

에스엠 (041510)

실적은 좋은데

장기 성장 모멘텀 확인 필요

올해 영업이익은 전년 대비 2배 이상 성장할 것으로 전망한다. 작년 4분기부터 aespa, RIIZE, NCT WISH 등 중·저연차 그룹을 중심으로 이익 기여도가 높은 음반 및 MD/라이선싱 매출 성장이 지속되고 디어유 연결 편입 및 연결 자회사 실적 정상화로 마진 개선폭이 상당히 가팔랐는데, 주가도 이에 따라 작년 9월 저점 기준 1년 동안 3배 가까이 상승했다. 내년 성장률은 기울기가 다소 완만해질 것으로 예상되는 가운데, 추가 모멘텀으로 작용할 수 있는 것은 1) 주요 IP의 미국 침투율 확대, 2) 텐센트와의 중국 사업 구체화 또는 한한령 해제이다. 성장하는 IP를 다수 보유하고 있다는 점은 긍정적이나, 아시아권에서의 팬덤 확장은 한계가 있다는 점에서 장기적으로는 영미권 공략이 필수적이다. aespa의 경우 스포티파이 월간 청취자 수가 1,000만명 대에서 유지되고 있으나, 주요 스트리밍 지표(스포티파이, 틱톡, 유튜브 등)가 작년 Whiplash 이후 다소 정체된 것은 아쉬운 부분이다. 올해 투어 규모 확대가 제한적이었는데 내년에 이어질 북미 투어 등의 규모를 확인할 필요가 있다. RIIZE는 데뷔 3년차에 도쿄 돔 3회 공연(1Q26)을 확정했고 내년에는 신인 보이그룹이 데뷔할 예정이다. 아시아권 팬덤 확대 속도가 매우 고무적인 만큼 향후 주요 IP를 중심으로 북미 시장에서 유의미한 성과가 확인되면 실적 및 밸류에이션 상황이 가능할 것이다.

3Q25 Review: OP 482억원(+262% YoY)

2025년 3분기 매출액/영업이익은 각각 3,216억원(+33% YoY)/482억원(+262% YoY)으로 컨센서스에 부합했다. 별도 매출액/영업이익이 각각 2,245억원(+31% YoY)/402억원(+49% YoY)으로 사상 최대 공연 매출에 더해 음반/MD 중심 호실적이 이어졌다. 다만 원가율 높은 공연 매출 비중 확대(2Q25 15%→3Q25 23%)로 별도 영업이익률은 전분기 대비 3%p 하락했다.

음반/음원 매출액은 967억원(+33%)으로 NCT WISH 148만장, aespa 113만장, NCT DREAM 100만장 등 신보 판매량이 전년 동기 대비 50% 증가했다.

공연 매출액은 525억원(+38%)으로 SM TOWN 2회(도쿄 돔) 외에도 RIIZE 20회(한국 3회, 일본 11회, 기타 아시아 6회), NCT DREAM 8회(한국 3회, 기타 아시아 5회), SUPER JUNIOR 6회(한국 3회, 기타 아시아 3회) 등 대부분의 그룹이 월드 투어를 시작했으며, 공연 규모 확대에 따른 회당 개런티 상승이 매출 호조를 견인했다.

MD/라이선싱 매출액은 503억원(+33%)으로 공연 외에도 NCT DREAM, aespa, NCT WISH, SUPER JUNIOR 등 다수의 팝업 개최로 전년 대비 MD 판매가 증가했다. PUBG(배틀그라운드) X aespa와 티니핑 X Hearts2Hearts, aespa의 IP 라이선싱 협업에 대한 정산은 4분기에 이루어질 예정이다.

