

에스엠 (041510)

2025.07.02

저연차 성장 기반 IP 비즈니스 본격화

[엔터/미디어] 황지원

2122-9180 jiwon.hwang@imfnsec.com

목표주가 상향

2025년 매출액/영업이익은 각각 1.2조원(+20% YoY)/1,697억원(+94% YoY)을 전망한다. 데뷔 7년차 이하 아티스트의 성장 속도가 가파르는데, 텐센트뮤직의 SM 지분 인수로 중국 사업에 대한 가시성 또한 더욱 높아졌다. 최근 MD 사업 전략을 보면, 투어/앨범 등의 일정에 맞춘 이벤트성 팝업 외에도 캐릭터 브랜드를 활용한 팝업과 여러 브랜드와의 IP 라이선스 협업이 많아지고 있어 상시 MD 매출 극대화를 통한 뚜렷한 실적 개선이 예상된다. 텐센트뮤직과의 협업으로 중국 내 IP 사업 확대 가능성이 높은 점도 긍정적이다. 2분기부터 디어유 실적이 연결로 반영되는데, 1) 텐센트뮤직 플랫폼 내 중국 버블 서비스 오픈에 따른 중국향 로열티 증가 및 2) PG결제 도입에 따른 플랫폼(iOS, Android) 인앱 결제수수료 감소 등의 실적 모멘텀이 하반기부터 본격화되는 만큼 내년으로 갈수록 마진 개선 속도가 빨라질 것이다. 드림메이커, 브랜드마케팅 등 주요 핵심 계열사와의 시너지 확대와 비핵심 계열사 정리, 그리고 전사 차원의 비용 효율화 노력이 연결 자회사 실적 개선으로 이어지는 지 확인해 볼 필요가 있다. 2026년 EPS 및 Target P/E를 상향 적용해 목표주가를 178,000원으로 상향하며 업종 내 최선호주로 지속 제시한다.

에스파 북미 투어 일정 발표 전

에스파는 지난 1분기 북미/유럽 아레나 투어(14회)를 통해 약 20만명의 관객을 동원한 것으로 추정된다. 지난 10월 Whiplash 발매 이후 에스파의 곡으로 생성된 틱톡 게시물 수는 3배 가까이 증가했고, 월간 청취자 수도 1천만명을 상회했다. 8월 말부터 세 번째 월드투어가 재개되는데, 공연장 예약이 보통 최소 6개월 전에 확정된다는 점에서 직전 투어 대비 확대된 규모를 확인할 수 있을 것이다. 일정이 아직 다 공개되지 않은 만큼 향후 발표될 투어 규모가 중요한 지표로 작용할 것이다. 에스파를 중심으로 북미 시장에서의 가능성을 보여준다면 밸류에이션 리레이팅을 기대해 볼 수 있을 것이다.

2Q25 Preview: OP 399억원(+61% YoY)

2025년 2분기 매출액/영업이익은 각각 2,936억원(+16% YoY)/399억원(+61% YoY)이 예상된다. 2분기 신보 발매가 집중되면서 8개의 앨범이 발매됐는데, NCT WISH 초동 판매량은 109만장(+37%), RIIZE는 180만장(+43%)으로 저연차 그룹의 앨범 판매량 성장 속도가 매우 가파르다. 공연은 동방신기 도코돔 3회, NCT 127 6회(도코돔 2회), SMTOWN(멕시코/미국/영국) 3회 외 다수의 솔로/유닛 투어가 개최됐다. MD는 라이즈 캐릭터 '리리즈'의 공개 1주년 기념 팝업스토어가 크게 흥행했고, NCT 마크/텐/WayV 등의 중국 팝업도 진행됐다. 6월에는 IPX(구 라인프렌즈)와의 협업 하에 NCT 드림 캐릭터 '드림미즈'가 신규 공개됐고, 에스파/하트투하츠는 티니핑과의 협업 캐릭터 MD가 출시될 예정이다.

