한화투자증권

2025년 10월 16일
기업분석

에스엠 (041510)

쭉 이어지는 MD 호실적

▶Analyst 박수영 suyoung.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

Buy (유지)

목표주가(유지): 190,000원

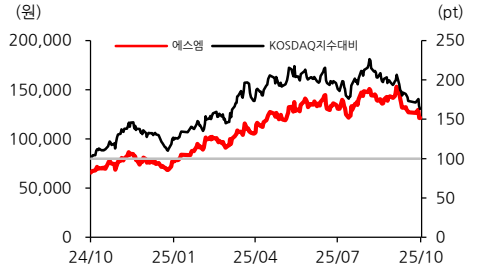
현재 주가(10/15)	121,100 원
상승여력	▲56.9%
시가총액	27,725 억원
발행주식수	22,895 천주
52 주 최고가 / 최저가	153,000 / 65,700 원
90 일 일평균 거래대금	259.46 억원
외국인 지분율	29.9%
주주 구성	
카카오 (외 9 인)	41.7%
TencentMusicEntertainmentH	9.7%
최정민 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.5	-9.4	14.6	80.5
상대수익률(KOSDAQ)	-15.9	-15.8	-6.9	68.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	961	990	1,170	1,314
영업이익	113	87	169	198
EBITDA	171	149	231	250
지배주주순이익	87	18	321	134
EPS	3,663	797	14,283	5,938
순차입금	-341	-370	-468	-585
PER	25.1	94.8	8.5	20.4
PBR	3.0	2.7	2.8	2.6
EV/EBITDA	10.8	9.4	10.0	8.8
배당수익률	1.3	1.6	1.0	1.0
ROE	12.3	2.6	39.2	13.0

주가 추이



3 분기에도 MD 판매 호조가 이어졌을 것으로 보입니다. 신보 발매 및 투어 관련 팝업스토어 개최 등의 영향입니다. 동사에 대한 긍정적인 의견을 유지합니다.

3Q25 Preview: 3분기 영업이익 컨센서스 부합 전망

동사 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 3,499억원, 483억원을 기록했을 것으로 추정된다. 한편 SME 별도 매출액과 영업이익은 각각 2,416억원, 450억원이었을 것으로 추정된다. NCT Dream, aespa 외 소속 아티스트들의 다수의 앨범 발매가 있었는데 분기 추정 판매량은 570만장을 상회한다. 공연 또한 NCT Dream, RIIZE, WayV, KAI, 슈퍼주니어, aespa, 도영 등 다수 아티스트들의 월드 투어가 포진한 분기였다. 공연 및 신보 발매와 관련한 팝업스토어도 활발하게 개최됐다. 특히 aespa는 신보 발매 기념 팝업을 국내뿐만 아니라 뉴욕/LA/베이징 등 해외 팝업도 개최했다. 이 외에도 aespa의 배그 콜라보 및 Hearts2Hearts의 티니핑 콜라보 등 IP 라이센싱 매출도 인식되는 분기였다. 때문에 전분기에 이어 이번 분기도 다소 높은 볼륨의 MD 매출액이 예상된다. 다만 원가율이 상대적으로 부담인 공연 회차 증가 및 팝업스토어 개최 회차 증가로 별도 법인 OPM은 전분기 대비 소폭 축소됐을 것으로 추정된다.

SME의 남은 과제

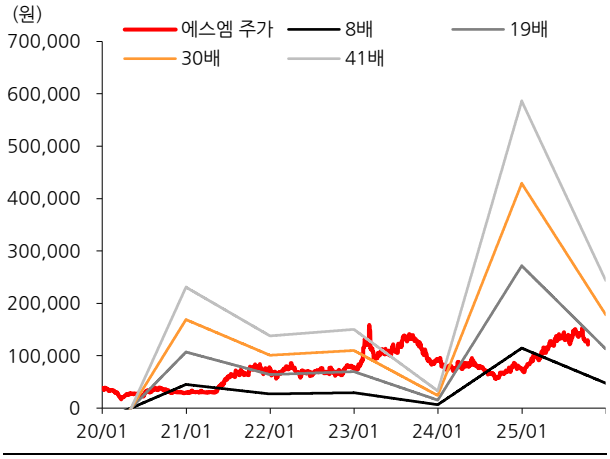
자회사 개선도 순항리에 이루어지고 있으며, MD 및 IP 라이센싱 매출 등 IP를 활용한 간접 매출 창출에 있어 동사의 역량은 동종사들 대비 우위에 있다. 오랜 팬덤 비즈니스 경험으로 축적된 노하우를 전략적으로, 사업적으로 잘 풀어내고 있다. 다만 IP 자체에 대한 시장의 의구심은 여전하다. NCT Dream, RIIZE, NCT Wish, aespa, Hearts2Hearts 그리고 내년 1분기 중 데뷔가 예상되는 SMTR25까지 아시아권에서의 팬덤 규모나 확장세에는 의심의 여지가 없다. 다만 타겟 시장을 웨스턴 마켓으로 본다면 다소 미진한 듯 보이는 지점들이 있다. 최근 aespa, RIIZE 등 회사의 주력 IP들의 미주/유럽 지역 투어 진출이 진행되고 있으나 규모 등에 있어 아쉬운 부분이 분명히 있다. **투자의견 및 목표주가를 종전과 동일하게 유지하나, 내년 보유 아티스트들의 웨스턴 마켓에서의 확실한 사세 확장 확인은 반드시 필요하겠다.**

