

에스엠 (041510)

중장기 성장 국면 진입의 분기점

'지역 확장'과 '신인 흥행' 두 가지 키워드에 집중

작년 예상 영업이익은 1,661억원(+90% YoY)으로, 저연차 그룹 중심 MD 매출 고성장 및 연결 자회사 실적 정상화, 디어유 연결 편입 등으로 영업이익률이 2024년 9%에서 2025년 10%대 중반까지 개선됐다. 올해도 MD/라이선싱 매출 성장 기조는 지속될 것이나 기저 효과로 인해 기울기가 다소 완만해질 것으로 예상되는 가운데, 1) 주요 IP의 미국 침투율 확대, 2) 텐센트와의 중국 사업 시너지 확인 또는 한한령 완화, 3) 신인그룹의 초기 흥행이 중요한 모멘텀으로 작용할 것이다. 작년 RIIZE, NCT WISH의 첫 투어가 시작됐는데, 아시아권을 중심으로 유의미한 팬덤 확장이 확인되고 있는 만큼 올해 하반기로 예상되는 신규 투어에서는 회당 규모 확대에 따른 수익성 제고가 기대된다. 성장하는 IP를 다수 보유하고 있다는 점은 긍정적이나, 아시아권에서의 팬덤 확장은 한계가 있다는 점에서 장기적으로는 영미권 공략이 필수적이다. 향후 발매될 aespa 신보 관련 스트리밍 지표(스포티파이, 틱톡, 유튜브 등) 성장을 확인할 필요가 있다. 오는 2월 리얼리티 예능 '응답하라 하이스쿨'을 통해 SMTR25 연습생 15명이 공개되는데, 이 중 하반기 데뷔할 보이그룹 멤버가 결정될 예정이다. 오디션 형식으로 멤버를 선발하는 방식을 적극 활용해온 타사와 달리 SM이 예능 형식으로 연습생을 선공개하는 것은 상당히 이례적인 시도로, 초반 화제성과 캐릭터·서사·관계성을 기반으로 초기 코어 팬덤을 형성하는 데 유리하게 작용할 것으로 기대된다. 올해 추정치를 소폭 하향 조정해 목표주가를 160,000원으로 11% 하향했다. 다만 밸류에이션 측면에서 12MF P/E 기준 20배 이하로 여전히 엔터사 중 가장 낮은 만큼 추가 하락 여력은 제한적인 것으로 판단된다. 주요 모멘텀이 확인될 때마다 실적 및 밸류에이션 상향으로 이어질 것이다.

4Q25 Preview: OP 377억원(+12% YoY)

2025년 4분기 예상 매출액/영업이익은 각각 2,802억원(+2% YoY)/377억원(+12% YoY)으로 컨센서스(434억원)를 하회할 것이다. 음반/음원 예상 매출액은 645억원(-25% YoY)으로 RIIZE 초동 판매량이 전작 대비 63% 감소하면서 기존 추정치를 하향했다. 앨범당 판매량이 낮은 신보가 다수 발매됨에 따라 수익성은 다소 부진했을 것으로 예상된다. 다만 MD/라이선싱 매출액은 633억원(+24% YoY)으로 작년 2분기에 이어 재차 분기 600억원을 상회하는 호실적을 기록할 것이다. 연말에 출시된 시즌 그리팅 및 투어 MD 판매 호조 외에도 배틀그라운드(PUBG), 티니핑(SAMG엔터)과의 협업에 대한 IP 라이선싱 매출이 반영됐다. 공연 매출액은 408억원(+81% YoY)으로 공연 횟수는 전년 대비 크게 증가했으나, 저연차 그룹의 첫 콘서트와 다수의 팬 콘서트 및 솔로 콘서트 개최로 공연 원가율 또한 상승했다. 구체적으로 NCT WISH 16회(일본 13회, 한국 3회), aespa 13회(일본 11회, 기타 아시아 2회), SUPER JUNIOR 12회(기타 아시아 10회, 일본 2회), NCT DREAM 8회(기타 아시아 5회, 일본 3회), RIIZE 7회(북미) 등이 진행됐다. 비핵심 계열사인 SM C&C 및 키이스트의 계속된 적자에도 불구하고 디어유 영업이익이 분기 90억원 수준으로 연결자회사 마진 개선에 크게 기여하고 있다. QQ뮤직 bubble 내 C팝 아티스트 입점이 본격화(표8)되고 있는 만큼 올해는 분기 100억원 이상의 이익 기여가 가능할 것이다. 일본 자회사의 경우 4분기에 비용이 다소 집중되는 경향이 있어 부진한 실적이 예상된다.