주요 종속법인의 단순 합산 영업이익은 135억원(흑자전환)으로 전년 동기(-101억원) 대비 크게 개선됐는데, 비핵심 계열사인 SM C&C 및 키이스트의 계속된 적자에도 불구하고 1) 2분기 연결 편입된 디어유가 영업이익 87억원(+17% QoQ)을 기록했으며, 2) 일본 내 공연 및 팝업 개최를 통한 MD 판매 호조로 SME JAPAN 영업이익이 26억원으로 흑자 전환했고, 3) SM LDG, SM BM 또한 앨범 및 MD 성장에 힘입어 영업이익이 크게 개선됐다. 지난 10월 비핵심 자산 정리의 일환으로 키이스트 지분 매각이 확정되면서 내년부터 연결 실적에서 제거될 예정이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

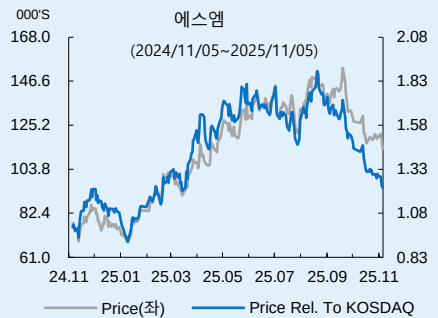
목표주가(12M)	178,000원(유지)
증가(2025.11.05)	113,500원
상승여력	56.8%

Stock Indicator

자본금	12십억원
발행주식수	2,289만주
시가총액	2,599십억원
외국인지분율	29.9%
52주 주가	68,300~153,000원
60일평균거래량	186,667주
60일평균거래대금	25.3십억원

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

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	990	1,165	1,283	1,393
영업이익(십억원)	87	176	197	221
순이익(십억원)	18	345	143	158
EPS(원)	778	14,776	6,136	6,749
BPS(원)	28,467	42,081	46,957	52,446
PER(배)	97.2	7.7	18.5	16.8
PBR(배)	2.7	2.7	2.4	2.2
ROE(%)	2.6	41.9	13.8	13.6
배당수익률(%)	0.5	1.2	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	8.7	7.3	8.2	7.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[엔터]

황지원

jiwon.hwang@imfnsec.com

2122-9180

표1. 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	
	세훈	1994-04-12	2023-12-21	2025-09-20	
NCT 127	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	2025-12-08	2027-06-07	한국
	재현	1997-02-14	2024-11-04	2026-05-03	한국
	원원	1997-10-28	외국국적		중국
	정우	1998-02-19	2025-12-08	2027-06-07	한국
	마크	1999-08-02	외국국적		캐나다
	해찬	2000-06-06	2029년		한국

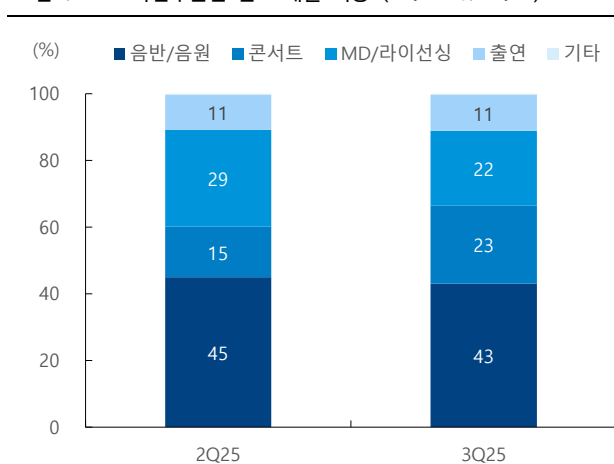
자료: 언론, iM증권 리서치본부

표2. SM 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	23	24	25F	26F
매출액	220	254	242	274	231	303	322	309	961	990	1,165	1,283
SME(별도)	136	174	172	180	165	220	225	221	619	663	831	908
SMC&C	24	28	25	33	18	21	25	24	127	110	88	92
DREAM MAKER	13	8	11	5	23	15	9	18	94	36	64	77
SMEJ	27	19	22	20	21	26	24	21	83	88	92	97
DearU						20	22	23			65	99
매출총이익	71	78	73	85	83	115	119	115	341	307	432	481
GPM(%)	32	31	30	31	36	38	37	37	35	31	37	38
영업이익	16	25	13	34	33	48	48	47	113	87	176	197
OPM(%)	7	10	6	12	14	16	15	15	12	9	15	15
지배주주순이익	12	7	6	-7	238	29	40	38	87	18	345	143