[표1] 에스엠 목표주가 산출

	2025E	2026E
지배주주순이익	**321**	**134**
보통주 발행주식수	23,354	23,354
-자기주식수	392	392
EPS	14,283	5,938
Target P/E		**30**
적정주가		181,116
최종 목표주가		**190,000**
현재주가		121,100
상승여력		*56.9%*

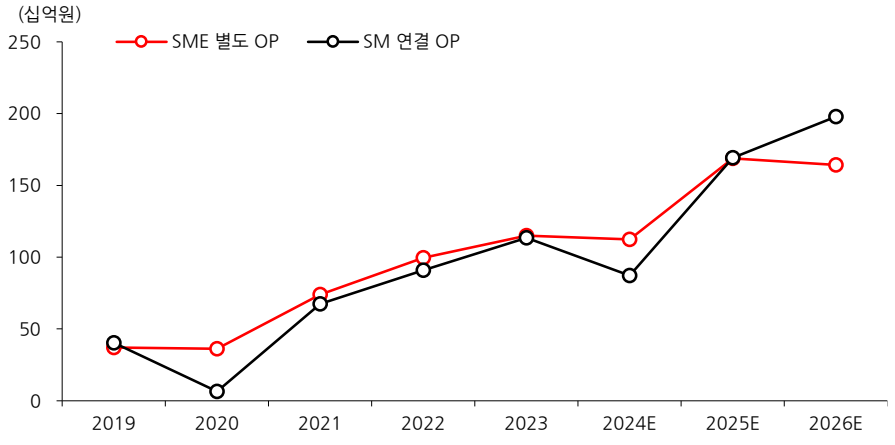
자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 에스엠 12mth fwd P/E Band



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] SME 별도 및 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표2] 에스엠 연결 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E
매출액	**961**	**990**	**1,170**	**1,314**	**220**	**254**	**242**	**274**	**231**	**303**	**350**	**286**
SME	619	664	816	865	136	174	172	182	165	220	242	189
DearU	-	-	67	99	-	-	-	-	-	20	23	23
Dream Maker	94	36	67	71	13	8	10	5	23	15	20	9
SM Japan	104	99	102	100	33	24	22	20	21	26	27	28
SMBM	20	61	69	100	12	14	15	19	10	20	19	20
SM C&C	127	110	75	79	24	28	25	33	18	21	18	18
KEYEAST	52	76	10	-	25	16	13	21	4	3	3	-
매출총이익	**341**	**307**	**395**	**408**	**71**	**78**	**73**	**85**	**83**	**115**	**109**	**89**
GPM(%)	*35.5%*	*31.0%*	*33.8%*	*31.1%*	*32.3%*	*30.6%*	*30.3%*	*31.1%*	*36.0%*	*37.8%*	*31.1%*	*31.1%*
영업이익	**113**	**87**	**169**	**198**	**16**	**25**	**13**	**34**	**32.6**	**48**	**48**	**41**
OPM(%)	*11.8%*	*8.8%*	*14.5%*	*15.1%*	*7.1%*	*9.7%*	*5.5%*	*12.3%*	*14.1%*	*15.7%*	*13.8%*	*14.2%*

