

## Tech팀

최민하

Senior Analyst

minha22.choi@samsung.com

## CJ ENM (035760)

### 꼬인 실타래가 풀리기 시작했다!

- 4분기 영업이익은 587억원으로 788% 증가하며 어닝 서프라이즈 시현. 피프스시즌의 이익 턴어라운드, 티빙의 적자 규모 축소, 음악 부문의 성과 확대 등에 기인
- 24년 핵심 사업의 수익성 강화로 이익 턴어라운드 가속화에 나설 전망. 티빙의 AVOD 요금제 도입, 피프스시즌 25편 이상 딜리버리 목표 제시
- 티빙 등 미디어플랫폼, 피프스시즌 등 영화드라마, 자체 아티스트 성과 확대에 따른 음악 사업의 영업가치 상황을 반영해 목표주가를 103,000원으로 17% 상향

#### ▶ AT A GLANCE

투자의견	<b>BUY</b>	
목표주가	103,000원	23.5%
현재주가	83,400원	
시가총액	1.8조원	
Shares (float)	21,929,154주 (51.8%)	
52주 최저/최고	50,200원/114,700원	
60일-평균거래대금	80.4억원	

#### ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
CJ ENM (%)	21.2	25.4	-25.3
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	31.1	38.7	-28.9

#### ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	103,000	88,000	17.0%
2023E EPS	-14,551	-10,422	nm
2024E EPS	1,723	1,543	11.7

#### ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	16
Target price	89,188
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

#### WHAT'S THE STORY?

**4Q23 실적 review- 어닝 서프라이즈:** 4분기 연결 매출액은 1조 2,596억원(-14.0% YoY), 영업이익 587억원(+787.7% YoY)으로 컨센서스(291억원)를 웃돌며 3분기에 이어 또 다시 어닝 서프라이즈를 시현했다. 시장 기대치를 상회한 주된 요인은 1) 피프스시즌이 전 분기와 동일한 4편의 작품을 납품했으나 TV시리즈를 2편 납품하는 등 장르 믹스의 개선이 있었고, 산하 연결 제작사들도 현지 영업 상황이 개선되면서 콘텐츠를 납품해 이익에 기여한 것으로 파악된다. 4분기 매출액은 1,589억원, 영업이익 194억원(+317억원 QoQ)을 기록했다(그림18). 2) 티빙은 오리지널 콘텐츠 흥행에 따른 가입자 확대로 매출액은 999억원, 영업손실 228억원으로 적자 규모가 전 분기(-312억원) 대비 축소됐다. 3) 음악 사업은 소속 아티스트의 음반 성과와 공연 매출 확대로 사상 최대 영업이익을 기록했다. 4) 저조한 연간 성과를 반영한 인센티브 감소, 인력 효율화 영향 등으로 전사 인건비(-132억원 QoQ, -523억원 YoY)가 줄었다. 반면 TV광고 매출은 전통적인 성수기로 분류되는 4분기였음에도 그 효과를 누리지 못하고 전년 동기 대비 27.8% 감소해 절대 매출 규모가 3분기 대비 작았다. 작년 12월 피프스시즌은 일본 TOHO로부터 2억 2,500만 달러의 투자를 유치했는데, 밸류에이션이 CJ ENM의 인수 때보다 20~30% 낮아져 영업권 손상 950억원이 영업외비용으로 반영됐다.

**콘텐츠 사업과 OTT 성과 회복과 수익성 개선에 올인:** 24년 사업 전략으로 '핵심 사업의 수익성 강화로 이익 턴어라운드 가속화'를 내세웠다. 시장의 이목이 집중된 '티빙'은 3월 광고형(AVOD) 요금제를 도입한다. AVOD 가입자를 20~30% 비중으로 가정해도 현 매출 대비 10% 업사이드를 전망했다. 콘텐츠 경쟁력 등을 기반으로 연초 기준 400만 명을 넘어선 유료 가입자는 연말 500만 명 달성, 24년 MAU 1,000만명을 목표로 하며 하반기 중에는 분기 BEP는 도달 가능할 것으로 예상했다. 피프스시즌은 24년 25편 이상의 딜리버리를 목표로 성과 회복에 나설 전망이다.

