

2023. 4. 24



▲ 통신/미디어/엔터

Analyst **정지수**

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA **김민영**

02. 6454-4884

minyoung.kim02@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 135,000 원**

**현재주가 (4.21) 100,500 원**

**상승여력 34.3%**

KOSDAQ 868.82pt

시가총액 23,950억원

발행주식수 2,383만주

유동주식비율 58.06%

외국인비중 17.04%

52주 최고/최저가 158,500원/58,000원

평균거래대금 1,895.7억원

**주요주주(%)**

카카오 외 12 인 40.22

하이브 8.81

**주가상승률(%)**    1개월    6개월    12개월

절대주가    -11.5    54.6    42.6

상대주가    -18.2    20.0    52.5

**주가그래프**



# 에스엠 041510

## 마침내 안개가 걷히고

- ✓ 1Q23 연결 영업이익 206억원(+7.2% YoY)으로 시장 컨센서스(235억원) 하회 전망
- ✓ 음반/음원 및 공연 매출 성장에도 법무 관련 일회성 비용에 따른 이익률 하락 전망
- ✓ 2023년 연결 매출액 9,609억원(+13.3% YoY), 영업이익 1,253억원(+34.1% YoY) 전망
- ✓ 기존 아티스트들의 이른 컴백, 신규 IP 추가 등으로 중장기 실적 개선 견인 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 125,000원에서 135,000원으로 +8.0% 상향

### 1Q23 Preview: 일회성 비용에도 무난한 실적 전망

1Q23 연결 실적은 매출액 2,002억원(+18.2% YoY), 영업이익 206억원(+7.2% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 235억원)를 소폭 하회할 전망이다. 음반/음원 매출액은 757억원으로 슈퍼주니어, GOT the beat, NCT 127, EXO 카이 앨범 등이 반영되며 전년 대비 +19.1% 성장할 전망이다. 콘서트는 NCT Dream, 동방신기, 에스파 일본 공연 27회와 국내, 북미, 중남미 공연 40회 등으로 124억원의 매출액을 기록하며 전년(7억원) 대비 크게 성장할 전망이다. 다만, 경영권 분쟁에 따른 법무 관련 비용 약 40~50억원이 반영되며 이익률은 소폭 하락할 전망이다.

### 이제는 오롯이 성장에만 집중

2023년 연결 매출액은 9,609억원(+13.3% YoY), 영업이익 1,253억원(+34.1% YoY)을 전망한다. 2Q23에는 NCT 도재정 앨범 발매와 EXO 완전체 컴백, 에스파 앨범 발매, NCT Dream 월드투어 등이 예정되어 있으며, 경영권 분쟁이 일단락된 만큼 아티스트 활동 지원을 통한 사업 정상화 및 수익성 극대화를 위한 노력을 지속할 전망이다. 하반기에는 남자/여자 신인그룹 1팀씩 데뷔를 준비 중이고, Si 아티스트 싱글 앨범까지 추가되며 라인업이 풍부해질 전망이다.

### 투자의견 Buy 유지, 적정주가 125,000원에서 135,000원으로 상향

SM 3.0 전략과 함께 발표한 공격적인 중장기 실적 가이드선 달성 여부는 아직 판단하기 이르나, 아티스트 활동성을 극대화하여 꾸준히 실적이 개선될 가능성이 커졌다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치를 변경해 기존 125,000원에서 135,000원으로 +8.0% 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	701.6	67.5	133.5	5,667	흑전	25,951	13.1	2.9	11.6	25.5	66.8
2022	850.8	91.0	80.0	3,363	-39.0	29,268	22.8	2.6	10.5	12.2	65.1
2023E	960.9	125.3	107.4	4,508	34.1	32,563	22.3	3.1	14.2	14.6	66.1
2024E	1,011.5	146.8	121.8	5,110	13.4	36,494	19.7	2.8	12.1	14.8	62.8
2025E	1,065.0	169.8	137.4	5,767	12.8	41,081	17.4	2.4	10.2	14.9	59.4