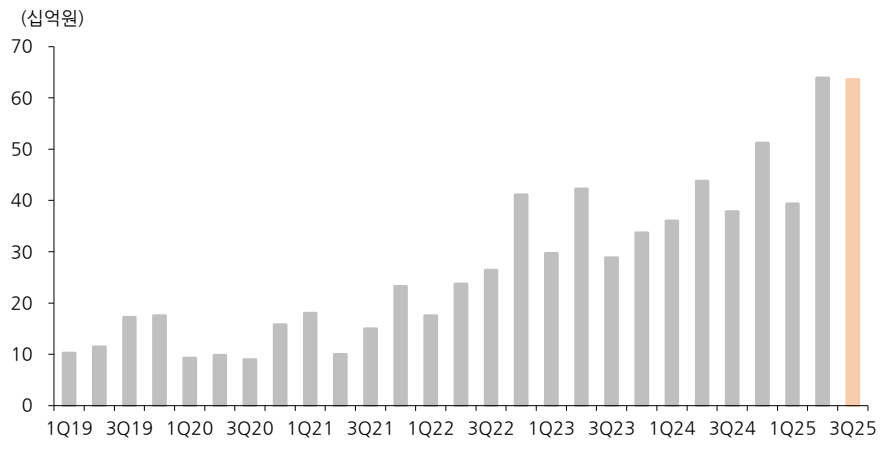
자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표3] SME 별도 법인 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E
매출액	**619**	**664**	**816**	**865**	**136**	**174**	**172**	**182**	**165**	**220**	**242**	**189**
음반/원	318	286	342	353	55	72	73	86	68	99	99	76
출연	86	84	93	102	20	21	23	21	19	23	26	25
콘서트	77	123	157	161	25	37	38	22	39	34	53	31
MD/라이선싱	135	169	223	248	36	44	38	51	39	64	64	56
기타	4	3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1
매출총이익	**233**	**217**	**282**	**292**	**45**	**54**	**58**	**59**	**65**	**76**	**79**	**63**
GPM(%)	*37.6%*	*32.6%*	*34.6%*	*33.8%*	*33.3%*	*31.3%*	*33.5%*	*32.6%*	*39.2%*	*34.3%*	*32.6%*	*33.4%*
영업이익	**115**	**112**	**169**	**164**	**20**	**29**	**27**	**36**	**41**	**46**	**45**	**37**
OPM(%)	*18.6%*	*16.9%*	*20.7%*	*19.0%*	*14.8%*	*16.8%*	*15.7%*	*19.7%*	*24.9%*	*20.9%*	*18.6%*	*19.4%*

자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림3] SME 별도법인 MD/라이센싱 매출 추이



자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	851	961	990	1,170	1,314
매출총이익	295	341	307	395	408
영업이익	91	113	87	169	198
EBITDA	152	171	149	231	250
순이자손익	5	9	7	7	7
외화관련손익	0	1	10	-9	-7
지분법손익	11	47	-2	235	16
세전계속사업손익	117	119	26	361	183
당기순이익	82	83	1	331	144
지배주주순이익	80	87	18	321	134
증가율(%)					
매출액	21.3	13.0	3.0	18.2	12.3
영업이익	34.8	24.7	-23.1	93.8	17.1
EBITDA	15.5	12.9	-13.0	54.7	8.2
순이익	-38.4	0.8	-99.0	40,279.2	-56.4
이익률(%)					
매출총이익률	34.7	35.5	31.0	33.8	31.1
영업이익률	10.7	11.8	8.8	14.5	15.1
EBITDA 이익률	17.8	17.8	15.1	19.7	19.0
세전이익률	13.7	12.4	2.6	30.9	13.9
순이익률	9.6	8.6	0.1	28.3	11.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	841	858	814	967	1,108
현금성자산	527	492	480	619	735
매출채권	158	261	247	247	267
재고자산	20	26	28	24	26
비유동자산	622	683	605	955	951
투자자산	394	408	389	300	312
유형자산	82	71	76	69	56
무형자산	145	204	140	586	583
자산총계	1,463	1,541	1,419	1,922	2,059
유동부채	467	519	485	502	530
매입채무	355	330	321	269	290
유동성이자부채	26	75	41	82	82
비유동부채	109	112	105	133	135
비유동이자부채	81	76	69	69	69
부채총계	577	632	590	635	665
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	367	362	353	355	355
이익잉여금	306	365	320	593	699
자본조정	12	-17	-20	15	15
자기주식	-5	-31	-39	0	0
자본총계	886	909	829	1,287	1,393

