	소리바다	멜론	엠넷	벅스	도시락	엠넷순위
주간 UV(순방문자)	226,487	1,542,539	773,024	568,417	311,359	2 위
주간 PV(페이지뷰)	4,213	15,422	12,580	16,705	5,747	3 위

출처: SMIC research team 3.

SM과 CJ 미디어는 아직도 불편한 관계를 이어가고 있다.

루머 정도를 넘어서 SM과 CJ 미디어의 불편한 관계는 이미 많이 알려져 있다. 사업의 특성상 자존심을 부려볼 법도 하지만 근본적으로는 이윤추구를 목적으로 하는 기업이기 때문에 동사가 계란으로 바위치기 하는 것이 아닌가 하는 우려된다. CJ미디어는 엠넷 미디어, TVN, CH CGV 등 다수의 케이블 채널을 소유하고 있는 거대 미디어 그룹이다. (표2 참조) 그 중 SM과 경쟁관계이기도 한 엠넷미디어는 케이블 음악채널 1위이며 디지털음원사이트 2위 업체이기 때문에(출처: 코린안 클릭) SM과 엠넷 미디어의 불편한 관계가 SM에게 독이 될지 모른다. 엠넷채널은 2009년 케이블 TV 107개 채널을 대상으로 한 시청률 조사에서 주요 타겟인 13~19대 시청률에서는 3위, 20~29대 시청율에서는 5위를 차지하고 있어 SM음악의 주 타겟인 젊은층에서 확고한 경쟁력을 확보하고 있다

또한 지상파 가요시상식이 없는 상황에서 Mnet Asia Music Award(이하 MAMA)와 Mnet 20's Choice가 가장 큰 규모의 시상식으로 여기에서 수상한다는 것은 단순히 축제의 의미만은 아니다. 09년 MAMA 5.325%의 시청률이 가져다주는 광고효과는 무시할 수 없을 정도이다.

SM은 단기적인 이익이 아니라 장기적인 영업환경을 개선하기 위한 투쟁을 하고자 하는 것이다.

그런데 SM은 엠넷에 음원 공급을 중단했으며, 엠넷 공정성을 문제로 방송 출연을 거부하고 있다. SM은 왜 막대한 손해를 무릅쓰고 계란으로 바위를 치려하는 것일까? SM과 엠넷 미디어와의 불편한 관계이면에는 이수만의 장기적인 계획이 들어있다.
엠넷은 단순 미디어그룹이 아니라 음반 기획과 유통 등을 하는 엔터테인먼트 업체이기도 하다. 공정할 수가 업는 구조이다. 09년도에 지상파에서 소녀시대가 1위를 하는 동안에 엠넷에서는 엠넷 소속가수에 밀려 10위권 안에도 들지 못했었다. 이러한 미디어업체의 횡포에 맞서 SM은 단기적인 이익이 아니라 장기적인 영업환경을 개선하기 위한 투쟁을 하고자 하는 것이다.

기획사는 더 이상 미디어에 종속되는 약자가 아니라, 생산과 유통 모두에서 음악 시장을 주도하게 될 것이다.

단순히 방송출연 거부나 음원 공급 중단을 통해 떼를 써보는 것이 아니다. 지난 3월에는 SM, YG, JYP 등 7개의 기획사에서 KMP홀딩스를 공동 설립해서 대응책을 구체화 했다. KMP홀딩스는 음악 포털 사이트를 만들고, 음원을 직접 유통하고 프로그램 제작 등 다양한 활동을 계획하고 있다. 또 현재 일률적으로 책정된 음악 가격에도 다양화를 꾀할 예정이다. 기획사는 더 이상 미디어에 종속되는 약자가 아니라, 생산과 유통 모두에서 음악 시장을 주도하게 될 것이다.

5.3. 엔터테인먼트 산업의 특성상 컨트롤이 되지 않는 리스크

동사는 뛰어난 CEO와 프로듀서를 보유하고 있어 엔터테인먼트 산업의 리스크를 어느정도 컨트롤 할 수 있다.