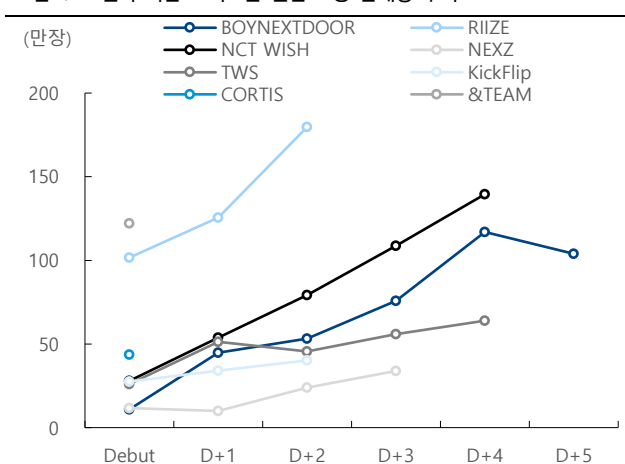
주: 디어유 2분기 연결 편입. 자료: SM, iM증권 리서치본부

그림1. SM 사업부문별 별도 매출 비중 (2Q25 vs. 3Q25)



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림2. 5년차 미만 보이그룹 앨범 초동 판매량 추이



자료: 한터차트, iM증권 리서치본부

표3. 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

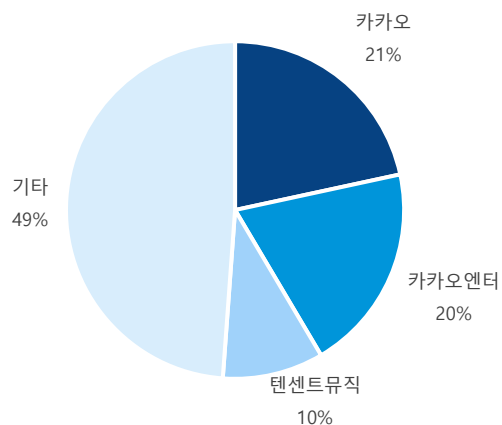
표4. SM 아티스트 라인업 - 재계약 이후 회색 표시

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

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

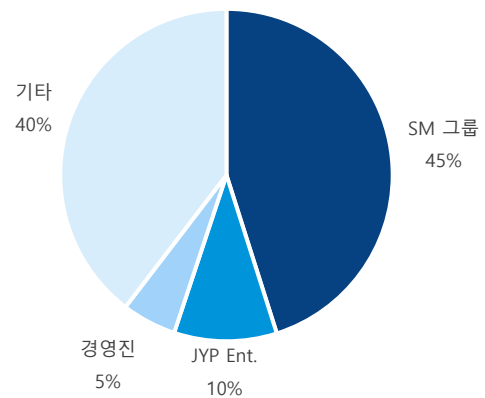
자료: iM증권 리서치본부

그림3. SM 주주 구성



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림4. 디어유 주주 구성



자료: 디어유, iM증권 리서치본부

그림5. RIIZE 중국 팝업 (25/9/30-10/19) - 중국 한정 MD 판매



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림6. RIIZE 전시회 (25/11/16-11/30)



'RIIZE PHOTO EXHIBITION [Silence: Inside the Fame 고요와 파동]'은 유료 전시로 멜론티켓에서 티켓 구매가 가능합니다.
자세한 사항은 멜론 티켓 오픈 공지에서 확인 가능합니다.

자료: SM, iM증권 리서치본부

그림7. NCT WISH 팝업 (25/9/2~9), 온라인 예약 판매 (9/11~)



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림8. 팝업 2일차에 이미 일부 상품 품절



자료: X, iM증권 리서치본부

그림9. NCT DREAM 팝업 (25/7/10~27)



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림10. IPX, NCT DREAM 협업 캐릭터 팝업 (25/9/19~9/28)



자료: IPX, iM증권 리서치본부

그림11. aespa 한국/중국(7개 도시)/미국(2개 도시) 팝업 (3Q25)



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림12. aespa 도쿄/홍콩/대만/마카오/태국/싱가폴 팝업 (4Q25)



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림13. aespa 랜덤 캐릭터 피규어 판매(11월부터 판매)



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림14. aespa 팝업 MD 온라인 예약 판매(11월부터 발매)



