

2023. 2. 21



▲ 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) 125,000 원

현재주가 (2.20) 121,800 원

상승여력 2.6%

KOSDAQ 시가총액	788.89pt
발행주식수	28,997억원
유동주식비율	2,504만주
외국인비중	80.14%
52주 최고/최저가	16.48%
평균거래대금	131,900원/58,000원
	1,052.6억원

주요주주(%)

이수만 외 14 인	19.08
국민연금공단	8.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	46.6	77.6	81.0
상대주가	33.4	83.2	102.3

주가그래프



에스엠 041510

경영 분쟁에도 견고한 펀더멘털

- ✓ 4Q22 연결 영업이익 252억원(+138.6% YoY)으로 시장 컨센서스(195억원) 상회
- ✓ 앨범 판매량은 다소 부진했으나, 콘서트 및 MD/라이선싱 매출이 큰 폭으로 증가
- ✓ 2023년 연결 매출액 9,310억원(+9.7% YoY), 영업이익 1,165억원(+24.5% YoY) 전망
- ✓ 인수 주체들의 지배구조 개선 의지를 반영해 멀티플 디스카운트 제거
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 105,000원에서 125,000원으로 +19.0% 상향

4Q22 Review: 콘서트/MD 사업 호조로 시장 컨센서스 상회

4Q22 연결 실적은 매출액 2,564억원(+24.2% YoY), 영업이익 252억원(+138.6% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 195억원)를 상회했다. 4Q22 앨범 판매량은 NCT Dream 스페셜 앨범, 레드벨벳 미니 8집 등 신보 334만장과 구보 67만장으로 다소 부진했으나, NCT Dream 월드투어 포함 총 31회의 콘서트 진행으로 MD/라이선싱 매출이 큰 폭으로 증가(+71.2% YoY)했다.

2023년 연결 영업이익 1,165억원(+24.5% YoY) 전망

2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 9,310억원(+9.7% YoY), 1,165억원(+24.5% YoY)을 전망한다. 지난 3일 'SM 3.0 4대 핵심 성장 전략'을 통해 밝힌 내용처럼 2023년에는 기존 IP의 활용 빈도를 높이고, 신규 IP를 기존 3.5년에 1팀에서 1년에 2팀 이상을 확대하는 등 아티스트들이 직접 참여하는 앨범 및 콘서트 지표들이 뚜렷하게 개선될 전망이다. 경영진은 금일(21일) IP 수익화 전략을 공개하고, 23일에는 글로벌 사업 및 투자 전략에 대해 발표를 계획이다.

지배구조 개선에 따른 멀티플 디스카운트 제거

동사를 둘러싼 분쟁의 본질은 결국 에스엠의 경영 정상화로 볼 수 있다. 이수만 총괄에 의한 사유화 의혹으로 Peer 대비 디스카운트를 받아 왔던 동사의 멀티플은 인수 주체들의 경영 정상화 의지와 함께 해소될 전망이다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 기존 105,000원에서 125,000원으로 +19.0% 상향한다. 적정주가는 실적 추정치 상향 조정과 지배구조 개선 및 멀티플 디스카운트 제거에 따른 Target PER 30.0배를 적용했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	579.9	6.5	-70.2	-2,992	적지	18,412	-9.9	1.6	7.1	-16.0	73.5
2021	701.6	67.5	133.5	5,667	흑전	25,951	13.1	2.9	11.6	25.5	66.8
2022P	848.4	93.5	89.4	3,758	-33.7	29,455	18.8	2.4	10.2	13.6	72.8
2023E	931.0	116.5	99.2	4,171	14.2	33,548	29.2	3.6	18.5	13.2	68.7
2024E	961.0	129.9	108.0	4,541	8.9	38,022	26.8	3.2	16.2	12.7	63.7

(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	256.4	206.5	24.2	238.1	7.7	227.1	12.9	221.5	15.8
영업이익	25.2	10.6	138.6	29.8	-15.2	19.5	29.4	20.7	22.1
세전이익	13.4	110.4	-87.9	39.6	-66.2	20.6	-34.9	29.4	-54.4
순이익	9.0	93.1	-90.4	29.2	-69.2	15.9	-43.6	20.6	-56.5