표1 에스엠. 1Q23 실적 Preview							
(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>200.2</b>	<b>169.4</b>	<b>18.2</b>	<b>256.4</b>	<b>-21.9</b>	<b>197.7</b>	<b>1.3</b>
SME(별도)	125.6	114.9	9.3	151.1	-16.9		
음반/음원	75.7	63.5	19.1	76.8	-1.5		
출연(방송/광고/행사)	15.8	15.5	2.0	25.1	-37.0		
콘서트	12.4	0.7	1,670.6	7.5	65.3		
MD/라이선싱/화보	18.9	17.5	8.0	39.8	-52.5		
기타	2.8	17.6	-84.1	1.9	47.4		
연결자회사	81.4	54.9	48.3	114.3	-28.7		
SM C&C	23.8	22.0	8.0	51.8	-54.1		
KEYEAST	15.3	13.7	12.0	16.1	-4.6		
DREAM MAKER	20.9	4.2	397.6	26.7	-21.7		
SMC	17.3	11.6	48.8	15.1	14.2		
SMEJ Plus	4.2	3.4	22.8	4.6	-9.0		
<b>영업이익</b>	<b>20.6</b>	<b>19.2</b>	<b>7.2</b>	<b>25.1</b>	<b>-18.0</b>	<b>23.5</b>	<b>-12.3</b>
<b>세전이익</b>	<b>28.3</b>	<b>35.4</b>	<b>-20.1</b>	<b>13.3</b>	<b>112.5</b>	<b>27.8</b>	<b>1.7</b>
<b>당기순이익</b>	<b>20.4</b>	<b>25.6</b>	<b>-20.5</b>	<b>8.9</b>	<b>129.7</b>	<b>18.7</b>	<b>8.8</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

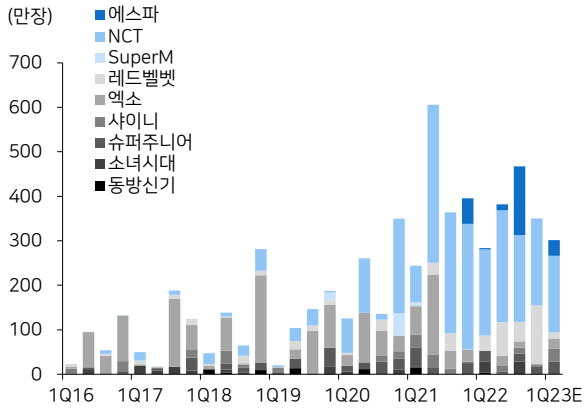
표2 에스엠 실적 추정치 변경 내역						
(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	931.0	961.0	960.9	1,011.5	3.2%	5.3%
영업이익	116.5	129.9	125.3	146.8	7.6%	13.0%
세전이익	141.4	153.9	153.0	173.5	8.2%	12.7%
당기순이익	101.8	110.8	110.2	124.9	8.2%	12.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 에스엠 적정주가 Valuation		
(십억원)	내용	비고
12M Forward 지배주주순이익	107.4	
EPS (원)	4,507	
Target PER(배)	30.0	업종 평균
<b>적정가치(원)</b>	<b>135,222</b>	
<b>적정주가(원)</b>	<b>135,000</b>	

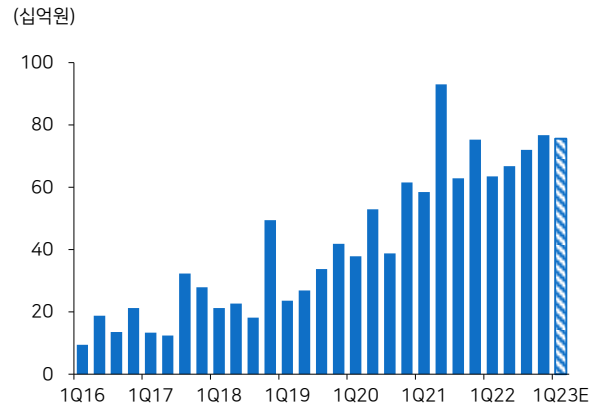
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 에스엠 아티스트 앨범 판매량 추이



