



에스엠 (041510)

또다시 변화가 필요한 시점

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 150,000원

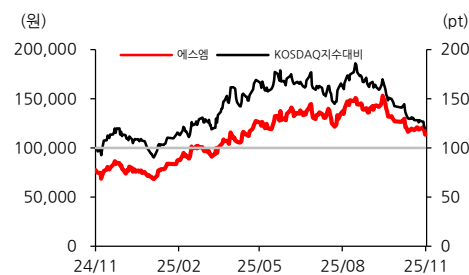
현재 주가(11/5)	113,500 원
상승여력	▲32.2%
시가총액	25,985 억원
발행주식수	22,895 천주
52 주 최고가 / 최저가	153,000 / 68,300 원
90 일 일평균 거래대금	253.1 억원
외국인 지분율	30.0%
주주 구성	
카카오 (외 9 인)	41.7%
TencentMusicEntertainmentH	9.7%
최정민 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.7	-16.2	-11.0	46.8
상대수익률(KOSDAQ)	-16.3	-29.2	-35.9	26.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	961	990	1,147	1,234
영업이익	113	87	170	196
EBITDA	171	149	275	322
지배주주순이익	87	18	322	132
EPS	3,663	797	14,311	5,874
순차입금	-341	-370	-513	-704
PER	25.1	94.8	7.9	19.3
PBR	3.0	2.7	2.7	2.4
EV/EBITDA	10.8	9.4	7.6	5.9
배당수익률	1.3	1.6	1.1	1.1
ROE	12.3	2.6	39.3	12.9

주가 추이



동사 3 분기 연결 영업이익은 482 억원을 기록하며 컨센서스에 부합했습니다. 보유 IP 의 기존 지역 성장은 꾸준히 나오고 있으나 서구권 시장에서의 확실한 성장 트리거를 보여줄 필요가 있어 보입니다.

3Q25 Review: 3분기 영업이익 컨센서스 부합

동사 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 3,216억원, 482억원을 기록하며 영업이익 기준 당사 추정치(483억원)와 시장 컨센서스(473억원)에 부합했다. 주요 IP의 신보 발매 및 글로벌 투어 등이 반영됐고, 별다른 비용 특이사항 없이 기대에 부합하는 실적을 기록했다. SME 별도 법인 매출액과 영업이익은 각각 2,245억원, 402억원을 기록했다. 3분기에도 MD 매출 호조는 이어졌는데, 비록 전분기 대비 감소했으나 500억원대의 MD 매출액을 기록했다. aespa 공연 굿즈/응원봉 판매 및 신보 리치맨 발매 글로벌 프로모션 팝업, NCT Wish 팝업 등이 MD 매출 호조에 기여했다. 주요 종속 법인의 경우 C&C, Japan, SMBM, SM LDG 등은 매출 확대에 따라 영업 손익이 개선되는 모습을 보여줬다. 반면 Dreammaker의 경우 대규모 공연이 감소하며 매출과 영업손익 모두 부진했다.

성장을 위한 변화가 한 번 더 필요한 시점

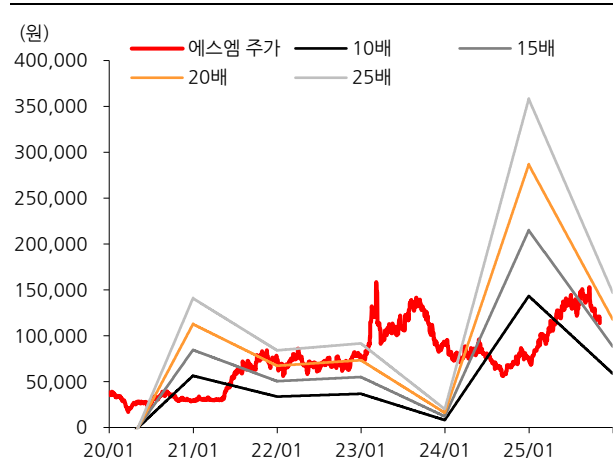
자회사 개선도 순항리에 이루어지고 있으며, MD 및 IP 라이선싱 매출 등 IP를 활용한 간접 매출 창출에 있어 동사의 역량은 동종사들 대비 우위에 있다. 오랜 팬덤 비즈니스 경험으로 축적된 노하우를 전략적으로, 사업적으로 잘 풀어내고 있다. 다만 IP 자체에 대한 시장의 의구심은 여전하다. 완전체 컴백을 시사한 EXO에 NCT Dream, RIIZE, NCT Wish, aespa, Hearts2Hearts 그리고 내년 하반기 중 데뷔가 예상되는 SMTR25까지 아시아권에서의 팬덤 규모나 확장세에는 의심의 여지가 없다. 다만 타겟 시장을 웨스턴 마켓으로 본다면 다소 미진한 듯 보이는 지점들이 있다. 최근 aespa, RIIZE 등 회사의 주력 IP들의 미주/유럽 지역 투어 등의 진출이 진행되고 있으나 규모나 성과 등에 있어 아쉬운 부분이 분명히 있다. 중국 시장에 대한 기대감이 언제든지 강력한 모멘텀으로 작용할 가능성은 분명히 있다. 다만 엔터 본업에서의 궁극적인 성장은 결국 (서구권으로의)시장 확장에서 나올 수밖에 없다. Target P/E를 25배로 조정, 목표주가를 15만원으로 하향한다.

