인터넷/게임/엔터
김지현
02)739-5938
kimjh@heungkuksec.co.kr

(041510)

에스엠

강력한 카탈로그의 힘

BUY(유지)

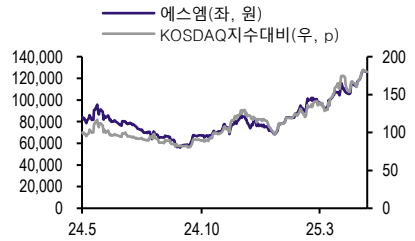
목표주가	150,000원(상향)
현재주가(05/07)	125,500원
상승여력	19.5%
시가총액	2,873십억원
발행주식수	22,895천주
52주 최고가 / 최저가	127,500 / 56,000원
3개월 일평균거래대금	23십억원
외국인 지분율	14.5%
주요주주	
카카오 (외 9인)	41.8%
하이브 (외 1인)	9.7%
최정민 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.2	43.3	66.0	45.9
상대수익률 (KOSDAQ)	3.2	46.0	67.5	63.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	961	990	1,106	1,276
영업이익	113	87	197	253
EBITDA	171	149	262	314
지배주주순이익	87	18	277	143
EPS	3,663	784	9,990	6,230
순차입금	-346	-370	-544	-684
PER	25.1	96.4	12.6	20.1
PBR	3.0	2.7	3.5	3.0
EV/EBITDA	10.8	9.4	8.9	7.0
배당수익률	1.3	0.5	0.3	0.3
ROE	12.3	2.6	30.3	15.6
컨센서스 영업이익	-	-	142	170
컨센서스 EPS	-	-	4,652	5,595

주가추이



1Q Review: 음원 매출 서프라이즈

1분기 매출액 2,314억원(+5.2% YoY, -15.4% QoQ), 영업이익 326억원(+109.6% YoY, -3.2% QoQ, opm 14.1%), 당기순이익 2,429억원을 기록함. 영업이익의 서프라이즈는 중국 음원 계약의 일회성 매출의 영향. 앨범 판매량이 신보 92만장, 구보 포함 전체 110만장 수준으로 추산. 음반/음원 매출 중 음반은 166억원, 음원은 512억원에 해당. 음원매출 중 일부는 중국향 음원 일시 인식분. 구보 음원의 일시 인식이 추가된 것은 아니며 음원 카탈로그 증가에 의한 음원 계약금 전체 증가의 영향. 따라서 분기 인식 음원 매출의 감소 우려는 없는 상황. 당기순이익은 디어유 지분 인수와 연결 자회사 편입 효과. 전체 자회사의 매출 부진은 여전하며 드림메이커는 SMTOWN30주년 콘서트의 제작비 증가 영향에 이익 개선은 제한됨. 체질 개선으로 인해 향후 제작비를 효율화할 수 있는 단일 아티스트의 대형 콘서트가 집행되면 손익 개선을 관찰할 수 있을 것으로 소통.

고연차~저연차 카탈로그의 힘

고연차부터 저연차까지 다양한 아티스트의 활동이 지속되며 공백없는 실적을 달성하고 있다고 평가. 2분기는 활발한 음원/음반 활동이 예정. 4월 마크, NCT WISH, 카이의 음반 발매가 있었으며 이어서 라이즈, 도영의 정규 앨범 및 TEN 미니 앨범, 에스파의 싱글 앨범 발매가 예정. 하츠투하츠의 걸그룹 초동 1위로 성공적인 데뷔 이후 2026년 데뷔 예정인 신인 남자 아티스트 TR25은 개인 프로모션 영상을 통해 기대감을 높이는 상황. 고연차 아티스트의 활동이 지속되며 전체 음원 카탈로그의 협상력이 증가하는 것으로 판단. 다양한 아티스트 카탈로그를 가진 동사의 저력을 확인.

