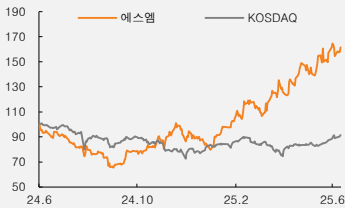


|               |            |
|---------------|------------|
| 투자 의견(유지)     | 매수         |
| 목표주가(상향)      | ▲ 180,000원 |
| 현재주가(25/6/20) | 138,200원   |
| 상승여력          | 30.2%      |

|                         |         |      |      |
|-------------------------|---------|------|------|
| 영업이익(25F,십억원)           | 182     |      |      |
| Consensus 영업이익(25F,십억원) | 159     |      |      |
| EPS 성장률(25F,%)          | 1,594.9 |      |      |
| MKT EPS 성장률(25F,%)      | 25.7    |      |      |
| P/E(25F,x)              | 10.5    |      |      |
| MKT P/E(25F,x)          | 11.0    |      |      |
| KOSDAQ                  | 791.53  |      |      |
| 시가총액(십억원)               | 3,164   |      |      |
| 발행주식수(백만주)              | 23      |      |      |
| 유동주식비율(%)               | 58.2    |      |      |
| 외국인 보유비중(%)             | 25.9    |      |      |
| 베타(12M) 일간수익률           | 0.48    |      |      |
| 52주 최저가(원)              | 56,000  |      |      |
| 52주 최고가(원)              | 140,900 |      |      |
| (%)                     | 1M      | (%)  | 1M   |
| 절대주가                    | 14.6    | 절대주가 | 14.6 |
| 상대주가                    | 3.6     | 상대주가 | 3.6  |



[미디어/엔터테인먼트]

김규연

gyuyeon.kim@miraeasset.com

## 에스엠

### 탄탄한 저연차의 이익 레버리지

#### 이익률 영향: MD/라이선싱 > 기타 > 음반원 > 콘서트 > 출연

에스엠의 각 사업부별 비중이 별도 이익률에 미치는 영향을 분석한 결과 MD/라이선싱과 음반원이 긍정적인 영향을, 콘서트와 출연이 부정적인 영향을 미치는 것으로 추정한다. 특히 MD/라이선싱이 GP마진이 가장 높은 것으로 보이는데 24년부터 매출 성장이 음반에서 MD/라이선싱으로 전환되고 있는 K-엔터테인먼트 시장의 환경으로 고려할 때 매우 고무적이다.

매출원가에서는 외주가공비, 그리고 지급인세와 지급출연료를 포괄하는 정산금 두 계정이 가장 큰 비중을 차지한다. 별도 매출 대비 외주가공비 비중이 23년 13.8%에서 15.0%로 늘어났는데 이는 뮤직비디오 제작 등 아티스트 활동에 따른 콘텐츠 보강에 따른 것으로 보인다.

동사는 정산금을 지급인세와 지급출연료로 나눠 제공하고 있는데 지급인세는 음반원 및 MD 판매에 따른 아티스트의 저작권에 대한 보상, 지급출연료는 콘서트와 팬미팅 등에 대한 출연료로 파악된다. 전자를 '음반원&MD 라이선싱 매출-직접 원가'로 나눠서 정산율을 추정해보면 23년까지는 정산율이 22%, 24년부터 29%로 증가했다. 후자를 콘서트+출연료 매출로 나눠보면 정산율은 변동성이 존재하나 지속적인 하향 추세(21년 73% → 22년 59% → 23년 66% → 24년 54%)를 보인다. 이는 에스파, 라이즈 등의 공연 증가로 콘서트+출연 매출에서 저연차가 차지하는 비중이 증가한 데 따른 것으로 추정된다. NCT WISH가 국내외에서 빠르게 팬덤을 구축하고 있는 것을 감안하면 콘서트 이익률은 보다 개선될 수 있을 것으로 보인다.

25년부터 매출 성장률의 핵심 축이 MD/라이선싱과 콘서트라는 것을 고려하면 매출 성장 뿐 아니라 이익 성장 레버리지까지 기대할 수 있다.

