



에스엠 (041510)

MD 회수분

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 190,000원

현재 주가(8/6)	137,400 원
상승여력	▲38.3%
시가총액	31,457 억원
발행주식수	22,895 천주
52 주 최고가 / 최저가	144,500 / 56,000 원
90 일 일평균 거래대금	302.54 억원
외국인 지분율	25.7%

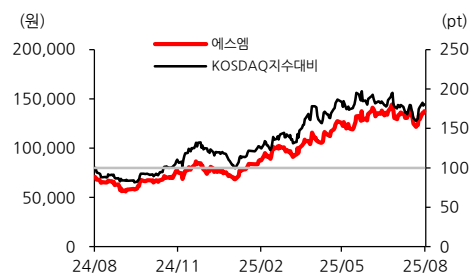
주주 구성	
카카오 (외 9 인)	41.8%
TencentMusicEntertainmentH	9.7%
최정민 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.3	7.8	56.3	110.4
상대수익률(KOSDAQ)	1.7	-3.5	47.8	100.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	961	990	1,177	1,360
영업이익	113	87	177	214
EBITDA	171	149	234	266
지배주주순이익	87	18	328	150
EPS	3,663	797	14,564	6,644
순차입금	-341	-370	-589	-722
PER	25.1	94.8	9.4	20.7
PBR	3.0	2.7	3.2	2.9
EV/EBITDA	10.8	9.4	10.9	9.1
배당수익률	1.3	1.6	0.9	0.9
ROE	12.3	2.6	39.9	14.4

주가 추이



동사 2분기 영업이익은 시장 기대치를 상회했습니다. MD 실적 서프가 지속되고 있고, 자회사 턴어라운드도 꾸준히 나와주고 있습니다. MD의 이익 레버리지 효과는 점차 더 가시화될 것으로 전망하며, 멀티플을 30배로 상향, 목표주가를 19만원으로 높여 제시합니다.

2Q25 Review: 2분기 영업이익 컨센서스 상회

동사 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 3,029억원, 476억원을 기록하며 영업이익 기준 시장 기대치 및 당사 추정치를 모두 20% 가까이 상회했다. 앨범 및 MD 등 상품 매출이 증가하며 매출 믹스 개선으로 이익률이 증가했다. 특히 지난 2분기 MD 및 라이선싱 매출액은 639억원을 기록하며 다시 한번 분기 최대 MD 매출액을 경신했다. 공연 회차 증가에 따른 응원봉 등 공연 연계 MD 판매 호조 영향도 있었으나 NCT Wish 전시 팝업, RIIZE 캐릭터 팝업 등 기획 MD 성과가 좋았던 영향이 컸다. 한편 본업 성장에 따라 유관 자회사 실적도 개선되는 모습이 확인됐다.

MD 회수분

MD 매출액이 매분기 예상을 크게 상회한다. 아티스트별 캐릭터 굿즈 출시나 컴백 시기와 맞물리는 기획 팝업 등의 전략이 실적 성장에 주요한 요인이 되고 있다. MD의 경우 앨범처럼 상품 매출에 속하는 한편, 아티스트 간접 매출로 구분되는 탓에 이익기여도가 다른 매출군 대비 상대적으로 높다. 한편으로는 “무용한” 앨범과 달리 아티스트 굿즈 등은 일상 생활에 “활용 가능”하다는 점에서 팬덤 소비가 일회적 혹은 단기적으로 끝날 가능성도 상대적으로 낮다.

이익 레버리지가 날 수 있는 한편 지속적인 성장도 가능하다는 점에서 동사뿐 아니라 국내 주요 엔터사들의 MD 실적 서프라이즈는 눈여겨볼 필요가 있다. 이런 흐름은 지난해 4분기부터 확인되고 있으며 과거 앨범의 폭발적 성장과 궤를 같이했던 산업 멀티플 리레이팅이 재현될 가능성이 높다. 동사는 최근 MD의 폭발적 성장세 및 이에 따른 가파른 수익성 개선효과를 동시에 보여주고 있는 대표적인 회사다. 이에 Target P/E를 30배로 상향, 목표주가를 19만원으로 높여 제시한다. 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다.