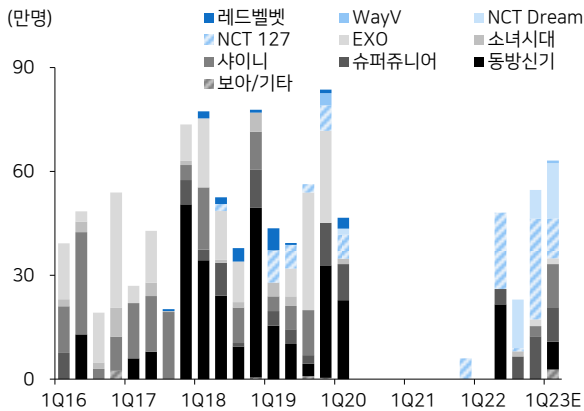
자료: 씨클차트, 메리츠증권 리서치센터

그림2 에스엠 앨범 매출액 추이



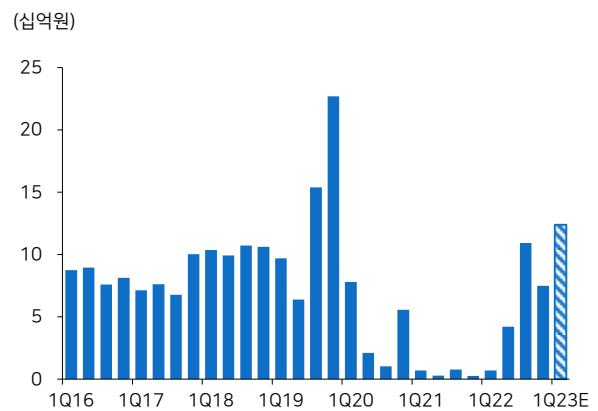
자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림3 에스엠 아티스트 콘서트 관객수 추이



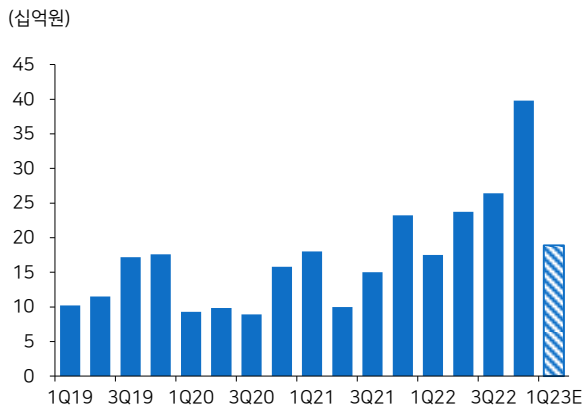
자료: Touring Data, 메리츠증권 리서치센터

그림4 에스엠 콘서트 매출액 추이



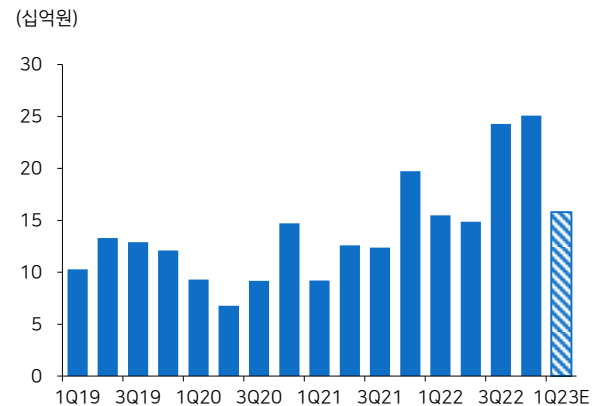
자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림5 에스엠 MD 및 라이선싱 매출액 추이