(다음 페이지에 계속)

#### 분기 실적

(십억원)	4Q23	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	1,259.6	-14.0	13.4	-3.4	-2.1
영업이익	58.7	787.7	692.7	125.7	101.5
세전이익	-102.2	적지	적지	nm	nm
순이익	-135.2	적지	적지	nm	nm
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	4.7				
세전이익	-8.1				
순이익	-10.8				

자료: CJ ENM, Enguide, 삼성증권 추정

#### Valuation summary

	2022	2023E	2024E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	n/a	n/a	48.4
P/B	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.8	3.4	2.8
Div yield (%)	0.0	0.0	0.4
EPS 증가율 (%)	적전	적지	흑전
ROE (%)	-3.3	-9.6	1.2
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	-5,476	-14,551	1,723
BVPS	171,357	150,146	151,968
DPS	0	0	300

**음악 사업, 해외 매출 고성장에 드라이브:** 자체 아티스트 활동 강화로 23년 709억원(+27.3% YoY)의 영업이익을 달성한 음악 부문은 24년 1) 'Produce 101 Japan the girls~'를 통해 구성된 일본 걸그룹 'ME:I'가 4월 현지에서 데뷔할 예정이고, 2) 국내에서는 '아이랜드 시즌2'가 금년 2분기 방영되며 프로그램을 통해 결성된 신인 걸그룹은 하반기 중 데뷔할 전망이다. 24년에 2개의 신규 걸그룹 데뷔로 국내외에서 성장성 강화가 예상된다.

**BUY 유지:** 피프스시즌과 티빙의 손익 개선이 당초 기대보다 빠르게 진행됨에 따라 미디어플랫폼, 영화 드라마 부문과 가파른 성과 확대를 펼치고 있는 음악 사업의 가치를 높여 영업가치(2.6조원→ 3.0조원)를 상향했다. 자산유동화를 통해 23년 말 순차입금이 2조원(-1,100억원) 수준으로 감소한 것을 반영해 24년 순차입금을 가정치도 소폭 축소해 목표주가를 103,000원(SOTP 방식, 표7)으로 기존 대비 17% 상향한다. 24년에는 티빙의 트래픽 확대에 따른 구독 수익 증가와 광고형 요금제 론칭에 따른 추가 성과 개선이 예상되고 할리우드 파업 여파 등으로 작년 약 660억원의 영업손실을 기록한 피프스시즌도 영업 정상화에 따른 납품 편수 증가로 손익 개선이 예상된다. 그동안 CJ ENM의 수익성 악화에 상당한 부담으로 작용했던 티빙과 피프스시즌의 유의미한 이익 개선으로 전사 이익 턴어라운드를 이끌 것으로 예상된다.