[표1] 에스엠 실적 추이

(단위: 십억원, %, %pt)

	2Q24	1Q25	2Q25P			증감		차이	
			발표치	한화추정치	컨센서스	YoY	QoQ	한화추정치	컨센서스
매출액	231	254	303	303	285	30.9%	19.3%	0.0%	6.2%
영업이익	33	25	48	40	39	46.1%	92.4%	19.0%	22.0%
영업이익률	14.1%	9.7%	15.7%	13.2%	13.7%	1.6%pt	6.0%pt	2.5%pt	2.0%pt

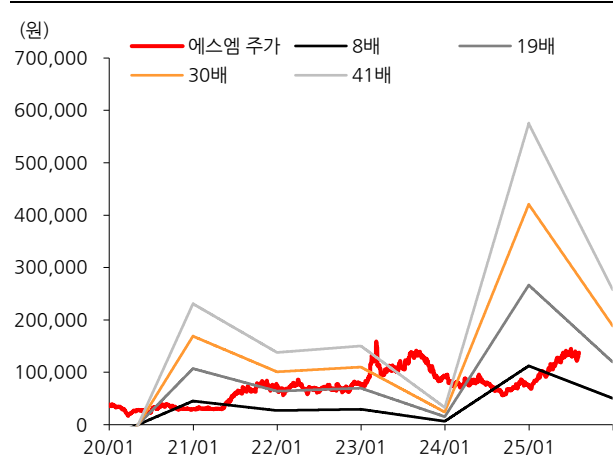
자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표2] 에스엠 목표주가 산출

	2025E	2026E
지배주주순이익	328	150
보통주 발행주식수	23,354	23,354
-자기주식수	392	392
EPS	14,006	6,279
Target P/E		30
적정주가		188,370
최종 목표주가		190,000
현재주가		137,400
상승여력		38.3%

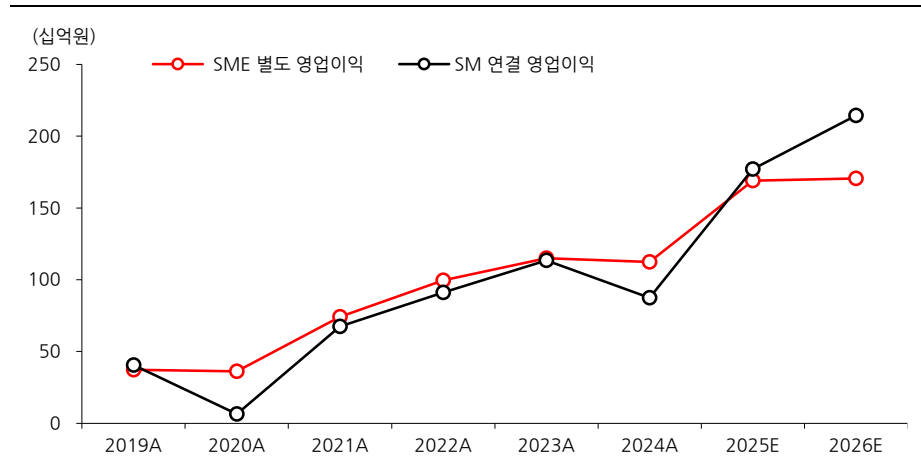
자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[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

[표3] 에스엠 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E
매출액	961	990	1,177	1,360	220	254	242	274	231	303	330	313
SME	619	664	818	903	136	174	172	182	165	220	220	212
DearU	-	-	72	115	-	-	-	-	-	20	25	27
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	398	423	71	78	73	85	83	115	103	97
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	177	214	16	25	13	34	33	48	49	48
OPM(%)	11.8%	8.8%	15.0%	15.7%	7.1%	9.7%	5.5%	12.3%	14.1%	15.7%	14.7%	15.4%