Buy (Maintain)

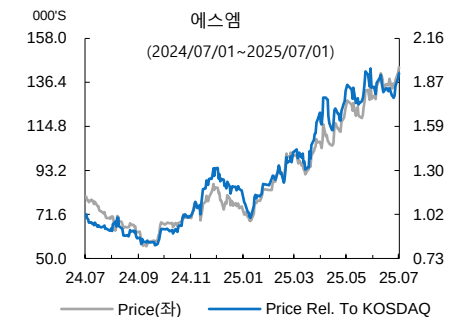
목표주가(12M)	178,000원(상향)
종가(2025.07.01)	143,900원
상승여력	23.7%

Stock Indicator

자본금	12십억원
발행주식수	2,289만주
시가총액	3,295십억원
외국인지분율	26.6%
52주 주가	56,000~143,900원
60일평균거래량	247,270주
60일평균거래대금	30.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.2	35.6	90.3	78.8
상대수익률	5.4	22.3	74.8	86.3

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	990	1,184	1,324	1,454
영업이익(십억원)	87	170	209	235
순이익(십억원)	18	344	145	163
EPS(원)	778	14,746	6,229	6,974
BPS(원)	28,467	42,051	47,020	52,734
PER(배)	97.2	9.8	23.1	20.6
PBR(배)	2.7	3.4	3.1	2.7
ROE(%)	2.6	41.8	14.0	14.0
배당수익률(%)	0.5	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	8.7	10.4	10.9	9.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. SM 밸류에이션 및 목표주가 산출

2026년 지배주주순이익	145	십억원
주식 수	2,289	만주
EPS	6,354	원
Target P/E	28	배
목표주가	178,000	원
현재주가	143,900	원
상승여력	24	%

자료: iM증권 리서치본부

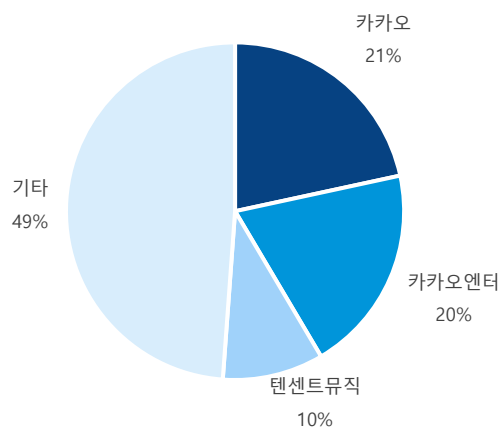
표2. SM 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24	25F	26F
매출액	220	254	242	274	231	294	352	308	961	990	1,184	1,324
SME(별도)	136	174	172	180	165	209	252	211	619	663	837	919
SMC&C	24	28	25	33	18	27	25	32	127	110	101	109
DREAM MAKER	13	8	11	5	23	19	25	18	94	36	85	102
SMC	27	19	22	20	21	23	30	26	83	88	99	104
DearU						22	24	26			73	107
매출총이익	71	78	73	85	83	105	125	110	341	307	423	486
GPM(%)	32	31	30	31	36	36	36	36	35	31	36	37
영업이익	16	25	13	34	33	40	54	43	113	87	170	209
OPM(%)	7	10	6	12	14	14	15	14	12	9	14	16
지배주주순이익	12	7	6	-7	238	33	43	30	87	18	344	145

