



에스엠 (041510)

다시 찾아온 그 가격

BUY (유지)

목표주가(12M) 135,000원(하향)

현재주가(12.12) 84,100원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	839.53
52주 최고/최저(원)	158,500/73,400
시가총액(십억원)	2,004.2
시가총액비중(%)	0.48
발행주식수(천주)	23,830.9
60일 평균 거래량(천주)	208.1
60일 평균 거래대금(십억원)	22.1
외국인지분율(%)	16.34
주요주주 지분율(%)	
카카오 외 12 인	40.14
하이브	8.81

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	972.8	1,116.1
영업이익(십억원)	142.6	177.3
순이익(십억원)	160.8	153.1
EPS(원)	6,279	6,043
BPS(원)	34,276	38,856

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	701.6	850.8	960.4	1,109.4
영업이익	67.5	91.0	130.9	166.6
세전이익	173.1	116.9	205.9	205.6
순이익	133.5	80.0	139.4	130.5
EPS	5,667	3,363	5,849	5,478
증감율	흑전 (40.66)	73.92	(6.34)	
PER	13.09	22.81	14.77	15.77
PBR	2.81	2.60	2.53	2.27
EV/EBITDA	11.64	10.50	10.53	8.81
ROE	25.48	12.18	18.53	15.26
BPS	26,408	29,472	34,097	38,099
DPS	200	1,200	1,500	1,800

2024년 예상 P/E 16배

2022년에 SM을 최선호주로 제시했던 이유는, 가파른 증익 사이클에 더해 올해 주총에서 지배 구조 관련 이슈가 사실상 예정되어 있었음에도 불구하고 차기 년도 예상 P/E 기준 17배 내외에서 오랫동안 홍보해 가격 매력이 너무 높았기 때문이다. 과거 동방신기 군입대와 한한령이 겹쳤던 구간에서도 비슷한 밸류에이션에서 저점을 잡았는데, 현재는 이보다 더 싸게 거래 중이다. 아직 카카오엔터테인먼트와 관련된 이슈가 남아 있어 오늘이 저점이 아닐 수는 있다. 다만, 관련 이슈가 마무리 된다면 쉽게 보기 힘든 가격이 될 것임이 분명하다. 미국 걸그룹 데뷔를 앞둔 하이브/JYP를 지속 최선호주로 제시하지만, 현재 가격 기준으로만 본다면 SM도 비슷한 상승 잠재력이 있어 CJ ENM과 함께 차선호주로 신규 제시한다. 목표주가는 실적 및 밸류에이션 하향 조정으로 135,000원(-22%)으로 하향한다.

4Q 예상 OP 266억원(+17%)

4분기 예상 매출액/영업이익은 각각 2,505억원(-3% YoY)/266억원(+17%)으로 컨센서스(385억원)를 하회할 것이다. 중국 앨범 공구 감소의 이슈로 에스파(약 120만장), 레드벨벳(약 50만장) 등의 영향이 컸으며, 올해 3분기까지 집중된 콘서트로 인해 매니지먼트 활동도 상대적으로 부진하다. 또한, 4분기에는 인센티브가 일시 반영되는 부분이 있는데, 실적에 연동하여 인건비를 보수적으로 가정했다. 1월에 추가 프리뷰를 통해 실적 전망을 보다 구체화 할 예정이다.

1분기 컴백에서 앨범이 감소해도 노이즈는 마무리될 것

10월부터 산업 내 중국 앨범 공구 감소 현상이 도드라지게 나타나고 있는데, 동사는 타사 대비 중국 비중이 높아 유독 그 영향이 높게 나타나고 있다. 최근, 중국인이 포함된 주요 그룹 중 9월 이후 컴백이 부재한 그룹은 NCT드림과 (여자)아이들이고, 모두 1분기 컴백 예정이다. 만약 2팀 모두 중국 앨범이 전작 대비 50~70% 가까운 하락이 나타난다면, 혹은 NCT드림 기준으로 전작 초동 기준 365만장에서 중국 공구가 50~70% 하락한 300만장 내외의 초동을 기록한다면 아마도 중국 내 보이지 않는 손과 관련된 이슈일 가능성이 높다. 다만, 실제로 감소한다 하더라도 주가 관점에서는 이슈의 마무리가 될 것이다. 이미 수출 데이터 기준으로 중국 비중이 10%까지 낮아진 상황이고, 여기서 또 한번 5%까지 감소한다고 가정하더라도 실적 변동폭이 크지 않다. 중국 앨범 공구와 관련한 보수적인 실적 전망을 반영하여 연간 영업이익을 1,666억원(+27% YoY)으로 하향 조정했다. 1분기에는 NCT드림, 라이즈(싱글), 에스파(싱글)의 컴백 및 NCT NEW TEAM의 정식 데뷔, 그리고 상반기 내 신인 걸그룹의 정식 데뷔가 예상된다.



