

에스엠 (041510)

2분기부터 뚜렷한 마진 개선 효과

목표주가 상향

일회성 음원 유통 매출이 반영되면서 1분기 영업이익은 전년 동기 대비 2배 이상 증가했다. 다만 일회성 요인을 제외하고도 콘서트/MD/음원 매출이 꾸준한 성장세를 보이는 점은 고무적이며, 2분기 주요 아티스트의 신보 발매를 시작으로 하반기 NCT DREAM, 에스파 등 본격적인 투어가 재개되는 만큼 가파른 실적 개선이 예상된다. 연결 단에서는 2분기부터 디어유 실적이 반영되고, 작년에 거의 부재했던 드림메이커 주관의 SM 아티스트 콘서트도 재개(표9.)되고 있어 시너지 효과가 기대된다. 본업 성장 외에도 비핵심자산 매각과 한한령 완화 기대감, 그리고 중국 사업이 가시화되는 디어유 실적이 온기 반영되는 2026년 EPS에 Target Multiple 25배를 적용해 목표주가를 150,000원으로 상향한다.

1Q25 Review: OP 326억원(+110% YoY)

2025년 1분기 매출액/영업이익은 각각 2,314억원(+5% YoY)/326억원(+110% YoY)으로 컨센서스를 상회했다. 별도 매출액/영업이익은 각각 1,655억원(+22% YoY)/413억원(+105% YoY)으로 음원 매출액이 512억원(+139% YoY)으로 기존 예상치를 크게 상회했는데, 중국향 일회성 음원 유통 매출이 200억원 이상 반영된 것으로 추정된다. 음반 매출액은 166억원(-51% YoY)으로 주요 그룹 컴백 부재로 신보 판매량이 약 70% 감소하면서 다소 부진했다. 반면 콘서트 매출액은 390억원(+58% YoY)으로 NCT 127 아시아/북미 투어 18회, 에스파 한국/북미/유럽 투어 16회, 동방신기 일본 투어 10회 등 투어 지역 확대 및 ATP 상승으로 전년 대비 증가했다. MD/라이선싱 매출액 또한 394억원(+9% YoY)으로 꾸준한 증가세를 보이고 있다. 신보 제작이 감소한 가운데 대부분이 마진으로 직결되는 일회성 음원 매출 발생으로 별도 OPM이 약 10%p 개선됐다. 주요 종속법인의 단순 합산 영업이익은 -82억원으로 전년 대비 적자폭이 확대됐는데, 본업과 관련성이 적은 SM C&C와 키이스트 합산 적자가 약 40억원으로 절반을 차지하는 만큼 추후 지분 매각을 통한 실적 개선이 기대된다. SMC는 일본 공연 일정이 하반기에 집중된 영향으로 1분기 관객수가 전년 대비 20만명 이상 감소(그림9.)하면서 적자 전환했다. 영업외로는 디어유 사업 결함에 따른 기 보유 지분 공정가치 측정으로 약 2,200억원이 인식됐다.

신인그룹의 독보적인 초기 성장 지표

신인 그룹의 초기 팬덤 형성 속도가 상대적으로 빠르는데, 지난 4월 발매된 NCT WISH의 미니 앨범은 초동 판매량 100만장을 상회하며 전작 대비 크게 성장(+37%)했다. 데뷔 앨범으로 100만장을 판매했던 RIIZE 또한 5/19 첫 정규 앨범 발매를 앞두고 있으며 7월부터 첫 투어를 진행할 예정이다. 올해 데뷔한 Hearts2Hearts는 역대 걸그룹 데뷔 앨범 초동 판매량 1위를 기록했고 3분기 컴백을 통해 계속해서 팬덤을 쌓아갈 것으로 기대된다. 또한 내년 신규 보이 그룹 데뷔를 목표로 사전 프로모션을 진행 중인 만큼 다소 아쉬웠던 저연차 아티스트 라인업을 빠르게 확장하고 있어 향후 2~3년간 신인 그룹의 고성장에 따른 견조한 실적 성장이 예상된다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	150,000원(상향)
증가(2025.05.07)	125,500원
상승여력	19.5%

