



# 에스엠 (041510)

알고 있던 부진 말고, 놓치고 있는 모멘텀

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 120,000원

현재 주가(2/7)	73,200원
상승여력	▲63.9%
시가총액	17,444억원
발행주식수	23,831천주
52주 최고가 / 최저가	158,500 / 72,900원
90일 일평균 거래대금	184.67억원
외국인 지분율	12.9%

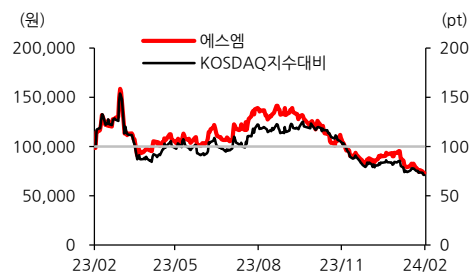
주주 구성	
카카오 (외 13인)	40.2%
하이브 (외 1인)	8.8%
자사주 (외 1인)	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-21.9	-32.8	-47.3	-18.8
상대수익률(KOSDAQ)	-14.3	-31.3	-37.7	-23.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	851	960	1,006	1,157
영업이익	91	115	138	171
EBITDA	152	176	213	237
지배주주순이익	80	112	115	139
EPS	3,360	4,774	4,927	5,939
순차입금	-414	-372	-506	-639
PER	22.8	20.5	14.9	12.3
PBR	2.6	3.1	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.3	11.1	5.8	4.7
배당수익률	1.6	1.2	1.6	1.6
ROE	12.2	15.5	14.6	15.7

## 주가 추이



동사의 4분기 영업이익은 시장 기대치를 하회했습니다. 인건비 이슈 외에도 아티스트 활동 감소에서 기인한 이익을 저하와 기타 연결 법인 부진 탓입니다. 다만 지난 실적보다는 아티스트 활동 모멘텀에 좀 더 주목하길 권하며, 목표주가와 투자 의견을 기존대로 유지합니다.

## 4Q23 Review: 영업이익 컨센서스 하회

동사의 4분기 실적은 매출액 2,500억원(-3%, 이하 YoY), 영업이익 109억원(-52%)으로, 영업이익 기준 시장 기대치(303억원) 및 당사 추정치(266억원)를 크게 밑돌았다. SME 별도 기준, 성과급 지급 이슈 및 대형 콘서트 부재에 따른 이익을 감소가 확인됐다. 주요 연결자회사의 경우 SME 소속 아티스트 대형 콘서트 부재에 따라 공연 관련 자회사들의 매출과 이익 모두 부진했으며, 광고 및 미디어 관련 자회사도 자체 실적 부진이 나타났다. 그 외 신설 신규 법인의 경우 초기 투자에 따른 영업적자가 불가피했던 것으로 보인다. 한편 주주환원 목적의 자사주 소각(약 24만주, 150억원) 결정도 실적과 함께 공시됐다.

## 알고 있던 부진 말고, 놓치고 있는 모멘텀

RIIZE는 1월과 2월 각각 한국과 일본에서 디지털 싱글을 발매해 국내외 음원 차트에서 좋은 성적을 기록 중이다. 2분기에는 미니 앨범 발매가 예정되어 있다. Aespa는 1분기 예정됐던 미국 앨범 발매는 지연되는 대신, 2분기 중 정규 앨범 발매 및 국내부터 월드투어가 시작될 것으로 기대된다. 기대할만한 신인으로는 NCT Wish, 하반기 데뷔가 예정된 여자 신인 등이 있다. 지나간 실적보다는 기대되는 저연차 아티스트 활동 모멘텀에 좀 더 주목할 시기다.

## 투자의견 Buy, 목표주가 12만원 유지

업종 전반적으로 멀티플 밴드가 하향 조정되고 있다. 수급 이슈도 있지만, '23년 나타났던 이익 성장 대비 '24년 기대되는 이익 성장이 크지 않은 데에서 기인한다. 다만, 동사의 경우 '23년과 유사하게, '24-'25년에도 영업이익 기준 최소 20%의 YoY 성장을 지속할 것으로 보인다. 경쟁사와 달리 '23년이라는 높은 기저에 대한 부담이 없다. 또한 성장의 벽에 부딪힌 고연차 대비 저연차의 활동이 더 크게 기대된다는 점에서 긍정적이다. 투자의견 Buy, 목표주가 12만원을 유지한다.