[표1] 에스엠 목표주가 산출

	2025E	2026E
지배주주순이익	322	132
보통주 발행주식수	23,354	23,354
-자기주식수	392	392
EPS	14,311	5,874
Target P/E		25
적정주가		146,860
최종 목표주가		150,000
현재주가		113,500
상승여력		32.2%

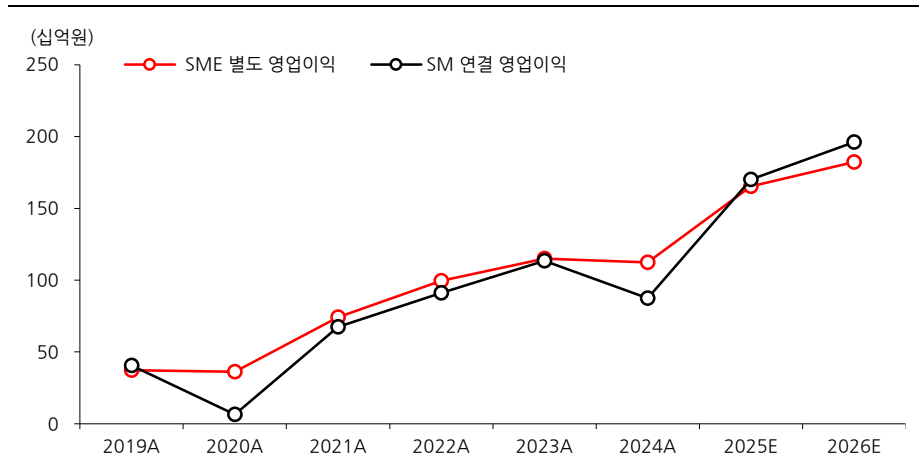
자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[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	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	961	990	1,147	1,234	231	303	322	292	296	331	323	284
SME	619	664	818	877	165	220	225	207	206	250	229	192
DearU	-	-	64	95	-	20	22	21	22	23	24	26
Dream Maker	94	36	56	58	23	15	9	9	24	16	9	10
SM Japan	104	99	97	98	21	26	24	26	21	26	25	26
SMBM	20	61	69	81	10	20	20	20	16	21	21	22
SM C&C	127	110	82	86	18	21	25	18	19	22	27	19
KEYEAST	52	76	11	-	4	3	4	-	-	-	-	-
매출총이익	341	307	425	456	83	115	119	108	109	122	119	105
GPM(%)	35.5%	31.0%	37.0%	37.0%	36.0%	37.8%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
영업이익	113	87	170	196	32.6	48	48	42	43	54	54	46
OPM(%)	11.8%	8.8%	14.8%	15.9%	14.1%	15.7%	15.0%	14.3%	14.6%	16.2%	16.6%	16.1%