Stock Indicator	
자본금	12십억원
발행주식수	2,289만주
시가총액	2,873십억원
외국인지분율	14.5%
52주 주가	56,000~127,500원
60일평균거래량	225,349주
60일평균거래대금	23.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.2	43.3	66.0	45.9
상대수익률	3.2	46.0	67.5	63.0

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	990	1,135	1,245	1,364
영업이익(십억원)	87	162	192	218
순이익(십억원)	18	337	134	152
EPS(원)	778	14,446	5,755	6,495
BPS(원)	28,467	41,751	46,246	51,481
PER(배)	97.2	8.7	21.8	19.3
PBR(배)	2.7	3.0	2.7	2.4
ROE(%)	2.6	41.1	13.1	13.3
배당수익률(%)	0.5	1.1	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	8.7	9.0	9.8	8.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[엔터/미디어]

황지원

jiwon.hwang@imfnsec.com

2122-9180

표1. SM 밸류에이션 및 목표주가 산출

2026년 지배주주순이익	134	십억원
주식 수	2,289	만주
EPS	5,870	원
Target P/E	25	배
목표주가	150,000	원
현재주가	125,500	원
상승여력	20	%

자료: iM증권 리서치본부

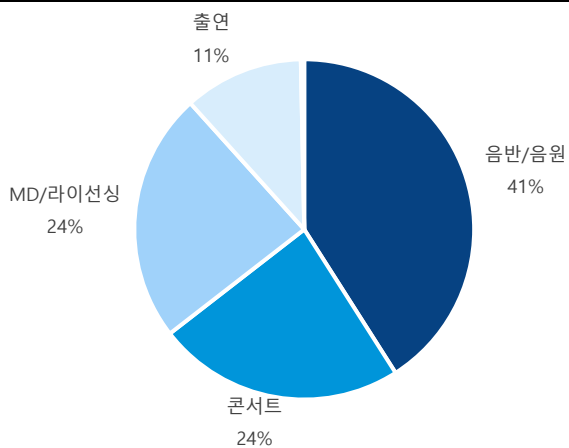
표2. SM 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24	25F	26F
매출액	220	254	242	274	231	272	348	284	961	990	1,135	1,245
SME(별도)	136	174	172	180	166	190	250	191	619	663	797	847
SMC&C	24	28	25	33	18	27	25	32	127	110	101	109
DREAM MAKER	13	8	11	5	23	17	25	19	94	36	85	102
SMC	27	19	22	20	21	23	30	26	83	88	99	104
DearU						21	23	24			69	99
매출총이익	71	78	73	85	83	103	125	102	341	307	414	467
GPM(%)	32	31	30	31	36	38	36	36	35	31	37	38
영업이익	16	25	13	34	33	40	52	37	113	87	162	192
OPM(%)	7	10	6	12	14	15	15	13	12	9	14	15
지배주주순이익	12	7	6	-7	238	33	42	25	87	18	337	134

주: 디어유 2분기 연결 편입

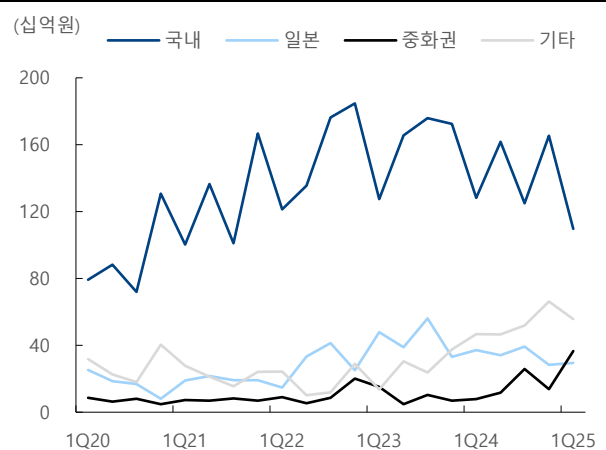
자료: SM, iM증권 리서치본부

그림1. SM 별도 매출 구성 (1Q25 기준)