예상치 못한 사건들이 수시로 발발하는 연예 엔터테인먼트 사업의 특성으로 동사에는 통제 불가능한 리스크가 존재하고 그 리스크는 치명적일 수도 있다. 이러한 통제가 되지 않는 리스크 중 하나는 아티스트 이탈, 다른 하나는 연예산업 트렌드를 읽는 해안을 가지고 시장을 선도하는 CEO와 프로듀서의 역량이 – 이수만, 유영진은 해당 산업에서 가장 뛰어난 프로듀서로 손꼽힌다 - 기업의 역량에서 큰 비중을 차지한다는 점이다. 이수만 사장과 유영진 프로듀서의 죽음 또는 이탈 등은 동사의 존망을 논할 수 있는 큰 문제이기는 하다. 하지만 그 가능성은 매우 희박하다고 볼 수 있다.

프로젝트 그룹을 내세워 이탈로 인한 문제를 준비하고, 계속적인 신인 발굴을 하고 있다

아티스트들의 이탈 문제는 자주 발생하는 문제이기는 하지만 그 원인 또한 명확하지 않고 해당 산업에서도 소문에 의해서만 그 사건의 원인을 접하는 등 문제를 명확하게 정의하는 것이 쉽지는 않다. 하지만 아티스트들의 이탈로 인한 그룹 해체를 대비, 또는 수명이 다한 그룹을 대체하는 새로운 대표주자를 내세우는 의미로도 해당 산업에서는 꾸준히 신인을 발굴하고 육성하여 대형 아티스트를 탄생 시키고 있다. 그 예로, HOT 해체 후 신화가, 신화 이후 동방신기가 이를 대체했으며, 최근에는 슈퍼주니어와 소녀시대 등이 이 자리를 대체하여 훌륭한 실적을 달성하고 있다.

6. HOT ISSUE

6.1. 동방신기 해체 or 재결합

최근 최대 이슈 '동방신기 해체설'

동사의 최근 최대 이슈는 '동방신기 해체설'이다. 매출구성에서 가장 큰 부분을 차지하고 있는 그룹인만큼 동사를 얘기할 때 빼놓을 수 없는 부분이다. 기존의 있던 인적자원 중 가장 큰 수입원이었던 동방신기는 현재 본소송을 기다리고 있다. 현재 일본활동을 주관했던 AVEX는 2010년 9월 16일 오후 홈페이지 공지를 통해 "전속 아티스트인 시아준수와 영웅재중, 믹키유천의 일본에서의 아티스트 활동을 당분간 휴지한다"고 밝혔고 그 이유로는 이들의 한국 측 매니지먼트사인 C-JeS의 조직폭력 연루 의혹을 가장 먼저 꼽았다.

현재 일본 활동 중단, 혹시나 다시 결합한다면?

에이벡스는 "시아준수·영웅재중·믹키유천의 매니지먼트 업무를 수행하고 있는 한국 법인 C-JeS 엔터테인먼트의 대표자가 폭력단 간부 경력을 가진 부친의 위력을 배경삼아 과거 담당했던 연예인을 공갈, 강요죄로 실형 판결을 받고 복역하였다는 보도에 대해 당사가 사실 관계를 조사했다"며 "그 결과 폭력단과의 관계에 대해서는 분명하지 않으나 그 외의 내용에 대해서는 해당 보도가 모두 사실인 것이 판명됐다"고 설명했다. 이로 인해 AVEX 전속 아티스트 3인은 일본활동을 중단하게 되었고, 본소송에서도 불리한 입장을 취하게 되엇다. 동사 입장에서도 동방신기가 다시 재결합하기를 반기는 분위기이다. 재결합을 한다 해도 인기가 예전만 할지는 의문이지만, '동방신기'라는 이름만으로도 엄청난 브랜드를 지니고 있는 그룹이므로 재결합을 하면 다시 엄청난 수익원을 얻게 되는 것이다.

