



에스엠 (041510)

자꾸만 빛나가는 그림이 못내 아쉬울 뿐

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 100,000원

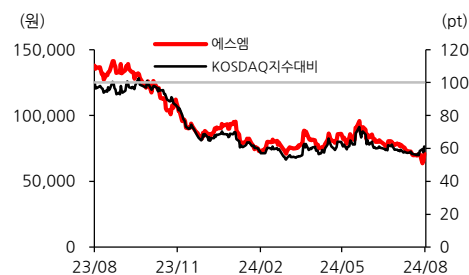
현재 주가(8/7)	70,900원
상승여력	▲41.0%
시가총액	16,725억원
발행주식수	23,590천주
52주 최고가 / 최저가	141,400 / 63,700원
90일 일평균 거래대금	170.97억원
외국인 지분율	14.1%
주주 구성	
카카오 (외 13인)	40.6%
하이브 (외 1인)	9.4%
자사주신탁 (외 1인)	3.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.6	-17.6	-3.1	-49.0
상대수익률(KOSDAQ)	3.0	-3.5	4.7	-32.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	851	961	989	1,171
영업이익	91	113	90	133
EBITDA	152	171	152	189
지배주주순이익	80	87	72	97
EPS	3,360	3,663	3,091	4,168
순차입금	-420	-343	-570	-673
PER	22.8	25.1	22.9	17.0
PBR	2.6	3.0	2.2	2.0
EV/EBITDA	9.3	10.8	7.3	5.3
배당수익률	1.6	1.3	1.7	1.7
ROE	12.2	12.3	9.7	12.3

주가 추이



지속되는 수익성 부진이 발목을 잡고 있습니다. 지난해 기대했던 그림이 완성되기까지는 시간이 조금 더 필요할 것 같습니다. 목표주가를 10만원으로 하향합니다.

2Q24 Review: 또다시 기대를 하회

동사는 2분기 연결 기준 매출액과 영업이익 각각 2,539억원, 247억원을 기록하며 영업이익 기준 당사 추정치(342억원), 시장 컨센서스(324억원)를 하회했다. 별도 법인 영업이익도 293억원을 기록, 다소 실망스러웠다. 에스파/라이즈/NCT WISH 등 앨범 판매 호조에도 불구하고, 최근의 높아진 제작비가 영향이 일부 있었던 것으로 파악된다. 한편, 지난해부터 의도적으로 시행 중인, SME 별도 법인의 공연 사업 내재화에 따라 Dream Maker의 역할이 SM 내부에서 점차 축소되고 있다. 이에 따라 2분기 SMDM의 실적 악화가 불가피했던 것으로 보인다.

자꾸만 빛나가는 그림이 못내 아쉬울 뿐

지난해의 경영권 분쟁 이후 우리가 동사에 기대했던 부분들은 여러가지 비효율적인 부분들이 효율화되며 나타날 수 있는 수익성 제고였다. 그러나 1년이 지난 현재까지도 이익률 개선이 크게 확인되고 있지 않다. KMR이나 북미 법인 등 신설 법인들의 흑자 전환, 공연 사업 교통정리 등 내부 효율화를 위한 시간이 다소간 더 필요해 보인다. 그래도 레이블화를 통해 아티스트 컴백이 규칙적으로 이뤄지고 있다는 점은 고무적이다.

투자의견 Buy 유지하나 목표주가 10만원으로 하향

수익성 회복이 좀처럼 나타나질 않음에 따라 이익 추정치를 하향 조정, 목표주가를 10만원으로 내린다. 최근 엔터 섹터 공통적으로, 밸류에이션 급락 속, 비어있는 수급 환경이 주목을 받음과 동시에 엔화 강세에 따른 기대감까지 겹쳐 나타나고 있다. 그러나 동사의 경우 최근까지도 “연간 증익이 유일하게 가능한 회사”로 주목받았던 점을 생각하면, 이에 대한 기대가 훼손되는 구간으로 상대적으로 녹록지 않을 수 있겠다. 다만, aespa/RIIZE/NCT Wish 등 저연차 아티스트들의 가파른 성장이 지속해서 확인되고 있으며, 4분기에는 여자 신인 데뷔 기대감도 여전히 살아있다. 섹터 비중 확대 구간(‘24년말) 진입시 차선호주로 추천한다.

