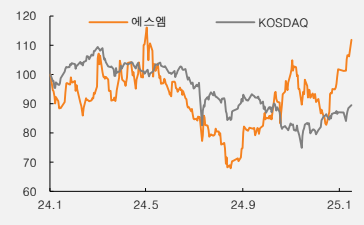


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 120,000원
현재주가(25/2/10)	92,300원
상승여력	30.0%

영업이익(24F, 십억원)	88
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	76
EPS 성장률(24F, %)	-70.2
MKT EPS 성장률(24F, %)	68.2
P/E(24F, x)	69.3
MKT P/E(24F, x)	10.8
KOSDAQ	749.67
시가총액(십억원)	2,156
발행주식수(백만주)	23
유동주식비율(%)	57.0
외국인 보유비중(%)	13.6
벤투(12M) 일간수익률	0.61
52주 최저가(원)	56,000
52주 최고가(원)	95,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	34.0	35.3	26.4
상대주가	28.3	38.0	39.4



[미디어/엔터테인먼트]

김규연

gyuyeon.kim@miraeasset.com

에스엠

우주의 기운이

목표주가 12만원으로 15% 상향

동사 목표주가를 직전 104,000원에서 15% 상향한 120,000원으로 제시한다. 25년 지배주주순이익 1,015억원에 Target P/E 26.7x를 적용했다. 동사의 주요 주가 캐털리스트는 크게 세 가지 1) 중국, 2) 저연차의 성장과 3) 이익 체력 개선이다.

1) 이익 체력 개선

동사는 4Q24 실적에서 매출 2,738억원, 영업이익 358억원을 기록하며 컨센서스 대비 약 140억원의 서프라이즈를 기록했다. 매출과 영업이익 모두 SME 별도의 호 실적에서 기인했다. 특히 이익률이 높은 음반원과 MD/라이선싱 부문의 매출이 두드러졌다. 음원은 275억원으로 4Q의 계절성을 감안할 때 평이한 수준이었으나 음반이 585억원으로 높은 수준을 기록했다. 에스파와 NCT드림 등 팬덤이 강한 아티스트의 신보 발매가 겹쳐 국내 앨범 판매량은 406만장으로 추산된다. 또한 NCT드림의 정규앨범, 동방신기와 NCT127의 일본 앨범 등 ASP가 높은 앨범이 포진했다.

MD/라이선싱 사업부는 512억원을 기록하며 역대 최고 실적을 기록했다. 신보 발매, 공연, 연말 팝업 스토어(그림16)가 진행되며 프로젝트 MD 발매가 활발했기 때문이다. 앨범과 콘서트 합산 매출 대비 MD 매출 비중은 47%인데 4Q22에 49%, 2Q23에 57%를 기록했던 것을 감안하면 재현 가능한 수준이라고 판단한다. 다만 연간 기준으로 그 비중이 22년 26%, 23년 34%, 24년 41% 수준으로 증가했는데 이는 4Q23부터 발발했던 앨범 판매량 감소분이 동 상품군에 대한 매출로 전환된 것으로 보인다. 판관비의 감소 또한 높은 동분기 높은 이익에 기여했다.

앨범 판매의 점진적 회복, 저연차를 중심으로 한 성장과 이익률이 높은 MD 사업부의 매출 비중 증가와 함께 23년 수준의 GP마진 회복이 기대된다. 또한 이번연도 동사는 판관비 통제를 확실하게 보여주었으며 약속한 주주환원 정책도 실시했다. 이는 동사가 반복해서 언급하는 25년 이후 자회사의 이익 개선에 대한 의지와 실현 가능성을 대변한다고 판단하는 바 25년 영업이익률을 15% 상향 조정했다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	851	961	990	1,097	1,268
영업이익 (십억원)	91	113	88	137	172
영업이익률 (%)	10.7	11.8	8.9	12.5	13.6
순이익 (십억원)	80	87	26	102	131
EPS (원)	3,363	3,664	1,091	4,347	5,629
ROE (%)	12.2	12.3	3.6	12.9	14.5
P/E (배)	22.8	25.1	69.3	21.2	16.4
P/B (배)	2.6	2.9	2.3	2.6	2.3
배당수익률 (%)	1.6	1.3	0.5	1.3	1.3

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

2) 저연차 모멘텀

SM의 매출 성장률과 비중 모두 저연차 아티스트 – 에스파, RIIZE, NCT WISH-가 견인하고 있다. 앨범 판매량에서 저연차가 차지하는 비중이 23년 27%에서 24년 50%로 증가했다. 음원 스트리밍수로 대변되는 25년 이후 실적 증가도 이 세 그룹을 중심으로 전개된다. 공연은 24년까지 고연차가 75%로 아직 높지만 25년 57%, 26년 42%로 감소할 예정이다. 이와 같은 저연차 중심의 성장은 매출총이익률로 나타날 것이다. 2월 24일 예정된 하츠투 하츠도 기대할 만한 포인트다. 데뷔와 함께 음악중심 MC로 발탁되며 일단 대중의 주목을 받는 데 성공했다. 에스파의 음원 성공으로 대변되는 SM의 음원 역량이 더해진다면 밸류 에이션에 긍정적으로 작용할 확률이 높다.