기사1. 전속계약해지 소송 기사

동방신기 해체?, 소속사 SM 상대로 전속계약해지 소송

CNBNEWS / 2009-08-01 12:12:18

▲ CNB뉴스,CNBNEWS ,씨앤비뉴스
남성그룹 동방신기의 멤버 믹키유천, 시아준수, 영웅재중이 소속사 SM엔터테인먼트를 상대로 전속계약 가처분신청 소송을 제기했다.

이들 3명의 멤버는 31일 서울 중앙지법에 SM엔터테인먼트를 상대로 전속계약에 대한 효력을 정지시켜 달라는 신청서를 접수했다.

©2009 CNB뉴스

소속사 SM엔터테인먼트와 법적 공방에 나선 세 명의 멤버는 13년으로 알려진 전속계약 기간과 수익배분 문제 등에 대한 불만을 제기한것으로 알려졌다.

나머지 멤버인 유노윤호와 최강창민은 이번 가처분신청에선 이름을 올리지 않았다.

한편 외국에 체류중이던 SM 엔터테인먼트 이수만 회장은 갈등을 해결하고자 귀국한 것으로 알려졌다.

출처: SMIC research team 3.

사진4. AVEX 전속 아티스트 3인 (JYJ)

출처: AVEX 홈페이지

6.2 소속가수들의 해외진출 계획

6.2.1 f(x)의 중국 진출

일본엔 소녀시대?
중국엔 f(x)!.

f(x)의 경우 중국인 멤버 빅토리아와 중국계 미국인 멤버 엠버를 포함한 다국적 그룹으로 중국 진출이 확실시 되어 보인다. 지난 1월 중국 남자 아이돌 그룹인 MIC와 LG cyon의 중국 버전 롤리팝 cf 를 찍으면 얼굴을 알린 f(x)는 상하이 엑스포 공연, 케이팝 나이트 등 수차례 중국공연을 진행해 인기를 모은 바 있다. 또 엠버는 최근 대만 톱가수 겸 배우 당우철(唐禹哲) 앨범에 피처링 참여하는 등 활발한 중국어권 진출 행보를 보이고 있다. 에스엠 엔터테인먼트는 한국말이 서툰 빅토리아를 f(x)의 리더로 세우고 있다. 슈퍼주니어가 한경을 주측으로 중국 진출을 했듯이 f(x)도 중국인 멤버인 빅토리아와 엠버를 중심으로 중국 진출에 박차를 가할 것으로 보인다. 에스엠 엔터테인먼트 소속으로 중국에 진출한 한경은 중국 시장에서 큰 성공을 거두었다. 현재 한경은 중국에서 한국의 김현중에 버금가는 인기를 얻고 있다. 비록 슈퍼쥬니어 한경과 동사의 관계는 좋지 않게 끝났지만 그 당시 성공 전략을 기반으로 하여 f(x)를 중국, 대만 등지에서 더 성장시킬 수 있을 것으로 보인다.

6.2.2 샤이니의 일본 진출 가능성

일본에서의 샤이니의 인기가 주목할만하다

샤이니의 일본 진출 가능성 또한 동사 가수들의 해외진출에 빼놓을 수 없다. 15일 발표된 14일자 오리콘 데일리 앨범 차트에 따르면 샤이니는 라이센스로 현지에 발표한 한국어 앨범 '루시퍼'로 8위에 랭크됐다.[4] 프로모션도 진행하지 않았으며 앨범 역시 한국어로 녹음된 그대로 발매된 상태에서 이러한 기록은 주목할 만하다.. 아직 공식적인 진출을 하지 않았음에도 일본에서 상당한 인지도를 얻고 있다. 샤이니가 '제 2의 동방신기'로 생각되고 있는 것으로 보인다. 소녀시대의 일본 진출과 함께 샤이니의 민호가 'gee' 뮤직비디오에 출연하였다. 한국 M/V 대비 일본 M/V에서 민호의 비중이 조금 더 높은 것을 알 수 있다. 한국 M/V에서는 옷가게 점원으로 처음과 끝만 나왔던 것에 비해 일본 M/V에서는 손님으로 좀 더 노출 횟수가 높다. 그만큼 일본에서 의외의 인지도를 쌓고 있는 것은 샤이니의 일본 진출로 이어질 것이고 이 또한 동사의 큰 수입원이 될 것이다.