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

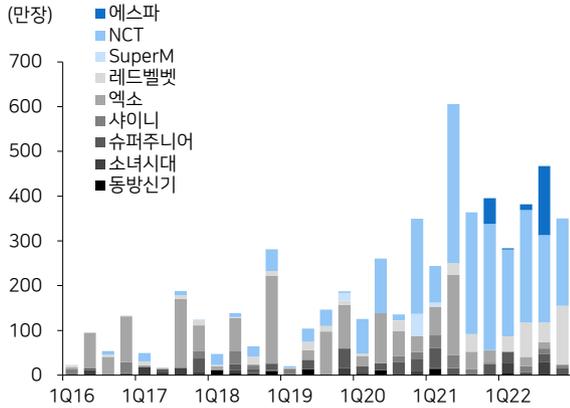
(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	813.4	875.9	848.4	931.0	4.3%	6.3%
영업이익	89.0	102.3	93.5	116.5	5.1%	13.9%
세전이익	144.0	136.1	128.0	141.4	-11.1%	3.9%
당기순이익	100.7	95.2	89.1	101.8	-11.6%	6.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	내용	비고
12M Forward 지배주주순이익	99.2	
EPS (원)	4,171	
Target PER(배)	30.0	업종 평균 PER
적정가치(원)	125,125	
적정주가(원)	125,000	

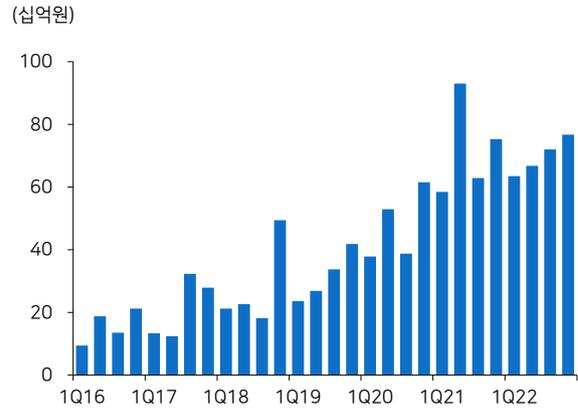
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 에스엠 아티스트 앨범 판매량 추이



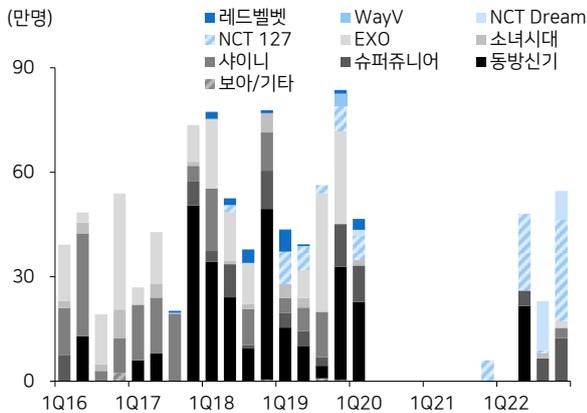
자료: 씨클차트, 메리츠증권 리서치센터

그림2 에스엠 앨범 매출액 추이



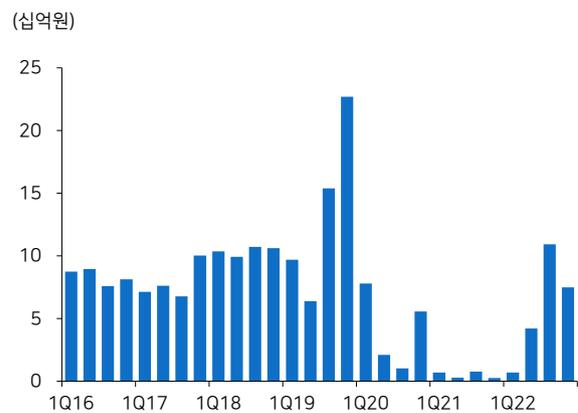
자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림3 에스엠 아티스트 콘서트 관객수 추이