3) 놓치 못하는 중국

중국의 한국 콘텐츠 개방에 대한 헤드라인이 보도되는 즉시 주가가 반응한다. 해당 기대감은 적어도 상반기 내내 존재할 것이다. APEC 회의가 개최되는 11월까지 한-중 고위급 간부의 교류가 계속되는 가운데 만날 때마다 콘텐츠 개방에 대한 얘기를 하거나 OR 그 전에 콘텐츠 개방이 되거나. 공연 시장이 개방된다면 실적에 즉시 반영된다. 물리적 거리가 가까운 탓에 이미 예정된 스케줄이 있어도 곧바로 반영할 수 있기 때문이다.

표 1. SM 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P	2025F	2026F
매출	204	240	266	250	220	254	242	274	960	990	1,097	1,268
YoY	20%	30%	12%	-3%	8%	6%	-9%	10%	13%	3%	11%	16%
SME	128	139	189	164	136	174	172	182	619	664	748	886
SM C&C	21	29	34	43	24	28	25	33	127	110	112	115
KEYEAST	19	13	10	10	25	16	13	13	52	68	73	79
DREAM MAKER	22	35	18	20	13	8	10	5	94	36	93	110
SMC	27	20	24	12	27	19	22	20	83	88	97	116
영업이익	18	36	51	11	16	25	27	36	115	112	156	195
YoY	-5%	84%	70%	-52%	-15%	-31%	-74%	210%	27%	-24%	56%	26%
영업이익률	9%	15%	19%	4%	7%	10%	6%	13%	12%	11%	11%	15%
지배주주순이익	21	25	83	-43	11	7	6	0	87	26	101	131
YoY	-23%	3%	225%	적전	-44%	-71%	-92%	-	9%	-71%	296%	29%
지배주주순이익률	10%	11%	31%	1%	5%	3%	3%	0%	9%	3%	9%	10%
별도 부문별 매출												
앨범/음원	60	54	113	91	55	72	73	86	318	286	331	383
출연료	17	21	21	27	20	21	23	21	86	84	88	91
콘서트	20	20	24	12	25	37	38	22	77	123	145	184
MD/라이선싱	30	42	29	34	36	44	38	51	135	169	180	224
기타	2	2	0	1	1	1	1	1	4	3	4	4
별도 부문별 매출 비중												
앨범/음원	47%	39%	60%	55%	40%	41%	42%	47%	51%	43%	44%	43%
출연료	13%	15%	11%	16%	15%	12%	13%	12%	14%	13%	12%	10%
콘서트	16%	14%	13%	7%	18%	21%	22%	12%	12%	18%	19%	21%
MD/라이선싱	23%	30%	15%	21%	26%	25%	22%	28%	22%	25%	24%	25%
기타	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	0%

자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 4Q24 실적 비교

	4Q23	3Q24	4Q24P				
			잠정치	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	251	242	274	245	12%	256	7%
영업이익	9	13	36	25	44%	22	64%
영업이익률 (%)	3.6	5.5	13.1	10.2	2.9%p	8.6	4.5%p
지배주주순이익	-43	6	0	11	-	20	-

자료: 에스엠, QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. 실적 변경표

	변경전		변경후		변경률(%)		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	1,075	1,198	1,097	1,268	2.0	5.9	(별도 매출) 음반원 및 콘서트 매출 상향
영업이익	119	146	137	172	15.0	17.9	(영업이익) 인건비 통제 가정
순이익	93	118	102	131	9.2	11.4	(순이익) 자회사 및 관계회사 이익 개선 가정