주: 디어유 2분기 연결 편입. 키이스트 2분기 이후 실적 미반영 가정

자료: SM, iM증권 리서치본부

그림1. SM 주주구성



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림2. 에스엠 P/E FY2 추이

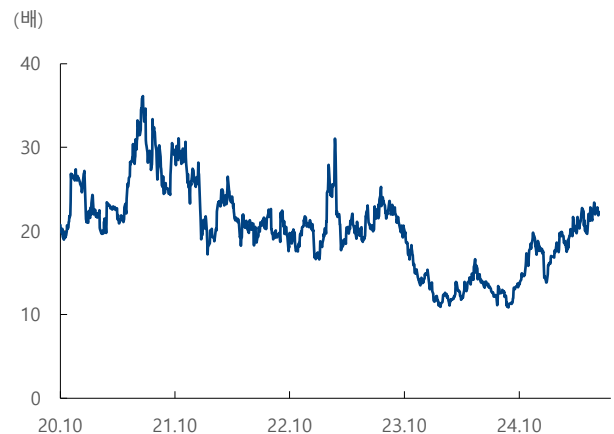
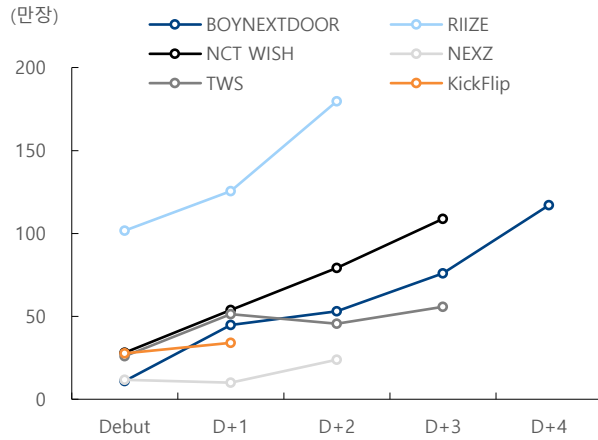
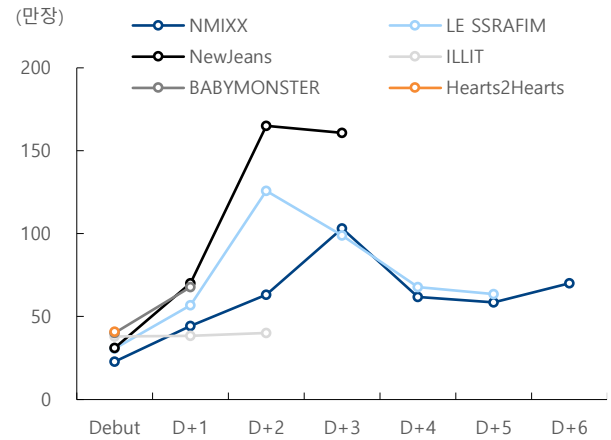
주: P/E FY2는 내년 EPS 기준 P/E를 의미. 현재 시점 기준 FY2는 2026년
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 5년차 미만 보이그룹 앨범 초동 판매량 추이