[표1] 에스엠 2Q24P 실적

(단위: 십억원, %, %pt)

	2Q23	1Q24	2Q24P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	240	220	253.9	270	249	5.9	15.4	-6.1	2.1
영업이익	36	16	24.7	34.2	32.4	-30.6	59.2	-27.6	-23.5
순이익	25	12	7	24	27	-71.4	-39.8	-69.7	-73.0
영업이익률	14.9	7.1	9.7	12.6	13.0	-5.1	2.7	-2.9	-3.3
순이익률	10.6	5.5	2.9	8.9	10.8	-7.7	-2.6	-6.0	-8.0

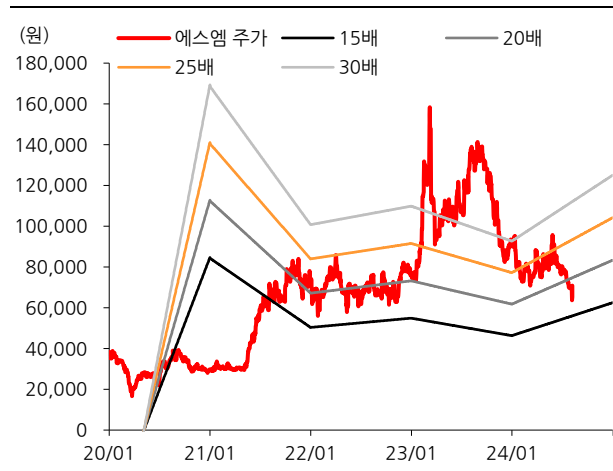
자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 에스엠 목표주가 산출

	2024E	2025E
지배주주순이익(십억원)	72	97
보통주발행주식수(천주)	23,590	23,590
EPS	3,091	4,168
Target P/E		25
적정주가		103,288
최종 목표주가		100,000
현재주가		70,900
상승여력		41.0%

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 에스엠 12mth fwd P/E Band



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

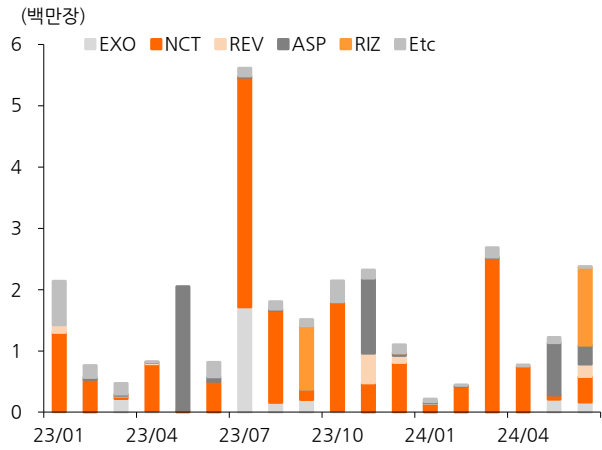
[표3] 에스엠 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	204	240	266	251	220	254	243	272	851	961	989	1,171	1,328
SME	128	139	189	164	136	174	132	192	514	619	635	735	853
음반/원	60	54	113	91	55	72	56	114	279	318	297	347	401
출연(방송/광고/행사)	17	21	21	27	20	21	21	27	80	86	89	102	117
콘서트	20	20	24	12	25	37	24	16	23	77	102	117	140
MD/라이선싱/화보	30	42	29	34	36	44	30	35	109	135	145	166	191
기타	2	2	0	1	1	1	1	1	22	4	3	3	3
SMC&C	21	29	34	43	24	28	36	45	158	127	132	139	146
KEYEAST	19	13	10	10	25	16	11	11	62	52	63	69	76
DREAM MAKER	22	35	18	20	13	8	30	2	59	94	53	101	121
SM Japan	32	25	29	17	33	24	31	18	84	104	106	111	117
SMBM	0	0	4	15	12	12	12	12	0	20	49	49	49
매출총이익	72	83	106	79	71	78	79	88	295	341	315	378	429
GPM(우)	35.4	34.7	39.9	31.7	32.3	30.6	32.3	32.3	34.7	35.5	31.9	32.3	32.3
영업이익	18	36	51	9	16	25	17	33	91	113	90	133	139
OPM(우)	9.0	14.9	19.0	3.6	7.1	9.7	6.9	12.1	10.7	11.8	9.1	11.3	10.5