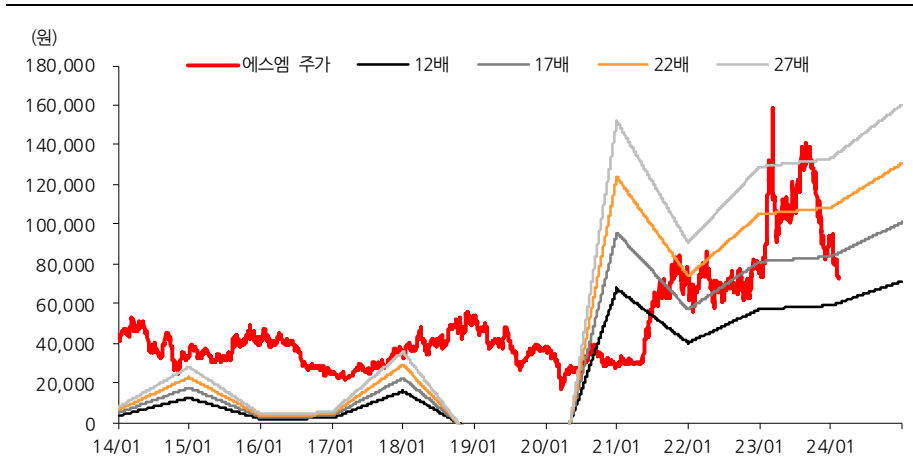
[표1] 에스엠 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2024E	2025E	12mth fwd
EPS			
지배주주순이익(십억원)	115	139	119
보통주발행주식수(천주)	23,590	23,590	23,590
EPS	4,927	5,939	
<b>FWD12M EPS</b>			<b>5,095</b>
<b>Target P/E</b>			<b>22</b>
적정주가			111,589
<b>최종 목표주가</b>			<b>120,000</b>
현재주가			73,200
상승여력			63.9%

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 에스엠 12mth Fwd P/E Band



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표2] 에스엠 4Q23P 실적

(단위: 십억원, %, %pt)

	4Q22	3Q23	4Q23P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	259	266	250	222	242	-3.4	-6.1	12.8	3.5
영업이익	23	51	11	26.6	30.3	-51.7	-78.3	-58.9	-63.9
순이익	2	83	-18	23	22	적전	적전	하회	하회
영업이익률	8.8	19.0	4.4	12.0	12.5	-4.4	-14.6	-7.6	-8.2
순이익률	0.8	31.3	-7.3	10.6	9.0	-8.1	-38.5	-17.9	-16.2

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 에스엠 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	203.9	240	266	250	221	252	229	303	851	960	1,006	1,157
SME	128	139	189	164	140	167	143	219	514	619	668	728
음반/원	60	54	113	91	66	69	67	130	279	318	332	382
출연(방송/광고/행사)	17	21	21	27	18	23	24	29	80	86	94	104
콘서트	20	20	24	12	20	26	17	19	23	77	83	60
MD/라이선싱/화보	30	42	29	34	34	49	33	39	109	135	155	178
기타	2	2	0	1	1	1	1	1	22	4	4	4
SM C&C	21	29	34	43	21	29	34	43	158	127	127	134
KEYEAST	19	13	10	10	13	13	13	13	62	52	54	51
DREAM MAKER	22	35	18	20	11	15	7	9	59	94	42	107
SM Japan	32	25	29	17	35	28	32	19	84	104	114	137
매출총이익	72	83	106	82	100	112	94	131	295	343	437	481
GPM(%)	35.4	34.7	39.9	32.7	45.3	44.3	41.2	43.2	34.7	35.8	43.5	41.6
영업이익	18.3	36	51	10.9	29	40	39	30	91	115	138	171
OPM(%)	9.0	14.9	19.0	4.4	13.0	16.0	17.0	10.0	10.7	12.0	13.8	14.8

자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표4] 에스엠 IP 라인업

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
NCT U/WayV	텐 미니앨범 및 콘서트	WayV 미니앨범		(앨범 및 아시아 투어)
NCT 127	아시아투어/ 태용 미니앨범 및 콘서트	도영 미니앨범/(투어)	(미니앨범)	
NCT DREAM	미니앨범	일 디지털싱글/아시아 투어	월드투어	(정규앨범)
EXO		수호 미니앨범		
Red Velvet	웬디 미니앨범	미니앨범		
aespa		정규앨범/월드투어	(월드투어 및 미국 앨범)	(미니 앨범)
RIIZE	디지털싱글 한/일	미니앨범/디지털싱글 한		(미니앨범)
NCT Wish	데뷔싱글 발매 한/일	일 디지털싱글	(미니앨범)	
Naevis		데뷔 싱글		
여 신인			(데뷔)	
영국 남 신인				(데뷔)

자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	702	851	960	1,006	1,157
매출총이익	264	295	343	437	481
영업이익	68	91	115	138	171
EBITDA	132	152	176	213	237
순이자손익	-1	5	7	2	2
외화관련손익	6	0	3	2	2
지분법손익	96	11	59	16	16
세전계속사업손익	173	117	138	158	190
당기순이익	133	82	116	125	150
지배주주순이익	134	80	112	115	139
증가율(%)					
매출액	21.0	21.3	12.8	4.7	15.1
영업이익	939.6	34.8	26.7	20.0	23.4
EBITDA	68.1	15.5	15.9	21.1	11.0
순이익	흑전	-38.4	41.3	7.4	20.5
이익률(%)					
매출총이익률	37.7	34.7	35.8	43.5	41.6
영업이익률	9.6	10.7	12.0	13.8	14.8
EBITDA 이익률	18.7	17.8	18.3	21.2	20.5
세전이익률	24.7	13.7	14.4	15.7	16.4
순이익률	19.0	9.6	12.1	12.4	13.0