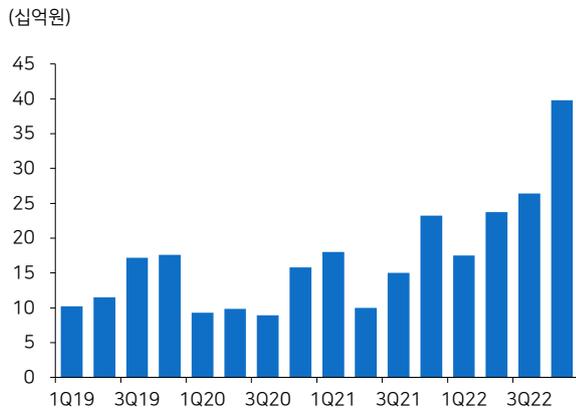
자료: Touring Data, 메리츠증권 리서치센터

그림4 에스엠 콘서트 매출액 추이



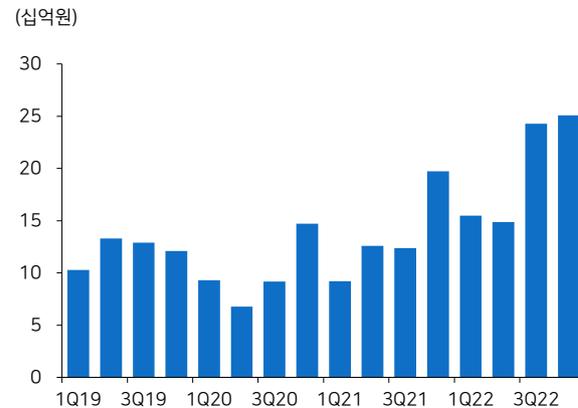
자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림5 에스엠 MD 및 라이선싱 매출액 추이