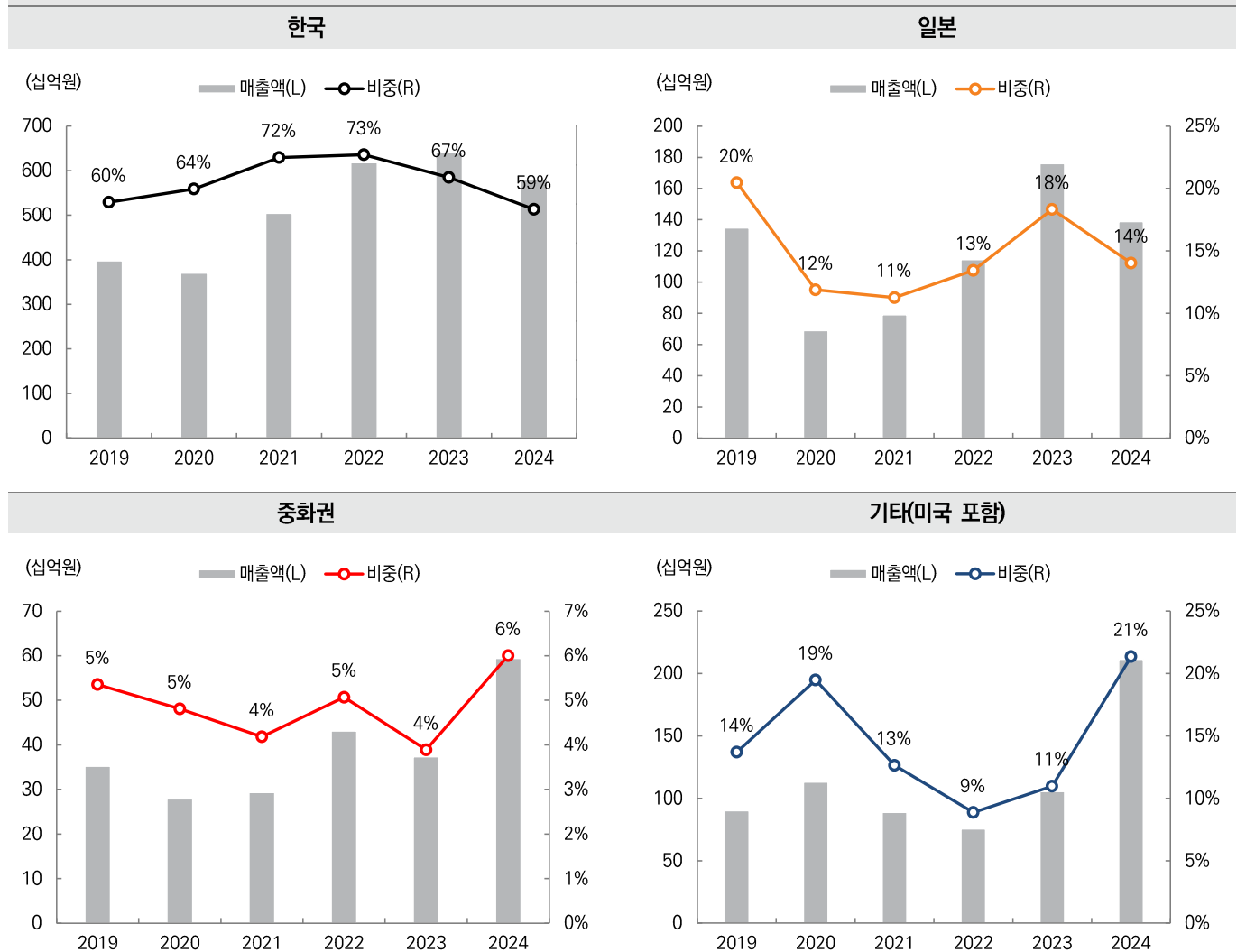
자료: 에스엠, QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. SM 목표 주가 산출

항목	값	
25F 지배주주순이익(십억원)	101	- 주력 남자 아이돌의 일본 활동이 중첩된 17-18년 평균 P/E 24.3x에
Target P/E	26.7x	중국 콘텐츠 시장 개방에 대한 기대감으로 인한 프리미엄 10% 적용
목표 시가총액	2,710	- 10%는 24.5.23 국내 인디밴드의 중국 공연 허가 보도 당시 당사 커버리지 中
주식수(천주)	22,895	- 연예기획사 3사의 주가 상승률(프리미엄) 평균
목표주가(원)	120,000	- 25. 1. 10 공시된 자사주 소각 계획 적용(25. 1. 18 시행)
현재주가(원)	92,300	
상승여력	30.0%	

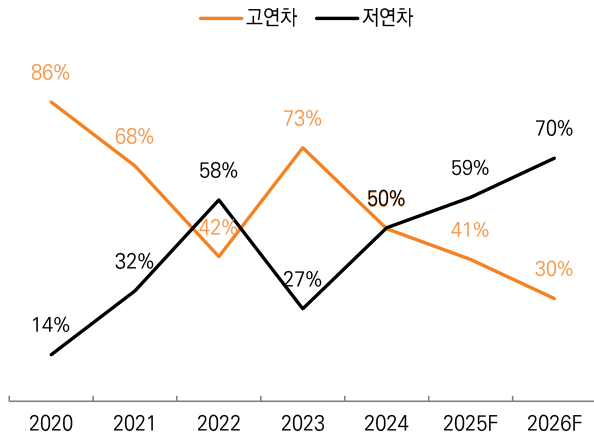
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 국가별 매출 및 비중



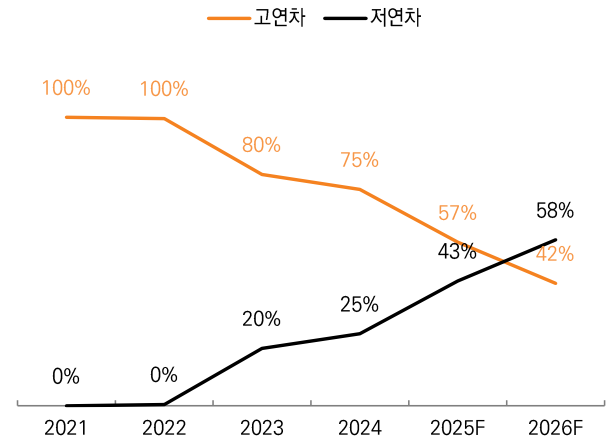
자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 연차별 음반 판매량 비중