자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림6 에스엠 출연(방송/광고/행사) 매출액 추이

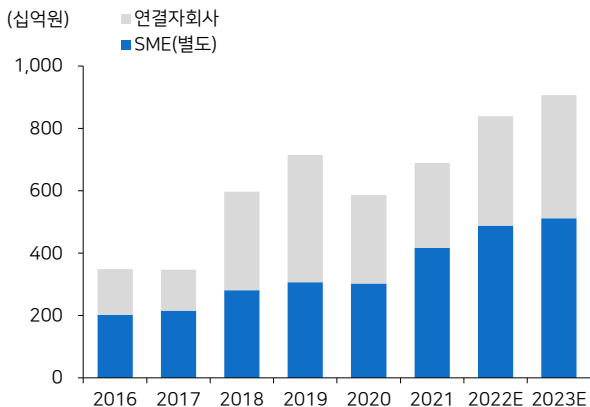


자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표4 에스엠 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
<b>매출액</b>	<b>169.4</b>	<b>184.4</b>	<b>238.1</b>	<b>256.4</b>	<b>200.2</b>	<b>221.3</b>	<b>255.7</b>	<b>283.6</b>	<b>701.6</b>	<b>848.4</b>	<b>960.9</b>
% YoY	9.8%	-1.1%	54.2%	24.2%	18.2%	20.0%	7.4%	10.6%	21.0%	20.9%	13.3%
<b>SME(별도)</b>	<b>114.9</b>	<b>111.1</b>	<b>135.1</b>	<b>151.1</b>	<b>125.6</b>	<b>132.0</b>	<b>151.7</b>	<b>169.6</b>	<b>417.2</b>	<b>512.2</b>	<b>578.9</b>
음반/음원	63.5	66.8	72.0	76.8	75.7	77.2	81.6	76.7	289.7	279.1	311.2
출연(방송/광고/행사)	15.5	14.9	24.3	25.1	15.8	16.1	22.8	27.1	53.9	79.8	81.8
콘서트	0.7	4.2	10.9	7.5	12.4	11.7	12.3	14.2	2.0	23.3	50.6
MD/라이선싱/화보	17.5	23.7	26.4	39.8	18.9	25.6	30.6	46.2	66.2	107.4	121.3
기타	17.6	1.4	1.5	1.9	2.8	1.3	4.3	5.5	5.2	22.4	13.9
<b>연결자회사</b>	<b>54.9</b>	<b>77.9</b>	<b>116.3</b>	<b>114.3</b>	<b>81.4</b>	<b>97.7</b>	<b>113.3</b>	<b>122.4</b>	<b>272.6</b>	<b>363.4</b>	<b>414.9</b>
SM C&C	22.0	36.5	47.7	51.8	23.8	39.3	51.3	55.7	139.7	157.9	170.1
KEYEAST	13.7	16.1	16.1	16.1	15.3	17.7	17.6	17.4	46.5	62.0	68.0
DREAM MAKER	4.2	3.9	24.5	26.7	20.9	17.6	20.9	27.0	20.7	59.3	86.4
SMC	11.6	17.4	23.6	15.1	17.3	18.7	19.0	17.9	53.4	67.7	72.9
<b>매출총이익</b>	<b>68.8</b>	<b>63.1</b>	<b>80.5</b>	<b>85.1</b>	<b>63.0</b>	<b>78.9</b>	<b>85.1</b>	<b>96.9</b>	<b>264.4</b>	<b>297.5</b>	<b>323.9</b>
GPm(%)	40.6%	34.2%	33.8%	33.2%	31.5%	35.7%	33.3%	34.2%	37.7%	35.1%	33.7%
<b>영업이익</b>	<b>19.2</b>	<b>19.4</b>	<b>29.8</b>	<b>25.1</b>	<b>20.6</b>	<b>33.7</b>	<b>34.7</b>	<b>36.4</b>	<b>67.5</b>	<b>93.4</b>	<b>125.3</b>
% YoY	25.0%	-29.5%	111.5%	137.6%	7.2%	73.9%	16.4%	44.9%	939.6%	38.4%	34.1%
영업이익률(%)	11.3%	10.5%	12.5%	9.8%	10.3%	15.2%	13.6%	12.8%	9.6%	11.0%	13.0%
<b>SME(별도)</b>	<b>24.7</b>	<b>23.8</b>	<b>27.1</b>	<b>24.4</b>	<b>33.6</b>	<b>46.2</b>	<b>43.7</b>	<b>47.9</b>	<b>74.1</b>	<b>100.0</b>	<b>171.5</b>
<b>연결자회사</b>	<b>-5.5</b>	<b>-4.4</b>	<b>2.6</b>	<b>9.7</b>	<b>-6.2</b>	<b>-4.2</b>	<b>0.3</b>	<b>-3.2</b>	<b>-6.6</b>	<b>2.4</b>	<b>-13.3</b>
SM C&C	-3.1	0.9	1.2	1.1	-3.5	0.4	3.3	1.9	1.2	0.1	2.1
KEYEAST	-0.3	10.3	-4.8	1.0	0.7	1.0	1.0	1.1	1.0	6.2	3.8
DREAM MAKER	-0.6	-0.4	-2.5	-2.7	0.4	1.0	-2.9	-2.8	-2.6	-6.1	-4.3
법인세차감전순이익	35.4	36.8	39.6	13.3	28.3	39.8	41.7	43.3	173.1	127.9	153.0
법인세비용	9.8	11.5	10.5	4.4	7.9	11.1	11.7	12.1	39.9	36.2	42.8
<b>당기순이익</b>	<b>25.6</b>	<b>25.4</b>	<b>29.2</b>	<b>8.9</b>	<b>20.4</b>	<b>28.6</b>	<b>30.0</b>	<b>31.2</b>	<b>133.2</b>	<b>89.0</b>	<b>110.2</b>
당기순이익률(%)	15.1%	13.7%	12.2%	3.5%	10.2%	12.9%	11.7%	11.0%	19.0%	10.5%	11.5%