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림15. 에스파X티니핑 협업 캐릭터 MD 출시



자료: SAMG엔터, iM증권 리서치본부

그림16. 하츠투하츠X티니핑 협업 캐릭터 MD 출시



자료: SAMG엔터, iM증권 리서치본부

표5. 2025년 4분기 이후 아티스트 앨범 발매 일정

발매일	아티스트	음반 분류	발매일	아티스트	음반 분류
10/20	Hearts2Hearts	미니	26.1Q	EXO	정규
10/22	CHANYEOL	미니 (JPN)		IRENE	정규
10/26	YUTA	정규 (JPN)		NCT U	미니
11/5	U-KNOW	정규		TEN	미니
4Q	TAEYEON	10주년 앨범 베스트		NCT WISH	미니 (JPN)
	NCT DREAM	미니		Hearts2Hearts	싱글
	WayV	미니		HYO	싱글
	MAX CHANGMIN	싱글 CD (JPN)		RIIZE	싱글 (JPN)
	MINHO	싱글 CD			
	DOYOUNG	싱글 CD			
	RIIZE	싱글 CD			
	JUNGWOO	싱글			
	aespa	싱글			

자료: SM, iM증권 리서치본부

표6. 2025년 4분기 이후 아티스트 투어 일정

개최일	국가 및 지역	아티스트	공연명	횟수
10/2~12/6	일본	YUTA	YUTA LIVE TOUR 2025	13
10/4~27	일본	CHANYEOL	CHANYEOL JAPAN TOUR 2025 -The Days-	4
10/4~12/15	대만, 싱가포르, 마카오, 일본, 미국	KEY	2025 KEYLAND : Uncanny Valley in 도시명	11
10/30~11/14	미국, 멕시코	RIIZE	2025 RIIZE CONCERT TOUR [RIIZING LOUD] in 도시명	7
10/4~11/30	필리핀, 남미, 대만, 태국, 일본	SUPER JUNIOR	SUPER JUNIOR 20th Anniversary Tour 'SUPER SHOW 10'	11
10/4~11/27	일본, 태국	aespa	2025 aespa LIVE TOUR - SYNK : aeXIS LINE -	13
10/9~11	대한민국	DOYOUNG	2025 DOYOUNG ENCORE CONCERT [Yours]	3
10/10~12/7	일본	CHANGMIN	CHANGMIN from 東方神起 CONCERT TOUR 2025	9
10/18~12/14	싱가포르, 일본, 대만, 말레이시아	NCT DREAM	2025 NCT DREAM TOUR <THE DREAM SHOW 4 : DREAM THE FUTURE>	8
10/18~12/14	중국, 대만, 홍콩, 태국	WayV	2025 WayV Concert Tour [NO Way OUT] in 도시명	6
10/31~12/23	대한민국, 일본	NCT WISH	NCT WISH 1st CONCERT TOUR 'INTO THE WISH : Our WISH' in 도시명	20
11/2~24	일본	동방신기	TOHOSHINKI FANCLUB EVENT Bigeastrain 2025	5
12/13~14	대한민국	MINHO	2025 BEST CHOI's MINHO <Our Movie>	2
12/14	대한민국	EXO	EXO FANMEETING - EXO'verse	1
1Q26	인도네시아, 필리핀, 싱가포르, 마카오, 일본	RIIZE	2025 RIIZE CONCERT TOUR [RIIZING LOUD] in 도시명	7
	일본, 홍콩, 말레이시아, 대만, 태국, 마카오, 인도네시아	NCT WISH	NCT WISH 1st CONCERT TOUR 'INTO THE WISH : Our WISH' in 도시명	10
	싱가포르, 마카오, 말레이시아, 대만, 일본	SUPER JUNIOR	SUPER JUNIOR 20th Anniversary Tour 'SUPER SHOW 10'	9
	홍콩, 마카오, 인도네시아	aespa	2025 aespa LIVE TOUR - SYNK : aeXIS LINE -	5
	일본	NCT DREAM	2025 NCT DREAM TOUR <THE DREAM SHOW 4 : DREAM THE FUTURE>	5
	일본	SMTOWN	SMTOWN LIVE 2025-26	2