표 1. CJ ENM: 실적 추이와 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	4Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	957.3	1,192.5	1,178.5	1,464.0	949.0	1,048.9	1,110.9	1,259.6	1,071.9	1,173.0	1,253.3	1,403.5	4,792.2	4,368.4	4,901.8	5,427.6
미디어플랫폼	333.1	387.7	342.7	364.1	277.9	342.8	314.3	327.1	352.6	406.2	376.6	378.2	1,427.6	1,262.0	1,513.6	1,767.1
영화드라마	216.2	338.6	357.3	512.3	236.1	229.6	326.2	300.1	271.2	267.5	387.7	334.1	1,424.3	1,092.1	1,260.4	1,438.0
음악	90.7	114.5	169.1	210.7	119.0	130.8	170.0	256.7	132.7	146.5	189.8	290.3	585.0	676.5	759.4	837.1
커머스	317.3	351.7	309.5	376.9	316.1	345.7	300.3	375.7	315.3	352.8	299.2	401.0	1,355.3	1,337.9	1,368.3	1,385.5
매출총이익	413.4	454.3	417.0	464.2	352.2	376.2	358.1	430.5	407.2	462.7	436.3	545.1	1,748.8	1,517.0	1,851.3	2,024.4
영업이익	49.6	55.6	25.5	6.6	-50.3	-30.4	7.4	58.7	20.7	51.5	42.5	92.4	137.4	-14.6	207.1	266.0
미디어플랫폼	28.0	13.3	-0.3	-33.2	-34.3	-29.9	1.9	2.3	-1.1	5.5	10.3	13.4	7.8	-59.9	28.1	51.1
영화드라마	-2.7	10.8	-7.0	6.0	-40.7	-31.1	-20.4	-5.3	-10.7	7.9	5.2	17.0	7.1	-97.5	19.4	32.0
음악	14.2	12.2	28.8	0.6	8.1	12.0	15.5	35.4	16.1	18.4	19.8	36.8	55.7	70.9	91.1	113.3
커머스	12.9	19.5	5.7	34.2	17.5	18.7	7.1	26.0	16.5	19.6	7.2	25.2	72.4	69.3	68.5	69.6
세전이익	4.0	-23.0	-46.9	-261.6	-80.4	-113.3	-42.1	-102.2	-10.5	11.2	-13.1	74.4	-327.6	-338.1	62.1	170.4
지배주주순이익	6.7	-23.9	-54.9	-48.1	-68.7	-97.1	-40.7	-112.3	-7.1	7.2	-8.4	46.0	-120.1	-318.7	37.8	106.7
매출총이익률	43.2	38.1	35.4	31.7	37.1	35.9	32.2	34.2	38.0	39.4	34.8	38.8	36.5	34.7	37.8	37.3
영업이익률	5.2	4.7	2.2	0.5	-5.3	-2.9	0.7	4.7	1.9	4.4	3.4	6.6	2.9	-0.3	4.2	4.9
순이익률	0.7	-2.0	-4.7	-3.3	-7.2	-9.3	-3.7	-8.9	-0.7	0.6	-0.7	3.3	-2.5	-7.3	0.8	2.0
(% YoY)																
매출액	20.9	31.3	37.4	47.1	-0.9	-12.0	-5.7	-14.0	13.0	11.8	12.8	11.4	34.9	-8.8	12.2	10.7
미디어플랫폼	10.2	9.2	-3.3	-3.9	-16.6	-11.6	-8.3	-10.2	26.9	18.5	19.8	15.6	2.7	-11.6	19.9	16.7
영화드라마	151.1	208.6	265.7	402.7	9.2	-32.2	-8.7	-41.4	14.9	16.5	18.8	11.3	260.2	-23.3	15.4	14.1
음악	24.5	33.5	88.7	51.0	31.2	14.2	0.5	21.8	11.6	12.1	11.6	13.1	50.9	15.6	12.3	10.2
커머스	-4.1	-1.6	-2.0	0.6	-0.4	-1.7	-2.9	-0.3	-0.2	2.0	-0.4	6.7	-1.7	-1.3	2.3	1.3
매출총이익	2.7	8.6	0.2	16.7	-14.8	-17.2	-14.1	-7.3	15.6	23.0	21.8	26.6	7.0	-13.3	22.0	9.4
영업이익	-47.0	-35.2	-70.9	-77.7	적전	적전	-71.0	787.3	흑전	흑전	473.5	57.4	-53.7	적전	흑전	28.5
미디어플랫폼	-13.6	-68.9	적전	적지	적전	적전	흑전	흑전	적지	흑전	446.5	486.3	-92.9	적전	흑전	81.8
영화드라마	적전	2.5	적전	흑전	적지	적전	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-73.5	적전	흑전	64.7
음악	30.1	337.4	172.6	-97.8	-43.2	-1.1	-46.3	6,154.6	99.3	53.2	27.9	4.1	12.3	27.3	28.4	24.4
커머스	-61.6	-34.7	-78.8	16.2	35.8	-4.2	22.9	-24.1	-6.2	5.0	1.7	-3.0	-39.7	-4.3	-1.2	1.6
세전이익	-96.0	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	적전	적지	흑전	174.4
지배주주순이익	-90.8	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	적전	적지	흑전	182.3
매출총이익률	-7.6	-8.0	-13.2	-8.3	-6.1	-2.2	-3.1	2.5	0.9	3.6	2.6	4.7	-9.5	-1.8	3.0	-0.5
영업이익률	-6.6	-4.8	-8.1	-2.5	-10.5	-7.6	-1.5	4.2	7.2	7.3	2.7	1.9	-5.5	-3.2	4.6	0.7
순이익률	-8.6	-5.5	-12.5	-5.4	-7.9	-7.3	1.0	-5.6	6.6	9.9	3.0	12.2	-8.0	-4.8	8.1	1.2