Company Brief

Buy (Maintain)

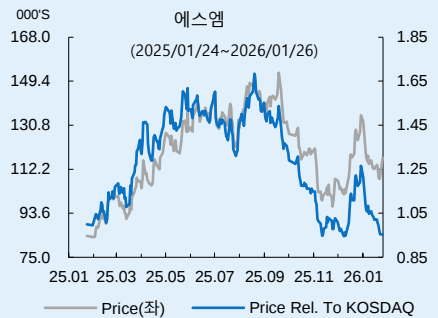
목표주가(12M)	160,000원(하향)
증가(2026.01.26)	117,000원
상승여력	36.8%

Stock Indicator

자본금	12십억원
발행주식수	2,289만주
시가총액	2,679십억원
외국인지분율	27.6%
52주 주가	83,500~153,000원
60일평균거래량	204,506주
60일평균거래대금	23.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.9	-3.2	-6.2	39.3
상대수익률	-21.7	-21.1	-38.1	-6.8

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	990	1,136	1,216	1,316
영업이익(십억원)	87	166	180	211
순이익(십억원)	18	335	134	157
EPS(원)	778	14,342	5,734	6,737
BPS(원)	28,467	41,647	46,121	51,599
PER(배)	97.2	8.2	20.4	17.4
PBR(배)	2.7	2.8	2.5	2.3
ROE(%)	2.6	40.9	13.1	13.8
배당수익률(%)	0.5	1.2	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	8.7	8.0	9.4	8.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[엔터]

황지원

jiwon.hwang@imfnsec.com

2122-9180

표1. SM 밸류에이션 및 목표주가 산출

2026년 지배주주순이익	134	십억원
주식 수	2,289	만주
EPS	5,841	원
Target P/E	28	배
목표주가	160,000	원
현재주가	117,000	원
상승여력	37	%

자료: iM증권 리서치본부

표2. SM 연결 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	23	24	25F	26F
매출액	231	303	322	280	239	317	331	329	961	990	1,136	1,216
SME(별도)	165	220	225	191	159	218	231	228	619	663	802	836
음반/음원	68	99	97	64	64	94	82	90	318	286	328	330
출연	19	23	24	23	20	26	27	26	86	84	89	97
콘서트	39	34	53	41	33	32	64	46	77	123	166	175
MD/라이선싱	39	64	50	63	42	66	56	66	135	169	217	231
기타	0	1	1	0	1	1	1	0	4	1	2	2
SMC&C	18	21	25	25	18	21	25	27	127	110	89	91
KEYEAST	5	3	4	4	4	4	4	4	52	76	15	16
DREAM MAKER	23	15	9	18	10	20	20	20	94	36	64	70
SMEJ	21	26	24	21	25	25	27	20	83	88	92	97
DearU		20	22	22	23	24	24	25			65	95
매출총이익	83	115	119	98	89	120	122	119	341	307	415	451
GPM(%)	36	38	37	35	37	38	37	36	35	31	37	37
영업이익	33	48	48	38	34	51	48	47	113	87	166	180
OPM(%)	14	16	15	13	14	16	14	14	12	9	15	15
지배주주순이익	248	29	40	18	26	38	36	34	87	18	335	134

