

에스엠 (041510)

2025.03.26

준비기간 끝, 본격 성장 구간 진입

[엔터/미디어] 황지원

2122-9180 jiwon.hwang@imfnsec.com

실적 전망 및 투자의견

2025년 매출액/영업이익은 각각 1.1조원(+10% YoY)/1,428억원(+64% YoY)을 전망한다. 2분기부터 디어유 연결자회사 편입에 따른 실적 반영으로 연간 300억원 이상의 영업이익 기여가 있을 것으로 예상된다. NCT 127 멤버들의 군 입대가 시작됐으나, 에스파를 중심으로 저연차 그룹의 수익 기여 확대와 연결 자회사 실적 개선 및 비핵심 계열사 정리(키이스트 매각 결정), 그리고 전사 차원의 비용 효율화 노력으로 마진이 크게 개선될 것으로 기대된다. 이에 2025년 EPS에 Target P/E 27배를 적용해 목표주가 130,000원으로 커버리지를 개시하며 업종 내 탑픽으로 제시한다.

2024년 Review: OP 873억원(-23% YoY)

2024년 매출액/영업이익은 각각 9,897원(+3% YoY)/873억원(-23% YoY)을 기록했다. 별도 매출액/영업이익은 각각 6,627억원(+7%)/1,123억원(-2%)로 앨범 판매량 감소에도 콘서트 및 MD 매출이 각각 전년대비 59%/26% 증가하며 매출 성장을 견인했다. 콘서트 MD 외에도 팝업스토어 개최 등을 통한 기획 MD 판매 증가가 고무적이다. 다만 원가율이 높은 콘서트로의 매출 믹스 다변화와 연결 자회사의 적자 지속으로 영업이익률은 9%(-3%p)로 감소했다. MD 및 공연 관련 기능을 본사로 내재화하는 과정에서 브랜드마케팅과 드림메이커의 실적이 다소 부진했는데, 올해부터는 사업적 시너지를 위해 재차 협업이 확대되면서 실적이 개선될 것이다. 일본 계열사인 SMC의 경우 사업 부문이 크게 엔터테인먼트와 라이트&미디어로 구분되는데, 2024년 엔터테인먼트 매출은 726억원(+15%), 영업이익은 7억원(+25%)으로 MD 등 콘서트 이외의 수익원이 크게 성장하면서 비공연 매출 비중이 2023년 33%에서 작년 49%로 확대됐다. 올해는 55% 비중을 목표로 한다. 반면 라이트&미디어 사업부문의 영업이익은 전년 대비 20% 감소했는데, 이는 유료채널 KNTV의 가입자 및 시청률 감소 지속에 따른 것이다. 전사적인 비용 통제와 더불어 지난 12월에는 SMEJ Plus와 팬클럽 기획 업무 수탁 계약을 체결하는 등 마진 개선을 위해 노력하고 있다.

에스파의 고성장과 저연차 라인업 풀가동

기존 고연차 중심의 IP 포트폴리오에서 저연차로의 전환이 가속화되고 있다. 2020년 에스파 이후 2023년 RIIZE, 2024년 NCT WISH(일본), 2025년 Hearts2Hearts, DEARAlcie(영국)가 데뷔했고, 신인 보이그룹(SMTR25)이 데뷔 준비 중이다. 특히 초기 팬덤 형성이 유독 빠른 편인데, RIIZE는 데뷔 앨범 판매량이 100만장을 상회했고, Hearts2Hearts는 역대 걸그룹 중 데뷔 초동 판매량 1위를 기록했다. 주력 IP인 에스파는 지난 10월 Whiplash 발매 이후 스포티파이, 틱톡 지표 모두 가파른 상승세를 보였다. 지난 1~2월 북미 아레나 투어 9회를 돌았는데 보통 공연장이 최소 6개월 전에 결정되는 만큼 다음 투어에서는 규모가 확대된 모습을 확인할 수 있을 것이다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	130,000원(신규)
종가(2025.03.25)	103,900원
상승여력	25.1%

Stock Indicator

자본금	12십억원
발행주식수	2,289만주
시가총액	2,379십억원
외국인지분율	14.0%
52주 주가	56,000~103,900원
60일평균거래량	207,274주
60일평균거래대금	18.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.0	37.1	68.4	31.4
상대수익률	9.5	32.5	74.7	53.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	961	990	1,090	1,182
영업이익(십억원)	113	87	143	166
순이익(십억원)	87	18	108	118
EPS(원)	3,664	778	4,613	5,053
BPS(원)	30,318	28,467	31,918	35,809
PER(배)	25.1	133.5	22.5	20.6
PBR(배)	3.0	3.6	3.3	2.9
ROE(%)	12.3	2.6	15.3	14.9
배당수익률(%)	1.3	0.4	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	10.1	12.8	8.5	9.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. SM 밸류에이션 및 목표주가 산출