참고: 피프스시즌(구 엔데버콘텐츠) 지분 80%를 22년 1월 15일자로 취득해 22년 1분기부터 연결 계상

자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 1. 티빙 오리지널 드라마  
〈LTNS〉 (1/19)

자료: CJ ENM, 삼성증권

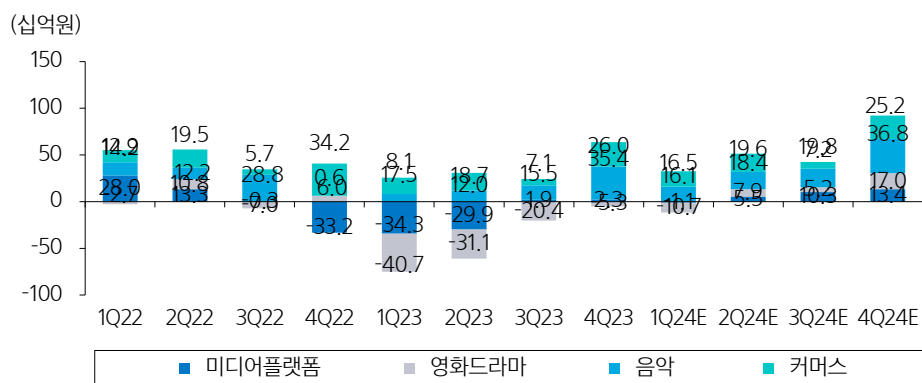
그림 2. 티빙 오리지널 예능  
〈크라임씬 리턴즈〉 (2/9)

자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 3. 티빙 오리지널 드라마  
〈파라미드 게임〉 (2/29)