주: 디어유 2025년 2분기 연결 편입. 자료: SM, iM증권 리서치본부

표3. SM 아티스트 라인업 - 재계약 이후 회색 표시

	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26F
동방신기										
슈퍼주니어										
소녀시대	재계약									
샤이니		재계약								
EXO			입대			재계약				
레드벨벳							재계약			
NCT								입대		
WayV(중국)			데뷔							
aespa				데뷔						
RIIZE						데뷔				
NCT WISH(일본)								데뷔		
DearALICE(영국)									데뷔	
Hearts2Hearts									데뷔	
보이그룹(한국)										데뷔

주: 공정거래위원회의 대중문화예술인 표준전속계약서에 따르면 전속계약은 최대 7년이나, 장기 해외 활동 또는 군복무 등의 경우 연장 가능. SM은 통상 10년 계약

자료: iM증권 리서치본부

표4. SM 주요 보이그룹 군 입대 내용 정리

그룹명	멤버명	생년월일	입대일	전역일	국적
NCT 127	차니	1995-02-09	외국국적		미국
	태용	1995-07-01	2024-04-15	2025-12-14	한국
	유타	1995-10-26	외국국적		일본
	도영	1996-02-01	2025-12-08	2027-06-07	한국
	재현	1997-02-14	2024-11-04	2026-05-03	한국
	원원	1997-10-28	외국국적		중국
	정우	1998-02-19	2025-12-08	2027-06-07	한국
	마크	1999-08-02	외국국적		캐나다
	해찬	2000-06-06	2029년		한국

자료: 언론, iM증권 리서치본부

표5. 2025년 4분기 이후 아티스트 앨범 발매 일정

발매일	아티스트	음반 분류
4Q25	Hearts2Hearts	미니
	CHANYEOL	미니 (JPN)
	YUTA	정규 (JPN)
	U-KNOW	정규
	TAEYEON	10주년 앨범 베스트
	NCT DREAM	미니
	WayV	미니
	MAX CHANGMIN	싱글 CD (JPN)
	MINHO	싱글 CD
	DOYOUNG	싱글 CD
	RIIZE	싱글 CD
	JUNGWOO	싱글
	aespa	싱글

자료: SM, iM증권 리서치본부

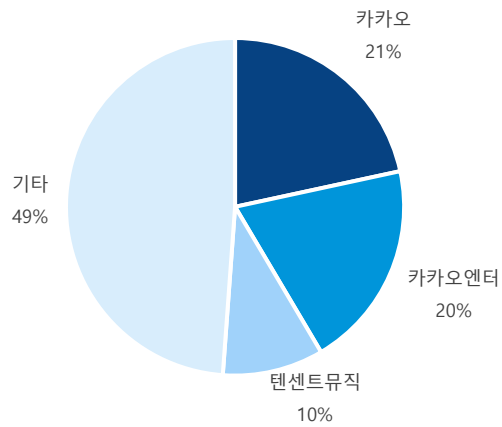
발매일	아티스트	음반 분류
1Q26	EXO	정규
	IRENE	정규
	NCT U	미니
	TEN	미니
	NCT WISH	미니 (JPN)
	Hearts2Hearts	싱글
	HYO	싱글
	RIIZE	싱글 (JPN)