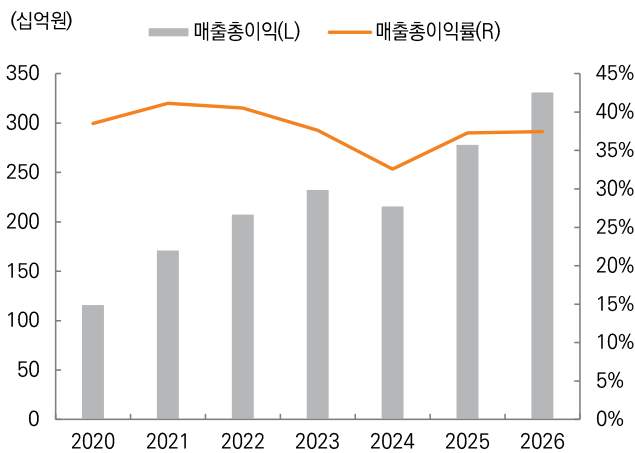
자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 연차별 공연 관객량 비중



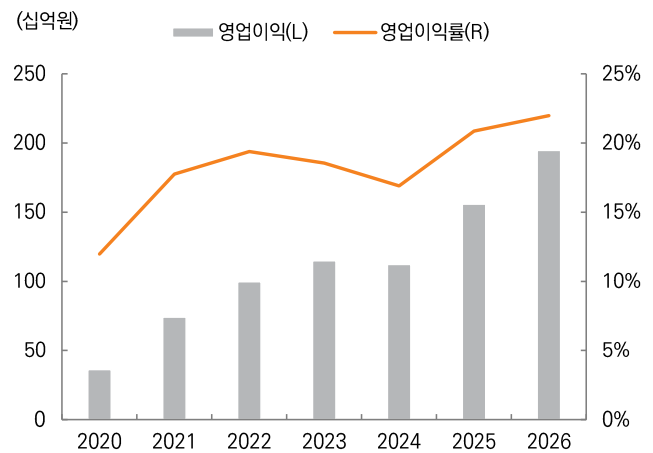
자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 별도 매출총이익 및 매출총이익률 추이



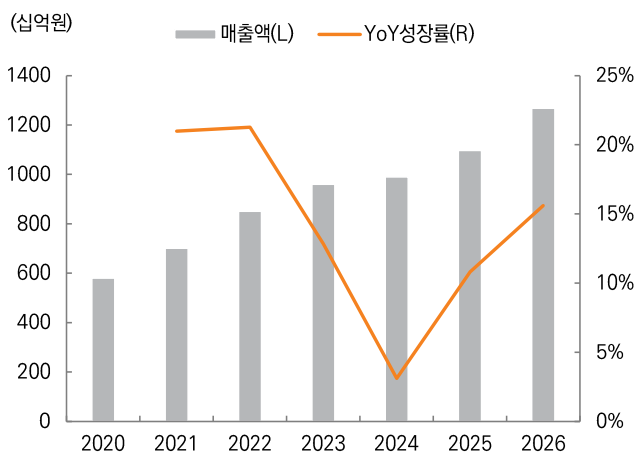
자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 별도 영업이익 및 영업이익률 추이



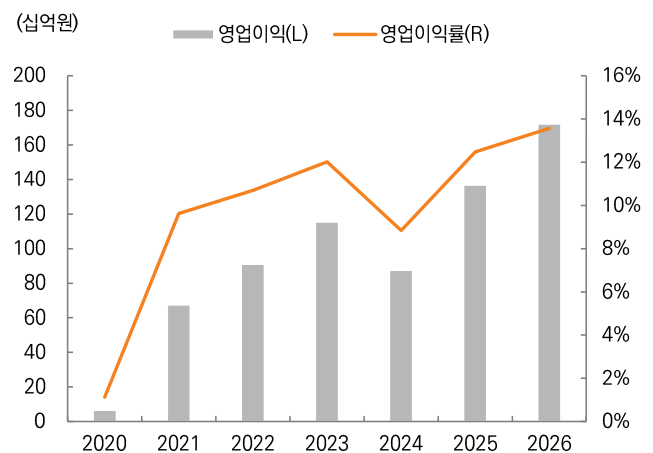
자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. 연결 매출액 및 성장률 추이