2025년 지배주주순이익	108	십억원
주식 수	2,289	만주
EPS	4,705	원
Target P/E	27	배
목표주가	130,000	원
현재주가	103,900	원
상승여력	25	%

자료: iM증권 리서치본부

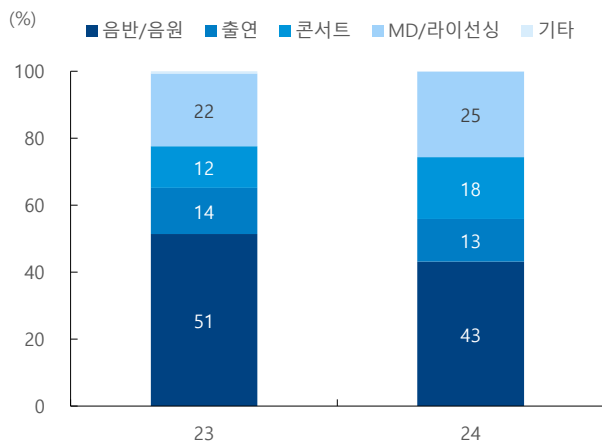
표2. SM 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24	25F	26F
매출액	220	254	242	274	230	247	305	308	961	990	1,090	1,182
SME(별도)	136	174	172	180	131	161	203	216	619	663	712	768
SMC&C	24	28	25	33	26	29	27	33	127	110	116	121
DREAM MAKER	13	8	11	5	25	11	30	19	94	36	85	102
SMC	27	19	22	20	31	22	24	22	83	88	99	104
DearU						21	23	25			69	102
매출총이익	71	78	73	85	78	94	113	113	341	307	398	443
GPM(%)	32	31	30	31	34	38	37	37	35	31	37	38
영업이익	16	25	13	34	20	31	43	49	113	87	143	166
OPM(%)	7	10	6	12	9	12	14	16	12	9	13	14
지배주주순이익	12	7	6	-7	20	27	36	25	87	18	108	118

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

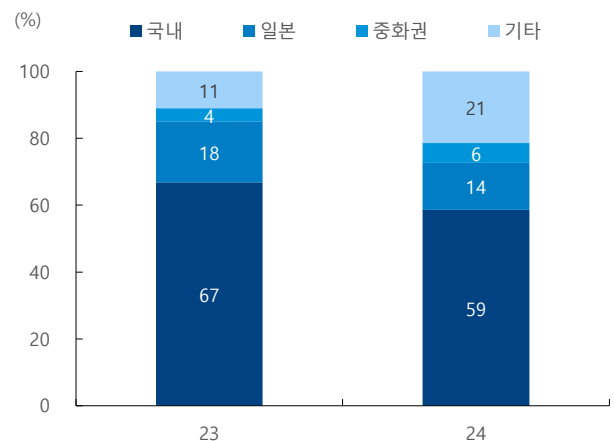
자료: SM, iM증권 리서치본부

그림1. SM 항목별 별도 매출 비중 - MD/라이선싱 비중 25%



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림2. SM 지역별 매출 비중 - 해외 41%



자료: SM, 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		
	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	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

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

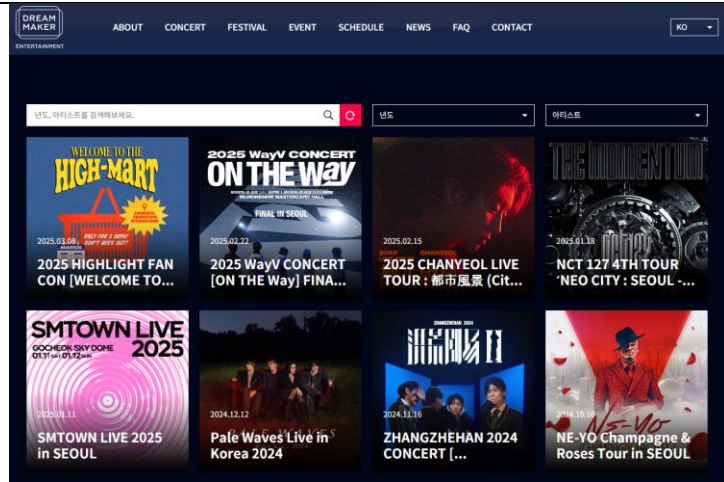
표5. SM 아티스트 라인업 - 재계약 이후 회색 표시

	17	18	19	20	21	22	23	24	25F	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

