

# 에스엠 (041510)

## 시가총액 3조원을 향하여

### 목표주가 상향. 공격적인 목표 시가총액은 3조원

최근 자료에도 언급했듯이 2013년 이후 첫 연결 기준 6개 분기 연속 흑자를 기록했다. 2019~2020년 자회사에 대한 대규모 상각과 세무 추정 이후, 비 영업 자회사들의 부동산 매각과 디어유의 고성장, 그리고 첫 번째 배당도 시작하며 확실한 체질 개선이 나타나고 있었다. 여기에 라이크기획 계약마저 종료된다면 가버넌스 이슈까지 해소되는 것이다. 계약이 종료될 경우 2023년 예상 영업이익은 1,700억원 수준으로 전망되나 확정된 것은 아니기에 JYP 대비 밸류에이션 할인율만 20%로 축소하여 목표주가를 110,000원으로 상향한다. EPS 상향 반영 시 공격적인 목표 시가총액은 3조원(지배주주순익 약 1,000억원에 P/E 30배)이다. JYP와 함께 최선호주로 지속 제시한다.

### 라이크기획과의 프로듀싱 계약 조기 종료 검토 공시

15일 라이크기획과의 프로듀싱 계약 조기 종료 검토를 공시했으며, 이는 얼라인파트너스가 요청한 계약 문제 개선 계획 발표 요청 기한과 맞물린 것이다. 주목할 점은 계약 상대방인 라이크기획으로부터 계약의 조기 종료 의사를 수령했다는 것으로, 이수만 대표 프로듀서의 의사가 반영되었음을 확인할 수 있다. 즉, 검토 중이라고 하나 그 가능성이 상당히 높다고 판단된다. 또한, 조기 종료라고 언급한 부분은, 라이크기획의 정산 구조를 기존 음반 매출액 대비 15%에서 별도 매출액 대비 최대 6%로 바꾸면서 계약 종료일을 2023년으로 정했기에, 이는 기존 계약 대비 1년 앞당기는 것이다.

### 로열티 구조가 없어진다면 23년 영업이익은 300억원 증가

라이크기획향 로열티는 계약 구조상 (음악 관련) 별도 매출액의 최대 6%로, 2021년 240억원, 2022년 상반기 114억원이다. 연간 예상 수수료는 2022년 약 260억원, 2023년 300억원이다. 2023년에 300억원의 영업이익이 더해질 수 있으며 당사 추정 기준으로는 영업이익/지배주주순익 각각 약 1,700억원/1,000억원이다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

TP(12M): 110,000원(상향) | CP(9월15일): 64,500원

#### Key Data

|                  |                     |
|------------------|---------------------|
| KOSDAQ 지수 (pt)   | 781.38              |
| 52주 최고/최저(원)     | 85,900/56,000       |
| 시가총액(십억원)        | 1,534.7             |
| 시가총액비중(%)        | 0.43                |
| 발행주식수(천주)        | 23,794.4            |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 391.5               |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 26.9                |
| 22년 배당금(예상, 원)   | 200                 |
| 22년 배당수익률(예상, %) | 0.30                |
| 외국인지분율(%)        | 10.23               |
| 주요주주 지분율(%)      |                     |
| 이수만 외 13 인       | 19.15               |
| 국민연금공단           | 8.96                |
| 추가상승률            | 1M 6M 12M           |
| 절대               | (14.0) (19.2) (2.6) |
| 상대               | (8.5) (9.9) 30.0    |

#### Consensus Data

|           | 2022   | 2023   |
|-----------|--------|--------|
| 매출액(십억원)  | 819.6  | 948.7  |
| 영업이익(십억원) | 90.6   | 114.8  |
| 순이익(십억원)  | 82.9   | 88.4   |
| EPS(원)    | 3,348  | 3,454  |
| BPS(원)    | 29,300 | 32,561 |

