



에스엠 (041510)

당분간 자회사 실적은 흐린눈으로 봐주세요

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 100,000원

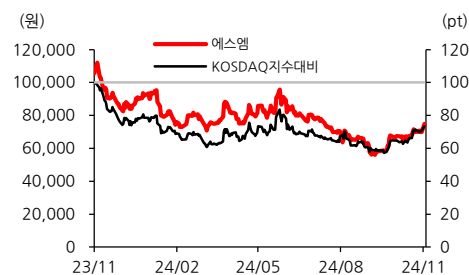
현재 주가(11/4)	74,900 원
상승여력	▲33.5%
시가총액	17,492 억원
발행주식수	23,354 천주
52 주 최고가 / 최저가	112,000 / 56,000 원
90 일 일평균 거래대금	73.39 억원
외국인 지분율	14.2%
주주 구성	
카카오 (외 13 인)	41.0%
하이브 (외 1 인)	9.5%
자사주 (외 1 인)	2.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.0	6.2	-12.7	-29.1
상대수익률(KOSDAQ)	12.9	9.5	0.2	-25.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	961	960	1,211	1,411
영업이익	113	68	126	146
EBITDA	171	129	182	198
지배주주순이익	87	47	90	102
EPS	3,663	2,035	3,883	4,408
순차입금	-343	-457	-554	-644
PER	25.1	36.8	19.3	17.0
PBR	3.0	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	10.8	10.0	6.6	5.6
배당수익률	1.3	1.6	1.6	1.6
ROE	12.3	6.6	12.3	12.7

주가 추이



자회사들의 전반적인 실적 부진이 지속되고 있습니다. 다만 비핵심 자산 매각계획도 여전히 유효하고, 본업 고도화는 드림메이커/브랜드마케팅/KMR 등 주요 자회사 실적 개선으로 이어질 개연성이 높습니다.

3Q24 Review: 자꾸 이러는 것도 쉽진 않을텐데...

동사는 3분기 연결 기준 매출액 2,422억원, 영업이익 133억원을 기록했다. 컨센서스 밴드 하단에 위치해있던 당사 영업이익 추정치 190억 원도 큰 폭 하회했다. 다만 SME 별도 법인 실적만 보면, 영업이익 271억원으로 나쁘지 않았다. 음반은 Big IP 발매 부재에도 분기 판매량 4백만장대를 유지하며 나름 선방했고, 에스파 등의 글로벌 음원 성적 호조에 힘입어 음원 실적도 좋았다. 공연도 NCT Dream의 월드투어 등의 영향으로 전년비 큰 폭 성장, 무엇보다 MD 등 상대적으로 마진율이 높은 IP 2차 매출 성장이 돋보인 분기였다. 결국 자회사 부진이 또다시 발목을 잡았는데, 키이스트를 제외한 거의 모든 자회사 실적이 좋지 않았고 디어엘리스 제작비가 당분기 반영된 영향도 있었다.

당분간 자회사 실적은 흐린눈으로 봐주세요

투자자들을 만나면, 동사와 관련해 가장 먼저 듣는 질문은 “C&C, KEYEAST 매각은 어떻게 진행되고 있나요?” 다. 최근 금융 시장 분위기가 얼어붙은 탓에 매각이 빠른 속도로 진척되긴 어려워 보이나 회사의 의지는 확고하다. 한편, 브랜드마케팅/드림메이커/KMR도 연결 실적 부진의 주 요인인데, 회사의 글로벌 공연 및 MD 판매 확대 전략은 브랜드마케팅이나 드림메이커의 점진적인 실적 개선으로 이어질 개연성이 높다. KMR도 곡 판매가 이미 진행되고 있다. 올해는 힘들겠으나 내년에는 분기 기준 흑자 전환도 기대할 수 있을 전망이다. 자회사 부진이 지속되는건 맞지만, 본업의 체력은 올라오고 있다. 아티스트 컴백 일정이 규칙적이고, 전략적인 MD 매출 확대도 인상 깊다. 당분간 부진할 자회사 실적은 “어쩔 수 없으니” 그보다는 빠른 속도로 올라오는 본업을 봐주는건 어떨까?