자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

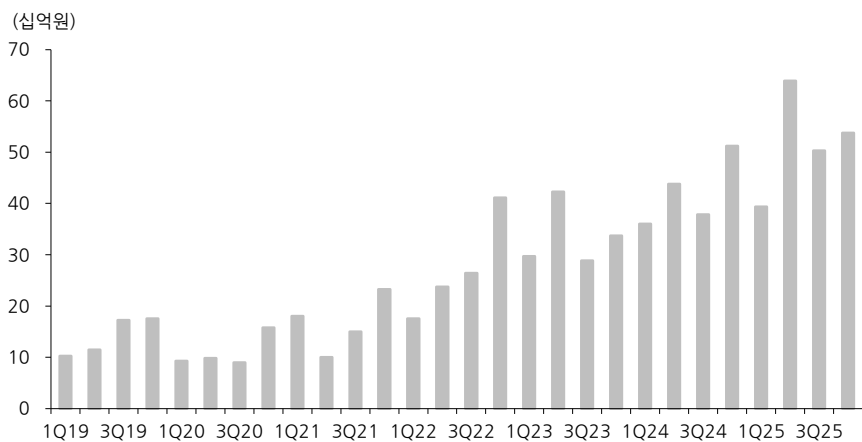
[표3] SME 별도 법인 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	619	664	818	877	165	220	225	207	206	250	229	192
음반/원	318	286	360	352	68	99	97	97	84	112	77	79
출연	86	84	91	100	19	23	24	25	21	26	27	27
콘서트	77	123	156	185	39	34	53	31	49	42	70	23
MD/라이선싱	135	169	207	236	39	64	50	54	51	69	54	62
기타	4	3	3	4	1	1	1	1	1	1	1	1
매출총이익	233	217	285	308	65	76	75	70	74	90	79	65
GPM(%)	37.6%	32.6%	34.8%	35.1%	39.2%	34.3%	33.3%	33.6%	35.8%	36.0%	34.4%	34.0%
영업이익	115	112	165	182	41	46	40	38	45	53	47	37
OPM(%)	18.6%	16.9%	20.2%	20.8%	24.9%	20.9%	17.9%	18.3%	21.8%	21.3%	20.4%	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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	961	990	1,147	1,234	1,246
매출총이익	341	307	425	456	442
영업이익	113	87	170	196	181
EBITDA	171	149	275	322	258
순이자손익	9	7	7	7	8
외화관련손익	1	10	-9	-7	0
지분법손익	47	-2	235	16	16
세전계속사업손익	119	26	362	181	166
당기순이익	83	1	331	143	131
지배주주순이익	87	18	322	132	121
증가율(%)					
매출액	13.0	3.0	15.9	7.5	1.0
영업이익	24.7	-23.1	94.8	15.3	-7.6
EBITDA	12.9	-13.0	84.2	17.0	-19.9
순이익	0.8	-99.0	40,361.7	-57.0	-8.4
이익률(%)					
매출총이익률	35.5	31.0	37.0	37.0	35.5
영업이익률	11.8	8.8	14.8	15.9	14.5
EBITDA 이익률	17.8	15.1	24.0	26.1	20.7
세전이익률	12.4	2.6	31.5	14.7	13.3
순이익률	8.6	0.1	28.9	11.6	10.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	113	136	14	247	187
당기순이익	83	1	332	143	131
자산상각비	58	62	105	126	76
운전자본증감	-34	6	15	3	3
매출채권 감소(증가)	-1	4	-13	6	-2
재고자산 감소(증가)	1	-3	3	1	0
매입채무 증가(감소)	-27	-18	-37	-7	3
투자현금흐름	-83	56	12	-37	-52
유형자산처분(취득)	-19	-22	-8	-9	-25
무형자산 감소(증가)	-32	-26	-28	-24	-22
투자자산 감소(증가)	-7	11	-3	-8	-8
재무현금흐름	-43	-144	83	-27	-27
차입금의 증가(감소)	21	-52	31	0	0
자본의 증가(감소)	-54	-74	52	-27	-27
배당금의 지급	-28	-28	-28	-27	-27
총현금흐름	177	153	-1	244	184
(-)운전자본증가(감소)	49	-31	37	-3	-3
(-)설비투자	19	24	10	9	25
(+)자산매각	-31	-24	-26	-24	-22
Free Cash Flow	78	136	-74	215	141
(-)기타투자	11	-68	-103	-4	-3
잉여현금	67	204	28	218	144
NOPLAT	79	3	156	154	143
(+) Dep	58	62	105	126	76
(-)운전자본투자	49	-31	37	-3	-3
(-)Capex	19	24	10	9	25
OpFCF	69	72	213	274	197