#### Stock Price



#### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2020    | 2021   | 2022F   | 2023F  | 2024F  |
|-----------|-----|---------|--------|---------|--------|--------|
| 매출액       | 십억원 | 579.9   | 701.6  | 846.3   | 948.1  | 993.4  |
| 영업이익      | 십억원 | 6.5     | 67.5   | 100.4   | 138.2  | 148.2  |
| 세전이익      | 십억원 | (40.6)  | 173.1  | 140.3   | 159.6  | 173.1  |
| 순이익       | 십억원 | (70.2)  | 133.5  | 88.0    | 89.8   | 97.3   |
| EPS       | 원   | (2,992) | 5,667  | 3,700   | 3,773  | 4,091  |
| 증감율       | %   | 적지      | 흑전     | (34.71) | 1.97   | 8.43   |
| PER       | 배   | (9.94)  | 13.09  | 17.73   | 17.39  | 16.04  |
| PBR       | 배   | 1.58    | 2.81   | 2.20    | 1.96   | 1.76   |
| EV/EBITDA | 배   | 7.05    | 11.64  | 9.31    | 7.41   | 6.73   |
| ROE       | %   | (16.02) | 25.48  | 13.38   | 12.10  | 11.72  |
| BPS       | 원   | 18,875  | 26,408 | 29,856  | 33,430 | 37,322 |
| DPS       | 원   | 0       | 200    | 200     | 200    | 200    |



Analyst 이기훈  
02-3771-7722  
sacredkh@hanafn.com

RA 황지원  
02-3771-7784  
jiwon.hwang@hanafn.com

표 1. 에스엠 목표주가 상향

|               |         |     |
|---------------|---------|-----|
| 지배주주순이익('23년) | 90      | 십억원 |
| 주식 수          | 23,794  | 천주  |
| EPS           | 3,773   | 원   |
| 목표 P/E        | 29      | 배   |
| 목표 주가         | 110,000 | 원   |
| 현재 주가         | 64,500  | 원   |
| 상승 여력         | 71      | %   |

자료: 하나증권

표 2. 라이크기획 지급비용 추이

(단위: 십억원, %)

|                 | 16  | 17  | 18  | 19  | 20  | 21  | 1H22 |
|-----------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|
| 별도 매출액          | 202 | 216 | 282 | 308 | 303 | 417 | 226  |
| 별도 영업이익         | 16  | 26  | 42  | 37  | 36  | 74  | 49   |
| 라이크기획 지급비용      | 11  | 11  | 15  | 15  | 13  | 24  | 11   |
| 매출액 대비 지급비용(%)  | 5   | 5   | 5   | 5   | 4   | 6   | 5    |
| 영업이익 대비 지급비용(%) | 68  | 42  | 35  | 41  | 36  | 32  | 24   |

자료: SM, 하나증권

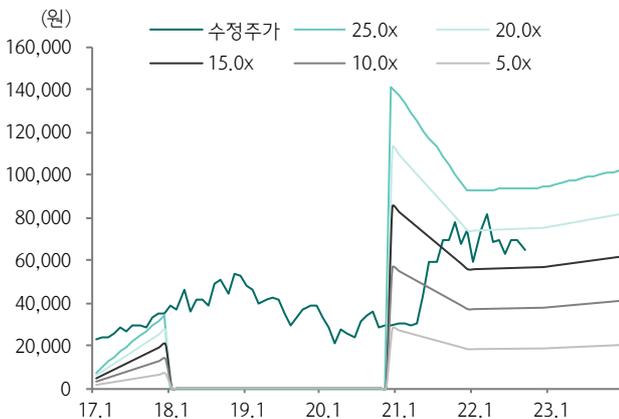
표 3. SM 실적 추정

(단위: 십억원)