표6. 2025년 4분기 이후 아티스트 투어 일정

개최일	국가 및 지역	아티스트	공연명	횟수
4Q25	일본	YUTA	YUTA LIVE TOUR 2025	13
	일본	CHANYEOL	CHANYEOL JAPAN TOUR 2025 -The Days-	4
	대만, 싱가포르, 마카오, 일본, 미국	KEY	2025 KEYLAND : Uncanny Valley in 도시명	11
	미국, 멕시코	RIIZE	2025 RIIZE CONCERT TOUR [RIIZING LOUD] in 도시명	7
	필리핀, 남미, 대만, 태국, 일본	SUPER JUNIOR	SUPER JUNIOR 20th Anniversary Tour 'SUPER SHOW 10'	12
	일본, 태국	aespa	2025 aespa LIVE TOUR - SYNK : aeXIS LINE -	13
	대한민국	DOYOUNG	2025 DOYOUNG ENCORE CONCERT [Yours]	3
	일본	CHANGMIN	CHANGMIN from 東方神起 CONCERT TOUR 2025	9
	싱가포르, 일본, 대만, 말레이시아	NCT DREAM	2025 NCT DREAM TOUR (THE DREAM SHOW 4: DREAM THE FUTURE)	8
	중국, 대만, 홍콩, 태국	WayV	2025 WayV Concert Tour [NO Way OUT] in 도시명	6
	대한민국, 일본	NCT WISH	NCT WISH 1st CONCERT TOUR 'INTO THE WISH : Our WISH' in 도시명	20
	일본	동방신기	TOHOSHINKI FANCLUB EVENT Bigeastrain 2025	5
	대한민국	MINHO	2025 BEST CHOI's MINHO (Our Movie)	2
	대한민국	EXO	EXO FANMEETING - EXO'verse	2
1Q26	인도네시아, 필리핀, 싱가포르, 마카오, 일본	RIIZE	2025 RIIZE CONCERT TOUR [RIIZING LOUD] in 도시명	8
	일본, 홍콩, 말레이시아, 대만, 태국, 마카오, 인도네시아	NCT WISH	NCT WISH 1st CONCERT TOUR 'INTO THE WISH : Our WISH' in 도시명	12
	싱가포르, 마카오, 말레이시아, 대만, 베트남, 일본	SUPER JUNIOR	SUPER JUNIOR 20th Anniversary Tour 'SUPER SHOW 10'	12
	홍콩, 마카오	aespa	2025 aespa LIVE TOUR - SYNK : aeXIS LINE -	4
	일본	NCT DREAM	2025 NCT DREAM TOUR (THE DREAM SHOW 4: DREAM THE FUTURE)	5
	일본	SMTOWN	SMTOWN LIVE 2025-26	2

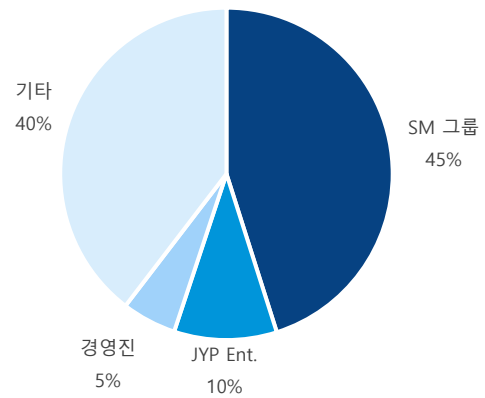
자료: SM, iM증권 리서치본부

그림1. SM 주주 구성



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림2. 디어유 주주 구성



자료: 디어유, iM증권 리서치본부

표7. QQ뮤직 버블 내 C팝 아티스트 입점 현황

입점 날짜	아티스트	인원 수(명)	웨이보 팔로워수(만명)	QQ뮤직 팔로워수(만명)	구분
2025.08.19	胡夏	1	812	243	남자 솔로
2025.08.19	R.E.D	7	60	10	걸그룹
2025.08.19	NexTIDE	7	25	1	보이그룹
2025.11.03	门尼MONEY	1	31	13	남자 솔로
2025.11.11	银河快递	5	9	21	밴드
2025.11.20	Yamy郭颖	1	699	8	여자 솔로
2025.11.22	邓见超	1	125	5	남자 솔로
2025.11.23	王铮亮	1	721	52	남자 솔로
2025.12.02	亚森	1	39	5	남자 솔로
2025.12.03	力丸	1	354	9	남자 솔로
2025.12.19	江屿	1	-	0	버추얼 아티스트
2025.12.25	卡皮巴拉小黄豚	1	38	0	캐릭터
2025.12.25	袁一琦	1	822	17	여자 솔로
2025.12.26	陈天润	1	29	20	남자 솔로
2025.12.30	MIRROR	12	-	1	보이그룹(홍콩)
2025.12.30	COLLAR	7	-	0	걸그룹(홍콩)
2025.12.30	ERROR	4	-	0	보이그룹(홍콩)
2025.12.31	TVB	16	-	-	홍콩 방송국 소속 아티스트
2025.12.31	ROS共和少年	5	19	0	보이그룹
2026.01.16	俞灏明	1	1,648	32	남자 솔로
2026.01.21	陆柯燃	1	1,041	7	여자 솔로
합계		76	6,470	445	-