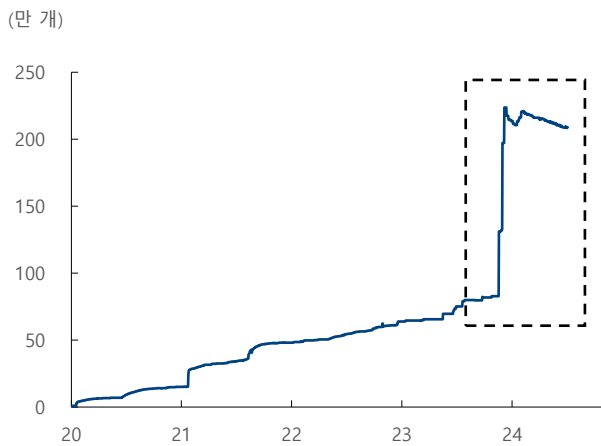
자료: 한터차트, iM증권 리서치본부

그림4. 5년차 미만 걸그룹 앨범 초동 판매량 추이



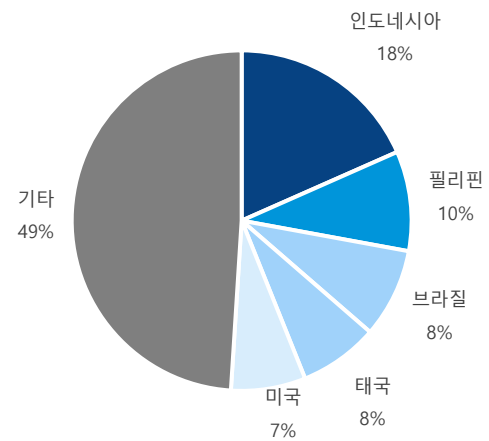
자료: 한터차트, iM증권 리서치본부

그림5. 에스파 곡으로 생성된 틱톡 영상 수



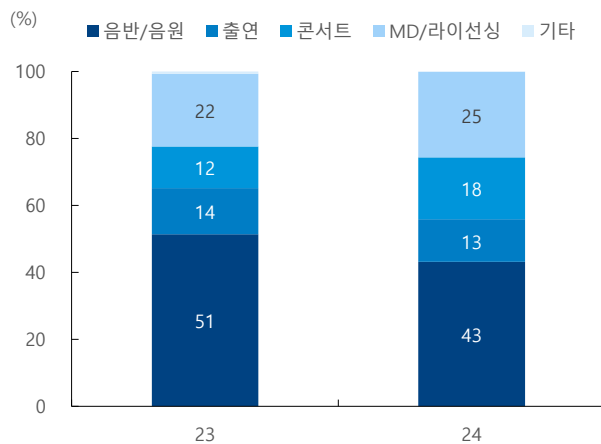
자료: 틱톡, iM증권 리서치본부

그림6. 에스파 국가별 틱톡 구독 비중



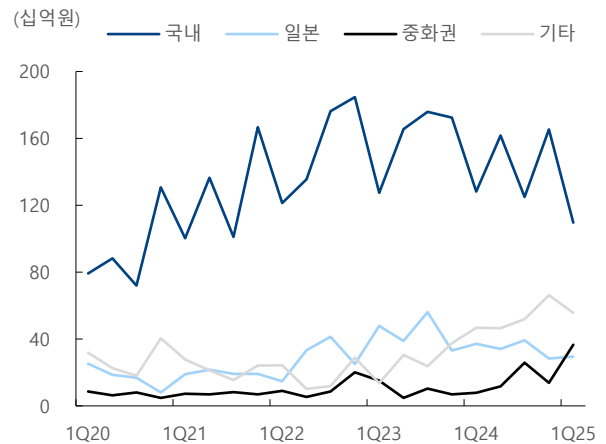
자료: 틱톡, iM증권 리서치본부

그림7. SM 별도 매출 구성 - 2024년 MD/라이선싱 비중 25%



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림8. SM 지역별 매출액 추이 - 1Q25 해외 비중 53%



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림9. 에스파X티니핑 캐릭터 공개 (6월) - SAMG엔터와 협업



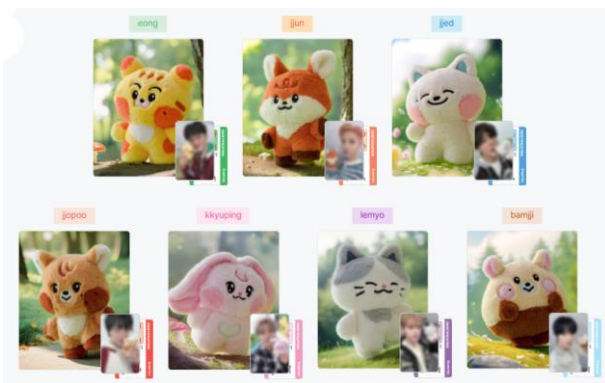
자료: SAMG엔터, iM증권 리서치본부

그림10. 하츠투하츠X티니핑 캐릭터 공개 (6월) - SAMG엔터와 협업



자료: SAMG엔터, iM증권 리서치본부

그림11. NCT드림 캐릭터 '드리미즈' 출시 (6월) - IPX와 협업



자료: 라인프렌즈, iM증권 리서치본부

그림12. 도영 콘서트에서 NCT 127 신규 캐릭터 '도궁뽕' 선공개



자료: X, iM증권 리서치본부

그림13. 라이즈 캐릭터 '리라즈' 1주년 팝업(4/4~4/20)



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림14. WayV 상하이(5/23~6/8) 및 광저우(5/29~6/15) 팝업



자료: 카카오프렌즈, iM증권 리서치본부

그림15. NCT 마크 중국 팝업(4/19~25)



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림16. NCT 텐 중국 팝업(4/26~5/2)



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림17. NCT WISH 세븐일레븐 팝업 이벤트(4/15~4/27)



자료: 세븐일레븐, iM증권 리서치본부

그림18. NCT WISH 메가MGC커피와 협업해 '위시코어' 굿즈 출시



주: 위시코어는 날개, 별, 파스텔 컬러 등으로 표현한 NCT WISH 비주얼콘셉트
자료: 메가커피, iM증권 리서치본부

표3. SM 보이그룹 군 입대 내용 정리

그룹명	멤버명	생년월일	입대일	전역일	국적
EXO	시우민	1990-03-26	2019-05-07	2020-12-06	한국
	수호	1991-05-22	2020-05-14	2022-02-13	
	백현	1992-05-06	2021-05-06	2023-02-05	
	첸	1992-09-21	2020-10-26	2022-04-25	
	찬열	1992-11-27	2021-03-29	2022-09-28	
	디오	1993-01-12	2019-07-01	2021-01-25	
	카이	1994-01-14	2023-05-11	2025-02-10	
NCT 127	세훈	1994-04-12	2023-12-21	2025-09-20	한국
	자니	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	2025년		한국
	재현	1997-02-14	2024-11-04	2026-05-03	한국
	원원	1997-10-28	외국국적		중국
	정우	1998-02-19	2027년		한국
	마크	1999-08-02	외국국적		캐나다
	해찬	2000-06-06	2029년		한국