투자의견 BUY, 목표주가 150,000원

투자의견 BUY와 목표주가 150,000원 상향. 목표주가의 변동은 디어유의 연결 자회사 편입으로 인한 실적 개선과 카탈로그 음원 매출의 지속 증가에 기인. 2분기부터 디어유의 연결자회사 편입을 적용. 2분기 디어유는 4/29부터 라이즈, NCT위시의 입점이 시작되어 매출 증가 및 영업이익 개선을 전망.

표 1 에스엠 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**220**	**254**	**242**	**274**	**231**	**263**	**283**	**328**	**990**	**1,106.3**	**1,276**
YoY(%)	7.9	5.9	-9.0	9.0	5.2	3.8	17.0	20.0	3.0	11.8	15.3
SME	136	174	172	182	166	194	202	233	664	794	932
SM C&C	24	28	25	33	18	33	32	37	110	120	128
KEYEAST	25	16	13	21	4	13	20	4	76	41	44
DREAM MAKER	13	8	11	5	23	8	17	9	36	57	46
SMC	27	19	22	20	21	10	21	29	88	81	100
매출총이익	**71**	**78**	**73**	**86**	**83**	**98**	**132**	**148**	**308**	**462**	**557**
GPM(%)	32.3	30.6	30.3	31.5	36.0	37.3	46.7	45.1	31.2	41.8	43.6
영업이익	**16**	**25**	**13**	**34**	**33**	**33**	**58**	**73**	**88**	**197**	**253**
OPM(%)	7.1	9.7	5.5	12.4	14.1	12.7	20.5	22.3	8.8	16.8	19.8
YoY(%)	-14.9	-30.6	-73.6	275.7	109.5	35.0	335.5	117.1	-22.8	112.3	36.3
당기순이익	**12**	**8**	**4**	**-24**	**242**	**30**	**42**	**44**	**0**	**346**	**178**
YoY(%)	-45.9	-70.3	-95.6	적축	-	256.4	-	흑전	-99.4	-	-
지배순이익	**12**	**7**	**6**	**-25**	**238**	**12**	**12**	**14**	**1**	**277**	**143**
YoY(%)	-43.5	-71.4	-92.4	적축	-	65.3	97.8	흑전	-99.4	-	-

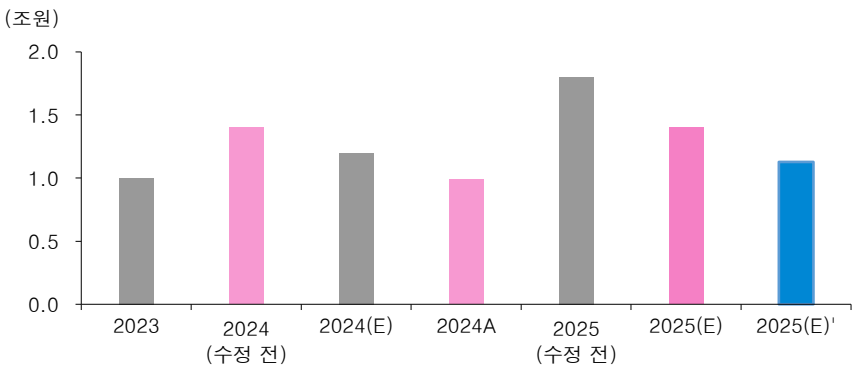
자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 에스엠 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2025E	2026E	비고
지배기업순이익 (십억원)	277	143	
주식수 (만주)	2,335	2,335	보통주기말발행주식수 (자기주식수 차감)
수정 EPS (원)	9,527		12M Fwd EPS
목표 PER (배)	24		2018년과 2024년의 최저수준 PER
목표주가 (원)	150,000		만원 단위 반올림
현재주가(5/7)	125,500		
상승여력 (%)	19.5%		