#### 목표주가 180,000원으로 상향

목표주가를 기존 160,000원에서 26년 지배주주순이익 1,517억원에 Target P/E 26.7x를 적용한 180,000원으로 상향한다. 26년 영업이익 추정치를 8.7% 상향했는데 앞서 언급한 매출총이익률 개선 기대로 인한 것이다.

| 결산기 (12월)  | 2022  | 2023  | 2024 | 2025F  | 2026F |
|------------|-------|-------|------|--------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 851   | 961   | 990  | 1,271  | 1,358 |
| 영업이익 (십억원) | 91    | 113   | 87   | 182    | 251   |
| 영업이익률 (%)  | 10.7  | 11.8  | 8.8  | 14.3   | 18.5  |
| 순이익 (십억원)  | 80    | 87    | 18   | 308    | 152   |
| EPS (원)    | 3,363 | 3,664 | 778  | 13,189 | 6,501 |
| ROE (%)    | 12.2  | 12.3  | 2.6  | 36.9   | 14.2  |
| P/E (배)    | 22.8  | 25.1  | 97.2 | 10.5   | 21.3  |
| P/B (배)    | 2.6   | 2.9   | 2.5  | 3.2    | 2.9   |
| 배당수익률 (%)  | 1.6   | 1.3   | 0.5  | 0.9    | 0.9   |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터

표 51. SM 실적 추이 및 전망

(십억원)

|                | 1Q24       | 2Q24       | 3Q24       | 4Q24       | 1Q25       | 2Q25F      | 3Q25F      | 4Q25F      | 2024       | 2025F        | 2026F        |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| <b>매출</b>      | <b>240</b> | <b>273</b> | <b>260</b> | <b>292</b> | <b>231</b> | <b>324</b> | <b>341</b> | <b>374</b> | <b>990</b> | <b>1,271</b> | <b>1,358</b> |
| YoY            | 18%        | 14%        | -2%        | 17%        | 5%         | 28%        | 41%        | 37%        | 11%        | 28%          | 7%           |
| SME            | 136        | 174        | 172        | 182        | 165        | 200        | 223        | 240        | 664        | 829          | 860          |
| SM C&C         | 24         | 28         | 25         | 33         | 18         | 26         | 33         | 36         | 110        | 112          | 115          |
| KEYEAST        | 25         | 16         | 13         | 13         | 4          | 15         | 17         | 28         | 68         | 64           | 73           |
| DREAM MAKER    | 13         | 8          | 10         | 5          | 23         | 12         | 23         | 35         | 36         | 93           | 115          |
| SMC            | 27         | 19         | 21         | 20         | 22         | 25         | 28         | 33         | 88         | 108          | 113          |
| 디아유            |            |            |            |            |            | 21         | 27         | 29         |            | 78           | 114          |
| <b>영업이익</b>    | <b>23</b>  | <b>32</b>  | <b>20</b>  | <b>39</b>  | <b>33</b>  | <b>40</b>  | <b>55</b>  | <b>54</b>  | <b>87</b>  | <b>182</b>   | <b>251</b>   |
| YoY            | -5%        | -25%       | -66%       | 96%        | 110%       | 61%        | 316%       | 59%        | -24%       | 107%         | 38%          |
| 영업이익률          | 9%         | 12%        | 8%         | 13%        | 14%        | 12%        | 16%        | 14%        | 9%         | 14%          | 18%          |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>12</b>  | <b>7</b>   | <b>6</b>   | <b>-7</b>  | <b>248</b> | <b>26</b>  | <b>39</b>  | <b>-5</b>  | <b>18</b>  | <b>308</b>   | <b>152</b>   |
| YoY            | -44%       | -71%       | -92%       | -83%       | 1959%      | 260%       | 516%       | -27%       | -79%       | 1581%        | -51%         |
| 지배주주순이익률       | 5%         | 3%         | 2%         | -3%        | 107%       | 8%         | 11%        | -1%        | 2%         | 24%          | 11%          |
| <b>앨범/음원</b>   | <b>55</b>  | <b>72</b>  | <b>73</b>  | <b>86</b>  | <b>68</b>  | <b>113</b> | <b>101</b> | <b>103</b> | <b>286</b> | <b>385</b>   | <b>369</b>   |
| 출연료            | 20         | 21         | 23         | 21         | 19         | 21         | 23         | 25         | 84         | 88           | 91           |
| 콘서트            | 25         | 37         | 38         | 22         | 39         | 21         | 39         | 52         | 123        | 151          | 179          |
| MD/라이선싱        | 36         | 44         | 38         | 51         | 39         | 44         | 60         | 59         | 169        | 202          | 217          |
| 기타             | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          | 3          | 3            | 3            |
| <b>앨범/음원</b>   | <b>40%</b> | <b>41%</b> | <b>42%</b> | <b>47%</b> | <b>41%</b> | <b>56%</b> | <b>45%</b> | <b>43%</b> | <b>43%</b> | <b>46%</b>   | <b>43%</b>   |
| 출연료            | 15%        | 12%        | 13%        | 12%        | 11%        | 11%        | 10%        | 10%        | 13%        | 11%          | 11%          |
| 콘서트            | 18%        | 21%        | 22%        | 12%        | 24%        | 10%        | 17%        | 22%        | 18%        | 18%          | 21%          |
| MD/라이선싱        | 26%        | 25%        | 22%        | 28%        | 24%        | 22%        | 27%        | 24%        | 25%        | 24%          | 25%          |
| 기타             | 0%         | 0%         | 0%         | 0%         | 0%         | 0%         | 0%         | 0%         | 0%         | 0%           | 0%           |

