



BUY (유지)

목표주가(12M) 165,000원
현재주가(11.08) 106,700원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	811.02
52주 최고/최저(원)	158,500/62,900
시가총액(십억원)	2,542.8
시가총액비중(%)	0.64
발행주식수(천주)	23,830.9
60일 평균 거래량(천주)	205.0
60일 평균 거래대금(십억원)	25.6
외국인지분율(%)	15.32
주요주주 지분율(%)	
카카오 외 12 인	40.23
하이브	8.81

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,047.8	1,209.8
영업이익(십억원)	150.9	192.4
순이익(십억원)	127.2	154.8
EPS(원)	4,960	6,040
BPS(원)	33,175	37,825

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	701.6	850.8	984.6	1,162.2
영업이익	67.5	91.0	140.3	185.9
세전이익	173.1	116.9	215.3	224.9
순이익	133.5	80.0	145.7	142.8
EPS	5,667	3,363	6,115	5,992
증감율	흑전 (40.66)		81.83	(2.01)
PER	13.09	22.81	17.45	17.81
PBR	2.81	2.60	3.11	2.78
EV/EBITDA	11.64	10.50	15.46	12.68
ROE	25.48	12.18	19.29	16.57
BPS	26,408	29,472	34,363	38,387
DPS	200	1,200	2,000	2,300



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 황지원 jiwon.hwang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 09일 | 기업분석_ Earnings Review

에스엠 (041510)

이슈의 마무리를 기다리며

리스크만 없다면 매우 매력적인 가격

최근 카카오 관련 리스크가 부각되고 있으며, 법적인 이슈이기에 불확실성이 높은 상황이다. 이 외에도 산업적으로는 블랙핑크 재계약, 마약 등 인적 관련 리스크가 매우 높게 반영되면서 기획사 주가들이 전반적으로 부진하다. 과거 대비 달라진 펀더멘털에도 불구하고 동사 역시 이런 리스크들이 반영되면서 2024년 예상 P/E 17배 수준까지 하락했는데, 이는 과거 동방신기 군입대 당시 혹은 2022년 어려운 시장 환경에서도 저점으로 작용했던 수준의 밸류에이션(P/E 16~17배)에 근접했다. 카카오 혹은 산업 전반에 걸친 인적 리스크만 해소된다면 2024년 신인 그룹들의 흥행 모멘텀 및 2차 판권 성장 기대감을 감안할 때 당연히 공격적인 비중확대를 추천할 수 있는 가격이다. 관련 이슈가 빠르게 마무리되길 바란다.

3Q OP 505억원(+70%)

3분기 매출액/영업이익은 각각 2,663억원(+12% YoY)/505억원(+70%)으로 컨센서스(530억원)에 부합했으며 사상 최대 실적을 달성했다. 별도 영업이익은 480억원(+77%)으로 1) NCT드림/EXO/RIIZE 등 주요 남자 라인업의 컴백 및 데뷔로 871만장을 판매했으며, 2) 콘서트/팬미팅 합산 83회가 반영되었다. 연결 자회사들의 단순 합산 영업이익은 29억원(-13%)으로 공연이 많았던 드림메이커와 재팬이 각각 39억원(+38%)/10억원을 기록했다. C&C는 광고, 키이스트는 편성 부재로 다소 부진했다. 영업외적으로는 관계회사인 SMBM(SM브랜드마케팅) 지분을 인수해 연결 반영되면서 관련한 영업외수익 441억원이 반영되었다.

2024년에 대한 기대는 여전히 유효

하반기 실적 흐름은 기존 예상 대비로는 다소 아쉽게 느껴지지만, 2024년에 대한 기대는 여전히 유효하다. 별도 기준 예상 영업이익은 1,665억원(+25% YoY)으로 연간 앨범 판매량 2,500만장과 SMBM 연결 편입 및 위버스와의 시너지를 통한 다양한 2차 판권 성장이 기대된다. 이미 흥행이 확인되고 있는 RIIZE에 더해 내년 상반기로 계획된 신인 걸그룹의 흥행 가능성도 기대 요인이다. 연결 자회사에서는 사전 제작이 마무리된 키이스트의 가파른 증익과 일본 활동 증가에 따른 재팬 법인의 성장으로 연결 기준 1,859억원(+33%)의 영업이익이 전망된다. 내년 1분기부터 에스파(영어 정규)/RIIZE(싱글 2회)/NCT드림(미니) 등의 컴백과 NCT NEW TEAM의 정식 데뷔가 계획되어 있어 상반기부터 가파른 매니지먼트 매출 성장이 예상된다.