업종 내 차선후주 의견 유지

차선후주 의견을 유지한다. '25년 에스파/라이즈/위시의 성장 그리고 여 신인만 봐도 충분히 좋은 회사다.

[표1] 에스엠 3Q24P 실적

(단위: 십억원, %, %pt)

	3Q23	2Q24	3Q24P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	266	254	242	240	259	-9.0%	-4.6%	0.9%	-6.3%
영업이익	51	25	13	19	26	-73.6%	-46.1%	-29.8%	-49.2%
영업이익률	19.0%	9.7%	5.5%	7.9%	10.2%	-13.5%pt	-4.2%pt	-2.4%pt	-4.7%pt

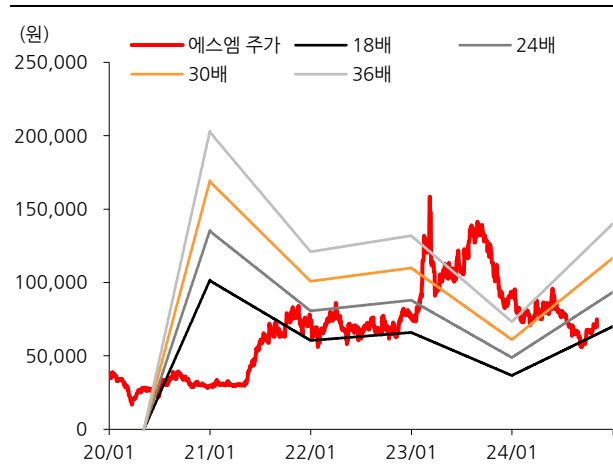
자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 에스엠 목표주가 산출

	2024E	2025E
지배주주순이익(십억원)	47	90
보통주발행주식수(천주)	23,590	23,590
EPS	2,035	3,883
Target P/E		24
적정주가		93,201
최종 목표주가		100,000
현재주가		74,900
상승여력		33.5%

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 에스엠 12mth fwd P/E Band



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

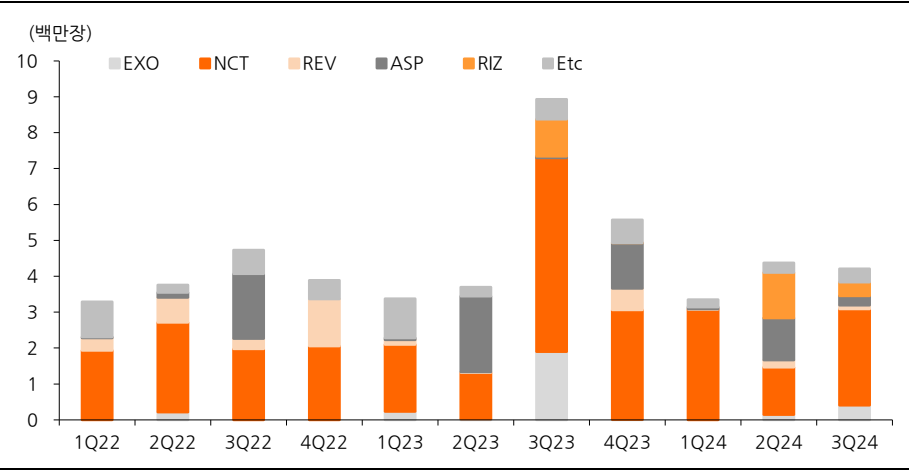
[표3] 에스엠 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	2023	2024E	2025E	2026E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E
매출액	961	960	1,211	1,411	204	240	266	251	220	254	242	244
SME	619	652	791	919	128	139	189	164	136	174	172	170
음반/원	318	275	347	401	60	54	113	91	55	72	73	75
출연	86	91	105	121	17	21	21	27	20	21	23	28
콘서트	77	122	146	176	20	20	24	12	25	37	38	22
MD 등	135	162	190	219	30	42	29	34	36	44	38	44
기타	4	3	3	3	2	2	0	1	1	1	1	1
SM C&C	127	112	117	123	21	29	34	43	24	28	25	35
KEYEAST	52	66	72	80	19	13	10	10	25	16	13	11
DREAM MAKER	94	34	70	85	22	35	18	20	13	8	10	3
SM Japan	104	104	120	126	29	21	25	7	29	19	21	26
SMBM	20	56	100	140	0	0	4	15	12	14	15	15
매출총이익	341	301	391	456	72	83	106	79	71	78	73	79
GPM(%)	35.5%	31.4%	32.3%	32.3%	35.4%	34.7%	39.9%	31.7%	32.3%	30.6%	30.3%	32.3%
영업이익	113	68	126	146	18	36	51	9	16	25	13	15
OPM(%)	11.8%	7.1%	10.4%	10.4%	9.0%	14.9%	19.0%	3.6%	7.1%	9.7%	5.5%	6.0%