[4] 출처 : 오리콘 데일리

7. Valuation

이와 같은 가정과 결론을 바탕으로 동사의 밸류에이션을 해보았다.
일반적으로 사용되는 DCF(현금흐름할인모형)은 급변하는 동사 사업의 특성상 Terminal Value의 측정을 정확히 할 수 없고, 의미도 가지지 못하기 때문에 사용하지 않았다.

그래서 본 리서치 팀은 PER Method를 이용해 동사의 Valuation을 진행하려고 한다.

1. 적정 PER 산출

동사는 기존 연예 기획사의 BM에서 탈피하여 '이익을 낼 수 밖에 없는' 기업으로 변신을 하였다. 현재 화려한 라인업을 구성하여, 그것으로 인해 신인의 발굴에도 유리한 구조를 마련해놓았으며 (홈페이지 Renewal 등) 디지털 음원 구조로 변화하면서 안정적인 수익 구조를 갖추게 되었다.

07년도까지는 당기순이익이 음수가 나와서 PER를 측정할 수 없지만 08년 PER 5.94, 09년 16.16의 가중 평균에 조금 못미치는 12을 제시한다. 급속히 성장하는 회사임을 전제한다면 무리한 가정이 아니다. 또한 작년 EPS기준 PER는 현재 55가 넘어가고 있다.

표3. Peer Group 비교 (단위 : 엔, 위안, 달러, %)

기업명	시기	PER	매출액	영업이익	순이익	주가	ROE	EPS	EPS 성장률	영업이익률	순이익률
Avex (일)	09	35.7	121	5	1	836	3.9	23	흑전	4.3	0.8
	10	17.0	124	6	2	836	5.2	49	110.1	5.2	1.7
A8 Digital Music (중)	09	11.9	819	141	125	3.18	25.3	0.27	33.5	17.2	15.3
	10	11.9	819	141	125	3.18	25.3	0.27	33.5	17.2	15.3
Warner Music (미)	09	--	3,159	148	-103	6.62	--	-0.68	적자	4.7	-3.2
	10	--	3,115	173	-95	6.62	--	-0.56	적자	5.6	-3.1
Realnetworks (미)	09	--	562	-233	-212	4.83	-45.5	-1.60	적자	-41.4	-37.8
	10	--	504	-48	-37	4.83	--	-0.26	적자	-9.6	-7.3

출처: SMIC research team 3. 대우증권 리서치 센터

Peer Group 을 분석해보면 미국의 업체들은 EPS 가 (-)로 나와서 PER 조차 존재하지 않고, 중국의 A8 Digital Music 은 PER 11.9, 제일 비슷한 업종을 가지고 있는 일본의 AVEX 가 PER 17 정도로 아시아에서 SM 의 경쟁력을 고려해보았을 때, 12 의 PER 가 무리한 가정이 아님을 알 수 있다.(표 3 참조)