자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 52. 실적 변경표

(십억원)

|         | 변경전   |       | 변경후   |       | 변경률(%) |        | 변경 이유                     |
|---------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|---------------------------|
|         | 25F   | 26F   | 25F   | 26F   | 25F    | 26F    |                           |
| 매출액     | 1,251 | 1,382 | 1,271 | 1,358 | +1.6%  | -1.7%  | 키이스트 매출 하향 조정             |
| 영업이익    | 201   | 231   | 182   | 251   | -9.5%  | +8.7%  | SME 매출 총이익률 변경(보고서 본문 참고) |
| 지배주주순이익 | 313   | 133   | 308   | 152   | -1.6%  | +14.3% |                           |

자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 53. SM 목표 주가 산출

| 항목               | 값       |                                                                                                                                                                  |
|------------------|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 26F 지배주주순이익(십억원) | 152     | - 주력 남자 아이돌의 일본 활동이 중첩된 17~18년 평균 P/E 24.3x에 중국 콘텐츠 시장 개방에 대한 기대감으로 인한 프리미엄 10% 적용<br>- 10%는 24.5.23 국내 인디밴드의 중국 공연 허가 보도 당시 당사 커버리지 中 연예기획사 3사의 주가 상승률(프리미엄) 평균 |
| Target P/E       | 26.7x   |                                                                                                                                                                  |
| 목표 시가총액          | 4,050   |                                                                                                                                                                  |
| 주식수(천주)          | 22,895  |                                                                                                                                                                  |
| 목표주가(원)          | 180,000 |                                                                                                                                                                  |
| 현재주가(원)          | 138,200 |                                                                                                                                                                  |
| 상승여력             | 30.2%   |                                                                                                                                                                  |