자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터, 추정

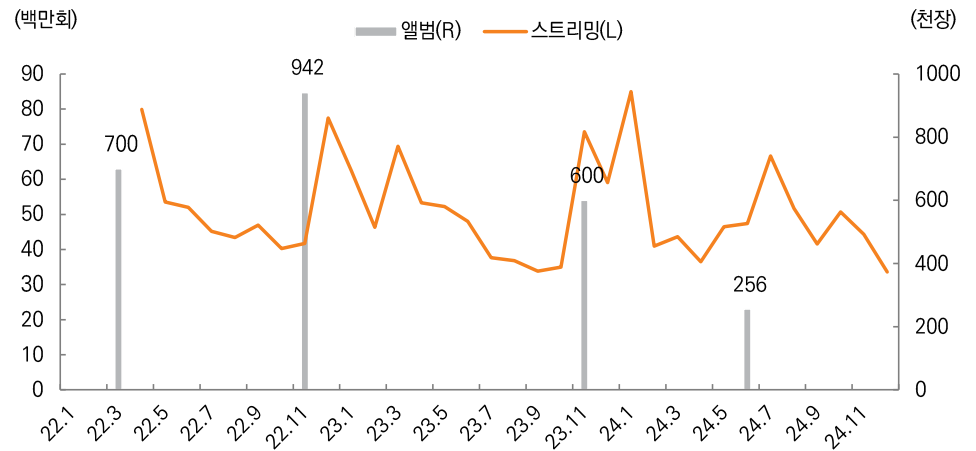
그림 7. 연결 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터, 추정

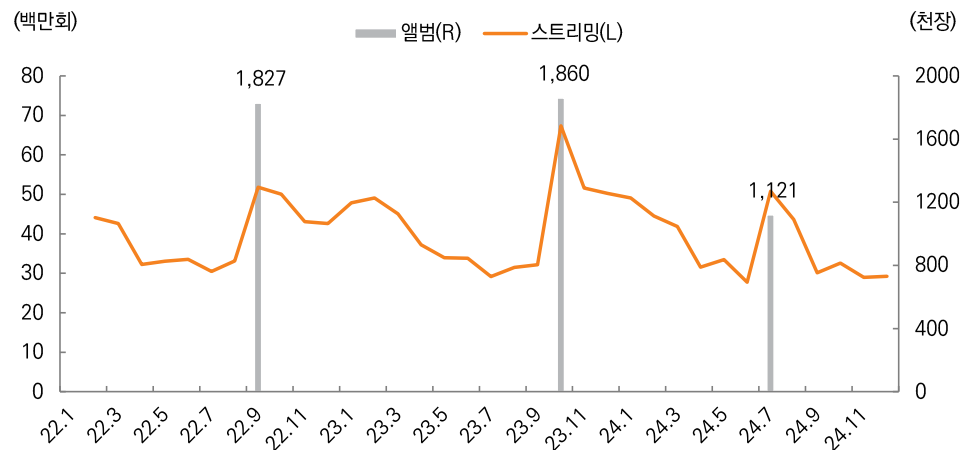
SM 아티스트 월별 스트리밍 횟수 및 신보 판매량 - 7년차 이상

그림 8. 레드벨벳



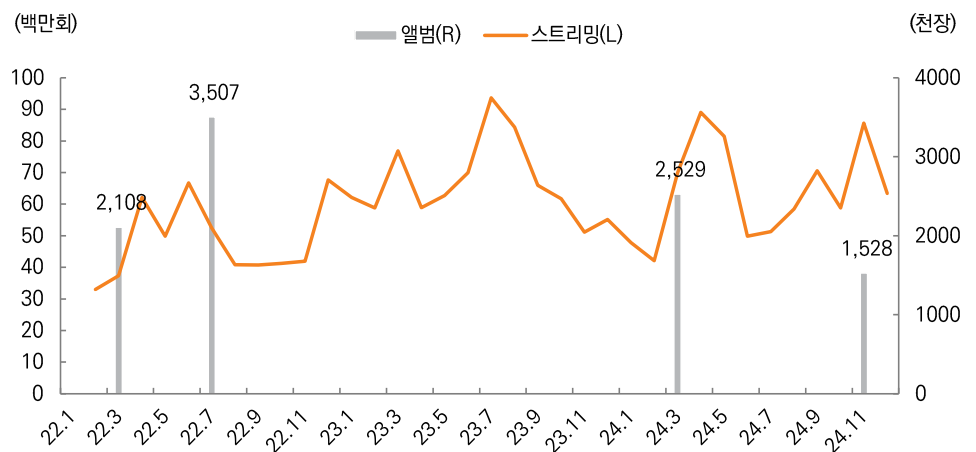
자료: 스포티파이, 씨클차트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. NCT127