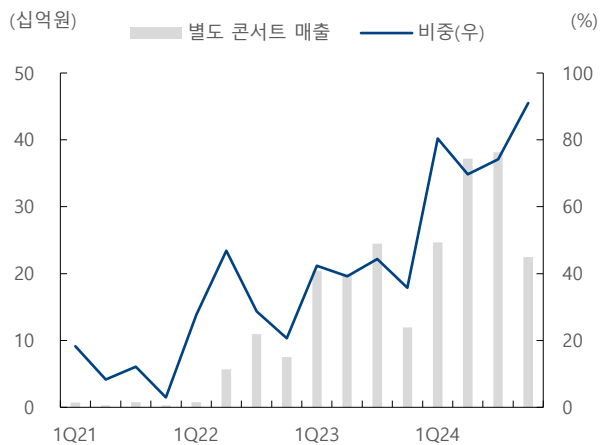
자료: iM증권 리서치본부

그림3. SM타운 콘서트 등 드림메이커와의 협업 재개



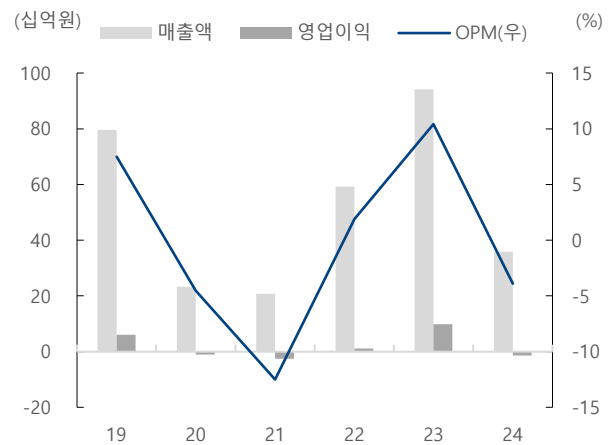
자료: 드림메이커, iM증권 리서치본부

그림4. 전체 콘서트 매출 내 별도 비중 추이



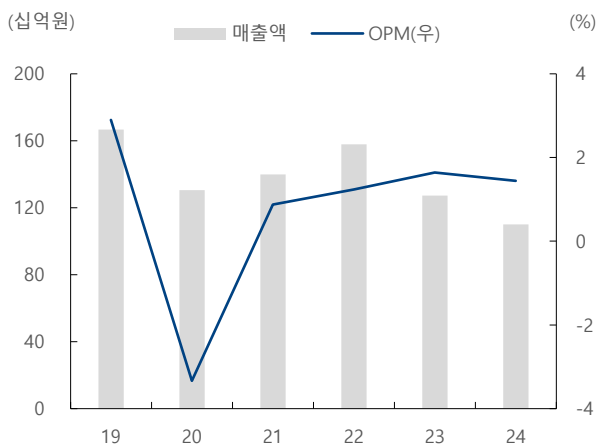
자료: SM, iM증권 리서치본부

그림5. 드림메이커 연간 실적 추이



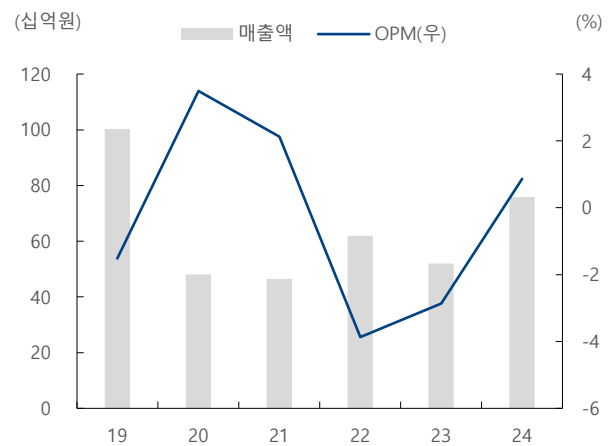
자료: SM, iM증권 리서치본부

그림6. SM C&C 연간 실적 추이



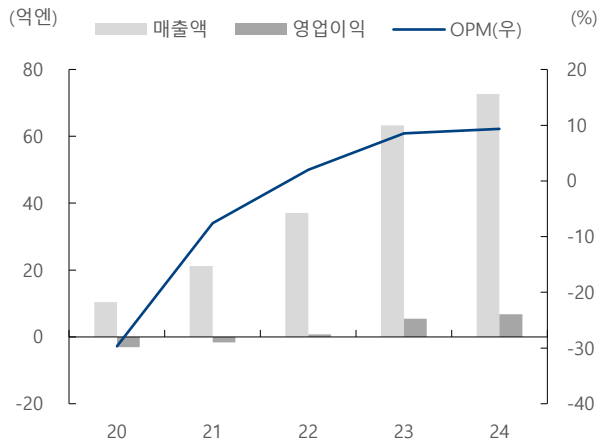
자료: SM, iM증권 리서치본부