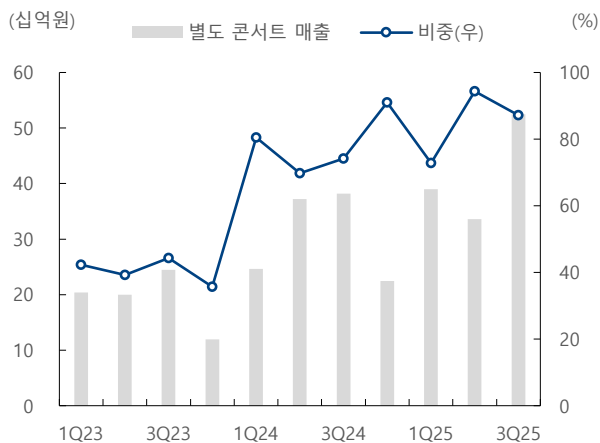
자료: SM, iM증권 리서치본부

표7. 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]
2025년 8월	2025 WayV Concert Tour [NO Way OUT] in SEOUL
2025년 9월	2025 KEYLAND : Uncanny Valley
2025년 10월	2025 DOYOUNG ENCORE CONCERT [Yours]
2025년 10월	NCT WISH 1st CONCERT TOUR 'INTO THE WISH : Our WISH'
2025년 12월	2025 BEST CHOI's MINHO