자료: CJ ENM, 삼성증권

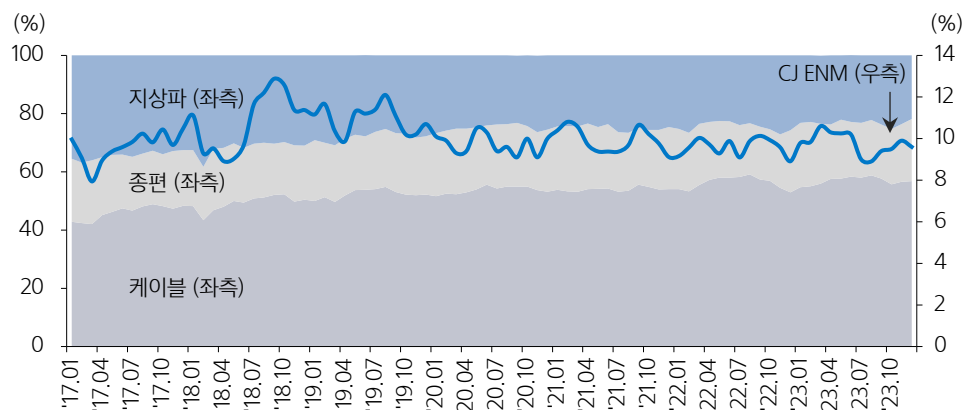
그림 4. CJ ENM: 부문별 영업이익



참고: '피프스시즌(구 엔데버콘텐츠)' 지분 80%를 22년 1월 15일자로 취득해, 22년 1분기부터 연결 계상

자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 5. 시청자 점유율 추이



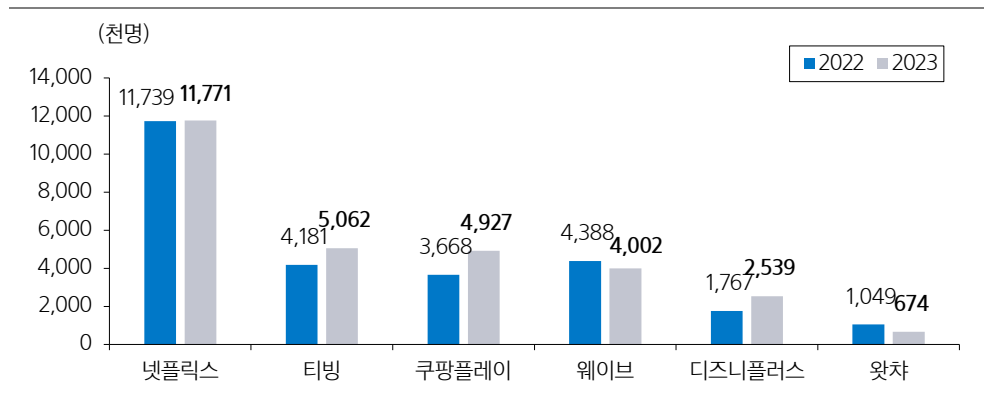
자료: CJ ENM, 삼성증권

표 2. 티빙(TVING)의 오리지널 콘텐츠 라인업(4Q23~)

타이틀	유형	방송일	에피소드	극본	연출	주연
<b>TVING 오리지널</b>						
소년 소녀 연애하다	예능	10.5~11.30	10	이연주	박희연, 이희선	재재, 문상훈, 권정열
스우파2: 월드와이드로그	예능	11.13	4			
플레이 플리 (최초 공개/ Hulu)	드라마	11.18	8	박윤성	김종창	김향기, 신현승
운수 오진 날 (파라마운트+)	드라마	11.24	10	김민성, 송한나	필감성	이성민, 유연석, 이정은
미래엔딩	다큐멘터리	11.30	5	유승열	허진, 한경훈	박해수, 백다혜
이제 곧 죽습니다 Part 1 (아마존 프라임)	드라마	12.15	4	하병훈	하병훈	서인국, 박소담
환승연애3	예능	12.29~		이인순 등	김인하	사이먼 도미닉, 김예원 등
이제 곧 죽습니다 Part 2 (아마존 프라임)	드라마	24.1.5	4	하병훈	하병훈	서인국, 박소담
LTNS	드라마	1.19	6	전고운, 임대형	임대형, 전고운	이솜, 안재홍
크라임씬 리턴즈	예능	2.9	10		윤현준	장진, 박지윤, 장동민
피라미드 게임 (파라마운트+)	드라마	2.29	10	최수이	박소연	김지연, 장다아
사랑의 안단테 (SBS Fil)	드라마	1H24	12	김연아	윤류해	권현빈, 송지우
여고추리반3	예능	24년 6월				박지윤, 장도연, 재재
졸업 (tvN x TVING)	드라마	24년 6월	16		안판석	정려원, 위하준
손해 보기 싫어서 (tvN x TVING)	드라마	24년 8월		김혜영	김정식	신민아, 김영대, 이상이
원경 (tvN x TVING)	드라마	24년 12월		이영미	김상호	차주영, 이현욱, 이성민
샤크: 더 스톱	드라마	2024년	6	-	채여준	김민석
러닝메이트	드라마	2024년	9	한진원, 홍지수	한진원	윤현수, 이정식
나노리스트	애니메이션	2024년	12			
테러맨	애니메이션	2024년				
춘화연애담	드라마	2024년		서은정	이광영	고아성, 장률
우씨왕후 (파라마운트+)	드라마	2024년	8	이병학	정세교	전종서
줄거나 나쁜 동재 (파라마운트+)	드라마	2024년		김상원, 황하정	진창규	이준혁, 박성웅
스터디그룹	드라마	2024년	10	엄선희	이장훈	황민혁, 한지은
나는 대놓고 신데렐라를 꿈꾼다 (파라마운트+)	드라마	2024년	10	유자	백미경	표예진, 이준영
선익의 경쟁	드라마	2024년		김태희		이혜리
라이프라인	다큐멘터리	2024년				
샤먼: 귀신전	다큐멘터리	2024년				
내가 죽기 일주일 전	드라마	2025년		송현주, 장인정	최하나	공명, 김민하
빌런즈	드라마	TBD	16	김형준	진혁	유지태, 곽도원, 이범수, 이민정
<b>TVING Only (독점)</b>						
UFC	스포츠	23.1.15~				
분데스리가	스포츠	23.1.21~				
스우파2: On The Stage	콘서트	23.12.3				