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

## 에스엠 (041510)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2023       | 2024       | 2025F        | 2026F        |
|-----------------|------------|------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>      | <b>961</b> | <b>990</b> | <b>1,271</b> | <b>1,358</b> |
| 매출원가            | 620        | 682        | 772          | 781          |
| 매출총이익           | 341        | 308        | 499          | 577          |
| 판매비와관리비         | 228        | 220        | 318          | 326          |
| 조정영업이익          | 113        | 87         | 182          | 251          |
| 영업이익            | 113        | 87         | 182          | 251          |
| 비영업손익           | 6          | -61        | 174          | 15           |
| 금융손익            | 8          | 7          | 10           | 14           |
| 관계기업등 투자손익      | 47         | -2         | 219          | 4            |
| 세전계속사업손익        | 119        | 26         | 356          | 266          |
| 계속사업법인세비용       | 36         | 25         | 37           | 80           |
| 계속사업이익          | 83         | 1          | 319          | 186          |
| 중단사업이익          | 0          | 0          | 0            | 0            |
| <b>당기순이익</b>    | <b>83</b>  | <b>1</b>   | <b>319</b>   | <b>186</b>   |
| 지배주주            | 87         | 18         | 308          | 152          |
| 비지배주주           | -5         | -17        | 11           | 34           |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>80</b>  | <b>6</b>   | <b>319</b>   | <b>186</b>   |
| 지배주주            | 86         | 23         | 1,257        | 733          |
| 비지배주주           | -6         | -17        | -938         | -547         |
| EBITDA          | 171        | 149        | 248          | 317          |
| FCF             | 94         | 111        | 295          | 223          |
| EBITDA 마진율 (%)  | 17.8       | 15.1       | 19.5         | 23.3         |
| 영업이익률 (%)       | 11.8       | 8.8        | 14.3         | 18.5         |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 9.1        | 1.8        | 24.2         | 11.2         |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)          | 2023         | 2024         | 2025F        | 2026F        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>유동자산</b>    | <b>858</b>   | <b>814</b>   | <b>1,038</b> | <b>1,212</b> |
| 현금 및 현금성자산     | 303          | 358          | 454          | 587          |
| 매출채권 및 기타채권    | 153          | 246          | 316          | 337          |
| 재고자산           | 26           | 28           | 36           | 39           |
| 기타유동자산         | 376          | 182          | 232          | 249          |
| <b>비유동자산</b>   | <b>683</b>   | <b>605</b>   | <b>745</b>   | <b>768</b>   |
| 관계기업투자등        | 168          | 156          | 292          | 312          |
| 유형자산           | 71           | 76           | 74           | 76           |
| 무형자산           | 204          | 140          | 136          | 134          |
| <b>자산총계</b>    | <b>1,541</b> | <b>1,419</b> | <b>1,784</b> | <b>1,980</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>519</b>   | <b>485</b>   | <b>489</b>   | <b>523</b>   |
| 매입채무 및 기타채무    | 301          | 290          | 271          | 289          |
| 단기금융부채         | 70           | 41           | 21           | 23           |
| 기타유동부채         | 148          | 154          | 197          | 211          |
| <b>비유동부채</b>   | <b>112</b>   | <b>105</b>   | <b>116</b>   | <b>119</b>   |
| 장기금융부채         | 76           | 69           | 69           | 69           |
| 기타비유동부채        | 36           | 36           | 47           | 50           |
| <b>부채총계</b>    | <b>632</b>   | <b>590</b>   | <b>604</b>   | <b>642</b>   |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>722</b>   | <b>665</b>   | <b>1,004</b> | <b>1,129</b> |
| 자본금            | 12           | 12           | 12           | 12           |
| 자본잉여금          | 362          | 353          | 353          | 353          |
| 이익잉여금          | 365          | 320          | 619          | 743          |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>187</b>   | <b>164</b>   | <b>175</b>   | <b>209</b>   |
| <b>자본총계</b>    | <b>909</b>   | <b>829</b>   | <b>1,179</b> | <b>1,338</b> |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)                 | 2023       | 2024        | 2025F       | 2026F      |
|-----------------------|------------|-------------|-------------|------------|
| <b>영업활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>113</b> | <b>136</b>  | <b>325</b>  | <b>258</b> |
| 당기순이익                 | 83         | 1           | 319         | 186        |
| 비현금수익비용가감             | 94         | 152         | 94          | 132        |
| 유형자산감가상각비             | 30         | 33          | 32          | 33         |
| 무형자산상각비               | 28         | 29          | 34          | 33         |
| 기타                    | 36         | 90          | 28          | 66         |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동      | -34        | 6           | -60         | 6          |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가)   | -1         | 4           | -45         | -14        |
| 재고자산 감소(증가)           | 1          | -3          | -8          | -2         |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소)   | -27        | -18         | 61          | 19         |
| 법인세납부                 | -35        | -30         | -37         | -80        |
| <b>투자활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-83</b> | <b>56</b>   | <b>-106</b> | <b>-79</b> |
| 유형자산처분(취득)            | -19        | -22         | -30         | -35        |
| 무형자산감소(증가)            | -32        | -26         | -31         | -31        |
| 장단기금융자산의 감소(증가)       | 27         | 67          | -45         | -14        |
| 기타투자활동                | -59        | 37          | 0           | 1          |
| <b>재무활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-43</b> | <b>-144</b> | <b>11</b>   | <b>-25</b> |
| 장단기금융부채의 증가(감소)       | 33         | -36         | -20         | 2          |
| 자본의 증가(감소)            | -5         | -9          | 0           | 0          |
| 배당금의 지급               | -28        | -28         | -9          | -27        |
| 기타재무활동                | -43        | -71         | 40          | 0          |
| <b>현금의 증가</b>         | <b>-14</b> | <b>55</b>   | <b>95</b>   | <b>133</b> |
| 기초현금                  | 318        | 303         | 358         | 454        |
| 기말현금                  | 303        | 358         | 454         | 587        |