그림7. 키이스트 연간 실적 추이



자료: SM, iM증권 리서치본부

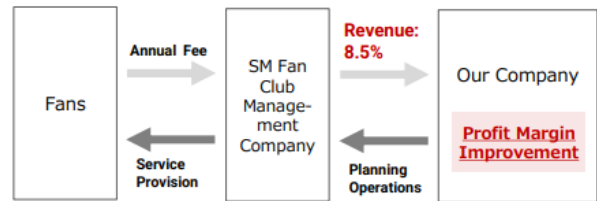
그림8. SMC 엔터테인먼트 사업 부문 실적 추이



주: JGAAP 기준

자료: SMC, iM증권 리서치본부

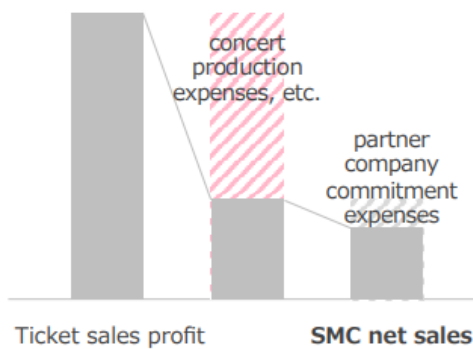
그림9. SM 아티스트 팬클럽 사업 기획 업무 위탁 계약 체결



주: 2024년 12월 SMEJ Plus와 계약 체결

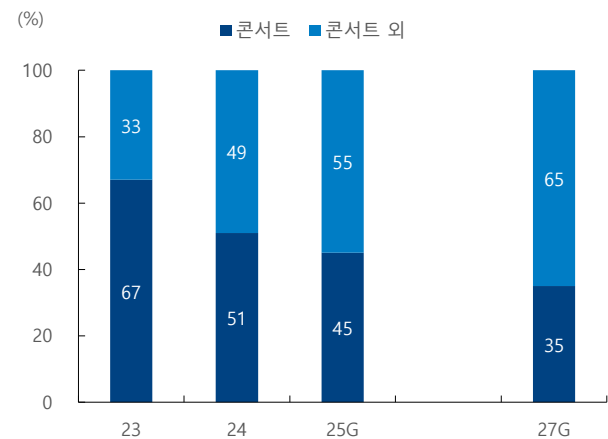
자료: SMC, iM증권 리서치본부

그림10. SMC 콘서트 수익 인식 구조



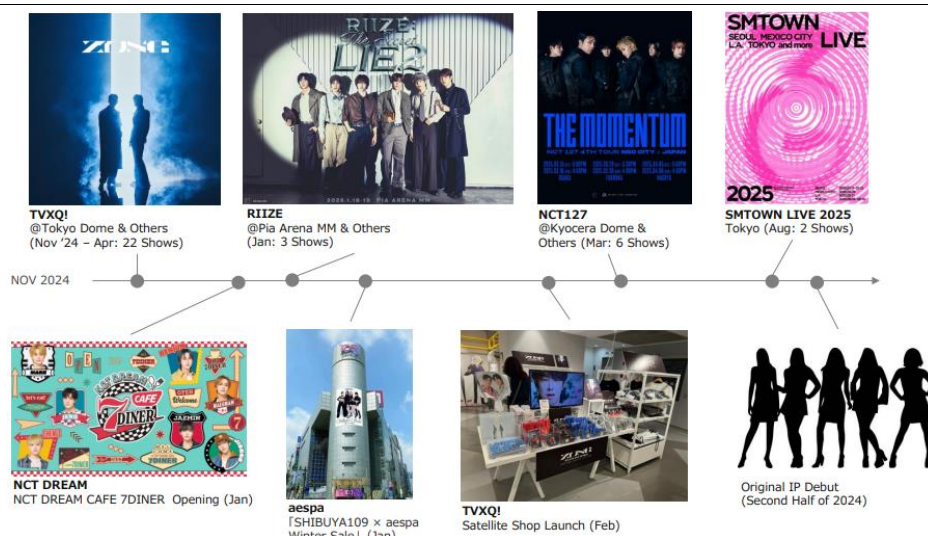
자료: SMC, iM증권 리서치본부