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림2. SM 지역별 매출액 추이 - 1Q25 해외 비중 53%



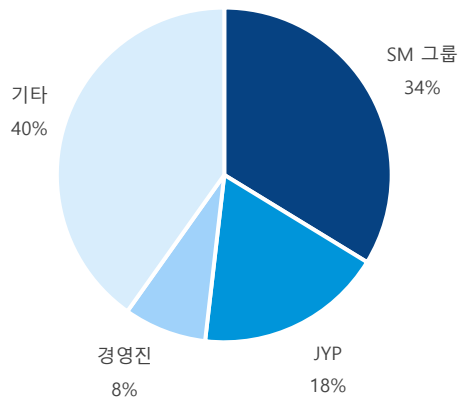
자료: SM, iM증권 리서치본부

표3. 에스엠 디어유 주식 취득 공시

구분		내용
거래상대방		JYP Ent. 외 3인
취득 내역	취득주식수	2,711,351주
	취득금액	1,356억원
	취득단가	50,000원
	취득후 소유주식수	2,711,351주
	취득후 자본율	11.42%
취득방법		현금 취득
취득목적		SM 3.0 IP 비즈니스 가속화
취득예정일자		2025-03-24

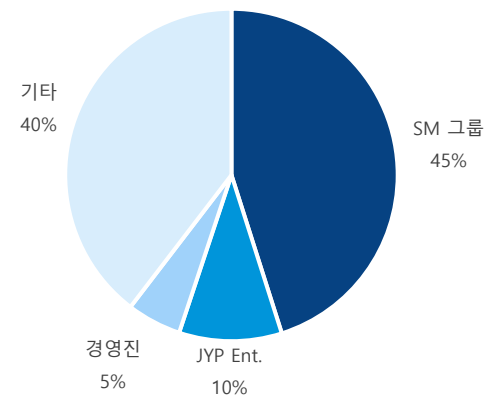
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림1. 2024년 디어유 지분 구조



주: SM 그룹= SM STUDIOS(31%), SM Japan, Everysing Japan 합산 지분
 자료: 디어유, iM증권 리서치본부

그림2. 변동 후 디어유 지분 구조



주: SM 그룹= SM STUDIOS, SM Ent., SM Japan, Everysing Japan 합산 지분
 자료: 디어유, iM증권 리서치본부

표4. SM 아티스트 라인업 - 재계약 이후 회색 표시

	17	18	19	20	21	22	23	24	25F	26F
동방신기	재계약 이후 회색 표시									
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

표5. 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	재니	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 하반기	2026-05-03	한국
	재현	1997-02-14	2024-11-04		한국
	원원	1997-10-28	외국국적		중국
	정우	1998-02-19	2027년	외국국적	한국
	마크	1999-08-02	외국국적		캐나다
	해찬	2000-06-06	2029년		한국