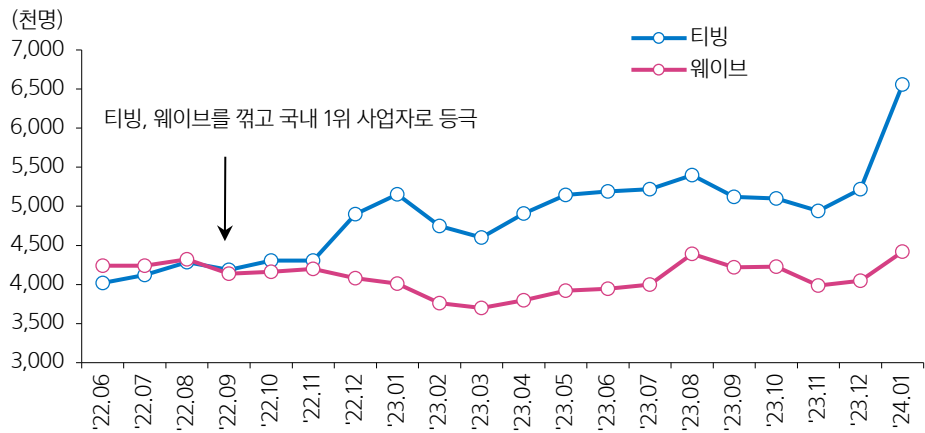
자료: CJ ENM, 티빙, 언론 보도, 삼성증권

그림 6. 국내 OTT 앱의 2022~2023년 MAU (월간 활성 이용자 수)