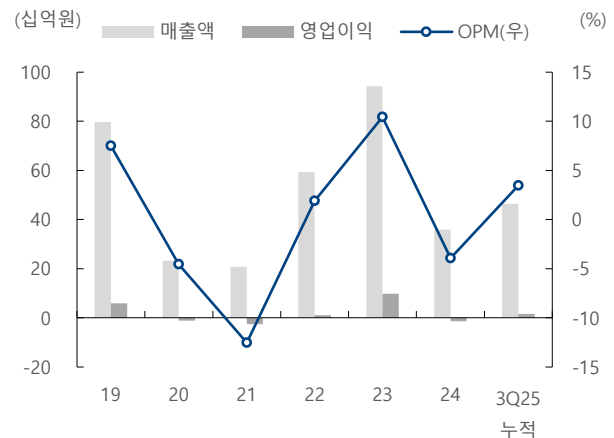
자료: 드림메이커, iM증권 리서치본부

그림17. 전체 콘서트 매출 내 별도 비중 추이



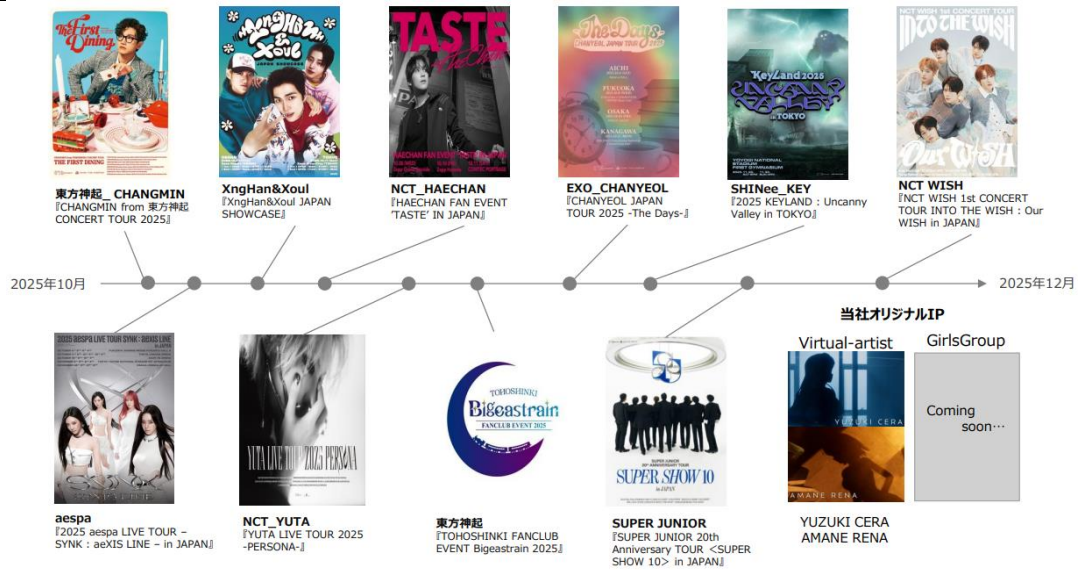
자료: SM, iM증권 리서치본부

그림18. 드림메이커 연간 실적 추이



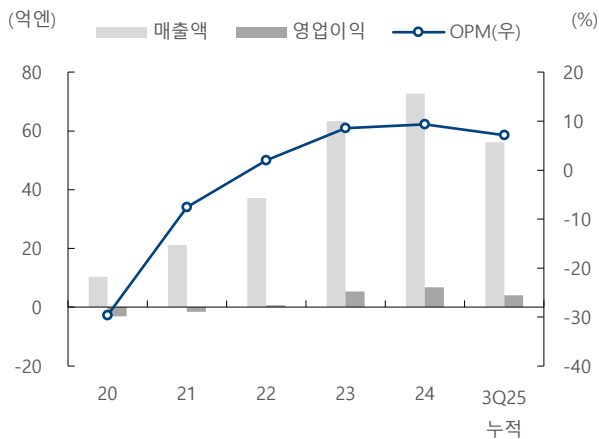
자료: SM, iM증권 리서치본부

표8. 4분기 일본 공연 일정 및 신규 IP 데뷔 계획



자료: SMEJ, iM증권 리서치본부

그림19. SMEJ 엔터테인먼트 사업 부문 실적 추이



주: JGAAP 기준. 자료: SMEJ, iM증권 리서치본부

그림20. 일본 콘서트 누적 관객수 비교 - 2025년 130만명 목표

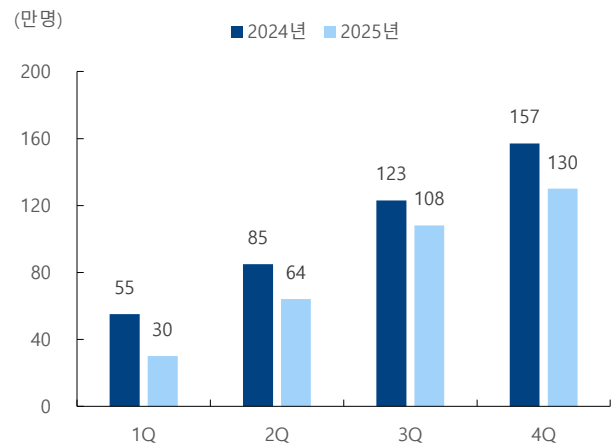
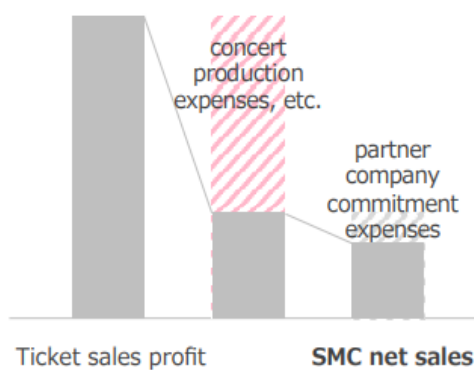
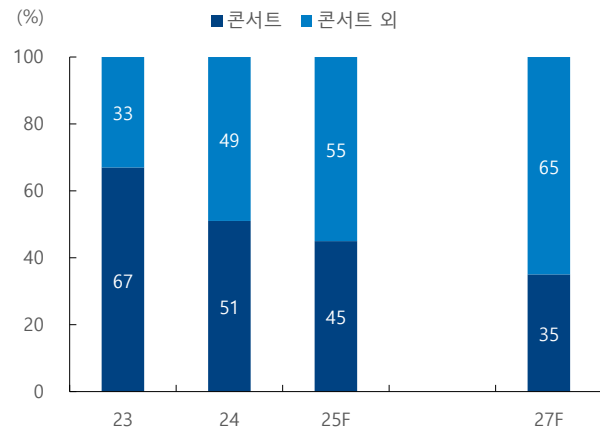
주: 2025년 4분기 누적 관객수는 회사가 제공한 가이드스 기준
자료: SMEJ, iM증권 리서치본부