자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림6 에스엠 출연(방송/광고/행사) 매출액 추이

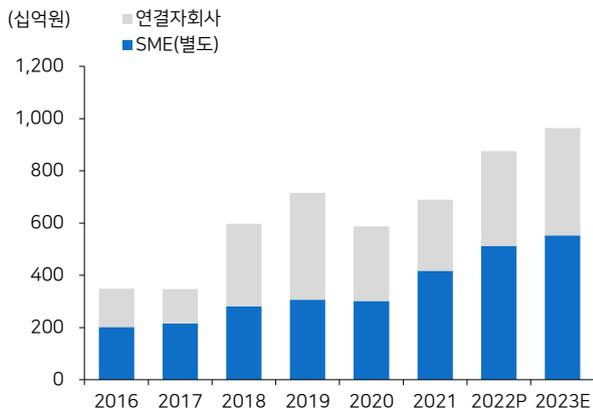


자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표4 에스엠 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023E	
매출액	154.2	186.4	154.4	206.5	169.4	184.4	238.1	256.4	701.6	848.4	931.0	
% YoY	6.6%	37.2%	34.2%	12.1%	9.8%	-1.1%	54.2%	24.2%	21.0%	20.9%	9.7%	
SME(별도)	87.6	117.2	92.2	120.2	114.9	111.1	135.1	151.1	417.2	512.2	553.1	
음반/음원	58.5	93.1	62.9	75.3	63.5	66.8	72.0	76.8	289.7	279.1	298.9	
출연(방송/광고/행사)	9.2	12.6	12.4	19.7	15.5	14.9	24.3	25.1	53.9	79.8	84.7	
콘서트	0.7	0.3	0.8	0.3	0.7	4.2	10.9	7.5	2.0	23.3	45.0	
MD/라이선싱/화보	18.0	10.0	15.0	23.2	17.5	23.7	26.4	39.8	66.2	107.4	103.8	
기타	1.2	1.3	1.2	1.6	17.6	1.4	1.5	1.9	5.2	22.4	20.7	
연결자회사	58.9	61.4	52.8	99.6	54.9	77.9	116.3	114.3	272.6	363.4	410.8	
SM C&C	26.4	32.6	28.6	52.2	22.0	36.5	47.7	51.8	139.7	157.9	170.1	
KEYEAST	11.0	8.1	4.9	22.5	13.7	16.1	16.1	16.1	46.5	62.0	68.0	
DREAM MAKER	4.0	4.3	3.7	8.7	4.2	3.9	24.5	26.7	20.7	59.3	86.4	
SMC	14.3	13.4	12.7	13.1	11.6	17.4	23.6	15.1	53.4	67.7	68.8	
매출총이익	57.0	81.5	64.6	61.2	68.8	63.1	80.5	85.1	264.4	297.5	308.7	
GPm(%)	37.0%	43.7%	41.9%	29.6%	40.6%	34.2%	33.8%	33.2%	37.7%	35.1%	33.2%	
영업이익	15.4	27.5	14.1	10.6	19.2	19.4	29.8	25.2	67.5	93.5	116.5	
% YoY	815.6%	108.9%	흑전	684.6%	25.0%	-29.5%	111.5%	138.6%	939.6%	38.5%	24.5%	
영업이익률(%)	10.0%	14.7%	9.1%	5.1%	11.3%	10.5%	12.5%	9.8%	9.6%	11.0%	12.5%	
SME(별도)	17.4	25.2	17.5	14.1	24.7	23.8	27.1	24.3	74.1	99.9	155.7	
연결자회사	-2.0	2.3	-3.4	-3.5	-5.5	-4.4	2.6	17.4	-6.6	10.1	-6.3	
SM C&C	-3.1	0.5	-0.4	4.2	-3.1	0.9	1.2	3.1	1.2	2.0	4.2	
KEYEAST	0.9	-1.0	-0.7	1.7	-0.3	10.3	-4.8	0.8	1.0	6.1	3.6	
DREAM MAKER	-0.5	-0.7	-1.0	-0.4	-0.6	-0.4	-2.5	-0.3	-2.6	-3.7	-1.9	
법인세차감전순이익	15.2	24.9	22.7	110.4	35.4	36.8	39.6	13.4	173.1	128.0	141.4	
법인세비용	6.5	8.6	7.6	17.3	9.8	11.5	10.5	4.4	39.9	36.2	39.6	
당기순이익	8.7	16.3	15.1	93.1	25.6	25.4	29.2	9.0	133.2	89.1	101.8	
당기순이익률(%)	5.6%	8.8%	9.8%	45.1%	15.1%	13.7%	12.2%	3.5%	19.0%	10.5%	10.9%	

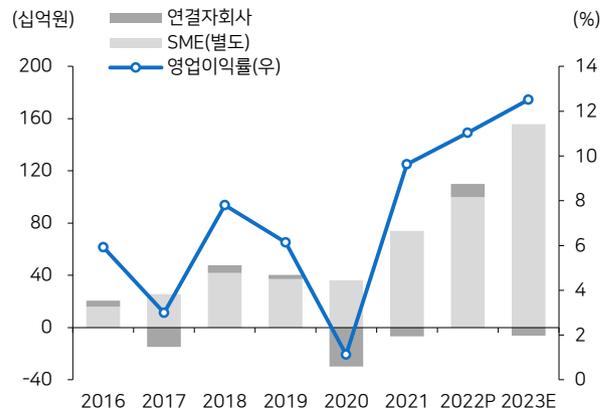
자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