자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 에스엠 분기별 앨범 판매량 추이



자료: Circle Chart, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 아티스트 라인업

	1Q	2Q	3Q	4Q
NCT 127	스페셜앨범/투어	멤버 솔로	앨범	(투어)
NCT Dream	미니앨범	투어	투어	앨범/투어
NCT Wish	앨범	앨범	앨범	앨범
RIZE	디지털싱글	앨범	앨범	(디싱)
aespa		앨범/투어	투어	앨범

자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	851	961	960	1,211	1,411
매출총이익	295	341	301	391	456
영업이익	91	113	68	126	146
EBITDA	152	171	129	182	198
순이자손익	5	9	6	6	6
외화관련손익	0	1	5	2	2
지분법손익	11	47	12	16	16
세전계속사업손익	117	119	87	150	171
당기순이익	82	83	51	97	110
지배주주순이익	80	87	47	90	102
증가율(%)					
매출액	196.5	13.0	-0.1	26.1	16.6
영업이익	165.1	24.7	-39.8	85.0	15.8
EBITDA	220.5	12.9	-24.7	41.4	8.6
순이익	4,389.2	0.8	-38.4	90.7	13.5
이익률(%)					
매출총이익률	34.7	35.5	31.4	32.3	32.3
영업이익률	10.7	11.8	7.1	10.4	10.4
EBITDA 이익률	17.8	17.8	13.4	15.1	14.0
세전이익률	13.7	12.4	9.1	12.4	12.1
순이익률	9.6	8.6	5.3	8.0	7.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	115	113	199	153	153
당기순이익	82	83	51	97	110
자산상각비	61	58	61	56	52
운전자본증감	-20	-34	11	21	13
매출채권 감소(증가)	-64	-1	8	-92	-51
재고자산 감소(증가)	-5	1	-1	-11	-6
매입채무 증가(감소)	52	-27	-25	122	68
투자현금흐름	-122	-83	39	-35	-41
유형자산처분(취득)	-24	-19	-15	-9	-10
무형자산 감소(증가)	-26	-32	-22	-23	-27
투자자산 감소(증가)	-26	-7	8	-6	-6
재무현금흐름	-1	-43	-98	-28	-28
차입금의 증가(감소)	-4	21	-24	0	0
자본의 증가(감소)	-2	-54	-74	-28	-28
배당금의 지급	-5	-28	-28	-28	-28
총현금흐름	176	177	202	132	140
(-)운전자본증가(감소)	-11	47	-29	-21	-13
(-)설비투자	24	19	16	9	10
(+)자산매각	-25	-31	-20	-23	-27
Free Cash Flow	138	80	194	121	116
(-)기타투자	78	14	-50	-3	-2
잉여현금	60	67	244	124	118
NOPLAT	64	79	40	82	95
(+) Dep	61	58	61	56	52
(-)운전자본투자	-11	47	-29	-21	-13
(-)Capex	24	19	16	9	10
OpFCF	112	71	113	150	149