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	115	113	136	-30	175
당기순이익	82	83	1	331	144
자산상각비	61	58	62	62	52
운전자본증감	-20	-34	6	15	3
매출채권 감소(증가)	-64	-1	4	-8	-20
재고자산 감소(증가)	-5	1	-3	4	-2
매입채무 증가(감소)	52	-27	-18	-43	21
투자현금흐름	-122	-83	56	11	-39
유형자산처분(취득)	-24	-19	-22	-8	-10
무형자산 감소(증가)	-26	-32	-26	-28	-25
투자자산 감소(증가)	-26	-7	11	-3	-8
재무현금흐름	-1	-43	-144	83	-27
차입금의 증가(감소)	-4	21	-52	31	0
자본의 증가(감소)	-2	-54	-74	52	-27
배당금의 지급	-5	-28	-28	-28	-27
총현금흐름	176	177	153	-45	172
(-)운전자본증가(감소)	-11	49	-31	37	-3
(-)설비투자	24	19	24	10	10
(+)자산매각	-25	-31	-24	-26	-25
Free Cash Flow	138	78	136	-119	140
(-)기타투자	78	11	-68	-103	-4
잉여현금	60	67	204	-16	144
NOPLAT	64	79	3	155	156
(+) Dep	61	58	62	62	52
(-)운전자본투자	-11	49	-31	37	-3
(-)Capex	24	19	24	10	10
OpFCF	112	69	72	169	201

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,360	3,663	797	14,283	5,938
BPS	29,268	30,318	28,467	42,538	47,195
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	7,395	7,425	6,536	-1,980	7,506
ROA(%)	5.8	5.8	1.2	19.2	6.7
ROE(%)	12.2	12.3	2.6	39.2	13.0
ROIC(%)	25.3	25.9	0.9	32.9	22.9
Multiples(x,%)					
PER	22.8	25.1	94.8	8.5	20.4
PBR	2.6	3.0	2.7	2.8	2.6
PSR	2.1	2.3	1.8	2.4	2.1
PCR	10.4	12.4	11.6	-61.1	16.1
EV/EBITDA	9.3	10.8	9.4	10.0	8.8
배당수익률	1.6	1.3	1.6	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	65.1	69.4	71.2	49.4	47.8
Net debt/Equity	-47.4	-37.5	-44.6	-36.4	-42.0
Net debt/EBITDA	-276.8	-199.0	-247.9	-202.8	-234.2
유동비율	180.0	165.3	168.0	192.4	209.1
이자보상배율(배)	20.9	19.9	16.0	28.4	30.8
자산구조(%)					
투하자본	21.5	28.3	22.6	42.8	39.1
현금+투자자산	78.5	71.7	77.4	57.2	60.9
자본구조(%)					
차입금	10.8	14.2	11.7	10.5	9.8
자기자본	89.2	85.8	88.3	89.5	90.2

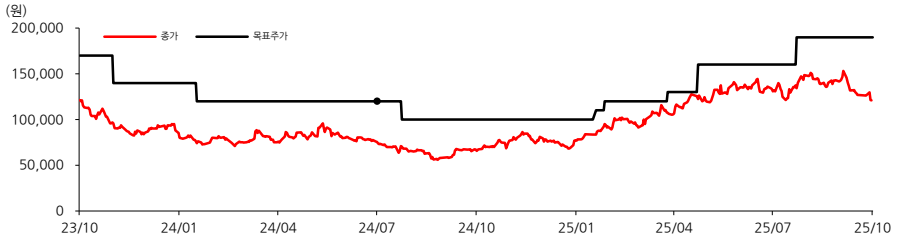
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 10 월 16 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[에스엠 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.10.16	2023.11.09	2023.11.16	2024.02.01	2024.02.08	2024.04.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	140,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2024.05.08	2024.05.20	2024.06.04	2024.06.12	2024.07.15	2024.08.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	100,000
일 시	2024.08.16	2024.10.15	2024.11.01	2024.11.05	2025.01.24	2025.02.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	110,000
일 시	2025.02.11	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.10	2025.04.25	2025.05.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	130,000	130,000	160,000
일 시	2025.05.15	2025.05.30	2025.06.27	2025.07.08	2025.07.25	2025.08.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	190,000
일 시	2025.08.28	2025.08.29	2025.10.16			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	190,000	190,000	190,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.11.16	Buy	140,000	-37.75	-31.57
2024.02.01	Buy	120,000	-34.24	-20.17
2024.08.08	Buy	100,000	-28.69	-13.50
2025.02.03	Buy	110,000	-20.29	-16.09
2025.02.11	Buy	120,000	-16.71	-3.42
2025.04.10	Buy	130,000	-11.86	-1.92
2025.05.08	Buy	160,000	-17.68	-9.69
2025.08.07	Buy	190,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 09 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%