그림11. SMC 엔터테인먼트 매출 내 콘서트 외 비중 확대 목표



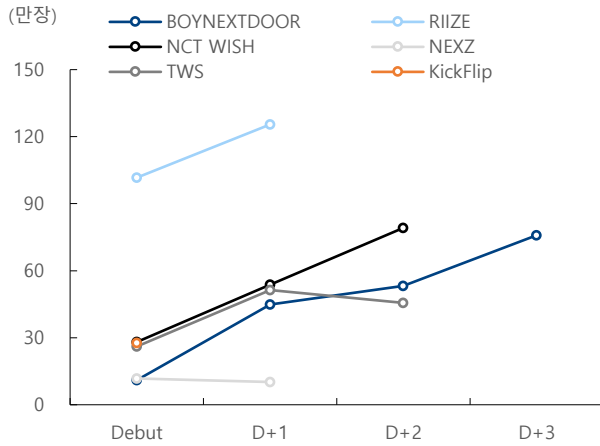
자료: SMC, iM증권 리서치본부

그림12. SMC 2025년 주요 타임라인



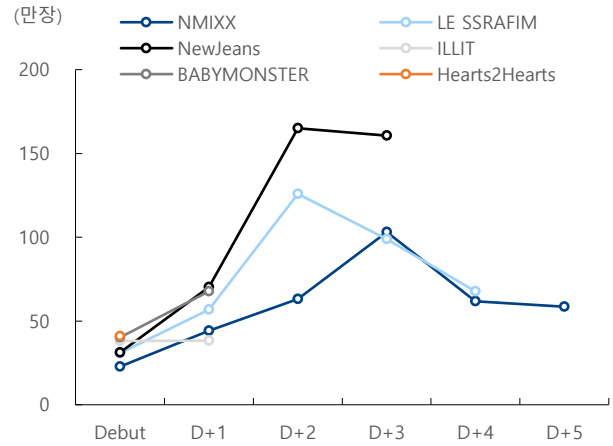
자료: SMC, iM증권 리서치본부

그림13. 최근 3년 내 데뷔한 주요 보이그룹 초동 판매량 추이



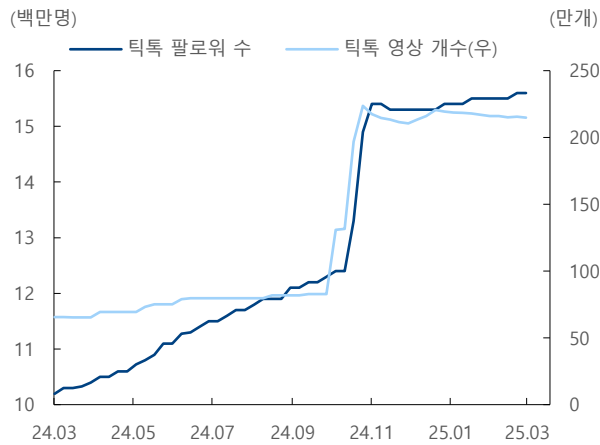
자료: 한터차트, iM증권 리서치본부

그림14. 최근 3년 내 데뷔한 주요 걸그룹 초동 판매량 추이



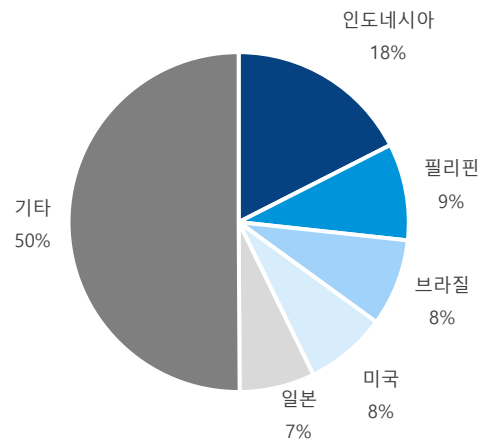
자료: 한터차트, iM증권 리서치본부