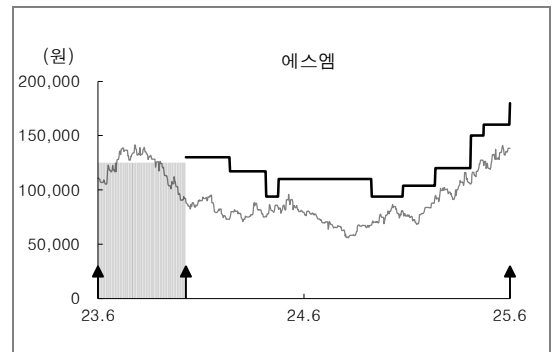
자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2023   | 2024    | 2025F   | 2026F  |
|-----------------|--------|---------|---------|--------|
| P/E (x)         | 25.1   | 97.2    | 10.5    | 21.3   |
| P/CF (x)        | 12.4   | 11.7    | 7.8     | 10.2   |
| P/B (x)         | 2.9    | 2.5     | 3.2     | 2.9    |
| EV/EBITDA (x)   | 11.9   | 10.4    | 11.4    | 8.5    |
| EPS (원)         | 3,664  | 778     | 13,189  | 6,501  |
| CFPS (원)        | 7,427  | 6,487   | 17,671  | 13,603 |
| BPS (원)         | 31,631 | 30,150  | 42,947  | 48,271 |
| DPS (원)         | 1,200  | 400     | 1,200   | 1,200  |
| 배당성향 (%)        | 34.0   | 1,118.4 | 8.6     | 14.8   |
| 배당수익률 (%)       | 1.3    | 0.5     | 1.4     | 1.4    |
| 매출액증가율 (%)      | 13.0   | 3.0     | 28.4    | 6.9    |
| EBITDA증가율 (%)   | 12.9   | -13.0   | 66.0    | 28.0   |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 24.7   | -23.1   | 107.9   | 38.3   |
| EPS증가율 (%)      | 8.9    | -78.8   | 1,594.9 | -50.7  |
| 매출채권 회전율 (회)    | 6.2    | 6.4     | 7.1     | 6.5    |
| 재고자산 회전율 (회)    | 41.8   | 36.9    | 39.6    | 36.4   |
| 매입채무 회전율 (회)    | 2.9    | 3.2     | 3.2     | 2.8    |
| ROA (%)         | 5.5    | 0.1     | 19.9    | 9.9    |
| ROE (%)         | 12.3   | 2.6     | 36.9    | 14.2   |
| ROIC (%)        | 31.2   | -1.8    | 72.4    | 67.8   |
| 부채비율 (%)        | 69.4   | 71.2    | 51.3    | 48.0   |
| 유동비율 (%)        | 165.3  | 168.0   | 212.5   | 231.6  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -37.8  | -44.8   | -44.2   | -49.6  |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 19.9   | 16.0    | 42.6    | 64.5   |

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자         | 투자의견     | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|--------------|----------|---------|--------|------------|
|              |          |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 에스엠 (041510) |          |         |        |            |
| 2025.06.23   | 매수       | 180,000 | -      | -          |
| 2025.05.08   | 매수       | 160,000 | -18.74 | -11.94     |
| 2025.04.15   | 매수       | 150,000 | -21.89 | -15.00     |
| 2025.02.11   | 매수       | 120,000 | -16.24 | -3.42      |
| 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 |
| 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 | 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준          |
| 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상  | 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화 |

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

\* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

\* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

## 투자의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도    |
|--------|-----------------|--------|-------|
| 83.98% | 6.63%           | 8.84%  | 0.55% |

\* 2025년 03월 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.