적정 EPS 산출

(1) 매출액 추정

계정명	200903(1Q)	200906(2Q)	200909(3Q)	200912(4Q)	2009	201003(1Q)	201006(2Q)
매출액(*)	14,400,611	15,492,718	16,427,179	15,467,989	61,788,497	22,691,107	24,836,762
상품매출액(*)	3,007	145,178	61,965	150,930	361,080	112,832	400,767
제품매출액(*)	4,154,818	3,740,258	4,367,753	2,747,242	15,010,071	2,874,696	4,434,166
용역매출액	5,246,921	5,027,432	5,177,833	5,720,914	21,173,100	4,968,585	8,968,642
로열티수입	4,668,807	6,482,054	6,660,620	6,702,774	24,514,255	14,639,899	10,914,682
기타매출액	327,058	97,797	159,009	146,127	729,991	95,095	118,506
매출원가(*)	10,378,443	10,543,844	11,562,644	9,326,443	41,811,374	9,849,772	13,502,006
상품매출원가(*)	17,078	89,115	75,455	17,215	198,863	117,055	339,242
제품매출원가(*)	3,207,418	3,122,474	3,855,595	2,913,996	13,099,483	2,284,592	3,739,461
기타매출원가	7,153,947	7,332,255	7,631,594	6,395,231	28,513,027	7,448,126	9,423,303
매출총이익(손실)	4,022,168	4,948,875	4,864,535	6,141,545	19,977,123	12,841,335	11,334,757
판매비와관리비(*)	2,201,342	2,933,179	2,486,804	3,089,449	10,710,774	2,436,170	3,132,981
급여(*)	614,168	551,062	450,797	735,990	2,352,017	656,257	1,243,206
영업이익(손실)	1,820,826	2,015,696	2,377,731	3,052,096	9,266,349	10,405,164	8,201,776
영업외수익(*)	1,175,822	584,878	388,356	1,091,809	3,240,865	635,971	2,696,068
영업외비용(*)	193,023	2,441,195	301,201	3,473,348	6,408,767	329,586	2,461,780
법인세비용차감전(계속사업)	2,803,626	159,379	2,464,886	670,555	6,098,446	10,711,550	8,436,064
(계속사업손익)법인세비용		-159,520		1,786,649	1,627,129	2,135,777	-625,201
계속사업이익(손실)	2,803,626	318,899	2,464,886	-1,116,094	4,471,317	8,575,773	9,061,264
당기순이익(순손실)	2,803,626	318,899	2,464,886	-1,116,094	4,471,317	8,575,773	9,061,264
*주당순이익	174	20	153	-69	278	533	558

동사는 크게 매출액 구성을 상품, 제품, 용역, 로열티수입, 기타로 나누고 있다. 우선 상품 매출액의 경우 상반기에 작년 대비 3 배의 성장률을 보였다. 이는 소녀시대의 Oh 샤이니 등 아이돌의 약진으로 인한 것이다. 그래서 보수적으로 150%의 성장을 가정하였고, 제품 역시 소녀시대의 일본 진출 후 음반판매 호조로 인해 비해 30%의 성장을 하였다고 가정하였다. 물론 이는 1,2 분기 실적으로 판단을 한 것이다. 또한 하반기에 유노윤호, 소녀시대의 일본진출로 인한 음반 판매 등을 포함한 성장이다. 용역매출액은 작년 상반기 대비 올해 상반기에 40% 증가했고, 일본에서의 소녀시대 등의 광고 수입 등으로 더욱 늘어날 것이나 보수적으로 40%가 늘 것이라고 가정하였다. 로열티 수입 역시 일본에서 동방신기의 로열티가 3 분기까지 들어올 예정이고, 4 분기부터 소녀시대의 로열티가 들어올 예정이기 때문에 상반기보다 우수한 성과를 거둘 것으로 판단하여 09 년 대비 140%의 높은 성장률을 가정하였다. 기타 매출액은 보수적으로 2009 년을 그대로 사용하였다.

(2) 매출원가 추정

상품과 제품의 매출원가는 각각의 매출에 맞춰 각각 70%, 10%로 잡았고, 기타 매출액의 매출원가는 용역 매출액, 로열티 수입, 기타 매출액의 매출원가로서 고정비가 큰 형태이다. 특히 2008 년과 2009 년에 가장 큰 비중을 차지하고 있는 로열티 수입이 2 배가 되었는데도 불구하고 기타 매출액의 매출원가는 12%만 늘어난 것으로 보아 로열티 수입의 매출원가는 크게 존재하지 않는다고 판단하였다. 그래서 기타 매출액의 매출원가는 보수적으로 20%를 가정하였다.