|            | 20   | 21  | 22F | 23F | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22F | 4Q22F |
|------------|------|-----|-----|-----|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 매출액        | 580  | 702 | 846 | 948 | 154  | 186  | 154  | 207  | 169  | 184  | 214   | 279   |
| SME        | 302  | 417 | 498 | 567 | 88   | 117  | 92   | 120  | 115  | 111  | 139   | 133   |
| SM Japan   | 47   | 66  | 88  | 95  | 17   | 16   | 16   | 16   | 15   | 21   | 19    | 33    |
| SM C&C     | 131  | 140 | 148 | 167 | 26   | 33   | 29   | 52   | 22   | 36   | 32    | 58    |
| DREAMMAKER | 23   | 21  | 54  | 71  | 4    | 4    | 4    | 9    | 4    | 4    | 10    | 36    |
| 키이스트       | 48   | 47  | 79  | 79  | 11   | 8    | 5    | 22   | 14   | 16   | 19    | 30    |
| 영업이익       | 6    | 68  | 100 | 138 | 15   | 27   | 14   | 11   | 19   | 19   | 27    | 35    |
| OPM(%)     | 1%   | 10% | 12% | 15% | 10%  | 15%  | 9%   | 5%   | 11%  | 11%  | 13%   | 13%   |
| 당기순이익      | (80) | 133 | 93  | 100 | 9    | 16   | 15   | 93   | 26   | 25   | 19    | 23    |