그림15. 에스파 틱톡 지표 - 2024년 10월 Whiplash 발발



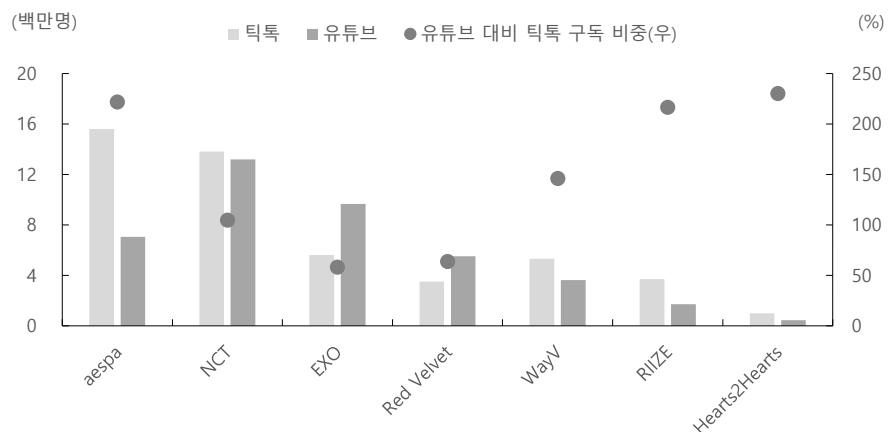
주: 틱톡 영상 개수는 아티스트 트랙으로 생성된 총 동영상 수를 의미
 자료: 틱톡, iM증권 리서치본부

그림16. 에스파 틱톡 팔로워 수 국가 비중



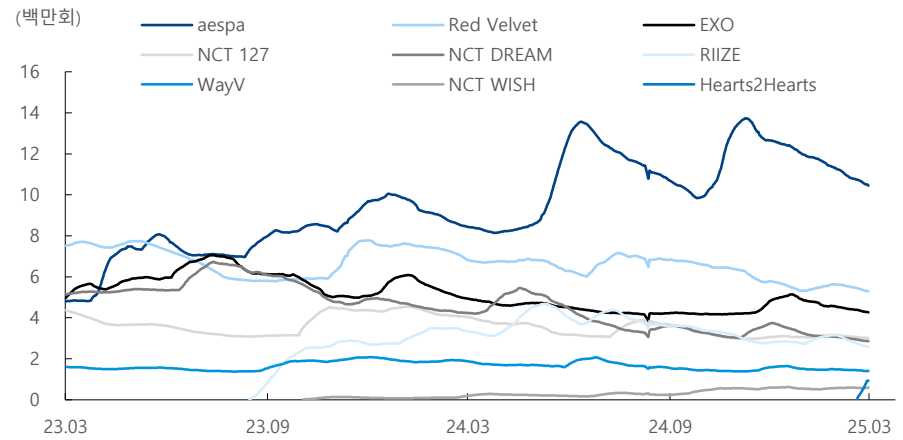
자료: 틱톡, iM증권 리서치본부

그림17. SM 아티스트별 틱톡/유튜브 구독자 수 및 유튜브 대비 틱톡 구독 비중



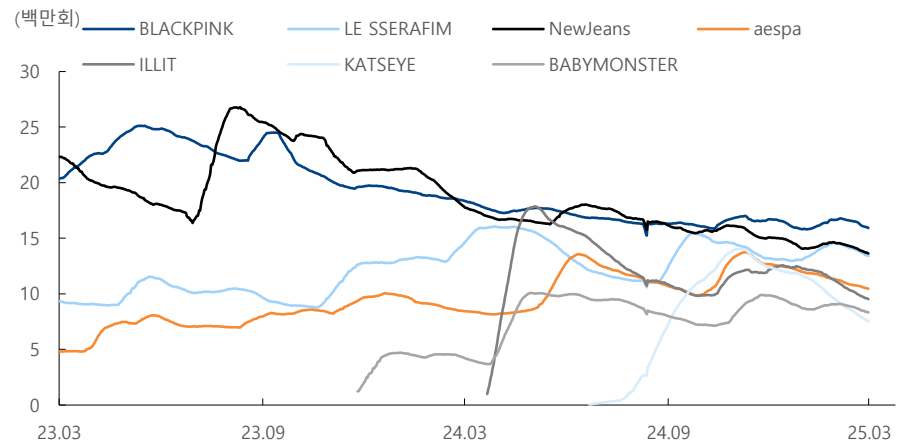
주: NCT는 NCT 127, DREAM, WISH 합산 구독자 수. 유튜브는 각각 560만명/690만명/70만명, 틱톡은 한 계정 공유
 자료: 틱톡, 유튜브, iM증권 리서치본부