도표 1. SM 실적 추정

(단위: 십억원)

	21	22	23F	24F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F
매출액	702	851	985	1,162	169	184	238	259	204	240	266	275
SME	417	514	640	736	115	111	135	153	128	139	189	184
SM Japan	66	84	105	112	15	21	28	20	32	25	29	18
SM C&C	140	158	129	141	22	36	48	52	21	29	34	44
DREAMMAKER	21	59	91	120	4	4	25	27	22	35	18	17
키이스트	47	62	60	88	14	16	16	16	19	13	10	18
영업이익	68	91	140	186	19	19	30	23	18	36	51	36
OPM(%)	10%	11%	14%	16%	11%	11%	12%	9%	9%	15%	19%	13%
당기순이익	133	82	155	155	26	25	29	2	23	28	84	20

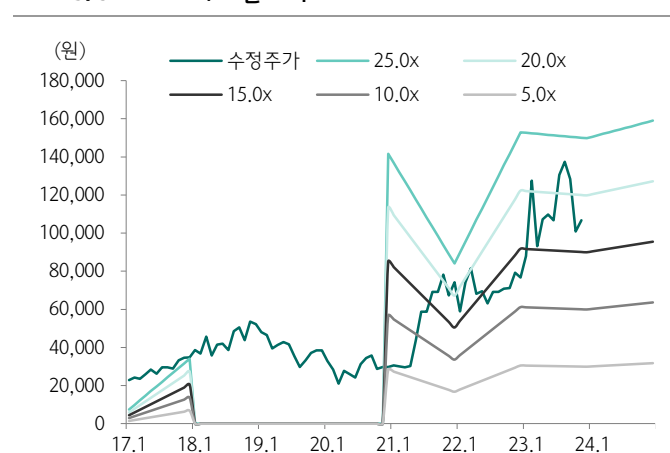
자료: SM, 하나증권

도표 2. SM 아티스트 활동 라인업 - 초록은 8년차 이상

	17	18	19	20	21	22	23F	24F
동방신기	입대							
슈퍼주니어	입대							
소녀시대								
샤이니		입대	입대					
EXO			입대	입대				
레드벨벳								
NCT								
웨이선V(중국)			데뷔					
에스파				데뷔				
Riize							데뷔	
NCT Tokyo(일본)								데뷔
신인 여자(한국)								데뷔

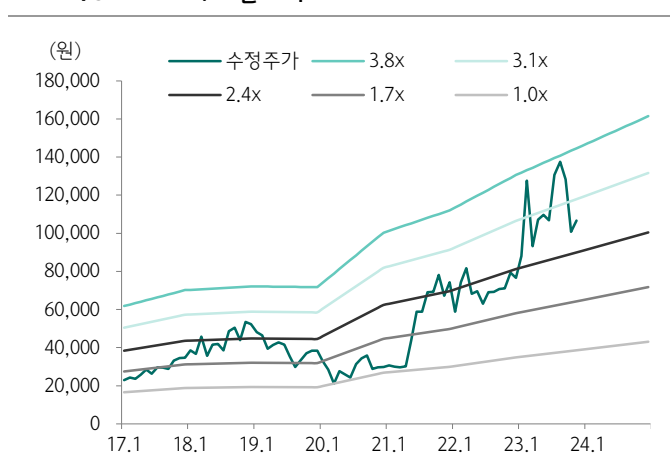
자료: 하나증권

도표 3. SM 12MF P/E 밴드 차트



자료: 하나증권

도표 4. SM 12MF P/B 밴드 차트



자료: 하나증권

도표 5. SM 아티스트 콘서트 개최 일정

발매일	아티스트	음반 분류	발매일	아티스트	음반 분류
10/4	YESUNG	미니 - Unfading Sense	1Q24	aespa	정규 (ENG)
10/6	NCT 127	정규 - Fact Check		SUHO	미니
10/8	NCT NEW TEAM	싱글 (프리 데뷔) - Hands Up		WENDY	미니
10/20	CHANYEOL	싱글 - 그래도 돼		NCT DREAM	미니
10/27	RIIZE	싱글 - Talk Saxy		TAEYONG	미니
10/30	TAEMIN	미니 - Guilty		TEN	미니
11/8	WayV	정규 - On My Youth		NCT NEW TEAM	싱글
11/10	aespa	미니 - Drama		HYO	싱글
11/13	Red Velvet	정규 - Chill Kill		aespa	싱글
11/27	TAEYEON	미니 - To. X		RIIZE	싱글
11월	RYEOWOOK	싱글		RIIZE	싱글 (JPN)
12월	RYEOWOOK	싱글		NCT NEW TEAM	싱글 (JPN)
	NCT 127	싱글			
	TVXQ!	정규			