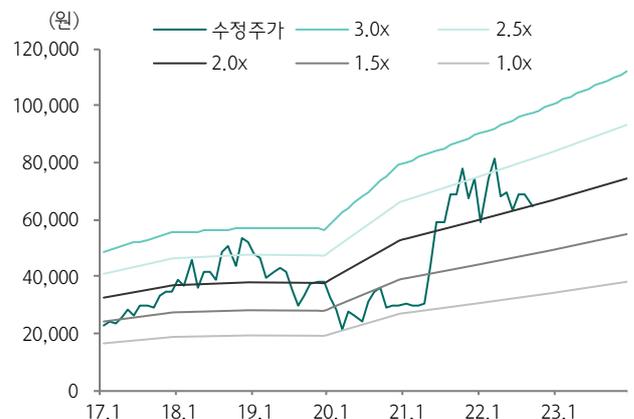
자료: SM, 하나증권

그림 1. 12MF P/E 밴드 차트



자료: SM, 하나증권

그림 2. 12MF P/B 밴드 차트



자료: SM, 하나증권

추정 재무제표

| 손익계산서          | (단위:십억원)      |              |              |              |              |
|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2020          | 2021         | 2022F        | 2023F        | 2024F        |
| <b>매출액</b>     | <b>579.9</b>  | <b>701.6</b> | <b>846.3</b> | <b>948.1</b> | <b>993.4</b> |
| 매출원가           | 381.1         | 437.2        | 538.2        | 598.7        | 620.4        |
| 매출총이익          | 198.8         | 264.4        | 308.1        | 349.4        | 373.0        |
| 판매비            | 192.3         | 196.9        | 207.7        | 211.2        | 224.9        |
| <b>영업이익</b>    | <b>6.5</b>    | <b>67.5</b>  | <b>100.4</b> | <b>138.2</b> | <b>148.2</b> |
| 금융손익           | (9.4)         | 1.2          | 5.9          | 6.4          | 6.9          |
| 중속/관계기업손익      | (13.0)        | 96.4         | 23.0         | 15.0         | 18.0         |
| 기타영업외손익        | (24.6)        | 8.1          | 11.0         | 0.0          | 0.0          |
| <b>세전이익</b>    | <b>(40.6)</b> | <b>173.1</b> | <b>140.3</b> | <b>159.6</b> | <b>173.1</b> |
| 법인세            | 39.8          | 39.9         | 47.7         | 59.8         | 64.9         |
| 계속사업이익         | (80.3)        | 133.2        | 92.6         | 99.7         | 108.2        |
| 중단사업이익         | 0.0           | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>당기순이익</b>   | <b>(80.3)</b> | <b>133.2</b> | <b>92.6</b>  | <b>99.7</b>  | <b>108.2</b> |
| 비배주주지분 손익      | (10.2)        | (0.3)        | 4.6          | 10.0         | 10.8         |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>(70.2)</b> | <b>133.5</b> | <b>88.0</b>  | <b>89.8</b>  | <b>97.3</b>  |
| 지배주주지분포괄이익     | (67.6)        | 133.0        | 92.7         | 99.8         | 108.2        |
| NOPAT          | 12.9          | 52.0         | 66.3         | 86.4         | 92.6         |
| EBITDA         | 78.2          | 131.5        | 137.4        | 159.6        | 160.5        |
| <b>성장성(%)</b>  |               |              |              |              |              |
| 매출액증가율         | (11.84)       | 20.99        | 20.62        | 12.03        | 4.78         |
| NOPAT증가율       | 흑전            | 303.10       | 27.50        | 30.32        | 7.18         |
| EBITDA증가율      | (24.88)       | 68.16        | 4.49         | 16.16        | 0.56         |
| 영업이익증가율        | (83.91)       | 938.46       | 48.74        | 37.65        | 7.24         |
| (지배주주)순이익증가율   | 적지            | 흑전           | (34.08)      | 2.05         | 8.35         |
| EPS증가율         | 적지            | 흑전           | (34.71)      | 1.97         | 8.43         |
| <b>수익성(%)</b>  |               |              |              |              |              |
| 매출총이익률         | 34.28         | 37.69        | 36.41        | 36.85        | 37.55        |
| EBITDA이익률      | 13.49         | 18.74        | 16.24        | 16.83        | 16.16        |
| 영업이익률          | 1.12          | 9.62         | 11.86        | 14.58        | 14.92        |
| 계속사업이익률        | (13.85)       | 18.99        | 10.94        | 10.52        | 10.89        |

| 대차대조표          | (단위:십억원)       |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                | 2020           | 2021           | 2022F          | 2023F          | 2024F          |
| <b>유동자산</b>    | <b>646.5</b>   | <b>769.5</b>   | <b>884.0</b>   | <b>1,027.1</b> | <b>1,154.9</b> |
| 금융자산           | 391.5          | 517.9          | 597.0          | 707.7          | 820.9          |
| 현금성자산          | 297.5          | 331.3          | 374.0          | 459.1          | 560.9          |
| 매출채권           | 136.5          | 97.3           | 117.4          | 131.5          | 137.8          |
| 재고자산           | 11.4           | 14.4           | 17.4           | 19.5           | 20.4           |
| 기타유동자산         | 107.1          | 139.9          | 152.2          | 168.4          | 175.8          |
| <b>비유동자산</b>   | <b>422.4</b>   | <b>545.5</b>   | <b>543.4</b>   | <b>546.6</b>   | <b>545.2</b>   |
| 투자자산           | 97.5           | 179.9          | 214.8          | 239.3          | 250.3          |
| 금융자산           | 43.6           | 46.3           | 53.7           | 58.8           | 61.1           |
| 유형자산           | 91.5           | 66.6           | 51.7           | 43.4           | 38.7           |
| 무형자산           | <b>177.9</b>   | <b>144.8</b>   | <b>122.8</b>   | <b>109.8</b>   | <b>102.0</b>   |
| 기타비유동자산        | <b>55.5</b>    | <b>154.2</b>   | <b>154.1</b>   | <b>154.1</b>   | <b>154.2</b>   |
| <b>자산총계</b>    | <b>1,068.9</b> | <b>1,314.9</b> | <b>1,427.4</b> | <b>1,573.7</b> | <b>1,700.0</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>433.8</b>   | <b>400.7</b>   | <b>418.2</b>   | <b>464.6</b>   | <b>485.3</b>   |
| 금융부채           | 55.5           | 23.2           | 23.3           | 25.8           | 26.9           |
| 매입채무           | 177.6          | 169.2          | 177.7          | 199.0          | 208.6          |
| 기타유동부채         | 200.7          | 208.3          | 217.2          | 239.8          | 249.8          |
| <b>비유동부채</b>   | <b>18.9</b>    | <b>125.8</b>   | <b>132.8</b>   | <b>137.7</b>   | <b>139.9</b>   |
| 금융부채           | <b>5.6</b>     | <b>91.9</b>    | <b>91.9</b>    | <b>91.9</b>    | <b>91.9</b>    |
| 기타비유동부채        | 13.3           | 33.9           | 40.9           | 45.8           | 48.0           |
| <b>부채총계</b>    | <b>452.7</b>   | <b>526.5</b>   | <b>551.0</b>   | <b>602.3</b>   | <b>625.2</b>   |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>431.8</b>   | <b>616.2</b>   | <b>699.6</b>   | <b>784.6</b>   | <b>877.2</b>   |
| 자본금            | <b>11.7</b>    | <b>11.9</b>    | <b>11.9</b>    | <b>11.9</b>    | <b>11.9</b>    |
| 자본잉여금          | 310.4          | 361.6          | 361.6          | 361.6          | 361.6          |
| 자본조정           | 19.6           | 19.6           | 19.6           | 19.6           | 19.6           |
| 기타포괄이익누계액      | (5.2)          | (12.7)         | (12.7)         | (12.7)         | (12.7)         |
| 이익잉여금          | 95.3           | 235.8          | 319.1          | 404.2          | 496.8          |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>184.3</b>   | <b>172.2</b>   | <b>176.8</b>   | <b>186.8</b>   | <b>197.6</b>   |
| <b>자본총계</b>    | <b>616.1</b>   | <b>788.4</b>   | <b>876.4</b>   | <b>971.4</b>   | <b>1,074.8</b> |
| 순금융부채          | (330.3)        | (402.7)        | (481.8)        | (590.0)        | (702.2)        |