(3) 판매비와 관리비

판매비 및 관리비의 경우 5 년간 평균치인 15%를 가정하였고, 급여 부분에서는 대부분의 아티스트들이 전속계약이기 때문에 급여의 큰 변동이 있을 것이라 생각하지는 않았다. 물론 15%에 급여의 변동은 어느 정도 포함되어 있다.

(4) 영업외 수익 및 비용, 법인세 비용

영업외 수익 및 비용은 2007 년에 자회사 설립 초기라 지분법손익 110 억 발생한 이후 큰변화가 없었다. 그러므로 영업외 수익은 보수적으로 0%, 비용 역시도 크게 변하지 않을 것이라 가정하였다. 법인세 비용은 22%를 적용하였다.

계정명	단위	2005	2006	2007	2008	2009	2010(E)	10년 증감율
매출액(*)	천원	22,140,676	29,937,441	33,213,147	43,458,755	61,788,497	109,622,335	77%
상품매출액(*)	천원	10,231	391,293	260,821	190,884	361,080	902,700	150%
제품매출액(*)	천원	7,603,184	8,698,334	9,298,812	11,379,712	15,010,071	19,513,092	30%
용역매출액	천원	6,725,444	11,946,798	13,760,871	18,450,962	21,173,100	29,642,340	40%
로열티수입	천원	0	8,480,962	9,359,110	12,560,485	24,514,255	58,834,212	140%
기타매출액	천원	7,801,817	420,052	533,533	876,711	729,991	729,991	0%
매출원가(*)	천원	15,622,936	25,421,294	29,055,001	35,834,220	41,811,374	48,963,131	17%
상품매출원가(*)	천원	8,886	320,405	198,461	83,072	198,863	338,067	70%
제품매출원가(*)	천원	7,042,913	8,199,918	8,727,271	9,993,539	13,099,483	14,409,431	10%
기타매출원가	천원	8,571,137	16,900,972	20,129,269	25,757,608	28,513,027	34,215,632	20%
매출총이익(손실)	천원	6,517,740	4,516,147	4,158,146	7,624,535	19,977,123	60,659,205	
판매비와관리비(*)	천원	5,285,291	6,822,043	7,865,151	9,317,292	10,710,774	12,317,390	15%
영업이익(손실)	천원	1,232,449	(2,305,896)	(3,707,005)	(1,692,758)	9,266,349	48,341,814	
영업외수익(*)	천원	1,594,190	1,450,091	10,124,762	11,541,834	3,240,865	3,240,865	0%
영업외비용(*)	천원	1,678,113	2,029,125	13,517,848	5,319,552	6,408,767	6,408,767	0%
법인세비용차감전(계속사업)	천원	1,148,526	(2,884,930)	(7,100,091)	4,529,524	6,098,446	45,173,912	
(계속사업손익)법인세비용	천원	(52,386)	1,164,763	530,027	252,344	1,627,129	9,938,261	
계속사업이익(손실)	천원	1,200,912	(4,049,693)	(7,630,119)	4,277,180	4,471,317	35,235,652	
당기순이익(순손실)	천원	1,200,912	(4,049,693)	(7,630,119)	4,277,180	4,471,317	35,235,652	
*주당순이익	원	118	(314)	(479)	266	278	2,157	

그러므로 2010 년 추정 EPS 2157 원에 적정 PER 12 로 인해

적정 EPS	2157
적정 PER	12
적정주가	25900
현재주가	16800
안전마진	54.1%

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없음으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.