그림18. SM 아티스트별 지난 1년 간 스포티파이 월간 청취자 수 추이



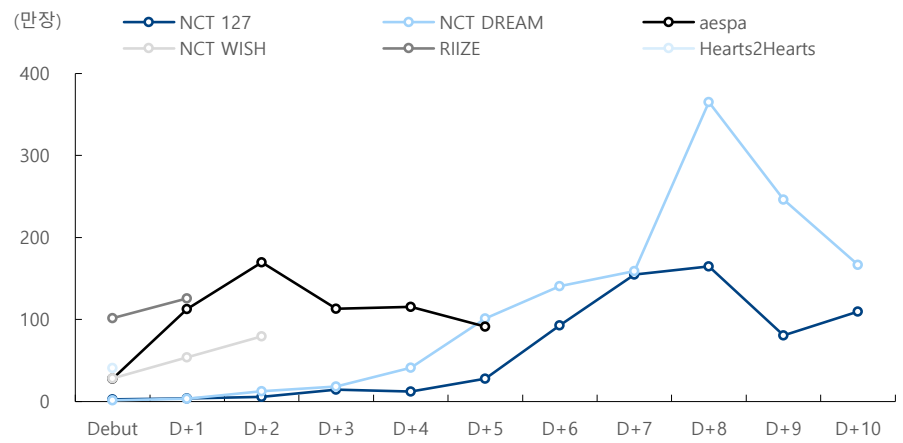
자료: 스포티파이, iM증권 리서치본부

그림19. 주요 걸그룹 지난 1년 간 스포티파이 월간 청취자 수 추이



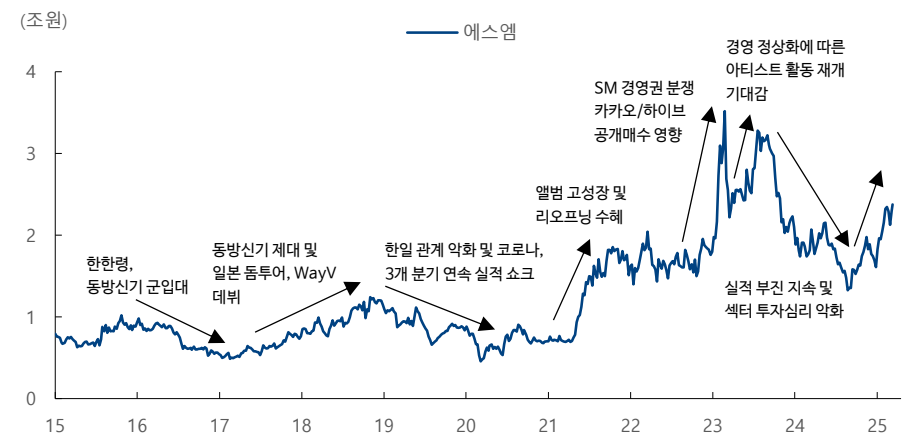
자료: 스포티파이, iM증권 리서치본부

그림20. SM 주요 아티스트 데뷔 이후 발매 앨범 초동 판매량 추이



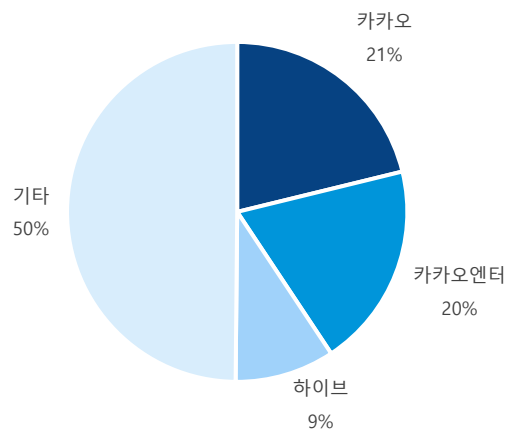
자료: 한터차트, iM증권 리서치본부

그림21. SM 시가총액 추이



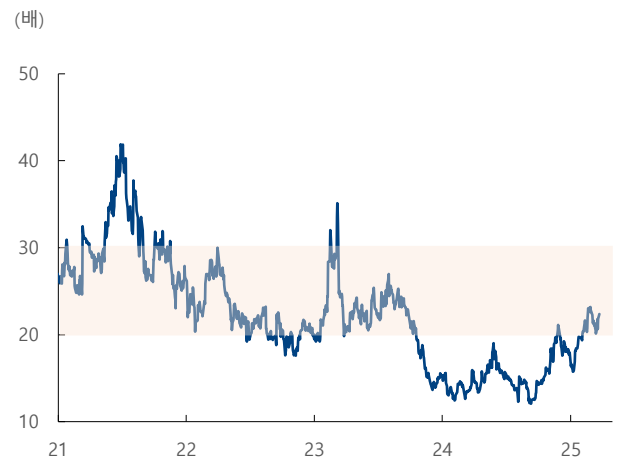
자료: iM증권 리서치본부

그림22. SM 주주구성



자료: SM, iM증권 리서치본부

그림23. 에스엠 12MF P/E



자료: iM증권 리서치본부

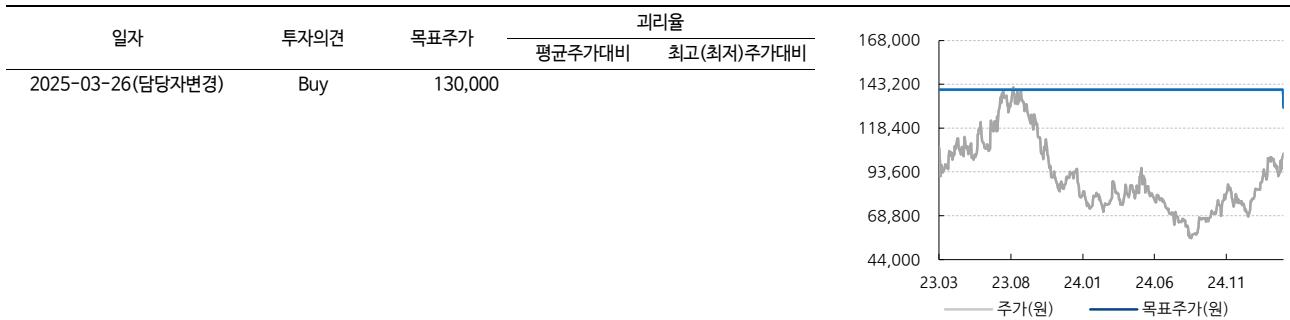
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	858	814	888	970	매출액	961	990	1,090	1,182
현금 및 현금성자산	303	358	401	453	증가율(%)	13.0	3.0	10.1	8.4
단기금융자산	200	124	136	150	매출원가	620	682	692	738
매출채권	265	248	273	296	매출총이익	341	307	398	443
재고자산	26	28	31	34	판매비와관리비	228	220	255	277
비유동자산	683	605	631	665	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	71	76	31	29	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	204	140	111	98	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,541	1,419	1,518	1,635	영업이익	113	87	143	166
유동부채	519	485	499	511	증가율(%)	24.7	-23.1	63.6	16.4
매입채무	211	210	232	251	영업이익률(%)	11.8	8.8	13.1	14.1
단기차입금	42	5	5	5	이자수익	14	13	14	16
유동성장기부채	5	8	8	8	이자비용	6	5	5	5
비유동부채	112	105	105	105	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-55	-73	-3	2
장기차입금	0	-	-	-	세전계속사업이익	119	26	154	182
부채총계	632	590	604	617	법인세비용	36	25	42	51