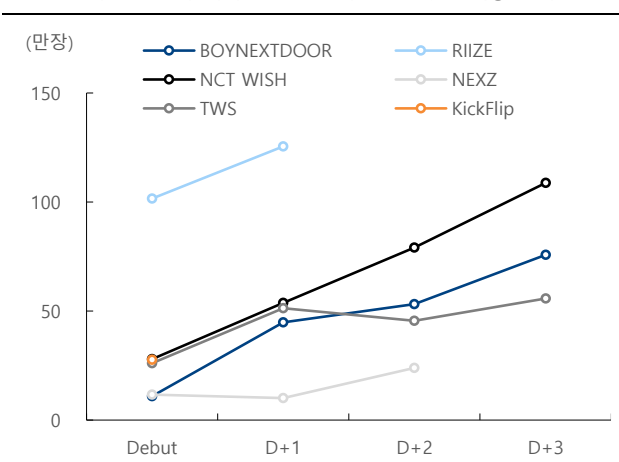
자료: 언론, iM증권 리서치본부

표6. 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

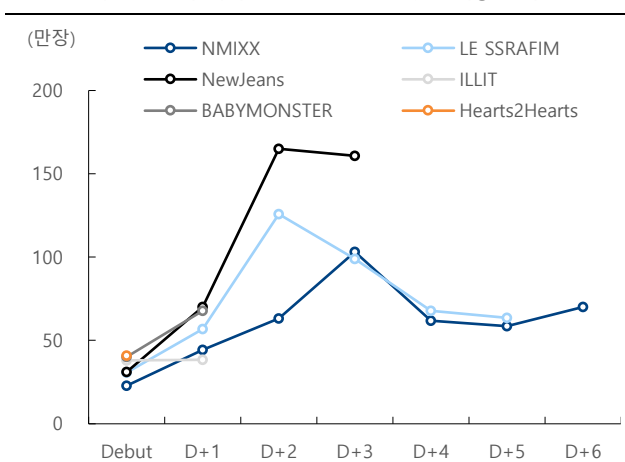
자료: SM, iM증권 리서치본부

그림3. 최근 3년 내 데뷔한 주요 보이그룹 초동 판매량 추이



자료: 한터차트, iM증권 리서치본부

그림4. 최근 3년 내 데뷔한 주요 걸그룹 초동 판매량 추이



자료: 한터차트, iM증권 리서치본부

표7. 2025년 2-3분기 아티스트 앨범 발매 일정

발매일	아티스트	음반 분류	발매일	아티스트	음반 분류
4/7	MARK	정규		BoA	정규
4/14	NCT WISH	미니		SUPER JUNIOR	정규
4/18	SUPER JUNIOR-L.S.S.	싱글 (JPN)		KEY	정규
4/21	KAI	미니		NCT DREAM	정규
2Q25	DOYOUNG	정규	3Q25	HAEECHAN	정규
	RIIZE	정규		BoA	미니 (JPN)
	IRENE & SEULGI	미니		SUHO	미니
	TEN	미니 (JPN)		CHANYEOL	미니
	BoA	싱글 (JPN)		JOY	미니
	SHINee	싱글 CD		WayV	미니
	aespa	싱글 CD		aespa	미니
	Hearts2Hearts	싱글		NCT WISH	미니
				Hearts2Hearts	미니
				HYO	싱글