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)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	579.9	701.6	848.4	931.0	961.0
매출액증가율 (%)	-11.8	21.0	20.9	9.7	3.2
매출원가	381.1	437.2	550.9	622.3	634.7
매출총이익	198.8	264.4	297.5	308.7	326.3
판매관리비	192.3	196.9	203.9	192.2	196.4
영업이익	6.5	67.5	93.5	116.5	129.9
영업이익률	1.1	9.6	11.0	12.5	13.5
금융손익	-9.4	1.2	-2.0	-1.4	-0.3
중속/관계기업손익	-13.0	96.4	15.4	15.1	15.8
기타영업외손익	-24.6	8.1	3.3	8.1	3.3
세전계속사업이익	-40.6	173.1	128.0	141.4	153.9
법인세비용	39.8	39.9	36.2	40.0	40.8
당기순이익	-80.3	133.2	89.1	101.8	110.8
지배주주지분 순이익	-70.2	133.5	89.4	99.2	108.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	646.5	769.5	953.3	1,067.2	1,189.8
현금및현금성자산	297.5	331.3	425.5	489.0	593.3
매출채권	136.5	97.3	117.7	129.2	133.3
재고자산	11.4	14.4	17.4	19.1	19.7
비유동자산	422.4	545.5	554.9	569.2	571.1
유형자산	91.5	66.6	51.9	55.2	56.9
무형자산	177.9	144.8	133.5	124.6	117.5
투자자산	97.5	179.9	215.3	235.2	242.5
자산총계	1,068.9	1,314.9	1,508.1	1,636.4	1,760.9
유동부채	433.8	400.7	502.4	529.6	546.6
매입채무	177.6	169.2	204.6	224.6	231.8
단기차입금	6.5	2.7	2.7	2.7	2.7
유동성장기부채	22.3	0.9	19.6	0.0	0.0
비유동부채	18.9	125.8	132.9	136.9	138.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	452.7	526.5	635.3	666.5	684.9
자본금	11.7	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	310.4	361.6	361.6	361.6	361.6
기타포괄이익누계액	-5.2	-12.7	-12.7	-12.7	-12.7
이익잉여금	95.4	235.8	320.5	417.8	524.3
비지배주주지분	184.3	172.2	171.9	171.6	171.2
자본총계	616.1	788.4	872.8	969.9	1,075.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	45.4	122.6	137.9	137.0	132.7
당기순이익(손실)	-80.3	133.2	89.1	101.8	110.8
유형자산상각비	30.8	26.8	26.8	7.5	8.0
무형자산상각비	40.9	37.2	11.3	8.9	7.1
운전자본의 증감	-25.7	11.0	33.4	18.8	6.8
투자활동 현금흐름	-42.5	-82.6	-81.6	-51.5	-24.5
유형자산의증가(CAPEX)	-8.1	-22.2	-12.0	-10.8	-9.7
투자자산의감소(증가)	0.2	16.1	-35.4	-19.9	-7.2
재무활동 현금흐름	16.2	-6.8	18.1	-22.0	-3.9
차입금의 증감	-33.4	54.0	22.8	-17.3	0.8
자본의 증가	65.1	51.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.5	33.8	74.4	63.5	104.3
기초현금	285.0	297.5	331.3	405.7	469.1
기말현금	297.5	331.3	405.7	469.1	573.5

Key Financial Data

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	24,729	29,770	35,670	39,127	40,388
EPS(지배주주)	-2,992	5,667	3,758	4,171	4,541
CFPS	3,745	6,225	5,998	6,688	7,116
EBITDAPS	3,336	5,580	5,533	5,584	6,092
BPS	18,412	25,951	29,455	33,548	38,022
DPS	0	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.0	0.3	0.3	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	-9.9	13.1	18.8	29.2	26.8
PCR	7.9	11.9	11.8	18.2	17.1
PSR	1.2	2.5	2.0	3.1	3.0
PBR	1.6	2.9	2.4	3.6	3.2
EBITDA	78.2	131.5	131.6	132.9	145.0
EV/EBITDA	7.1	11.6	10.2	18.5	16.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-16.0	25.5	13.6	13.2	12.7
EBITDA 이익률	13.5	18.7	15.5	14.3	15.1
부채비율	73.5	66.8	72.8	68.7	63.7
금융비용부담률	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
이자보상배율(x)	1.5	16.5	15.9	19.4	23.1
매출채권회전율(x)	4.4	6.0	7.9	7.5	7.3
재고자산회전율(x)	44.3	54.3	53.3	51.0	49.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 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 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

에스엠 (041510) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.01.22	산업브리프	Buy	40,000	이효진	-23.3	-15.6	
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	-	-	