지배주주지분	723	665	745	836	세전계속이익률(%)	12.4	2.6	14.1	15.4
자본금	12	12	12	12	당기순이익	83	1	112	131
자본잉여금	362	353	353	353	순이익률(%)	8.6	0.1	10.3	11.1
이익잉여금	365	320	396	481	지배주주귀속 순이익	87	18	108	118
기타자본항목	-17	-20	-15	-10	기타포괄이익	-3	5	5	5
비지배주주지분	187	164	169	182	총포괄이익	80	6	117	136
자본총계	909	829	914	1,018	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	113	136	212	195	주당지표 (원)				
당기순이익	83	1	112	131	EPS	3,664	778	4,613	5,053
유형자산감가상각비	30	33	45	2	BPS	30,318	28,467	31,918	35,809
무형자산감가상각비	28	29	29	14	CFPS	6,099	3,410	7,785	5,716
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	1,200	400	1,400	1,400
투자활동 현금흐름	-83	56	-95	-46	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-19	-22	-	-	PER	25.1	133.5	22.5	20.6
무형자산의 처분(취득)	-32	-26	-	-	PBR	3.0	3.6	3.3	2.9
금융상품의 증감	4	11	-100	-50	PCR	15.1	30.5	13.3	18.2
재무활동 현금흐름	-43	-144	-47	-70	EV/EBITDA	10.1	12.8	8.5	9.8
단기금융부채의증감	38	-37	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	5	-	-	ROE	12.3	2.6	15.3	14.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	17.8	15.1	19.9	15.4
배당금지급	-28	-28	-9	-32	부채비율	69.4	71.2	66.1	60.6
현금및현금성자산의증감	-14	55	43	52	순부채비율	-50.2	-56.6	-57.4	-57.9
기초현금및현금성자산	318	303	358	401	매출채권회전율(x)	4.5	3.9	4.2	4.2
기말현금및현금성자산	303	358	401	453	재고자산회전율(x)	41.8	36.9	37.0	36.7

자료 : 에스엠, iM증권 리서치본부

에스엠 투자의견 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%