자료: 언론, iM증권 리서치본부

표4. SM 멀티 제작센터 체제

센터	담당 IP
ONE 프로덕션	소녀시대, aespa
PRISM 프로덕션	SHINee, WayV, Hearts2Hearts
RED 프로덕션	동방신기, Red Velvet
NEO 프로덕션	NCT (NCT 127, NCT DREAM, NCT WISH)
WIZARD 프로덕션	SUPER JUNIOR, EXO, RIIZE
Virtual IP 센터	nævis
SM & KAKAO ENTERTAINMENT AMERICA	dearALICE

자료: SM, iM증권 리서치본부

표5. SM 아티스트 라인업 - 재계약 이후 화색 표시

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

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

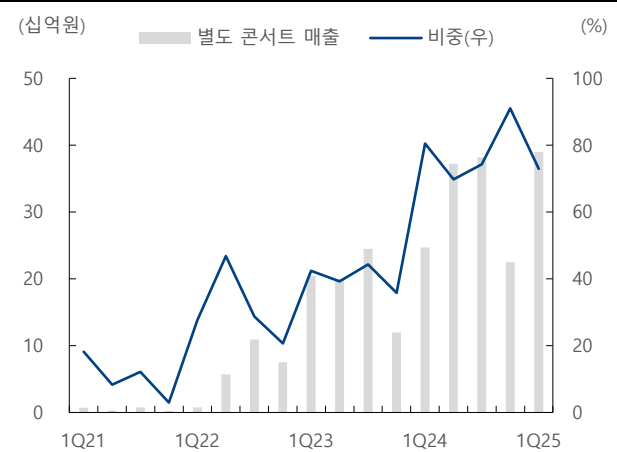
자료: iM증권 리서치본부

표6. 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]