자료: 스포티파이, 씨클차트, 미래에셋증권 리서치센터

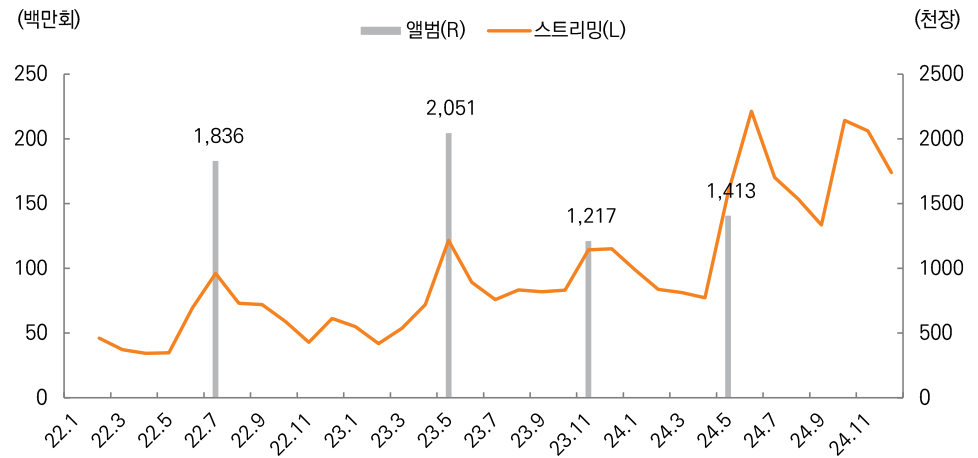
그림 10. NCT드림



자료: 스포티파이, 씨클차트, 미래에셋증권 리서치센터

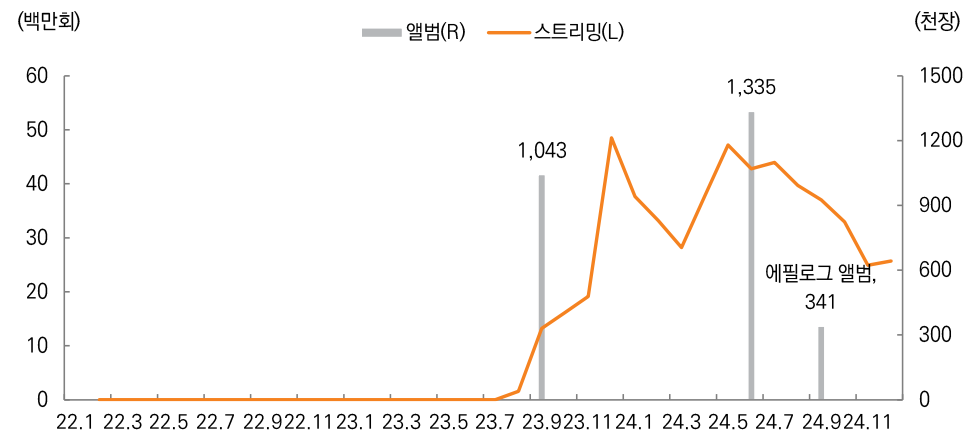
SM 아티스트 월별 스트리밍 횟수 및 신보 판매량 - 7년 미만

그림 11. 에스파



자료: 스포티파이, 써클차트, 미래에셋증권 리서치센터

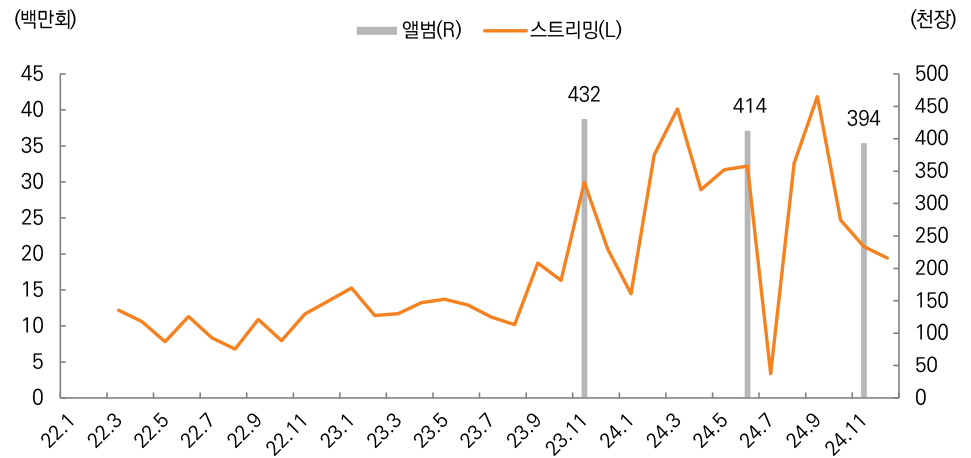
그림 12. RIIZE



자료: 스포티파이, 써클차트, 미래에셋증권 리서치센터

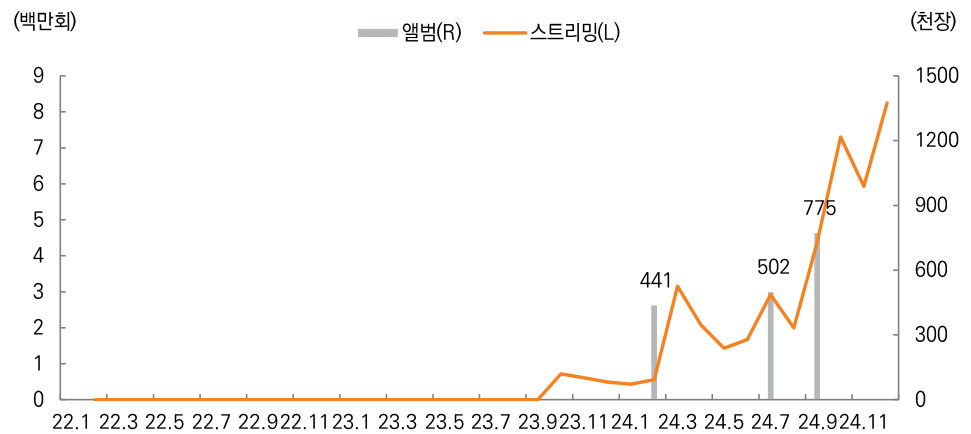
SM 아티스트 월별 스트리밍 횟수 및 신보 판매량 - 해외 현지

그림 13. WAYV(텐 솔로 포함)



자료: 스포티파이, 써클차트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. NCT WISH



자료: 스포티파이, 써클차트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 디어엘리스



자료: 스포티파이, 써클차트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 2024년 SM 아티스트 일정

	1Q24			2Q24			3Q24			4Q24		
	2024년 1월	2024년 2월	2024년 3월	2024년 4월	2024년 5월	2024년 6월	2024년 7월	2024년 8월	2024년 9월	2024년 10월	2024년 11월	2024년 12월
SMTOWN												
앨범												
공연												
굿즈												
콘텐츠												
태연											미니	
앨범												
공연												
굿즈												
콘텐츠												
에스파					정규		일본 싱글			미니		
앨범												
공연					C(한 2)		C 일, 아 11	C 일, 아 9	C 아 4			
굿즈	KR				KR		JP			KR, US		
콘텐츠		스페셜 M										
사이니												
앨범								키 일본 싱글			민호 미니	
공연	민호 F 2, 키 C 2C 한 4		C 아 2				키 C 5	C 키 4			C 민호 2	
굿즈												
콘텐츠												
WayV		텐 미니				미니			일본 미니			
앨범												
공연		텐 F 한 2	C 아 2	C 일 3				C 일, 아 6	C 아, 일 6	C 아 1	C 아 3	