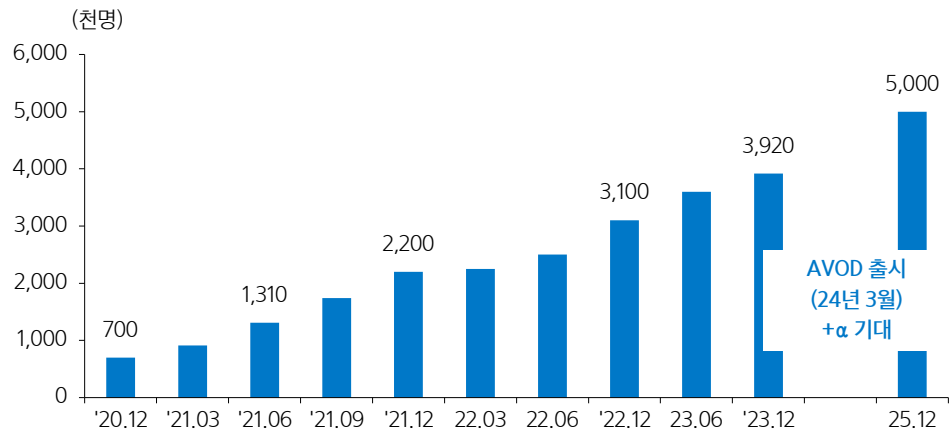
참고: iOS+안드로이드 기준 / 자료: 모바일인덱스, 삼성증권

그림 7. 티빙, 웨이브의 MAU 비교



참고: iOS+안드로이드 기준  
자료: 모바일인덱스, 삼성증권

그림 8. 티빙의 유료 구독자 수 추이와 전망



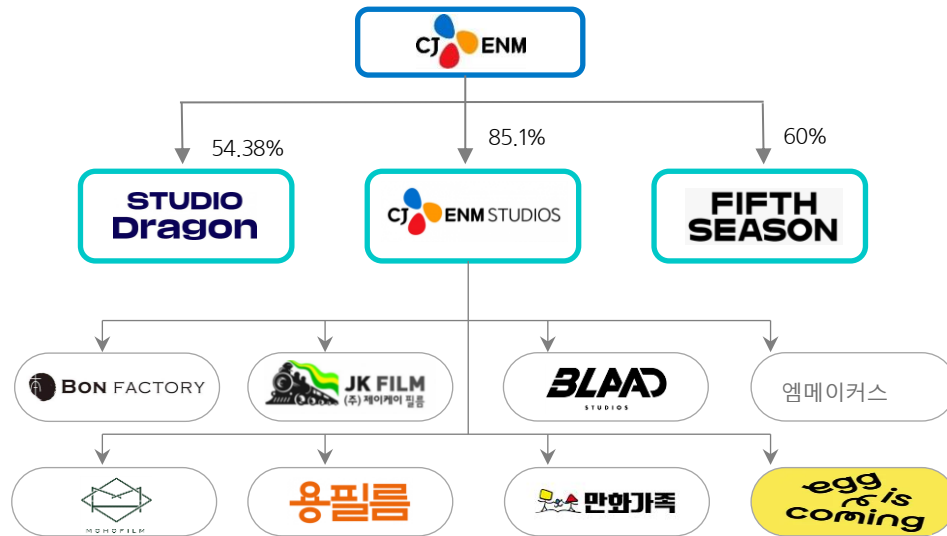
자료: CJ ENM, 삼성증권

표 3. 티빙 요금제 가격 인상

(원)	현재	변경 (신규 가입자)	변경 (기존 가입자)	비고
광고 요금제	-	5,500	5,500	24년 3월 출시 예정
베이직	7,900	9,500	9,000	
스탠다드	10,900	13,500	12,500	
프리미엄	13,900	17,000	16,000	

참고: 신규 가입자는 23년 12월 1일, 기존 가입자는 24년 3월부터 인상 예정, 구독료 변경 사전 동의 시 6월부터 인상  
자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 9. CJ ENM의 멀티스튜디오 체제



참고: 1. 엔데버 콘텐츠(Endeavor Content)가 '피프스시즌(FIFTH SEASON)'으로 사명 변경(22년 9월)

2. 피프스시즌이 일본 TOHO를 2대 주주로 유치하면서 CJ ENM의 지분율 80%→ 60%로 변경(23년 12월)

자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 10. 영화 &lt;도그데이즈&gt; 제이케이필름 제작



참고: 24년 2월 7일 공개

자료: CJ ENM, 삼성증권

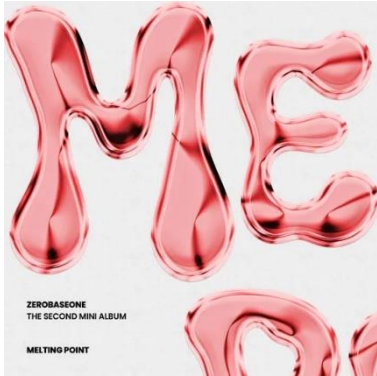
그림 11. 넷플릭스 오리지널 영화 &lt;로기완&gt; 용필름 제작



참고: 24년 3월 1일 공개 예정

자료: CJ ENM, 삼성증권



그림 12. ZB1 미니 2집 <MELTING POINT>  
(11/6)

자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 13. DXTEEN 싱글 3집 <Snowin>  
(1/31)

자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 14. INI 정규 2집 &lt;MATCH UP&gt; (2/14)



자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 15. ME:I, 프로듀스101 재팬 더 걸스 데뷔 그룹 확정 (12/16)



자료: CJ ENM, 라포네엔터, 삼성증권

그림 16. JO1·INI·DXTEEN, LAPOSTA 2024 개최 (1/20~1/21)



자료: CJ ENM, 라포네엔터, 삼성증권

표 4. 라포네엔터테인먼트 활동 일정

일자	아티스트	구분	타이틀	비고
10월 5일~12월 16일	ME:I	서바이벌 프로	Produce 101 Japan The Girls	걸그룹 데뷔 론칭 프로젝트
10월 11일	INI	음반	TAG ME	싱글 5집
11월 1일~	JO1	공연	JO1 1st 아시아 투어	자카르타, 방콕, 타이페이, 상하이
11월 4일~12월 21일	INI	공연	INI 2nd 아레나 라이브 투어	도쿄, 미야기, 아이치, 후쿠오카, 요코하마, 히로시마, 오사카
11월 24일~25일	JO1	공연	JO1 2nd 아레나 라이브 투어	오사카 교세라 돔 공연 추가
24년 1월 20일~21일	JO1, INI, DXTEEN	공연	LAPOSTA 2024	K아레나 요코하마
1월 31일	DXTEEN	음반	Snowin	싱글 3집
2월 14일	INI	음반	MATCH UP	정규 2집
3월 20일	제로베이스원	음반	흔들흔들- 운명의꽃	일본 데뷔 싱글
3월 중	제로베이스원	공연	ZB1 1st 일본 팬미팅	일본 팬미팅
4월 17일	ME:I	음반	TBD (데뷔 앨범)	23년 12월 16일 결성