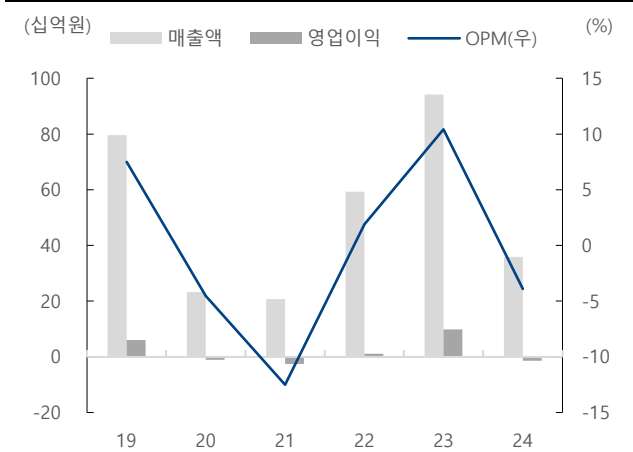
자료: 드림메이커, iM증권 리서치본부

그림19. 전체 콘서트 매출 내 별도 비중 추이



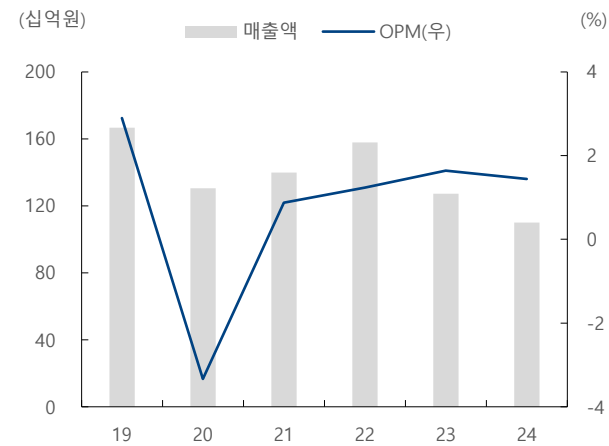
자료: SM, iM증권 리서치본부

그림20. 드림메이커 연간 실적 추이



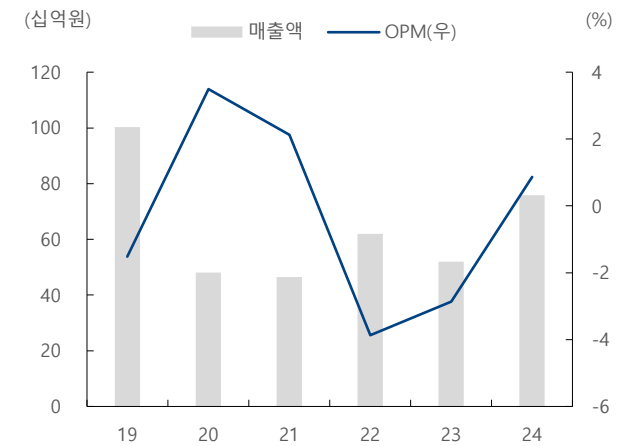
자료: SM, iM증권 리서치본부

그림21. SMC&C 연간 실적 추이



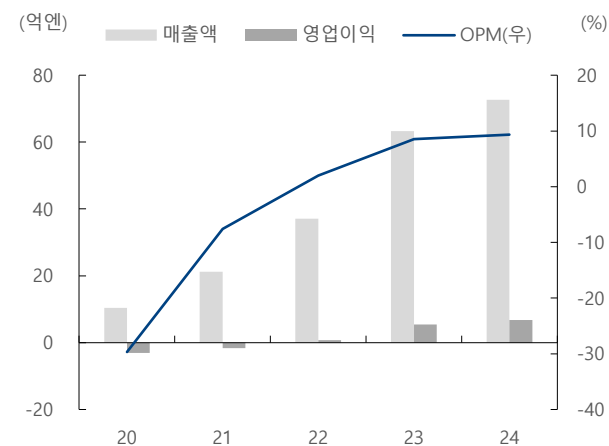
자료: SM, iM증권 리서치본부

그림22. 키이스트 연간 실적 추이



자료: SM, iM증권 리서치본부

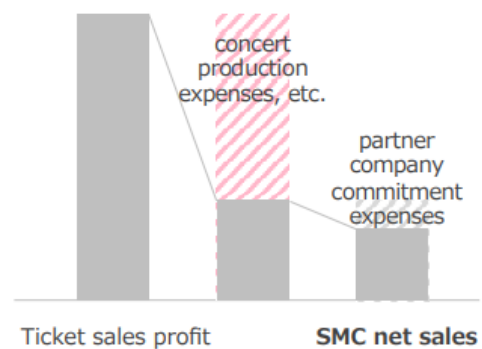
그림23. SMC 엔터테인먼트 사업 부문 실적 추이



주: JGAAP 기준

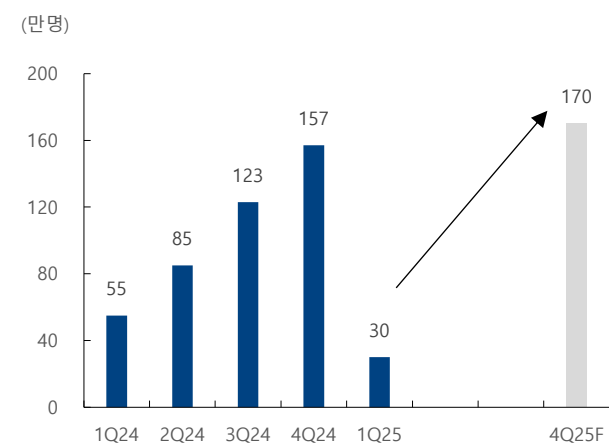
자료: SMC, iM증권 리서치본부

그림24. SMC 콘서트 수익 인식 구조



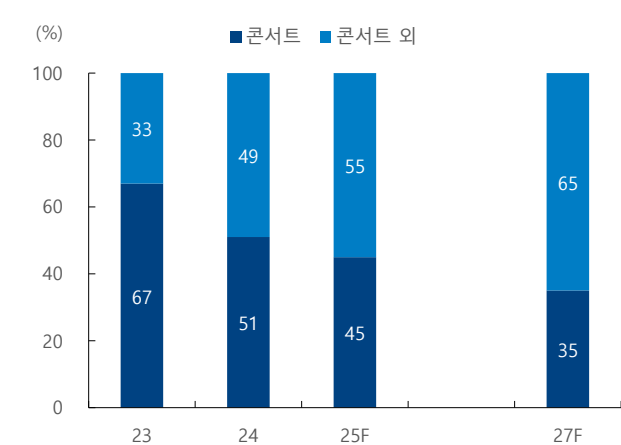
자료: SMC, iM증권 리서치본부

그림25. 일본 콘서트 누적 관객수 추이 - 2025년 170만명 목표



자료: SMC, iM증권 리서치본부

그림26. SMC 엔터테인먼트 매출 내 콘서트 외 비중 확대 목표



자료: SMC, iM증권 리서치본부

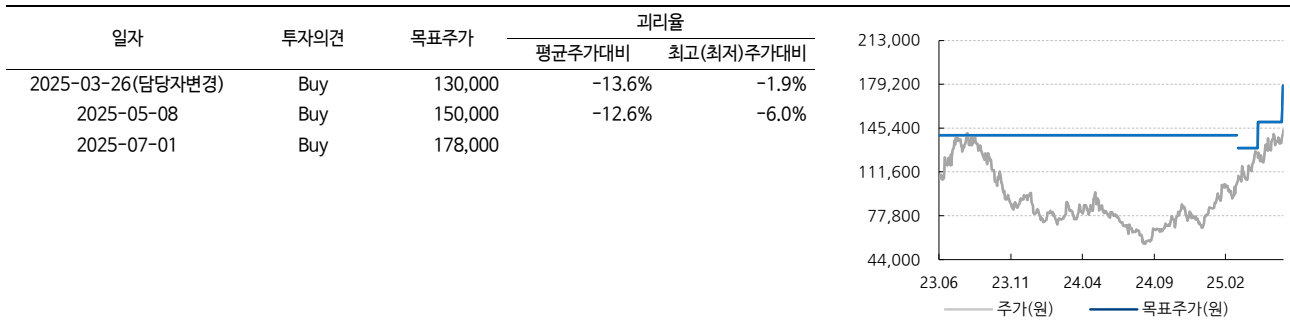
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	814	1,149	1,269	1,399	매출액	990	1,184	1,324	1,454
현금 및 현금성자산	358	636	713	798	증가율(%)	3.0	19.6	11.8	9.8
단기금융자산	124	136	150	165	매출원가	682	761	838	916
매출채권	248	297	332	364	매출총이익	307	423	486	538
재고자산	28	34	38	41	판매비와관리비	220	253	277	302
비유동자산	605	631	665	708	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	76	31	29	29	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	140	111	98	91	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,419	1,779	1,934	2,107	영업이익	87	170	209	235
유동부채	485	519	541	563	증가율(%)	-23.1	94.4	22.9	12.9
매입채무	210	252	281	309	영업이익률(%)	8.8	14.3	15.8	16.2
단기차입금	5	5	5	5	이자수익	13	20	23	25
유동성장기부채	8	8	8	8	이자비용	5	5	5	5
비유동부채	105	105	105	105	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-73	-3	2	2