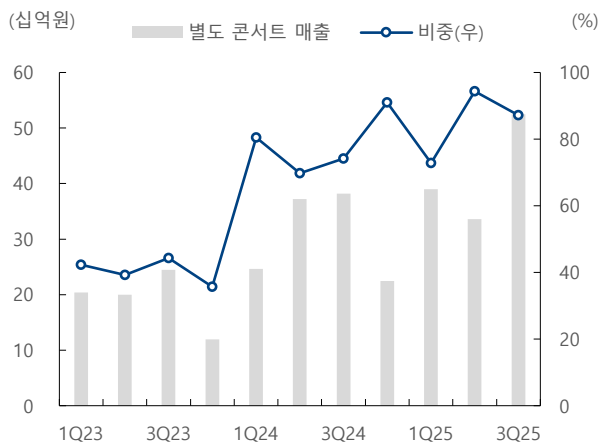
자료: iM증권 리서치본부, QQ뮤직, 웨이보

표8. 드림메이커 주관 SM 콘서트 및 팬미팅 일정

날짜	콘서트명
2023년 2월	2023 WayV Fanmeeting Tour [Phantom]
2023년 2월	2023 aespa 1st Concert 'SYNK : HYPER LINE'
2023년 3월	ONEW 1st CONCERT "O-NEW-NOTE"
2023년 3월	BoA 20th Anniversary Live - THE BoA : Musicality
2023년 4월	Red Velvet 4th Concert : R to V
2023년 4월	SUPER JUNIOR WORLD TOUR - SUPER SHOW 9 : ROAD_SHOW
2023년 6월	NCT DREAM TOUR 'THE DREAM SHOW2 : In YOUR DREAM'
2023년 6월	TAEYEON CONCERT - 'The ODD Of LOVE'
2023년 6월	SHINee WORLD VI [PERFECT ILLUMINATION]
2023년 8월	2023 NCT CONCERT - NCT NATION : To The World
2023년 10월	YESUNG SOLO CONCERT - Unfading Sense
2023년 11월	NCT 127 3RD TOUR 'NEO CITY : SEOUL - THE UNITY'
2024년 5월	SHINee WORLD VI [PERFECT ILLUMINATION : SHINee'S BACK]
2024년 9월	2024 CHANYEOL LIVE TOUR : 都市風景 (City-scape) in SEOUL
2025년 1월	SMTOWN LIVE 2025 in SEOUL
2025년 1월	NCT 127 4TH TOUR 'NEO CITY : SEOUL - THE MOMENTUM'
2025년 2월	2025 CHANYEOL LIVE TOUR : 都市風景 (City-scape) Epilogue
2025년 2월	2025 WayV CONCERT [ON THE Way] FINAL IN SEOUL
2025년 4월	2025 TEN CONCERT 1001 MOVEMENT 'STUNNER' IN SEOUL
2025년 5월	SHINee WORLD VII [E.S.S.A.Y] (Every Stage Shines Around You)
2025년 6월	2025 IRENE & SEULGI Concert Tour [BALANCE] in SEOUL
2025년 6월	2025 DOYOUNG CONCERT [Doors]
2025년 8월	2025 WayV Concert Tour [NO Way OUT] in SEOUL
2025년 9월	2025 KEYLAND : Uncanny Valley
2025년 10월	2025 DOYOUNG ENCORE CONCERT [Yours]
2025년 10월	NCT WISH 1st CONCERT TOUR 'INTO THE WISH : Our WISH'
2025년 12월	2025 BEST CHOI's MINHO