굿즈												
콘텐츠												
신인그룹												
앨범												
공연												
굿즈												
콘텐츠												
동방신기											일본 미니	
앨범												
공연	C 아 1	C 아 2	C 아 1	C 아 1							C 일 3	C 일 6
굿즈												
콘텐츠												
레드벨벳			웬디 미니		미니						아이린 미니	
앨범												
공연								F 한, 아 5	F 아 4			
굿즈											KR	
콘텐츠												
NCT		태용 미니		도영 미니				재현 미니			유타 일본	
앨범												
공연					도영C 한 2	도영C 일 3		도영C 일, 아 6	도영C 일, 아 3		도영C 한 3	
굿즈				일								
콘텐츠									태용C M			
NCT127							정규					
앨범												
공연	C 일, 아 7	C 아, 일 4	C 일 2					F 한 2				
굿즈				일			한					
콘텐츠												
NCTDREAM			미니			일본 싱글					정규	
앨범												
공연					C 한, 일, 아 11	C 일, 아 7		C 아, 미 3	C 미 11	C 유 1	C 유, 한 7	
굿즈			한								KR	
콘텐츠												투어 M
NCTWISH		싱글				일본 싱글	한국 싱글		미니		일본 미니	
앨범												
공연					C 한 4	C 한 8					C 일 8	C 일 4
굿즈												JP
콘텐츠		KR										
슈퍼주니어												
앨범	L.S.S 일본										예성 미니	
공연		C 한, 아 3	C 아 2	아 2, F 한 2		C 한 2	C 아 3	C 아 4	C 아 3			
굿즈												
콘텐츠												
EXO					수호 미니			찬열 미니				
앨범												
공연				F 한 2			수호 F 아 4	F 아 1	수호 F 유, 미, 일	수호F 일 2, 찬열찬열F 일 6	찬열F 일, 아 6	
굿즈												
콘텐츠												
RIIZE						미니				일본 싱글, 예필로그		
앨범												
공연					C 한, 일, 미 6	C 아 2	C 아, 일 6	C 일, 아 14	C 한 3			
굿즈						KR			JP			
콘텐츠												
디어엘리스												
앨범												
공연												
굿즈												
콘텐츠												