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

도표 1. SM 목표주가 하향

지배주주순이익('24년)	131	십억원
주식 수	23,831	천주
EPS	5,478	원
목표 P/E	24	배
목표 주가	135,000	원
현재 주가	84,100	원
상승 여력	61	%

자료: 하나증권

도표 2. SM 실적 추정

(단위: 십억원)

	21	22	23F	24F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F
매출액	702	851	960	1,109	169	184	238	259	204	240	266	250
SME	417	514	617	680	115	111	135	153	128	139	189	161
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	131	167	19	19	30	23	18	36	51	27
OPM(%)	10%	11%	14%	15%	11%	11%	12%	9%	9%	15%	19%	11%
당기순이익	133	82	148	142	26	25	29	2	23	28	84	13

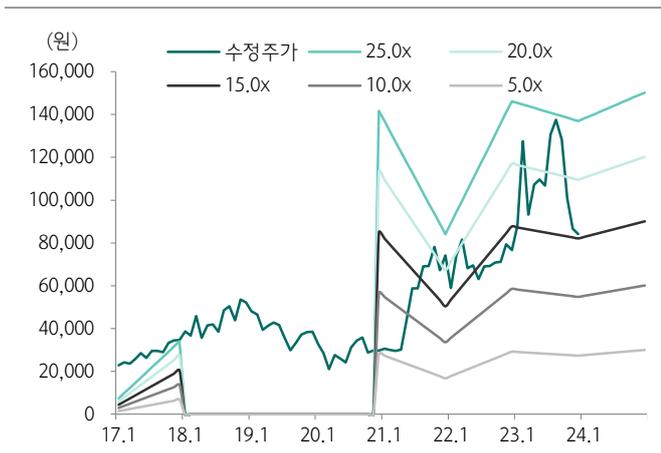
자료: SM, 하나증권

도표 3. SM 아티스트 활동 라인업 - 초록은 8년차 이상

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

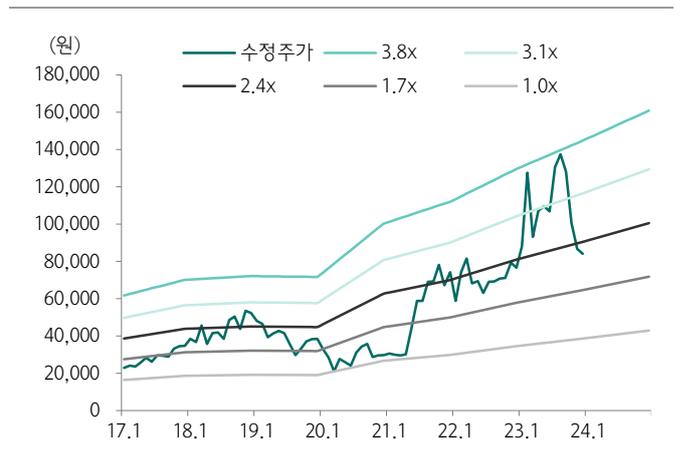
자료: 하나증권

도표 4. SM 12MF P/E 밴드 차트



자료: 하나증권

도표 5. SM 12MF P/B 밴드 차트



자료: 하나증권

도표 6. 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 7. 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 「君という桜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	960.4	1,109.4	1,191.6
매출원가	437.2	555.7	608.6	709.4	762.1
매출총이익	264.4	295.1	351.8	400.0	429.5
판매비	196.9	204.0	220.8	233.5	247.1
영업이익	67.5	91.0	130.9	166.6	182.5
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	205.9	205.6	225.6
법인세	39.9	34.9	57.7	63.7	69.9
계속사업이익	133.2	82.0	148.3	141.9	155.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	133.2	82.0	148.3	141.9	155.7
비배주주지분 손이익	(0.3)	2.0	8.9	11.4	12.5
지배주주순이익	133.5	80.0	139.4	130.5	143.2
지배주주지분포괄이익	133.0	76.9	146.3	140.0	153.7
NOPAT	52.0	63.9	94.3	115.0	125.9
EBITDA	131.5	151.8	165.9	186.7	194.0
성장성(%)					
매출액증가율	20.99	21.27	12.88	15.51	7.41
NOPAT증가율	303.10	22.88	47.57	21.95	9.48
EBITDA증가율	68.16	15.44	9.29	12.54	3.91
영업이익증가율	938.46	34.81	43.85	27.27	9.54
(지배주주)순이익증가율	흑전	(40.07)	74.25	(6.38)	9.73
EPS증가율	흑전	(40.66)	73.92	(6.34)	9.71
수익성(%)					
매출총이익률	37.69	34.69	36.63	36.06	36.04
EBITDA이익률	18.74	17.84	17.27	16.83	16.28
영업이익률	9.62	10.70	13.63	15.02	15.32
계속사업이익률	18.99	9.64	15.44	12.79	13.07