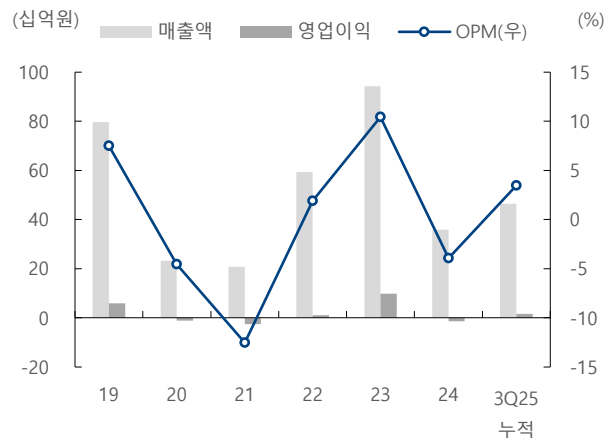
자료: 드림메이커, iM증권 리서치본부

그림3. 전체 콘서트 매출 내 별도 비중 추이



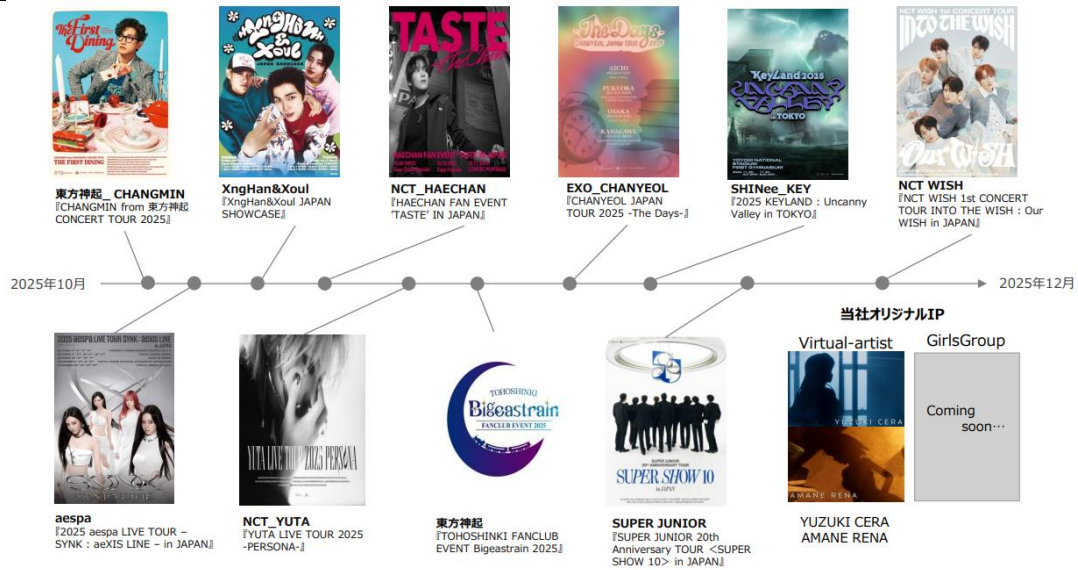
자료: SM, iM증권 리서치본부

그림4. 드림메이커 연간 실적 추이



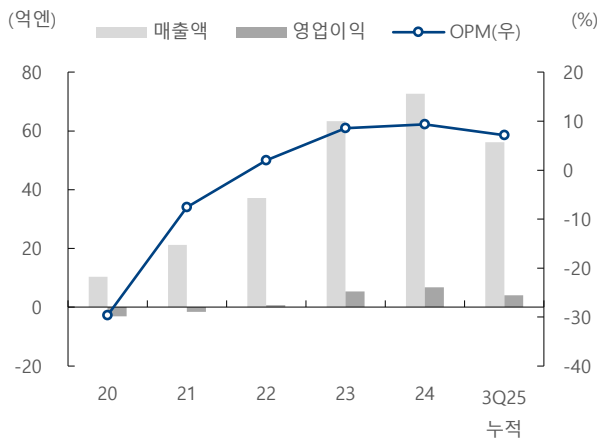
자료: SM, iM증권 리서치본부

표9. 4분기 일본 공연 일정 및 신규 IP 데뷔 계획



자료: SMEJ, iM증권 리서치본부