자료: 미래에셋증권 리서치센터

에스엠 (041510)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	961	990	1,097	1,268
매출원가	620	681	718	826
매출총이익	341	309	379	442
판매비와관리비	228	221	242	270
조정영업이익	113	88	137	172
영업이익	113	88	137	172
비영업손익	6	-63	-5	6
금융손익	8	7	8	10
관계기업등 투자손익	47	-4	22	9
세전계속사업손익	119	25	132	178
계속사업법인세비용	36	24	40	53
계속사업이익	83	0	92	125
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	83	0	92	125
지배주주	87	26	102	131
비지배주주	-5	-25	-9	-7
총포괄이익	80	0	92	125
지배주주	86	0	99	134
비지배주주	-6	0	-7	-9
EBITDA	171	144	200	236
FCF	94	9	128	157
EBITDA 마진율 (%)	17.8	14.5	18.2	18.6
영업이익률 (%)	11.8	8.9	12.5	13.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.1	2.6	9.3	10.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	858	800	927	1,058
현금 및 현금성자산	303	228	295	329
매출채권 및 기타채권	153	158	175	202
재고자산	26	26	29	34
기타유동자산	376	388	428	493
비유동자산	683	686	707	744
관계기업투자등	168	173	192	222
유형자산	71	71	71	74
무형자산	204	201	199	196
자산총계	1,541	1,486	1,634	1,802
유동부채	519	491	512	576
매입채무 및 기타채무	301	287	309	343
단기금융부채	70	51	33	37
기타유동부채	148	153	170	196
비유동부채	112	113	117	124
장기금융부채	76	76	76	76
기타비유동부채	36	37	41	48
부채총계	632	604	629	700
지배주주지분	722	720	853	956
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	362	362	362	362
이익잉여금	365	363	455	559
비지배주주지분	187	162	152	146
자본총계	909	882	1,005	1,102

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	113	39	158	192
당기순이익	83	0	92	125
비현금수익비용가감	94	74	95	107
유형자산감가상각비	30	30	30	32
무형자산상각비	28	27	33	32
기타	36	17	32	43
영업활동으로인한자산및부채의변동	-34	-19	2	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-5	-17	-27
재고자산 감소(증가)	1	-1	-3	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-27	-13	21	34
법인세납부	-35	-24	-40	-53
투자활동으로 인한 현금흐름	-83	-61	-86	-104
유형자산처분(취득)	-19	-30	-30	-35
무형자산감소(증가)	-32	-24	-31	-29
장단기금융자산의 감소(증가)	27	-7	-25	-40
기타투자활동	-59	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-43	-47	14	-24
장단기금융부채의 증가(감소)	33	-19	-17	4
자본의 증가(감소)	-5	0	0	0
배당금의 지급	-28	-28	-9	-28
기타재무활동	-43	0	40	0
현금의 증가	-14	-75	67	34
기초현금	318	303	228	295
기말현금	303	228	295	329

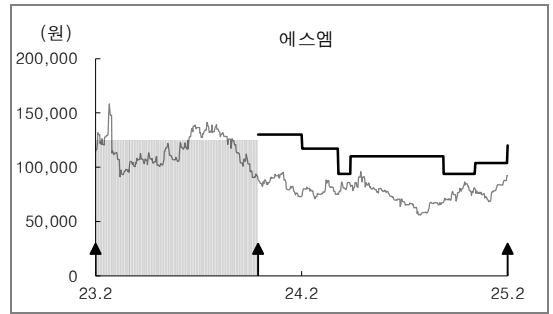
자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	25.1	69.3	21.2	16.4
P/CF (x)	12.4	23.9	11.5	9.3
P/B (x)	2.9	2.3	2.6	2.3
EV/EBITDA (x)	11.9	11.2	9.5	7.7
EPS (원)	3,664	1,091	4,347	5,629
CFPS (원)	7,427	3,167	8,020	9,918
BPS (원)	31,631	32,172	36,127	40,557
DPS (원)	1,200	400	1,200	1,200
배당성향 (%)	34.0	2,021.4	30.4	22.5
배당수익률 (%)	1.3	0.5	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	13.0	3.0	10.8	15.6
EBITDA증가율 (%)	12.9	-15.8	38.7	18.0
조정영업이익증가율 (%)	24.7	-22.9	56.3	25.8
EPS증가율 (%)	8.9	-70.2	298.6	29.5
매출채권 회전율 (회)	6.2	6.4	6.6	6.7
재고자산 회전율 (회)	41.8	38.2	39.5	40.3
매입채무 회전율 (회)	2.9	3.3	3.4	3.5
ROA (%)	5.5	0.0	5.9	7.2
ROE (%)	12.3	3.6	12.9	14.5
ROIC (%)	31.2	0.7	31.5	39.6
부채비율 (%)	69.4	68.5	62.6	63.6
유동비율 (%)	165.3	162.9	181.3	183.6
순차입금/자기자본 (%)	-37.8	-34.5	-40.8	-42.9
조정영업이익/금융비용 (x)	19.9	14.6	26.4	35.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
에스엠 (041510)				
2025.02.11	매수	120,000	-	-
2024.12.16	매수	104,000	-25.02	-11.25
2024.10.21	매수	94,000	-18.51	-7.98
2024.05.09	매수	110,000	-33.94	-12.91
2024.04.17	매수	94,000	-12.58	-8.09
2024.02.13	매수	117,000	-32.85	-24.44
2023.11.27	매수	130,000	-34.72	-26.69
2022.10.11	분석 대상 제외		-	-



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

투자의견 분류 및 적용기준

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
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.