자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

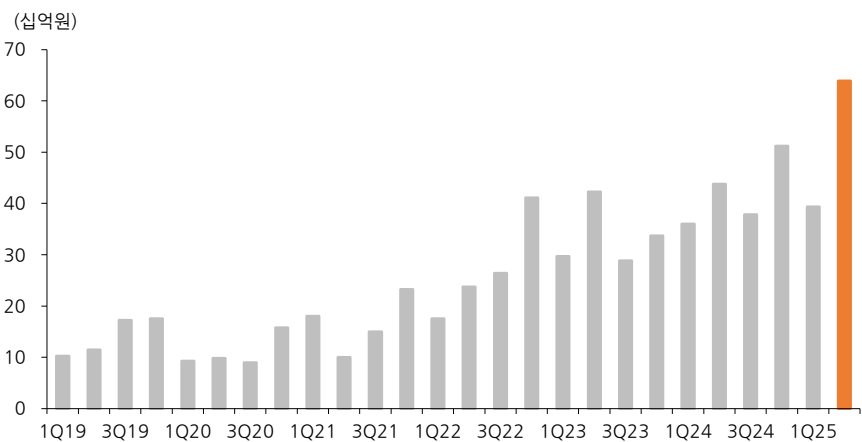
[표4] SME 별도 법인 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E
매출액	619	664	818	903	136	174	172	182	165	220	220	212
음반/원	318	286	338	354	55	72	73	86	68	99	95	76
출연	86	84	93	102	20	21	23	21	19	23	26	25
콘서트	77	123	171	195	25	37	38	22	39	34	44	54
MD/라이선싱	135	169	215	251	36	44	38	51	39	64	55	56
기타	4	3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1
매출총이익	233	216	284	304	45	54	58	59	65	76	73	71
GPM(%)	37.6%	32.6%	34.7%	33.7%	33.3%	31.3%	33.5%	32.3%	39.2%	34.3%	33.0%	33.3%
영업이익	115	112	169	171	20	29	27	36	41	45	42	41
OPM(%)	18.6%	16.9%	20.7%	18.9%	14.8%	16.8%	15.7%	19.7%	25.0%	20.4%	19.0%	19.3%

자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림3] SME 별도법인 MD/라이선싱 매출 추이



자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	851	961	990	1,177	1,360
매출총이익	295	341	307	398	423
영업이익	91	113	87	177	214
EBITDA	152	171	149	234	266
순이자손익	5	9	7	8	8
외화관련손익	0	1	10	-4	2
지분법손익	11	47	-2	238	16
세전계속사업손익	117	119	26	373	209
당기순이익	82	83	1	338	161
지배주주순이익	80	87	18	328	150
증가율(%)					
매출액	196.5	13.0	3.0	18.9	15.6
영업이익	165.1	24.7	-23.1	102.8	21.0
EBITDA	220.5	12.9	-13.0	56.9	13.7
순이익	4,389.2	0.8	-99.0	41,229.0	-52.4
이익률(%)					
매출총이익률	34.7	35.5	31.0	33.8	31.1
영업이익률	10.7	11.8	8.8	15.0	15.7
EBITDA 이익률	17.8	17.8	15.1	19.9	19.6
세전이익률	13.7	12.4	2.6	31.7	15.4
순이익률	9.6	8.6	0.1	28.7	11.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	115	113	136	126	191
당기순이익	82	83	1	338	161
자산상각비	61	58	62	57	52
운전자본증감	-20	-34	6	30	4
매출채권 감소(증가)	-64	-1	4	-82	-6
재고자산 감소(증가)	-5	1	-3	-7	-1
매입채무 증가(감소)	52	-27	-18	79	7
투자현금흐름	-122	-83	56	-18	-38
유형자산처분(취득)	-24	-19	-22	-8	-10
무형자산 감소(증가)	-26	-32	-26	-27	-26
투자자산 감소(증가)	-26	-7	11	-4	-8
재무현금흐름	-1	-43	-144	72	-27
차입금의 증가(감소)	-4	21	-52	20	0
자본의 증가(감소)	-2	-54	-74	52	-27
배당금의 지급	-5	-28	-28	-28	-27
총현금흐름	176	177	153	96	187
(-)운전자본증가(감소)	-11	49	-31	-10	-4
(-)설비투자	24	19	24	9	10
(+)자산매각	-25	-31	-24	-26	-26
Free Cash Flow	138	78	136	71	155
(-)기타투자	78	11	-68	-41	-6
잉여현금	60	67	204	112	161
NOPLAT	64	79	3	161	165
(+) Dep	61	58	62	57	52
(-)운전자본투자	-11	49	-31	-10	-4
(-)Capex	24	19	24	9	10
OpFCF	112	69	72	218	211