그림5. SMEJ 엔터테인먼트 사업 부문 실적 추이



주: JGAAP 기준. 자료: SMEJ, iM증권 리서치본부

그림6. 일본 콘서트 누적 관객수 비교 - 2025년 130만명 목표

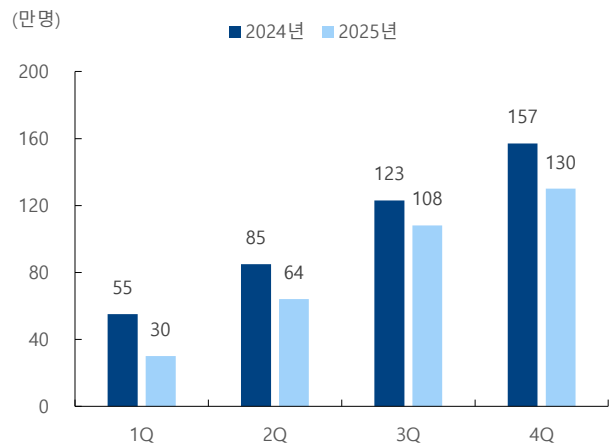
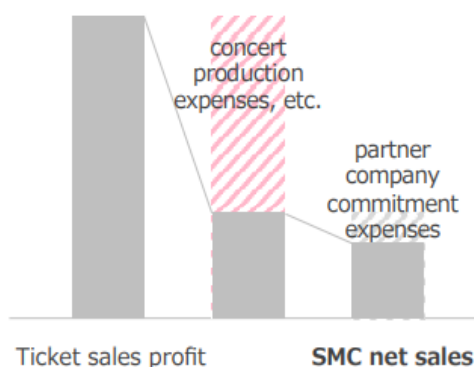
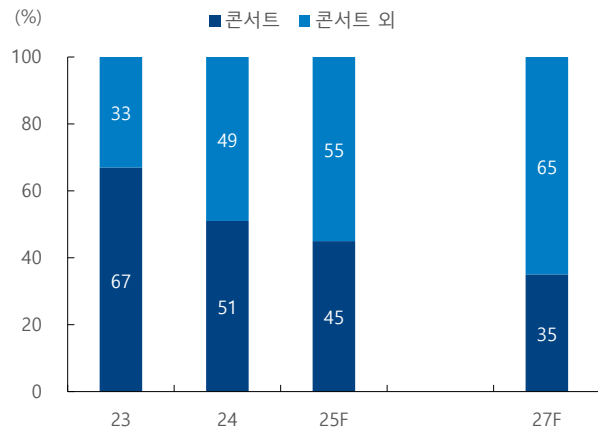
주: 2025년 4분기 누적 관객수는 회사가 제공한 가이드스 기준
자료: SMEJ, iM증권 리서치본부