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	858	814	1,017	1,204	1,327
현금성자산	492	480	663	855	972
매출채권	261	247	252	246	248
재고자산	26	28	24	24	24
비유동자산	683	605	912	831	814
투자자산	408	389	300	312	324
유형자산	71	76	50	4	22
무형자산	204	140	562	515	467
자산총계	1,541	1,419	1,928	2,035	2,141
유동부채	519	485	508	507	516
매입채무	330	321	274	267	270
유동성이자부채	75	41	82	82	82
비유동부채	112	105	133	135	138
비유동이자부채	76	69	69	69	69
부채총계	632	590	641	643	654
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	362	353	355	355	355
이익잉여금	365	320	593	699	793
자본조정	-17	-20	15	15	15
자기주식	-31	-39	0	0	0
자본총계	909	829	1,287	1,393	1,487

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	3,663	797	14,311	5,874	5,382
BPS	30,318	28,467	42,565	47,159	51,270
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	7,425	6,536	-64	10,666	8,044
ROA(%)	5.8	1.2	19.2	6.7	5.8
ROE(%)	12.3	2.6	39.3	12.9	10.7
ROIC(%)	25.9	0.9	34.7	25.8	26.5
Multiples(x, %)					
PER	25.1	94.8	7.9	19.3	21.1
PBR	3.0	2.7	2.7	2.4	2.2
PSR	2.3	1.8	2.3	2.1	2.1
PCR	12.4	11.6	-1,770.2	10.6	14.1
EV/EBITDA	10.8	9.4	7.6	5.9	6.9
배당수익률	1.3	1.6	1.1	1.1	1.1
안정성(%)					
부채비율	69.4	71.2	49.8	46.1	44.0
Net debt/Equity	-37.5	-44.6	-39.8	-50.6	-55.2
Net debt/EBITDA	-199.0	-247.9	-186.4	-218.9	-318.6
유동비율	165.3	168.0	200.2	237.4	257.0
이자보상배율(배)	19.9	16.0	28.5	30.5	28.2
자산구조(%)					
투자자본	28.3	22.6	40.1	32.2	28.8
현금+투자자산	71.7	77.4	59.9	67.8	71.2
자본구조(%)					
차입금	14.2	11.7	10.5	9.8	9.2
자기자본	85.8	88.3	89.5	90.2	90.8

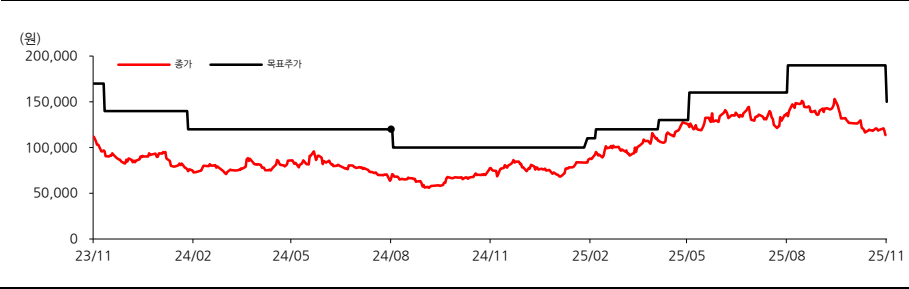
[Compliance Notice](공표일: 2025년 11월 06일)

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 3자에게 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]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.11.09	2023.11.16	2024.02.01	2024.02.08	2024.04.15	2024.05.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	140,000	120,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2024.05.20	2024.06.04	2024.06.12	2024.07.15	2024.08.08	2024.08.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	120,000	100,000	100,000
일 시	2024.10.15	2024.11.01	2024.11.05	2025.01.24	2025.02.03	2025.02.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	110,000	120,000
일 시	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.10	2025.04.25	2025.05.08	2025.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	130,000	130,000	160,000	160,000
일 시	2025.05.30	2025.06.27	2025.07.08	2025.07.25	2025.08.07	2025.08.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	160,000	160,000	160,000	190,000	190,000
일 시	2025.08.29	2025.10.16	2025.11.06			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	190,000	190,000	150,000			

[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	-29.33	-19.47
2025.11.06	Buy	150,000		

[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: 2025년 09월 30일)

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