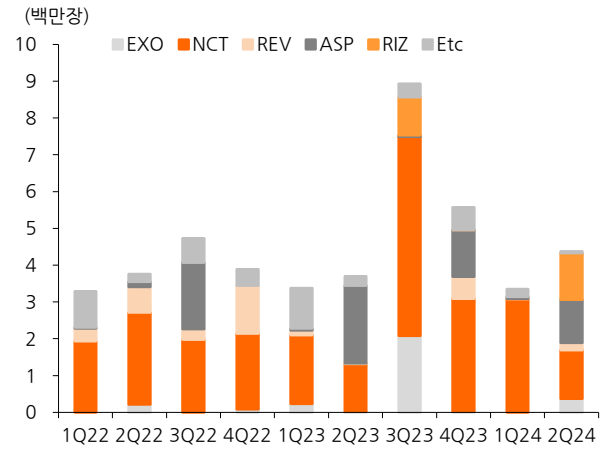
자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 에스엠 월별 앨범판매량



자료: 서클차트, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 에스엠 분기별 앨범판매량



자료: 서클차트, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 에스엠 IP 라인업

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
NCT 127	스페셜앨범/투어	멤버별 솔로	앨범	(투어)
NCT DREAM	미니앨범	투어	투어	(앨범/투어)
aespa		앨범/투어	투어	(앨범/투어)
RIZE	디지털싱글	앨범	(디지털싱글)	(앨범)
NCT Wish	앨범	앨범	(디지털싱글)	(앨범)
Naevis			(데뷔)	
여 신인				(데뷔)
영국 남 신인				(데뷔)

자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	702	851	961	989	1,171
매출총이익	264	295	341	315	378
영업이익	68	91	113	90	133
EBITDA	132	152	171	152	189
순이자손익	-1	5	9	7	7
외화관련손익	6	0	1	4	2
지분법손익	96	11	47	14	16
세전계속사업손익	173	117	119	119	161
당기순이익	133	82	83	77	104
지배주주순이익	134	80	87	72	97
증가율(%)					
매출액	161.1	21.3	13.0	2.9	18.3
영업이익	66.6	34.8	24.7	-20.6	47.3
EBITDA	163.2	15.5	12.9	-11.5	24.6
순이익	640.6	-38.4	0.8	-7.2	35.8
이익률(%)					
매출총이익률	37.7	34.7	35.5	31.9	32.3
영업이익률	9.6	10.7	11.8	9.1	11.3
EBITDA 이익률	18.7	17.8	17.8	15.3	16.1
세전이익률	24.7	13.7	12.4	12.0	13.8
순이익률	19.0	9.6	8.6	7.8	8.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	123	115	113	257	158
당기순이익	133	82	83	77	104
자산상각비	64	61	58	62	56
운전자본증감	11	-20	-34	46	20
매출채권 감소(증가)	29	-64	-1	-15	-34
재고자산 감소(증가)	-3	-5	1	-7	-5
매입채무 증가(감소)	-4	52	-27	51	58
투자현금흐름	-83	-122	-83	11	-35
유형자산처분(취득)	-21	-24	-19	-11	-8
무형자산 감소(증가)	-22	-26	-32	-18	-23
투자자산 감소(증가)	1	-26	-7	4	-7
재무현금흐름	-7	-1	-43	-53	-28
차입금의 증가(감소)	-41	-4	21	-31	0
자본의 증가(감소)	12	-2	-54	-50	-28
배당금의 지급	0	-5	-28	-28	-28
총현금흐름	147	176	177	212	138
(-)운전자본증가(감소)	0	-11	47	-79	-20
(-)설비투자	22	24	19	12	8
(+)자산매각	-21	-25	-31	-17	-23
Free Cash Flow	104	138	80	262	127
(-)기타투자	30	78	14	-3	-3
잉여현금	74	60	67	265	130
NOPLAT	52	64	79	58	86
(+) Dep	64	61	58	62	56
(-)운전자본투자	0	-11	47	-79	-20
(-)Capex	22	24	19	12	8
OpFCF	94	112	71	186	154