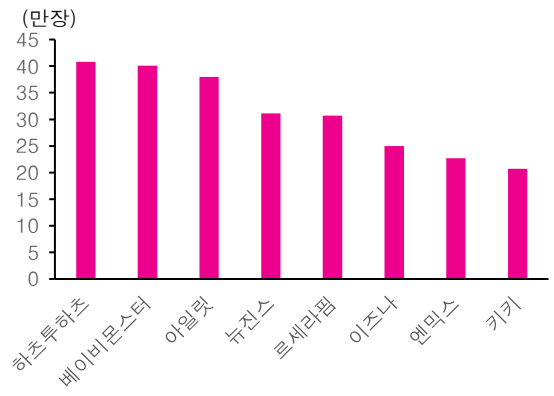
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 에스엠 영업실적 전망



자료: Dart, 흥국증권 리서치센터

그림 2 여자 아티스트 데뷔음반 초동 판매량



자료: 에스엠, 흥국증권 리서치센터

그림 3 에스엠 남자신인 'SMTR25'

자료: 에스엠, 흥국증권 리서치센터

그림 4 에스엠 앨범/음원 발매 일정

발매일	아티스트	음반 분류
4/7	MARK	정규
4/14	NCT WISH	미니
4/18	SUPER JUNIOR-L.S.S.	싱글 (JPN)
4/21	KAI	미니
2Q25	DOYOUNG	정규
	RIIZE	정규
	IRENE & SEULGI	미니
	TEN	미니 (JPN)
	BoA	싱글 (JPN)
	SHINee	싱글 CD
	aespa	싱글 CD
	Hearts2Hearts	싱글

발매일	아티스트	음반 분류
3Q25	BoA	정규
	SUPER JUNIOR	정규
	KEY	정규
	NCT DREAM	정규
	HAECHAN	정규
	BoA	미니 (JPN)
	SUHO	미니
	CHANYEOL	미니
	JOY	미니
	WayV	미니
	aespa	미니
	NCT WISH	미니
	Hearts2Hearts	미니
	HYO	싱글

자료: 에스엠, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**961**	**990**	**1,106**	**1,276**	**1,289**
증가율 (Y-Y,%)	13.0	3.0	11.8	15.3	1.0
영업이익	**113**	**87**	**197**	**253**	**133**
증가율 (Y-Y,%)	24.7	(23.1)	125.8	28.2	(47.2)
EBITDA	171	149	262	314	193
영업외손익	5	(61)	205	(16)	(27)
순이자수익	9	7	9	11	12
외화관련손익	1	10	0	0	0
지분법손익	47	(2)	(32)	(32)	(32)
세전계속사업손익	119	26	402	236	106
당기순이익	**83**	**1**	**357**	**178**	**83**
지배기업당기순이익	**87**	**18**	**277**	**143**	**107**
증가율 (Y-Y,%)	9.1	(79.0)	1,438.8	(37.6)	(24.7)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	18.3	12.2	9.1	9.9	9.2
영업이익증가율(3Yr)	159.5	8.9	29.4	30.6	15.2
EBITDA증가율(3Yr)	29.9	4.3	19.9	22.3	8.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	(81.7)	63.3	29.1	367.1
영업이익률(%)	11.8	8.8	17.8	19.8	10.3
EBITDA마진(%)	17.8	15.1	23.7	24.6	14.9
순이익률 (%)	8.6	0.1	32.3	13.9	6.5
NOPLAT	**79**	**3**	**175**	**190**	**105**
(+) Dep	58	62	65	61	59
(-) 운전자본투자	44	(27)	7	(14)	(3)
(-) Capex	19	24	27	31	31
OpFCF	74	67	205	234	136