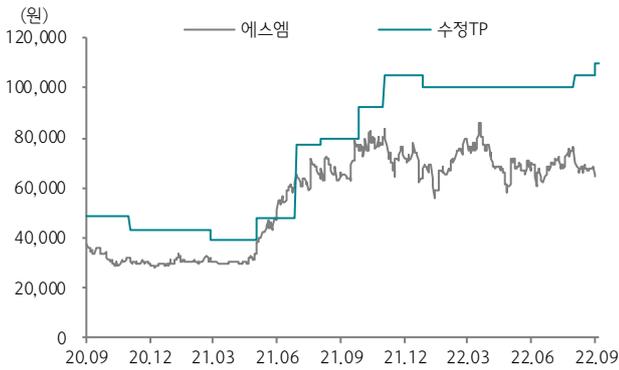
| 투자지표           | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2020     | 2021    | 2022F   | 2023F   | 2024F   |
| <b>주당지표(원)</b> |          |         |         |         |         |
| EPS            | (2,992)  | 5,667   | 3,700   | 3,773   | 4,091   |
| BPS            | 18,875   | 26,408  | 29,856  | 33,430  | 37,322  |
| CFPS           | 3,745    | 6,225   | 7,523   | 7,649   | 7,808   |
| EBITDAPS       | 3,336    | 5,580   | 5,777   | 6,706   | 6,746   |
| SPS            | 24,729   | 29,770  | 35,584  | 39,845  | 41,749  |
| DPS            | 0        | 200     | 200     | 200     | 200     |
| <b>주가지표(배)</b> |          |         |         |         |         |
| PER            | (9.94)   | 13.09   | 17.73   | 17.39   | 16.04   |
| PBR            | 1.58     | 2.81    | 2.20    | 1.96    | 1.76    |
| PCFR           | 7.94     | 11.92   | 8.72    | 8.58    | 8.40    |
| EV/EBITDA      | 7.05     | 11.64   | 9.31    | 7.41    | 6.73    |
| PSR            | 1.20     | 2.49    | 1.84    | 1.65    | 1.57    |
| <b>재무비율(%)</b> |          |         |         |         |         |
| ROE            | (16.02)  | 25.48   | 13.38   | 12.10   | 11.72   |
| ROA            | (6.42)   | 11.20   | 6.42    | 5.98    | 5.95    |
| ROIC           | 4.62     | 19.21   | 24.12   | 35.00   | 40.81   |
| 부채비율           | 73.48    | 66.78   | 62.87   | 62.01   | 58.17   |
| 순부채비율          | (53.61)  | (51.08) | (54.97) | (60.74) | (65.33) |
| 이자보상배율(배)      | 1.50     | 16.51   | 18.79   | 25.57   | 27.01   |