자료: SM, iM증권 리서치본부

표8. 2025년 2-3분기 아티스트 투어 일정

개최일	국가 및 지역	아티스트	공연명	횟수
4/4 ~ 6/7	마카오, 필리핀, 홍콩, 싱가포르, 대만, 인도네시아, 태국	NCT WISH	2024 NCT WISH ASIA TOUR LOG in 도시명	10
4/5 ~ 5/22	일본, 마카오	NCT 127	NCT 127 4TH TOUR 'NEO CITY - THE MOMENTUM'	6
4/4 ~ 4/20	일본, 말레이시아, 대한민국	YESUNG	2025 YESUNG CONCERT [It's Complicated]	6
4/12 ~ 5/31	대한민국, 태국, 중국, 일본	TEN	2025 TEN CONCERT 1001 MOVEMENT 'STUNNER' IN 도시명	15
4/12 ~ 6/7	인도네시아, 마카오, 싱가포르, 태국, 홍콩	TAEYEON	TAEYEON CONCERT - The TENSE	8
4/25 ~ 4/27	일본	TVXQ!	TOHOSHINKI 20th Anniversary LIVE TOUR~ZONE~	3
5/9 ~ 6/28	멕시코, 미국, 영국	SMTOWN	SMTOWN LIVE 2025 [THE CULTURE, THE FUTURE]	3
5/17 ~ 6/21	대한민국, 말레이시아, 마카오, 인도네시아, 싱가포르	KAI	2025 KAI SOLO CONCERT TOUR <KAION>	6
5/17 ~ 6/22	일본	YUTA	YUTA TALK SHOW 2025	8
5/23 ~ 5/25	대한민국	SHINee	SHINee WORLD VII [E.S.S.A.Y]	3
5/24 ~ 5/25	대한민국	NCT DREAM	2025 NCT DREAM FANMEETING <DREAM QUEST>	2
5/24 ~ 5/25	일본	aespa	MY-J presents aespa JAPAN FANMEETING 2025 To MY WORLD	2
6/13 ~ 6/15	대한민국	DOYOUNG	2025 DOYOUNG CONCERT [Doors]	3
6/14 ~ 6/15	대한민국	IRENE & SEULGI	2025 IRENE & SEULGI Concert Tour [BALANCE]	2
3Q25	싱가포르, 마카오, 태국, 대만, 말레이시아, 일본	IRENE & SEULGI	2025 IRENE & SEULGI Concert Tour [BALANCE]	7
	대한민국, 일본, 홍콩, 말레이시아, 대만, 태국	RIIZE	2025 RIIZE CONCERT TOUR [RIIZING LOUD]	19
	일본	YUTA	YUTA TALK SHOW 2025	1
	대만, 필리핀, 태국, 일본, 홍콩	KAI	2025 KAI SOLO CONCERT TOUR <KAION>	6
	일본	SMTOWN	SMTOWN LIVE 2025 [THE CULTURE, THE FUTURE]	2

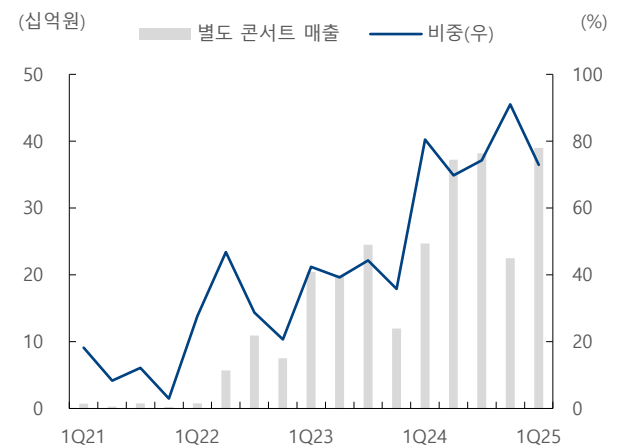
자료: SM, iM증권 리서치본부

표9. 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]