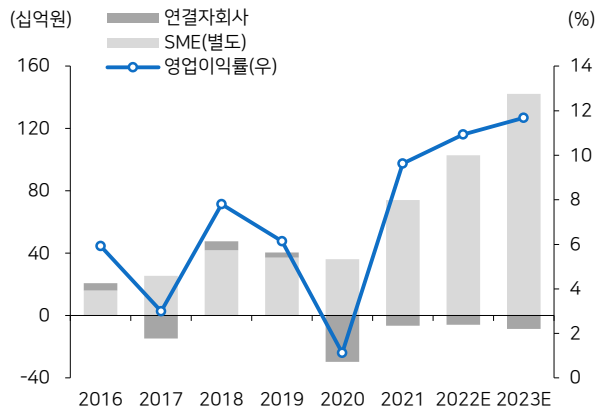
자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림7 에스엠 매출액 추이 및 전망



자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림8 에스엠 영업이익 추이 및 전망



자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

## 에스엠 (041510)

## Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>701.6</b>	<b>850.8</b>	<b>960.9</b>	<b>1,011.5</b>	<b>1,065.0</b>
매출액증가율 (%)	21.0	21.3	12.9	5.3	5.3
매출원가	437.2	555.7	636.9	661.4	687.7
매출총이익	264.4	295.0	323.9	350.1	377.4
판매관리비	196.9	204.0	198.6	203.3	207.6
<b>영업이익</b>	<b>67.5</b>	<b>91.0</b>	<b>125.3</b>	<b>146.8</b>	<b>169.8</b>
영업이익률	9.6	10.7	13.0	14.5	15.9
금융손익	1.2	6.7	5.5	7.1	9.0
중속/관계기업손익	96.4	11.4	15.7	16.4	17.0
기타영업외손익	8.1	7.8	8.1	7.8	8.1
세전계속사업이익	173.1	116.9	153.0	173.5	195.8
법인세비용	39.9	34.9	45.7	47.8	56.9
<b>당기순이익</b>	<b>133.2</b>	<b>82.0</b>	<b>110.2</b>	<b>124.9</b>	<b>141.0</b>
지배주주지분 순이익	133.5	80.0	107.4	121.8	137.4

## Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>769.5</b>	<b>841.4</b>	<b>979.0</b>	<b>1,107.3</b>	<b>1,248.8</b>
현금및현금성자산	331.3	317.5	388.1	485.6	594.6
매출채권	97.3	157.5	177.9	187.3	197.2
재고자산	14.4	20.4	23.1	24.3	25.6
<b>비유동자산</b>	<b>545.5</b>	<b>621.6</b>	<b>629.2</b>	<b>626.7</b>	<b>628.7</b>
유형자산	66.6	82.5	74.6	68.8	64.3
무형자산	144.8	145.1	132.8	123.5	116.4
투자자산	179.9	254.9	282.6	295.4	308.8
<b>자산총계</b>	<b>1,314.9</b>	<b>1,463.0</b>	<b>1,608.1</b>	<b>1,734.0</b>	<b>1,877.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>400.7</b>	<b>467.5</b>	<b>526.8</b>	<b>554.2</b>	<b>583.0</b>
매입채무	169.2	213.8	241.5	254.2	267.7
단기차입금	2.7	4.9	4.9	4.9	4.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>125.8</b>	<b>109.5</b>	<b>113.2</b>	<b>114.9</b>	<b>116.7</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>부채총계</b>	<b>526.5</b>	<b>576.9</b>	<b>640.0</b>	<b>669.0</b>	<b>699.7</b>
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	361.6	366.7	366.7	366.7	366.7
기타포괄이익누계액	-12.7	-11.1	-11.1	-11.1	-11.1
이익잉여금	235.8	306.4	385.7	479.3	588.6
비지배주주지분	172.2	189.4	192.2	195.3	198.8
<b>자본총계</b>	<b>788.4</b>	<b>886.1</b>	<b>968.2</b>	<b>1,064.9</b>	<b>1,177.8</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>122.6</b>	<b>114.9</b>	<b>150.7</b>	<b>149.4</b>	<b>162.3</b>
당기순이익(손실)	133.2	82.0	110.2	124.9	141.0
유형자산상각비	26.8	26.1	7.8	5.9	4.4
무형자산상각비	37.2	34.8	12.3	9.3	7.1
운전자본의 증감	11.0	-20.4	20.5	9.3	9.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-82.6</b>	<b>-121.8</b>	<b>-54.9</b>	<b>-25.2</b>	<b>-26.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-22.2	-24.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-10.3	-74.5	-27.7	-12.8	-13.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-6.8</b>	<b>-0.6</b>	<b>-25.3</b>	<b>-26.7</b>	<b>-26.6</b>
차입금의 증감	54.0	-1.8	3.1	1.4	1.5
자본의 증가	51.4	5.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	33.8	-13.8	70.6	97.5	109.0
기초현금	297.5	331.3	317.5	388.1	485.6
기말현금	331.3	317.5	388.1	485.6	594.6

## Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	29,770	35,768	40,327	42,446	44,691
EPS(지배주주)	5,667	3,363	4,508	5,110	5,767
CFPS	6,225	7,401	7,036	7,618	8,318
EBITDAPS	5,580	6,384	6,105	6,800	7,609
BPS	25,951	29,268	32,563	36,494	41,081
DPS	200	1,200	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	0.3	1.6	1.2	1.2	1.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	13.1	22.8	22.3	19.7	17.4
PCR	11.9	10.4	14.3	13.2	12.1
PSR	2.5	2.1	2.5	2.4	2.2
PBR	2.9	2.6	3.1	2.8	2.4
EBITDA	131.5	151.9	145.5	162.0	181.3
EV/EBITDA	11.6	10.5	14.2	12.1	10.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	25.5	12.2	14.6	14.8	14.9
EBITDA 이익률	18.7	17.8	15.1	16.0	17.0
부채비율	66.8	65.1	66.1	62.8	59.4
금융비용부담률	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	16.5	20.9	28.6	32.9	37.5
매출채권회전율(x)	6.0	6.7	5.7	5.5	5.5
재고자산회전율(x)	54.3	48.8	44.1	42.7	42.7

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**에스엠 (041510) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.04.14	산업브리프	Hold	35,000	이효진	-11.7	2.7	
2021.05.18	기업브리프	Buy	43,000	이효진	-2.7	3.3	
2021.06.03	산업분석	Buy	57,000	이효진	8.8	38.6	
2021.10.07	산업브리프	Hold	76,000	이효진	-3.7	13.0	
2022.04.11	산업분석	Hold	82,000	이효진	-16.5	-5.9	
2022.05.17	기업브리프	Hold	72,000	이효진	-4.7	7.5	
2022.11.17				담당자 변경	9.2	26.4	
2022.11.17	산업분석	Buy	90,000	정지수	-12.6	1.1	
2023.02.06	기업브리프	Buy	105,000	정지수	6.8	25.6	
2023.02.21	기업브리프	Buy	125,000	정지수	-10.3	26.8	
2023.04.24	기업브리프	Buy	135,000	정지수	-	-	