자료: SM, 하나증권

도표 6. SM 아티스트 콘서트 개최 일정

개최일	국가	아티스트	공연명	횟수
7/4~11	브라질, 칠레, 페루, 멕시코	NCT DREAM	THE DREAM SHOW 2 : In YOUR DREAM	4
7/8~8/20	일본, 인도네시아, 필리핀, 태국, 싱가포르	TAEYEON	TAEYEON CONCERT - The ODD Of LOVE	7
7/17	일본	YESUNG	SUPER JUNIOR-YESUNG LIVE TOUR 『君という様の花びらが僕の心に舞い降りた。』	1
7/29~9/30	태국, 일본, 미국, 멕시코, 브라질, 칠레, 독일, 영국, 프랑스	aespa	aespa LIVE TOUR 2023 'SYNK : HYPER LINE'	18
8/19~9/17	일본	CHEN	CHEN JAPAN TOUR 2023 - Polaris -	8
8/26~9/17	한국, 일본	NCT	NCT NATION : To The World	5
9/23	인도네시아	SMTOWN	SMTOWN LIVE 2023 SMCU PALACE	1
9/30~10/7	일본	SHINee	SHINee WORLD VI [PERFECT ILLUMINATION]	4
10/21~22	한국	YESUNG	-	2

자료: SM, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	701.6	850.8	984.6	1,162.2	1,247.3
매출원가	437.2	555.7	622.6	741.0	802.7
매출총이익	264.4	295.1	362.0	421.2	444.6
판매비	196.9	204.0	221.8	235.3	248.9
영업이익	67.5	91.0	140.3	185.9	195.7
금융손익	1.2	6.7	17.0	18.0	19.0
종속/관계기업손익	96.4	11.4	55.0	18.0	20.2
기타영업외손익	8.1	7.8	3.0	3.0	4.0
세전이익	173.1	116.9	215.3	224.9	238.8
법인세	39.9	34.9	60.3	69.7	74.0
계속사업이익	133.2	82.0	155.0	155.2	164.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	133.2	82.0	155.0	155.2	164.8
비지배주주지분 손이익	(0.3)	2.0	9.3	12.4	13.2
지배주주순이익	133.5	80.0	145.7	142.8	151.6
지배주주지분포괄이익	133.0	76.9	153.0	153.2	162.6
NOPAT	52.0	63.9	101.0	128.3	135.0
EBITDA	131.5	151.8	175.2	206.0	207.2
성장성(%)					
매출액증가율	20.99	21.27	15.73	18.04	7.32
NOPAT증가율	303.10	22.88	58.06	27.03	5.22
EBITDA증가율	68.16	15.44	15.42	17.58	0.58
영업이익증가율	938.46	34.81	54.18	32.50	5.27
(지배주주)순이익증가율	흑전	(40.07)	82.13	(1.99)	6.16
EPS증가율	흑전	(40.66)	81.83	(2.01)	6.16
수익성(%)					
매출총이익률	37.69	34.69	36.77	36.24	35.64
EBITDA이익률	18.74	17.84	17.79	17.73	16.61
영업이익률	9.62	10.70	14.25	16.00	15.69
계속사업이익률	18.99	9.64	15.74	13.35	13.21

투자지표					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	5,667	3,363	6,115	5,992	6,361
BPS	26,408	29,472	34,363	38,387	42,487
CFPS	6,225	7,400	10,261	9,963	10,113
EBITDAPS	5,580	6,384	7,354	8,646	8,696
SPS	29,770	35,768	41,323	48,769	52,338
DPS	200	1,200	2,000	2,300	2,500
주기지표(배)					
PER	13.09	22.81	17.45	17.81	16.77
PBR	2.81	2.60	3.11	2.78	2.51
PCFR	11.92	10.36	10.40	10.71	10.55
EV/EBITDA	11.64	10.50	15.46	12.68	12.13
PSR	2.49	2.14	2.58	2.19	2.04
재무비율(%)					
ROE	25.48	12.18	19.29	16.57	15.81
ROA	11.20	5.76	9.39	8.20	7.90
ROIC	19.21	22.22	37.60	53.91	62.71
부채비율	66.78	65.10	61.91	64.32	62.18
순부채비율	(51.08)	(47.47)	(53.97)	(58.44)	(62.35)
이자보상배율(배)					
	16.51	20.90	31.93	40.77	41.60