그림21. 일본 콘서트 수익 인식 구조



자료: SMEJ, iM증권 리서치본부

그림22. 콘서트 외(MD, 광고 등) 매출 비중 확대 목표



자료: SMEJ, iM증권 리서치본부

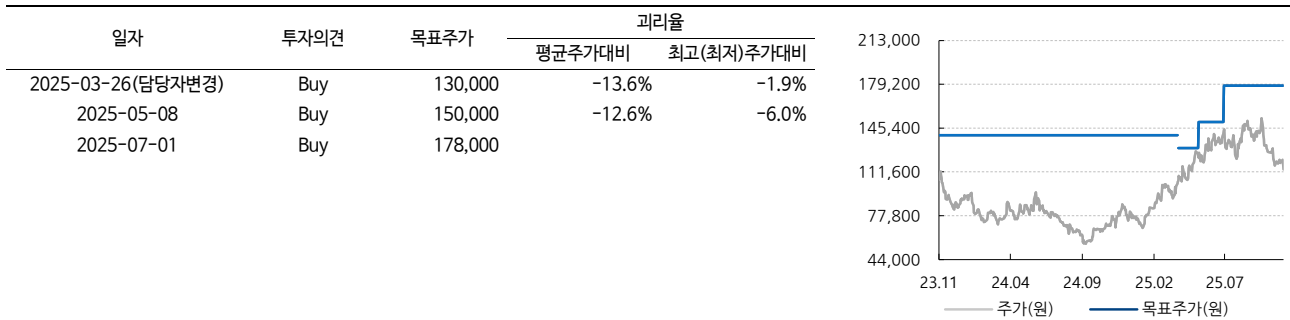
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	814	1,151	1,258	1,372	매출액	990	1,165	1,283	1,393
현금 및 현금성자산	358	644	713	788	증가율(%)	3.0	17.7	10.2	8.6
단기금융자산	124	136	150	165	매출원가	682	733	802	863
매출채권	248	292	321	349	매출총이익	307	432	481	529
재고자산	28	33	36	40	판매비와관리비	220	256	284	308
비유동자산	605	631	665	708	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	76	31	29	29	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	140	111	98	91	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,419	1,781	1,923	2,080	영업이익	87	176	197	221
유동부채	485	514	533	550	증가율(%)	-23.1	101.4	12.2	12.0
매입채무	210	247	273	296	영업이익률(%)	8.8	15.1	15.4	15.9
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	-8	2	2
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	26	400	212	235
부채총계	590	620	638	655	법인세비용	25	41	59	66
자배주주지분	665	983	1,097	1,225	세전계속이익률(%)	2.6	34.4	16.5	16.9
자본금	12	12	12	12	당기순이익	1	359	152	169
자본잉여금	353	353	353	353	순이익률(%)	0.1	30.9	11.9	12.2
이익잉여금	320	633	742	865	자배주주귀속 순이익	18	345	143	158
기타자본항목	-20	-15	-10	-5	기타포괄이익	5	5	5	5
비자배주주지분	164	179	188	200	총포괄이익	6	364	157	174
자본총계	829	1,161	1,284	1,424	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	136	454	212	222	주당지표 (원)				
당기순이익	1	359	152	169	EPS	778	14,776	6,136	6,749
유형자산감가상각비	33	45	2	0	BPS	28,467	42,081	46,957	52,446
무형자산감가상각비	29	29	14	6	CFPS	3,410	17,948	6,799	7,025
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	7.7	18.5	16.8
무형자산의 처분(취득)	-26	-	-	-	PBR	2.7	2.7	2.4	2.2
금융상품의 증감	11	-100	-50	-50	PCR	22.2	6.3	16.7	16.2
재무활동 현금흐름	-144	-47	-70	-72	EV/EBITDA	8.7	7.3	8.2	7.3
단기금융부채의증감	-37	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	5	-	-	-	ROE	2.6	41.9	13.8	13.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	15.1	21.5	16.6	16.3
배당금지급	-28	-9	-32	-34	부채비율	71.2	53.4	49.7	46.0
현금및현금성자산의증감	55	285	69	75	순부채비율	-56.6	-66.0	-66.1	-65.9
기초현금및현금성자산	303	358	644	713	매출채권회전율(x)	3.9	4.3	4.2	4.2
기말현금및현금성자산	358	644	713	788	재고자산회전율(x)	36.9	38.1	37.0	36.7

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 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%