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	841	858	924	1,127	1,278
현금성자산	527	490	590	686	777
매출채권	158	153	225	318	369
재고자산	20	26	27	38	44
비유동자산	622	683	587	576	575
투자자산	394	408	320	333	347
유형자산	82	71	66	51	38
무형자산	145	204	201	192	191
자산총계	1,463	1,541	1,511	1,703	1,854
유동부채	467	519	500	629	703
매입채무	355	330	298	421	489
유동성이자부채	26	70	57	57	57
비유동부채	109	112	119	120	122
비유동이자부채	81	76	76	76	76
부채총계	577	632	619	749	825
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	367	362	369	369	369
이익잉여금	306	365	369	432	506
자본조정	12	-17	-48	-48	-48
자기주식	-5	-31	-62	-62	-62
자본총계	886	909	892	954	1,029

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,360	3,663	2,035	3,883	4,408
BPS	29,268	30,318	29,790	32,429	35,584
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	7,395	7,425	8,547	5,590	5,930
ROA(%)	5.8	5.8	3.1	5.6	5.7
ROE(%)	12.2	12.3	6.6	12.3	12.7
ROIC(%)	25.3	26.0	12.8	32.6	43.3
Multiples(x, %)					
PER	22.8	25.1	36.8	19.3	17.0
PBR	2.6	3.0	2.5	2.3	2.1
PSR	2.1	2.3	1.8	1.5	1.3
PCR	10.4	12.4	8.8	13.4	12.6
EV/EBITDA	9.3	10.8	10.0	6.6	5.6
배당수익률	1.6	1.3	1.6	1.6	1.6
안정성(%)					
부채비율	65.1	69.4	69.4	78.5	80.2
Net debt/Equity	-47.4	-37.8	-51.3	-58.0	-62.6
Net debt/EBITDA	-276.8	-200.2	-354.5	-303.5	-324.8
유동비율	180.0	165.3	184.7	179.3	181.9
이자보상배율(배)	20.9	19.9	12.1	22.4	26.0
자산구조(%)					
투자자본	21.5	28.2	22.9	18.4	15.6
현금+투자자산	78.5	71.8	77.1	81.6	84.4
자본구조(%)					
차입금	10.8	13.8	12.9	12.2	11.4
자기자본	89.2	86.2	87.1	87.8	88.6

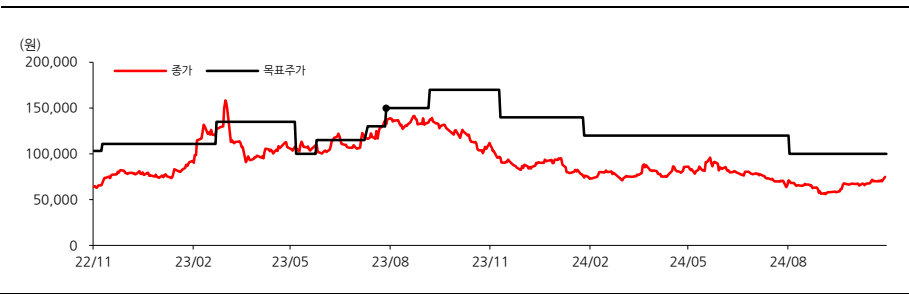
[Compliance Notice](공표일: 2024년 11월 5일)

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 3자에게 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[에스엠 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.11.15	2022.11.16	2023.01.17	2023.02.21	2023.02.28	2023.04.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Buy
목표가격	111,000	111,000	111,000	111,000	135,000	135,000
일 시	2023.05.12	2023.05.31	2023.07.17	2023.08.03	2023.09.12	2023.10.16
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격	100,000	115,000	130,000	150,000	170,000	170,000
일 시	2023.11.09	2023.11.16	2024.02.01	2024.02.08	2024.04.15	2024.05.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	140,000	120,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2024.05.20	2024.06.04	2024.06.12	2024.07.15	2024.08.08	2024.08.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	120,000	100,000	100,000
일 시	2024.10.15	2024.11.01	2024.11.05			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	100,000	100,000	100,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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 09 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%