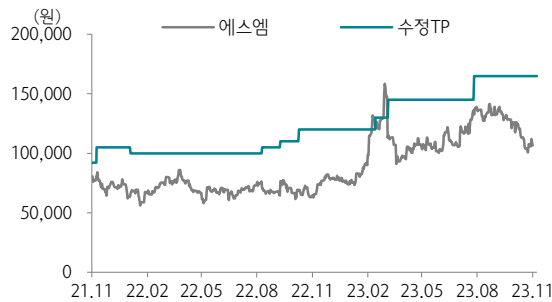
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	769.5	841.4	1,019.5	1,197.2	1,343.3
금융자산	517.9	534.1	663.7	777.4	892.7
현금성자산	331.3	317.5	414.2	491.4	586.3
매출채권	97.3	157.5	182.3	215.2	230.9
재고자산	14.4	20.4	23.7	27.9	30.0
기타유동자산	139.9	129.4	149.8	176.7	189.7
비유동자산	545.5	621.6	620.3	644.9	654.7
투자자산	179.9	254.9	288.6	333.3	354.7
금융자산	46.3	82.7	89.3	98.1	102.2
유형자산	66.6	82.5	68.2	60.5	56.2
무형자산	144.8	145.1	124.4	112.1	104.7
기타비유동자산	154.2	139.1	139.1	139.0	139.1
자산총계	1,314.9	1,463.0	1,639.8	1,842.1	1,998.0
유동부채	400.7	467.4	513.1	601.1	643.3
금융부채	23.2	32.6	36.4	41.4	43.8
매입채무	169.2	213.8	235.2	277.6	297.9
기타유동부채	208.3	221.0	241.5	282.1	301.6
비유동부채	125.8	109.4	114.0	119.9	122.8
금융부채	91.9	80.8	80.8	80.8	80.8
기타비유동부채	33.9	28.6	33.2	39.1	42.0
부채총계	526.5	576.9	627.0	721.0	766.1
지배주주지분	616.2	696.7	814.1	910.0	1,007.7
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	361.6	366.7	366.7	366.7	366.7
자본조정	19.6	22.9	22.9	22.9	22.9
기타포괄이익누계액	(12.7)	(11.1)	(11.1)	(11.1)	(11.1)
이익잉여금	235.8	306.4	423.7	519.6	617.3
비지배주주지분	172.2	189.4	198.7	211.1	224.3
자본총계	788.4	886.1	1,012.8	1,121.1	1,232.0
순금융부채	(402.7)	(420.7)	(546.6)	(655.2)	(768.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	122.6	114.9	191.3	190.6	183.7
당기순이익	133.2	82.0	155.0	155.2	164.8
조정	(21.6)	53.3	34.9	20.1	11.6
감가상각비	64.0	60.8	34.9	20.1	11.6
외환거래손익	(2.9)	1.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(96.4)	(11.4)	0.0	0.0	0.0
기타	13.7	2.8	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	11.0	(20.4)	1.4	15.3	7.3
투자활동 현금흐름	(82.6)	(121.8)	(66.7)	(81.1)	(41.8)
투자자산감소(증가)	(10.3)	(74.5)	(33.7)	(44.7)	(21.4)
자본증가(감소)	(21.5)	(23.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(50.8)	(23.4)	(33.0)	(36.4)	(20.4)
재무활동 현금흐름	(6.8)	(0.6)	(24.6)	(41.9)	(51.5)
금융부채증가(감소)	54.0	(1.8)	3.8	5.0	2.4
자본증가(감소)	51.4	5.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(112.2)	0.8	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(4.7)	(28.4)	(46.9)	(53.9)
현금의 증감	33.2	(7.5)	84.5	77.2	94.9
Unlevered CFO	146.7	176.0	244.5	237.4	241.0
Free Cash Flow	100.4	90.9	191.3	190.6	183.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엠



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.8.3	BUY	165,000		
23.3.14	BUY	145,000	-24.93%	-6.14%
23.2.21	BUY	130,000	2.22%	21.92%
22.10.17	BUY	120,000	-33.39%	9.92%
22.9.16	BUY	110,000	-36.42%	-29.64%
22.8.17	BUY	105,000	-35.82%	-33.05%
22.1.11	BUY	100,000	-29.92%	-14.10%
21.11.16	BUY	105,000	-31.45%	-20.00%
21.10.12	BUY	92,000	-15.55%	-9.67%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 11월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2023년 11월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인(자사주 신탁/위탁, 유동성공급자 등

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 06일