8. Appendix

1. 재무제표

손익계산서

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
매출액	299	332	435	618
매출원가	254	291	358	418
매출총이익	45	42	76	200
판관비	68	79	93	107
인건비	24	29	34	33
감가상각비	8	6	6	8
무형자산상각비	3	3	3	3
연구개발비	0	0	0	0
마케팅비	3	3	4	9
기타 판관비	29	37	46	54
영업이익	-23	-37	-17	93
영업외손익	-6	-34	62	-32
이자손익	7	4	6	10
지분법손익	-10	-110	-23	-28
외환차손익	-1	3	11	-3
외화환산손익	-6	2	23	-4
기타 영업외손익	3	68	46	-6
세전계속사업이익	-29	-71	45	61
법인세비용	12	5	3	16
당기순이익	-40	-76	43	45
EPS	-298	-475	266	278

대차대조표

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
유동자산	262	258	473	533
현금 및 현	70	67	71	75
매출채권	32	20	38	61
재고자산	20	22	36	21
비유동자	438	473	331	345
투자자산	270	260	131	144
유형자산	31	35	34	27
무형자산	47	44	29	38
자산총계	699	730	804	878
유동부채	165	121	190	222
매입채무	49	44	64	101
단기차입금	67	22	22	22
유동성장기	0	0	0	5
비유동부	23	24	30	23
사채	23	24	30	23
장기차입금	5	5	5	0
부채총계	189	145	220	245
자본금	68	80	80	80
자본잉여금	527	676	506	515
이익잉여금	-93	-169	43	87
자본조정	8	16	24	20
자본총계	511	585	584	634

현금흐름표

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
영업활동 현금흐름	29	-3	74	114
당기순이익	-40	-76	43	45
비현금수익비용가감	54	92	10	71
감가상각비	16	13	10	12
무형자산상각비	12	19	19	14
외화환산손익	-2	2	23	-4
지분법평가손익	-10	-110	-23	-28
기타	38	168	-20	76
영업활동으로인한 자산부채	16	-18	21	-2
투자활동 현금흐름	-378	-120	-70	-109
유형자산 투자	23	19	23	5
유형자산 처분	0	1	1	1
무형자산 증감	32	15	2	5
지분법자산 증감	210	90	-99	35
기타	-114	3	-146	-65
재무활동 현금흐름	286	120	0	0
단기IBD 증감	45	-45	0	5
장기IBD 증감	0	0	0	0
자본증감	245	161	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
기타	-4	4	0	-5
순현금흐름	-63	-3	4	4
기초현금	132	70	67	71
기말현금	70	67	71	75

주요투자지표

	2006	2007	2008	2009
Growth Ratios				
매출액성장	35.2%	10.9%	30.8%	42.2%
EBITDA성장	-83.4%	-205.6%	-352.4%	828.9%
EBIT성장률	-238.4%	44.9%	-65.1%	-485.0%
총자산성장	86.1%	4.4%	10.1%	9.2%
Profitibility Ratios				
매출총이익	15.1%	12.5%	17.5%	32.3%
EBITDA mar	1.6%	-1.5%	2.9%	19.2%
EBIT margin	-7.7%	-11.2%	-3.9%	15.0%
세전이익률	-9.6%	-21.4%	10.4%	9.9%
당기순이익	-13.5%	-23.0%	9.8%	7.2%
Stability Ratios				
부채비율 %	36.9%	24.9%	37.7%	38.6%
순부채비율	0.4%	-6.8%	-7.5%	-7.6%
유동비율 %	158.3%	212.9%	249.1%	240.5%
당좌비율 %	146.3%	194.9%	230.0%	231.0%
이자보상배	-2593.2%	-9839.7%	-5229.4%	1002851.6%
Performance Ratios				
ROE %	-7.9%	-13.0%	7.3%	7.1%
ROA %	-5.8%	-10.4%	5.3%	5.1%
ROIC %	-6.9%	-9.4%	-3.0%	15.2%
Per Share Ratios				
BPS	3,762	3,638	3,634	3,942
DPS	-	-	-	-