| 현금흐름표            | (단위:십억원)      |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2020          | 2021          | 2022F         | 2023F         | 2024F         |
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>45.4</b>   | <b>122.6</b>  | <b>130.3</b>  | <b>130.2</b>  | <b>124.6</b>  |
| 당기순이익            | (80.3)        | 133.2         | 92.6          | 99.7          | 108.2         |
| 조정               | 151.3         | (21.6)        | 37.0          | 21.4          | 12.3          |
| 감가상각비            | 71.7          | 64.0          | 37.0          | 21.4          | 12.4          |
| 외환거래손익           | 6.1           | (2.9)         | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 지분법손익            | 13.0          | (96.4)        | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 기타               | 60.5          | 13.7          | 0.0           | 0.0           | (0.1)         |
| 영업활동 자산부채 변동     | (25.6)        | 11.0          | 0.7           | 9.1           | 4.1           |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>(42.5)</b> | <b>(82.6)</b> | <b>(71.4)</b> | <b>(50.2)</b> | <b>(22.3)</b> |
| 투자자산감소(증가)       | 26.1          | 23.6          | (34.9)        | (24.5)        | (10.9)        |
| 자본증가(감소)         | (7.7)         | (21.5)        | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 기타               | (60.9)        | (84.7)        | (36.5)        | (25.7)        | (11.4)        |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>16.2</b>   | <b>(6.8)</b>  | <b>(4.6)</b>  | <b>(2.3)</b>  | <b>(3.6)</b>  |
| 금융부채증가(감소)       | (33.4)        | 54.0          | 0.1           | 2.5           | 1.1           |
| 자본증가(감소)         | 65.1          | 51.4          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 기타재무활동           | (15.5)        | (112.2)       | 0.0           | (0.1)         | 0.0           |
| 배당지급             | 0.0           | 0.0           | (4.7)         | (4.7)         | (4.7)         |
| <b>현금의 증감</b>    | <b>19.0</b>   | <b>33.2</b>   | <b>36.8</b>   | <b>85.1</b>   | <b>101.8</b>  |
| Unlevered CFO    | 87.8          | 146.7         | 178.9         | 182.0         | 185.8         |
| Free Cash Flow   | 37.3          | 100.4         | 130.3         | 130.2         | 124.6         |

자료: 하나증권

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엠



| 날짜       | 투자이견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|------|---------|---------|---------|
|          |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 22.9.16  | BUY  | 110,000 |         |         |
| 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%  |
| 21.8.18  | BUY  | 80,000  | -15.11% | -1.25%  |
| 21.7.13  | BUY  | 77,000  | -16.24% | -6.62%  |
| 21.5.18  | BUY  | 48,000  | 5.60%   | 29.79%  |
| 21.3.12  | BUY  | 39,000  | -21.88% | -7.82%  |
| 20.11.16 | BUY  | 43,000  | -29.36% | -21.51% |
| 20.8.17  | BUY  | 49,000  | -30.69% | -19.80% |

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

• 투자이견의 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(매도)\_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% 이상 하락 가능

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계   |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 95.67%  | 4.33%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2022년 09월 13일

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 2022년 9월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2022년 9월 16일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.