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	123	115	141	187	191
당기순이익	133	82	116	125	150
자산상각비	64	61	61	75	66
운전자본증감	11	-20	-32	11	0
매출채권 감소(증가)	29	-64	29	-41	6
재고자산 감소(증가)	-3	-5	1	-5	1
매입채무 증가(감소)	-4	52	-78	57	-8
투자현금흐름	-83	-122	-74	-33	-38
유형자산처분(취득)	-21	-24	-14	-7	-8
무형자산 감소(증가)	-22	-26	-33	-19	-22
투자자산 감소(증가)	1	-26	-7	-7	-8
재무현금흐름	-7	-1	-41	-28	-28
차입금의 증가(감소)	-41	-4	23	0	0
자본의 증가(감소)	12	-2	-54	-28	-28
배당금의 지급	0	-5	-28	-28	-28
총현금흐름	147	176	193	176	191
(-)운전자본증가(감소)	0	-5	34	-11	0
(-)설비투자	22	24	14	7	8
(+)자산매각	-21	-25	-33	-19	-22
Free Cash Flow	104	132	112	160	160
(-)기타투자	30	72	17	-1	-1
잉여현금	74	60	95	162	161
NOPLAT	52	64	97	109	135
(+) Dep	64	61	61	75	66
(-)운전자본투자	0	-5	34	-11	0
(-)Capex	22	24	14	7	8
OpFCF	94	106	109	188	193

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	769	841	823	1,007	1,137
현금성자산	508	527	524	658	791
매출채권	97	158	196	237	231
재고자산	14	20	26	31	31
비유동자산	545	622	700	667	647
투자자산	334	394	360	375	390
유형자산	67	82	82	57	36
무형자산	145	145	258	235	220
자산총계	1,315	1,463	1,524	1,674	1,784
유동부채	401	467	457	518	515
매입채무	182	226	267	324	316
유동성이자부채	23	33	71	71	71
비유동부채	126	109	118	120	121
비유동이자부채	92	81	81	81	81
부채총계	527	577	575	638	636
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	362	367	360	360	360
이익잉여금	236	306	390	477	588
자본조정	7	12	-15	-15	-15
자기주식	-11	-5	-31	-31	-31
자본총계	788	886	949	1,036	1,147

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	5,624	3,360	4,774	4,927	5,939
BPS	25,951	29,268	31,318	35,342	40,050
DPS	200	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	6,178	7,395	8,109	7,453	8,088
ROA(%)	11.2	5.8	7.5	7.2	8.1
ROE(%)	25.5	12.2	15.5	14.6	15.7
ROIC(%)	21.8	25.0	31.3	33.0	46.7
Multiples(x, %)					
PER	13.2	22.8	20.5	14.9	12.3
PBR	2.9	2.6	3.1	2.1	1.8
PSR	2.5	2.1	2.4	1.7	1.5
PCR	12.0	10.4	12.1	9.8	9.1
EV/EBITDA	10.4	9.3	11.1	5.8	4.7
배당수익률	0.3	1.6	1.2	1.6	1.6
안정성(%)					
부채비율	66.8	65.1	60.6	61.6	55.5
Net debt/Equity	-49.8	-46.7	-39.2	-48.8	-55.7
Net debt/EBITDA	-298.6	-272.6	-211.5	-237.3	-270.0
유동비율	192.0	180.0	180.4	194.4	220.8
이자보상배율(배)	16.5	20.9	20.9	23.6	29.1
자산구조(%)					
투하자본	23.0	22.0	28.9	22.7	18.7
현금+투자자산	77.0	78.0	71.1	77.3	81.3
자본구조(%)					
차입금	12.7	11.3	13.8	12.8	11.7
자기자본	87.3	88.7	86.2	87.2	88.3

[ Compliance Notice ]

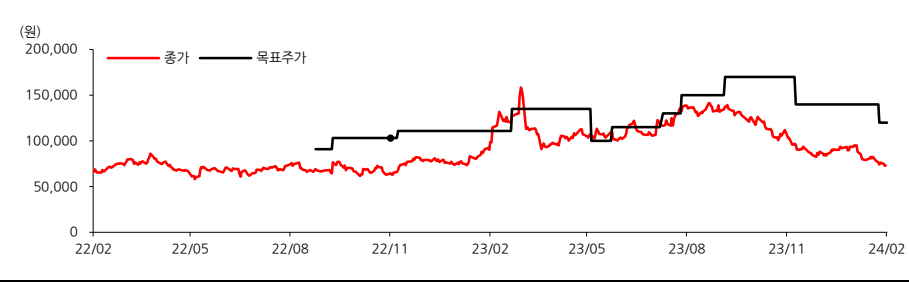
(공표일: 2024 년 02 월 08 일)

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 종목의 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[에스엠 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.08.31	2022.08.31	2022.09.16	2022.11.15	2022.11.16	2023.01.17
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	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
투자의견	Hold	Hold	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	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
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	170,000	170,000	170,000	140,000	120,000
일 시	2024.02.08					
투자의견	Buy					
목표가격	120,000					

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	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		

## [종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%