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	858	814	1,002	1,203	1,259
현금성자산	492	480	611	708	757
매출채권	261	247	294	384	388
재고자산	26	28	36	47	48
비유동자산	683	605	605	614	625
투자자산	408	389	405	421	438
유형자산	71	76	68	66	65
무형자산	204	140	133	127	122
자산총계	**1,541**	**1,419**	**1,607**	**1,817**	**1,884**
유동부채	519	485	505	594	577
매입채무	330	321	366	478	483
유동성이자부채	70	41	11	(17)	(45)
비유동부채	112	105	93	80	66
비유동이자부채	76	69	55	41	26
부채총계	**632**	**590**	**598**	**674**	**643**
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	362	353	353	353	353
이익잉여금	365	320	539	673	771
자본조정	(17)	(20)	(60)	(60)	(60)
자기주식	(31)	(39)	(39)	(39)	(39)
자본총계	**909**	**829**	**1,009**	**1,143**	**1,241**
투하자본	351	253	251	236	233
순차입금	(346)	(370)	(544)	(684)	(775)
ROA	5.8	1.2	15.1	8.3	5.8
ROE	12.3	2.6	30.3	15.6	10.5
ROIC	26.1	0.9	69.5	78.1	44.6

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	3,663	784	9,990	6,230	4,693
BPS	30,318	28,467	36,184	41,899	46,108
DPS	1,200	400	400	400	400
Multiples(x,%)					
PER	25.1	96.4	12.6	20.1	26.7
PBR	3.0	2.7	3.5	3.0	2.7
EV/ EBITDA	10.8	9.4	8.9	7.0	10.9
배당수익율	1.3	0.5	0.3	0.3	0.3
PCR	12.4	11.6	10.2	12.4	14.6
PSR	2.3	1.8	2.6	2.3	2.3
재무건전성 (%)					
부채비율	69.4	71.2	59.2	59.0	51.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	165.3	168.0	198.4	202.3	218.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.5	0.3	0.1	0.0
자산구조					
투하자본(%)	28.0	22.6	19.8	17.3	16.3
현금+투자자산(%)	72.0	77.4	80.2	82.7	83.7
자본구조					
차입금(%)	13.8	11.7	6.2	2.1	(1.5)
자기자본(%)	86.2	88.3	93.8	97.9	101.5

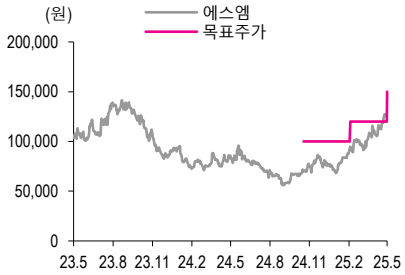
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**113**	**136**	**280**	**251**	**203**
당기순이익	83	1	357	178	83
자산상각비	58	62	65	61	59
운전자본증감	(34)	6	(7)	14	3
매출채권감소(증가)	(1)	4	(47)	(90)	(4)
재고자산감소(증가)	1	(3)	(8)	(11)	(0)
매입채무증가(감소)	(27)	(18)	45	112	5
투자현금	**(83)**	**56**	**(102)**	**(107)**	**(108)**
단기투자자산감소	(7)	11	(5)	(5)	(5)
장기투자증권감소	286	190	(40)	(41)	(41)
설비투자	(19)	(24)	(27)	(31)	(31)
유무형자산감소	(31)	(24)	(22)	(22)	(22)
재무현금	**(43)**	**(144)**	**(53)**	**(52)**	**(52)**
차입금증가	21	(52)	(44)	(43)	(43)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(28)	(28)	(9)	(9)	(9)
현금 증감	(14)	55	125	92	44
총현금흐름(Gross CF)	**177**	**153**	**287**	**237**	**200**
(-) 운전자본증가(감소)	44	(27)	7	(14)	(3)
(-) 설비투자	19	24	27	31	31
(+) 자산매각	(31)	(24)	(22)	(22)	(22)
Free Cash Flow	83	131	231	197	150
(-) 기타투자	(286)	(190)	40	41	41
잉여현금	369	321	191	157	109

에스엠 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-10-25	담당자변경			
2024-10-25	Buy	100,000	(22.5)	(7.7)
2025-02-11	Buy	120,000	(13.1)	6.3
2025-05-08	Buy	150,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 03월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286