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	841	858	814	1,170	1,313
현금성자산	527	492	480	726	860
매출채권	158	261	247	332	338
재고자산	20	26	28	35	36
비유동자산	622	683	605	823	817
투자자산	394	408	389	245	255
유형자산	82	71	76	67	54
무형자산	145	204	140	511	509
자산총계	1,463	1,541	1,419	1,993	2,130
유동부채	467	519	485	631	644
매입채무	355	330	321	406	413
유동성이자부채	26	75	41	67	67
비유동부채	109	112	105	109	111
비유동이자부채	81	76	69	70	70
부채총계	577	632	590	740	755
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	367	362	353	354	354
이익잉여금	306	365	320	599	722
자본조정	12	-17	-20	15	15
자기주식	-5	-31	-39	0	0
자본총계	886	909	829	1,253	1,376

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,360	3,663	797	14,564	6,644
BPS	29,268	30,318	28,467	42,788	48,139
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	7,395	7,425	6,536	4,214	8,161
ROA(%)	5.8	5.8	1.2	19.2	7.3
ROE(%)	12.2	12.3	2.6	39.9	14.4
ROIC(%)	25.3	25.9	0.9	37.7	27.8
Multiples(x, %)					
PER	22.8	25.1	94.8	9.4	20.7
PBR	2.6	3.0	2.7	3.2	2.9
PSR	2.1	2.3	1.8	2.7	2.3
PCR	10.4	12.4	11.6	32.6	16.8
EV/EBITDA	9.3	10.8	9.4	10.9	9.1
배당수익률	1.6	1.3	1.6	0.9	0.9
안정성(%)					
부채비율	65.1	69.4	71.2	59.0	54.9
Net debt/Equity	-47.4	-37.5	-44.6	-47.0	-52.5
Net debt/EBITDA	-276.8	-199.0	-247.9	-251.4	-271.4
유동비율	180.0	165.3	168.0	185.5	203.9
이자보상배율(배)	20.9	19.9	16.0	33.8	39.9
자산구조(%)					
투자자본	21.5	28.3	22.6	38.2	34.4
현금+투자자산	78.5	71.7	77.4	61.8	65.6
자본구조(%)					
차입금	10.8	14.2	11.7	9.9	9.1
자기자본	89.2	85.8	88.3	90.1	90.9

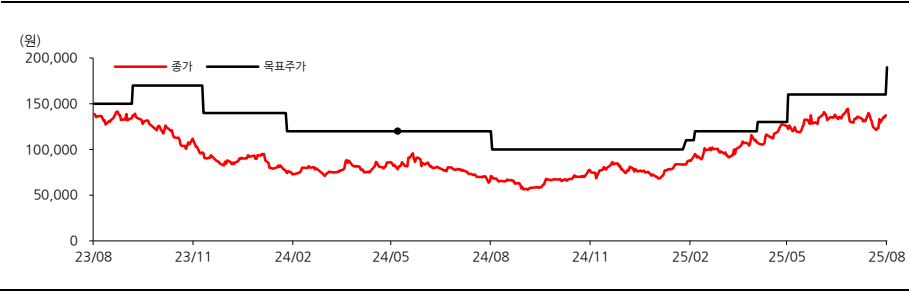
[Compliance Notice](공표일: 2025 년 08 월 07 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 종목을 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[에스엠 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일시	2023.09.12	2023.10.16	2023.11.09	2023.11.16	2024.02.01	2024.02.08
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	170,000	170,000	170,000	140,000	120,000	120,000

일시	2024.04.15	2024.05.08	2024.05.20	2024.06.04	2024.06.12	2024.07.15
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000

일시	2024.08.08	2024.08.16	2024.10.15	2024.11.01	2024.11.05	2025.01.24
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000

일시	2025.02.03	2025.02.11	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.10	2025.04.25
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	110,000	120,000	120,000	120,000	130,000	130,000

일시	2025.05.08	2025.05.15	2025.05.30	2025.06.27	2025.07.08	2025.07.25
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000

일시	2025.08.07					
투자 의견	Buy					
목표 가격	190,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.09.12	Buy	170,000	-30.79	-18.12
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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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 06 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%