그림7. 일본 콘서트 수익 인식 구조



자료: SMEJ, iM증권 리서치본부

그림8. 콘서트 외(MD, 광고 등) 매출 비중 확대 목표



자료: SMEJ, iM증권 리서치본부

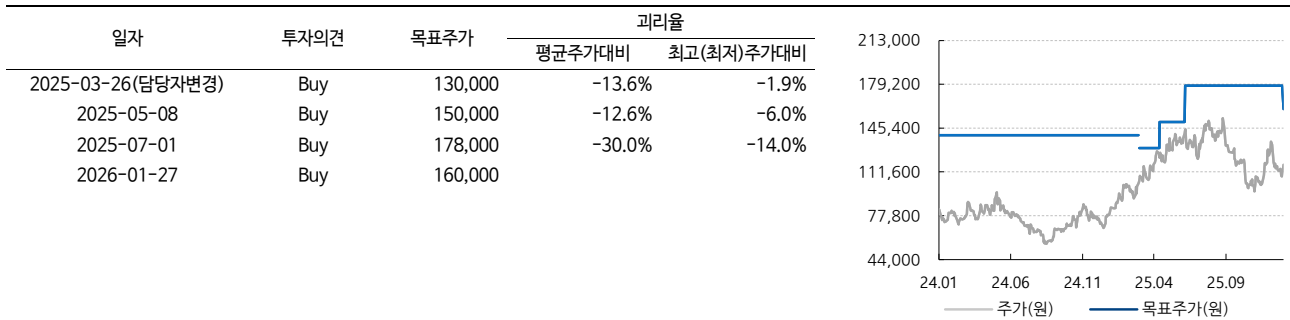
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	814	1,134	1,223	1,335	매출액	990	1,136	1,216	1,316
현금 및 현금성자산	358	635	696	772	증가율(%)	3.0	14.8	7.0	8.3
단기금융자산	124	136	150	165	매출원가	682	721	765	816
매출채권	248	285	305	330	매출총이익	307	415	451	500
재고자산	28	32	34	37	판매비와관리비	220	249	271	289
비유동자산	605	631	665	708	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	76	31	29	29	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	140	111	98	91	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,419	1,765	1,888	2,043	영업이익	87	166	180	211
유동부채	485	508	518	533	증가율(%)	-23.1	90.2	8.7	17.0
매입채무	210	241	258	280	영업이익률(%)	8.8	14.6	14.8	16.0
단기차입금	5	5	5	5	이자수익	13	20	22	25
유동성장기부채	8	8	8	8	이자비용	5	5	5	5
비유동부채	105	105	105	105	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-73	-13	-3	2
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	26	386	190	226
부채총계	590	614	624	639	법인세비용	25	37	47	56
자배주주지분	665	973	1,077	1,205	세전계속이익률(%)	2.6	33.9	15.6	17.1
자본금	12	12	12	12	당기순이익	1	349	142	169
자본잉여금	353	353	353	353	순이익률(%)	0.1	30.7	11.7	12.9
이익잉여금	320	623	722	845	지배주주귀속 순이익	18	335	134	157
기타자본항목	-20	-15	-10	-5	기타포괄이익	5	5	5	5
비지배주주지분	164	178	187	199	총포괄이익	6	354	147	174
자본총계	829	1,151	1,264	1,404	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	136	446	204	222	주당지표 (원)				
당기순이익	1	349	142	169	EPS	778	14,342	5,734	6,737
유형자산감가상각비	33	45	2	0	BPS	28,467	41,647	46,121	51,599
무형자산감가상각비	29	29	14	6	CFPS	3,410	17,515	6,397	7,013
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	400	1,400	1,500	1,500
투자활동 현금흐름	56	-95	-46	-48	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-22	-	-	-	PER	97.2	8.2	20.4	17.4
무형자산의 처분(취득)	-26	-	-	-	PBR	2.7	2.8	2.5	2.3
금융상품의 증감	11	-100	-50	-50	PCR	22.2	6.7	18.3	16.7
재무활동 현금흐름	-144	-47	-70	-72	EV/EBITDA	8.7	8.0	9.4	8.1
단기금융부채의증감	-37	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	5	-	-	-	ROE	2.6	40.9	13.1	13.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	15.1	21.1	16.1	16.5
배당금지급	-28	-9	-32	-34	부채비율	71.2	53.3	49.4	45.5
현금및현금성자산의증감	55	277	61	75	순부채비율	-56.6	-65.9	-65.9	-65.8
기초현금및현금성자산	303	358	635	696	매출채권회전율(x)	3.9	4.3	4.1	4.2
기말현금및현금성자산	358	635	696	772	재고자산회전율(x)	36.9	37.7	36.5	36.7

자료 : 에스엠, iM증권 리서치본부

에스엠 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-