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	769	841	858	1,043	1,189
현금성자산	508	527	490	690	793
매출채권	97	158	153	235	270
재고자산	14	20	26	33	38
비유동자산	545	622	683	566	554
투자자산	334	394	408	319	332
유형자산	67	82	71	58	42
무형자산	145	145	204	189	180
자산총계	1,315	1,463	1,541	1,610	1,743
유동부채	401	467	519	558	620
매입채무	182	355	330	398	456
유동성이자부채	23	26	70	45	45
비유동부채	126	109	112	113	114
비유동이자부채	92	81	76	75	75
부채총계	527	577	632	670	734
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	362	367	362	368	368
이익잉여금	236	306	365	394	463
자본조정	7	12	-17	-24	-24
자기주식	-11	-5	-31	-38	-38
자본총계	788	886	909	940	1,009

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	5,624	3,360	3,663	3,091	4,168
BPS	25,951	29,268	30,318	31,809	34,727
DPS	200	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	6,178	7,395	7,425	9,001	5,864
ROA(%)	11.2	5.8	5.8	4.6	5.8
ROE(%)	25.5	12.2	12.3	9.7	12.3
ROIC(%)	21.8	25.3	26.0	20.8	46.2
Multiples(x, %)					
PER	13.2	22.8	25.1	22.9	17.0
PBR	2.9	2.6	3.0	2.2	2.0
PSR	2.5	2.1	2.3	1.7	1.4
PCR	12.0	10.4	12.4	7.9	12.1
EV/EBITDA	10.4	9.3	10.8	7.3	5.3
배당수익률	0.3	1.6	1.3	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	66.8	65.1	69.4	71.3	72.8
Net debt/Equity	-49.8	-47.4	-37.8	-60.7	-66.7
Net debt/EBITDA	-298.6	-276.8	-200.2	-375.9	-356.1
유동비율	192.0	180.0	165.3	187.2	191.6
이자보상배율(배)	16.5	20.9	19.9	16.4	24.8
자산구조(%)					
투자자본	23.0	21.5	28.2	16.9	12.8
현금+투자자산	77.0	78.5	71.8	83.1	87.2
자본구조(%)					
차입금	12.7	10.8	13.8	11.3	10.6
자기자본	87.3	89.2	86.2	88.7	89.4

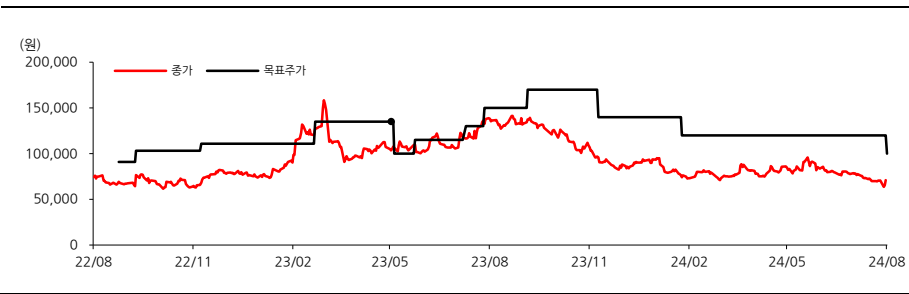
[Compliance Notice](공표일: 2024 년 08 월 08 일)

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 3 자에게 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[에스엠 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2022.08.31	2022.08.31	2022.09.16	2022.11.15	2022.11.16	2023.01.17
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	박수영	91,000	103,000	111,000	111,000	111,000
일 시	2023.02.21	2023.02.28	2023.04.17	2023.05.12	2023.05.31	2023.07.17
투자 의견	Hold	Hold	Buy	Hold	Hold	Hold
목표 가격	111,000	135,000	135,000	100,000	115,000	130,000
일 시	2023.08.03	2023.09.12	2023.10.16	2023.11.09	2023.11.16	2024.02.01
투자 의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	150,000	170,000	170,000	170,000	140,000	120,000
일 시	2024.02.08	2024.04.15	2024.05.08	2024.05.20	2024.06.04	2024.06.12
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2024.07.15	2024.08.08				
투자 의견	Buy	Buy				
목표 가격	120,000	100,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.31	Buy	91,000	-26.20	-23.96
2022.09.16	Buy	103,000	-33.53	-24.85
2022.11.15	Buy	111,000	-22.03	18.83
2023.02.28	Hold	135,000	-18.63	17.41
2023.05.12	Hold	100,000	7.33	2.50
2023.05.31	Hold	115,000	-4.09	6.70
2023.07.17	Hold	130,000	-5.12	4.69
2023.08.03	Hold	150,000	-10.16	-5.73
2023.09.12	Buy	170,000	-30.79	-18.12
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		

[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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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: 2024 년 06 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%