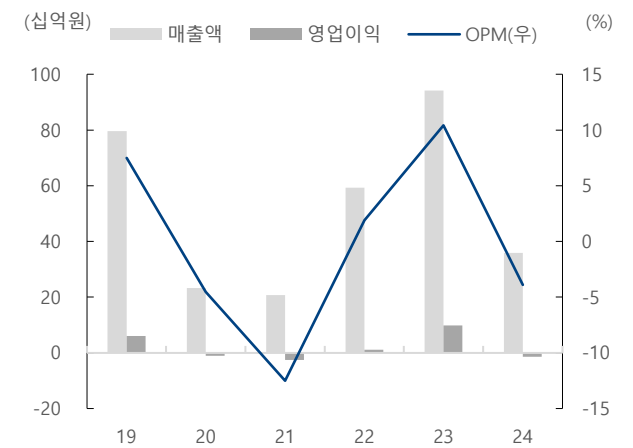
자료: 드림메이커, iM증권 리서치본부

그림5. 전체 콘서트 매출 내 별도 비중 추이



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림6. 드림메이커 연간 실적 추이



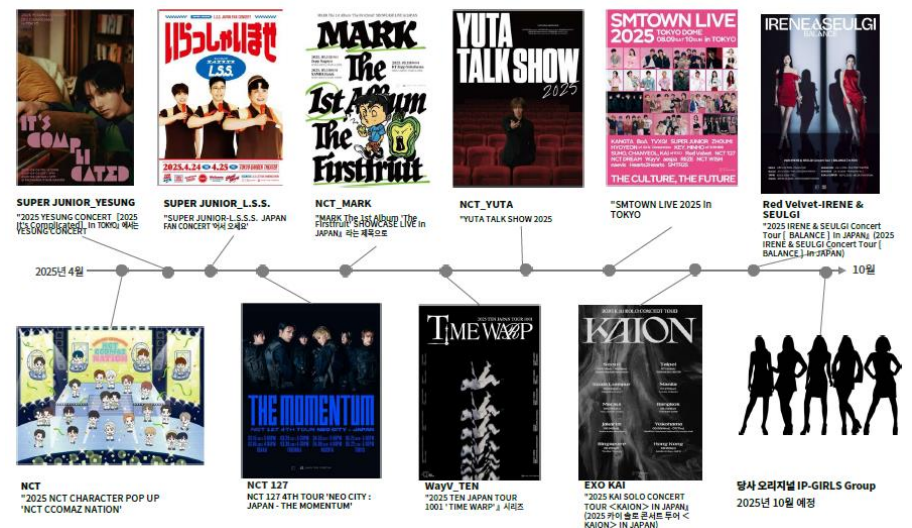
자료: SM, iM증권 리서치본부

그림7. 1분기 일본 내 콘서트 및 팝업스토어 등 주요 이벤트



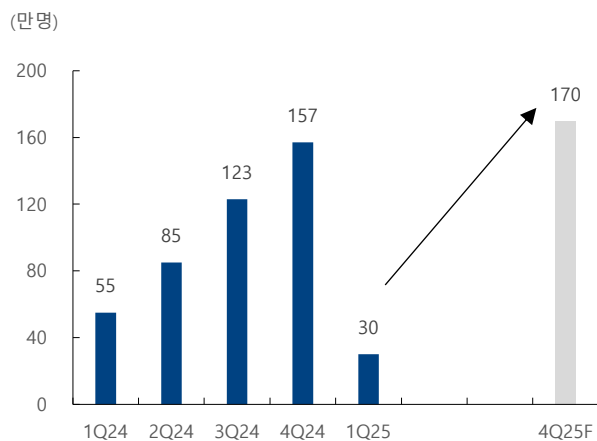
자료: SMC, iM증권 리서치본부

그림8. 2분기 이후 일본 내 콘서트 및 팝업스토어 등 주요 이벤트



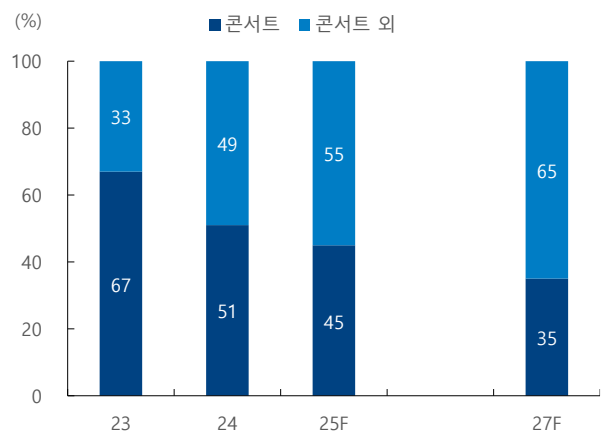
자료: SMC, iM증권 리서치본부

그림9. 일본 콘서트 누적 관객수 추이 - 2025년 170만명 목표



자료: SMC, iM증권 리서치본부

그림10. SMC 엔터테인먼트 매출 내 콘서트 외 비중 확대 목표



자료: SMC, iM증권 리서치본부

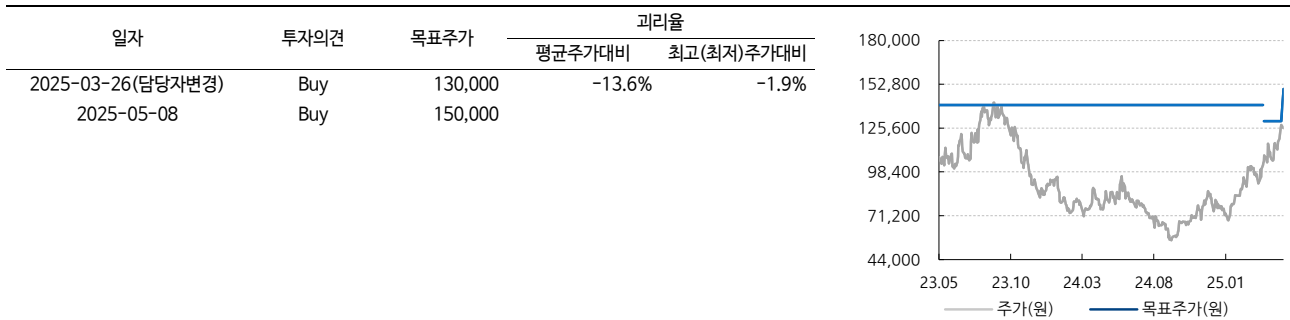
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	814	1,131	1,233	1,348	매출액	990	1,135	1,245	1,364
현금 및 현금성자산	358	632	698	772	증가율(%)	3.0	14.7	9.7	9.5
단기금융자산	124	136	150	165	매출원가	682	721	778	846
매출채권	248	284	312	342	매출총이익	307	414	467	518
재고자산	28	32	35	39	판매비와관리비	220	253	276	300
비유동자산	605	631	665	708	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	76	31	29	29	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	140	111	98	91	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,419	1,762	1,898	2,056	영업이익	87	162	192	218
유동부채	485	508	525	544	증가율(%)	-23.1	85.0	18.6	13.9
매입채무	210	241	265	290	영업이익률(%)	8.8	14.2	15.4	16.0
단기차입금	5	5	5	5	이자수익	13	20	22	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	395	207	234