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	5,667	3,363	5,849	5,478	6,010
BPS	26,408	29,472	34,097	38,099	42,339
CFPS	6,225	7,400	9,866	9,146	9,549
EBITDAPS	5,580	6,384	6,961	7,836	8,142
SPS	29,770	35,768	40,308	46,555	50,004
DPS	200	1,200	1,500	1,800	2,100
주가지표(배)					
PER	13.09	22.81	14.77	15.77	14.38
PBR	2.81	2.60	2.53	2.27	2.04
PCFR	11.92	10.36	8.76	9.45	9.05
EV/EBITDA	11.64	10.50	10.53	8.81	7.94
PSR	2.49	2.14	2.14	1.86	1.73
재무비율(%)					
ROE	25.48	12.18	18.53	15.26	15.02
ROA	11.20	5.76	9.01	7.57	7.55
ROIC	19.21	22.22	35.38	49.12	59.53
부채비율	66.78	65.10	62.18	63.46	61.22
순부채비율	(51.08)	(47.47)	(55.05)	(59.83)	(63.82)
이자보상배율(배)	16.51	20.90	29.89	36.87	39.29

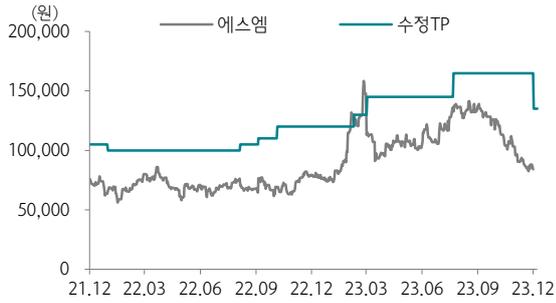
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	769.5	841.4	1,017.3	1,187.3	1,336.2
금융자산	517.9	534.1	670.3	786.5	905.7
현금성자산	331.3	317.5	426.7	507.4	606.4
매출채권	97.3	157.5	177.8	205.4	220.6
재고자산	14.4	20.4	23.1	26.7	28.6
기타유동자산	139.9	129.4	146.1	168.7	181.3
비유동자산	545.5	621.6	614.2	631.6	640.7
투자자산	179.9	254.9	282.5	320.0	340.7
금융자산	46.3	82.7	88.1	95.5	99.5
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	1,631.6	1,818.9	1,976.9
유동부채	400.7	467.4	512.4	588.0	629.7
금융부채	23.2	32.6	35.7	39.9	42.2
매입채무	169.2	213.8	235.2	271.7	291.8
기타유동부채	208.3	221.0	241.5	276.4	295.7
비유동부채	125.8	109.4	113.1	118.2	120.9
금융부채	91.9	80.8	80.8	80.8	80.8
기타비유동부채	33.9	28.6	32.3	37.4	40.1
부채총계	526.5	576.9	625.5	706.2	750.6
지배주주지분	616.2	696.7	807.7	903.1	1,004.1
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	417.4	512.7	613.8
비배주주지분	172.2	189.4	198.3	209.7	222.1
자본총계	788.4	886.1	1,006.0	1,112.8	1,226.2
순금융부채	(402.7)	(420.7)	(553.8)	(665.8)	(782.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	122.6	114.9	188.1	175.7	174.8
당기순이익	133.2	82.0	148.3	141.9	155.7
조정	(21.6)	53.3	34.9	20.1	11.5
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	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	11.0	(20.4)	4.9	13.7	7.6
투자활동 현금흐름	(82.6)	(121.8)	(54.6)	(73.0)	(40.9)
투자자산감소(증가)	(10.3)	(74.5)	(27.6)	(37.5)	(20.7)
자본증가(감소)	(21.5)	(23.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(50.8)	(23.4)	(27.0)	(35.5)	(20.2)
재무활동 현금흐름	(6.8)	(0.6)	(25.3)	(30.9)	(39.9)
금융부채증가(감소)	54.0	(1.8)	3.1	4.2	2.3
자본증가(감소)	51.4	5.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(112.2)	0.8	(0.0)	0.1	0.0
배당지급	0.0	(4.7)	(28.4)	(35.2)	(42.2)
현금의 증감	33.2	(7.5)	97.0	80.8	99.0
Unlevered CFO	146.7	176.0	235.1	218.0	227.6
Free Cash Flow	100.4	90.9	188.1	175.7	174.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엠



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.12.13	BUY	135,000		
23.8.3	BUY	165,000	-29.48%	-14.30%
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%

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 12월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2023년 12월 13일 현재 해당회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인(자사주 신탁/위탁, 유동성공급자 등

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

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	94.42%	5.12%	0.47%	100%

* 기준일: 2023년 12월 10일