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	26	404	225	251
부채총계	590	624	647	668	법인세비용	25	50	63	70
지배주주지분	665	982	1,098	1,232	세전계속이익률(%)	2.6	34.1	17.0	17.3
자본금	12	12	12	12	당기순이익	1	353	162	181
자본잉여금	353	353	353	353	순이익률(%)	0.1	29.8	12.2	12.4
이익잉여금	320	632	743	872	지배주주귀속 순이익	18	344	145	163
기타자본항목	-20	-15	-10	-5	기타포괄이익	5	5	5	5
비지배주주지분	164	173	189	207	총포괄이익	6	358	167	186
자본총계	829	1,155	1,287	1,439	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	136	447	220	232	주당지표 (원)				
당기순이익	1	353	162	181	EPS	778	14,746	6,229	6,974
유형자산감가상각비	33	45	2	0	BPS	28,467	42,051	47,020	52,734
무형자산감가상각비	29	29	14	6	CFPS	3,410	17,918	6,892	7,249
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	9.8	23.1	20.6
무형자산의 처분(취득)	-26	-	-	-	PBR	2.7	3.4	3.1	2.7
금융상품의 증감	11	-100	-50	-50	PCR	22.2	8.0	20.9	19.9
재무활동 현금흐름	-144	-47	-70	-72	EV/EBITDA	8.7	10.4	10.9	9.7
단기금융부채의증감	-37	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	5	-	-	-	ROE	2.6	41.8	14.0	14.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	15.1	20.6	16.9	16.6
배당금지급	-28	-9	-32	-34	부채비율	71.2	54.0	50.3	46.4
현금및현금성자산의증감	55	278	77	85	순부채비율	-56.6	-65.7	-66.0	-66.0
기초현금및현금성자산	303	358	636	713	매출채권회전율(x)	3.9	4.3	4.2	4.2
기말현금및현금성자산	358	636	713	798	재고자산회전율(x)	36.9	38.4	37.2	36.9

자료 : 에스엠, iM증권 리서치본부

에스엠 투자이견 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 기관투자자 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.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 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 : 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%