부채총계	590	614	630	649	법인세비용	25	49	58	66
자배주주지분	665	975	1,080	1,202	세전계속이익률(%)	2.6	34.8	16.7	17.2
자본금	12	12	12	12	당기순이익	1	346	149	169
자본잉여금	353	353	353	353	순이익률(%)	0.1	30.5	12.0	12.4
이익잉여금	320	625	725	843	지배주주귀속 순이익	18	337	134	152
기타자본항목	-20	-15	-10	-5	기타포괄이익	5	5	5	5
비지배주주지분	164	173	188	205	총포괄이익	6	351	154	173
자본총계	829	1,148	1,268	1,407	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	136	443	209	220	주당지표 (원)				
당기순이익	1	346	149	169	EPS	778	14,446	5,755	6,495
유형자산감가상각비	33	45	2	0	BPS	28,467	41,751	46,246	51,481
무형자산감가상각비	29	29	14	6	CFPS	3,410	17,618	6,418	6,771
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	8.7	21.8	19.3
무형자산의 처분(취득)	-26	-	-	-	PBR	2.7	3.0	2.7	2.4
금융상품의 증감	11	-100	-50	-50	PCR	22.2	7.1	19.6	18.5
재무활동 현금흐름	-144	-47	-70	-72	EV/EBITDA	8.7	9.0	9.8	8.7
단기금융부채의증감	-37	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	5	-	-	-	ROE	2.6	41.1	13.1	13.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	15.1	20.8	16.6	16.5
배당금지급	-28	-9	-32	-34	부채비율	71.2	53.5	49.7	46.1
현금및현금성자산의증감	55	274	66	73	순부채비율	-56.6	-65.8	-65.9	-65.6
기초현금및현금성자산	303	358	632	698	매출채권회전율(x)	3.9	4.3	4.2	4.2
기말현금및현금성자산	358	632	698	772	재고자산회전율(x)	36.9	37.7	36.9	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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%