자료: 라포네엔터테인먼트, 삼성증권

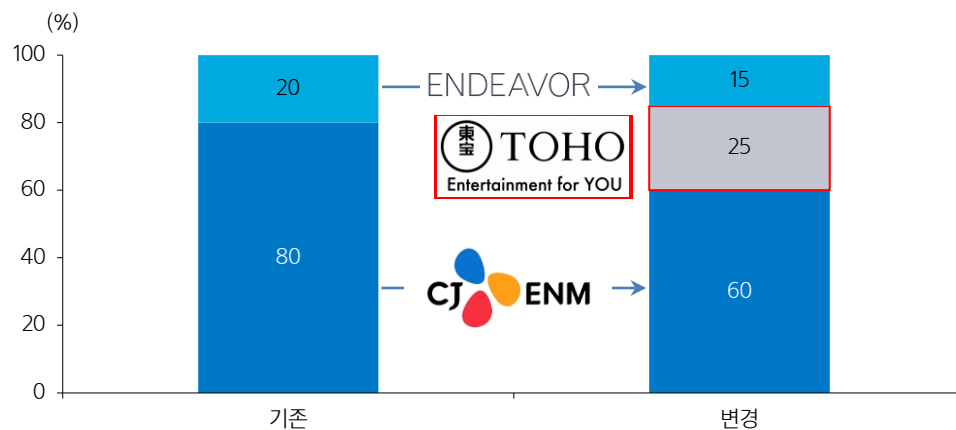


표 5. 투자배급 영화 라인업

연도	No.	영화명	개봉일	장르	출연배우	관객수 (천명)
2021	1	서복 (TVING 오리지널)	4월 15일	SF, 액션	공유, 박보검, 조우진	385
	2	발신제한	6월 23일	스릴러	조우진, 지창욱, 이재인	956
	3	미드나이트	6월 30일	스릴러	진기주, 위하준	109
	4	방법: 재차의	7월 28일	공포	엄지원, 정지소	176
	5	보이스	9월 15일	범죄, 액션	변요한, 김무열	1,427
	6	연애 빠진 로맨스	11월 24일	멜로, 로맨스	전종서, 손석구	607
	7	해피뉴이어	12월 29일	로맨스, 드라마	한지민, 이동욱	237
2022	1	브로커	6월 8일	드라마	송강호, 강동원, 배두나	1,261
	2	헤어질 결심	6월 29일	멜로	박해일, 탕웨이	1,888
	3	외계+인 (1부)	7월 20일	SF, 액션, 판타지	류준열, 김우빈, 김태리	1,539
	4	공조2: 인터내셔널	9월 7일	액션, 코미디	현빈, 유해진, 임윤아	6,983
	5	영웅	12월 21일	뮤지컬, 드라마	정성화, 김고은, 나문희, 배정남	3,267
2023	1	유령	1월 18일	액션	설경구, 이하늬, 박소담	664
	2	카운트	2월 22일	드라마	진선규, 성유빈	397
	3	더 문	8월 2일	드라마, SF	설경구, 도경수	516
	4	천박사 퇴마 연구소 : 설경의 비밀	9월 27일	판타지	강동원, 허준호, 이솜	1,916
	5	소년들	11월 1일	범죄, 액션	설경구, 유준상	471
2024	1	외계+인 (2부)	1월 10일	SF, 액션, 판타지	류준열, 김우빈, 김태리	1,417
	2	도그데이즈	2월 7일	드라마	유해진, 윤여정	22
	3	베테랑2	TBD	범죄, 액션	황정민, 정해인	
	4	하얼빈	TBD	첩보, 액션	현빈, 박정민	
	5	2시의 데이트	TBD	로맨스, 코미디	임윤아, 안보현	
	6	탈출: 프로젝트 사일런스	TBD	액션	이선균, 주지훈	

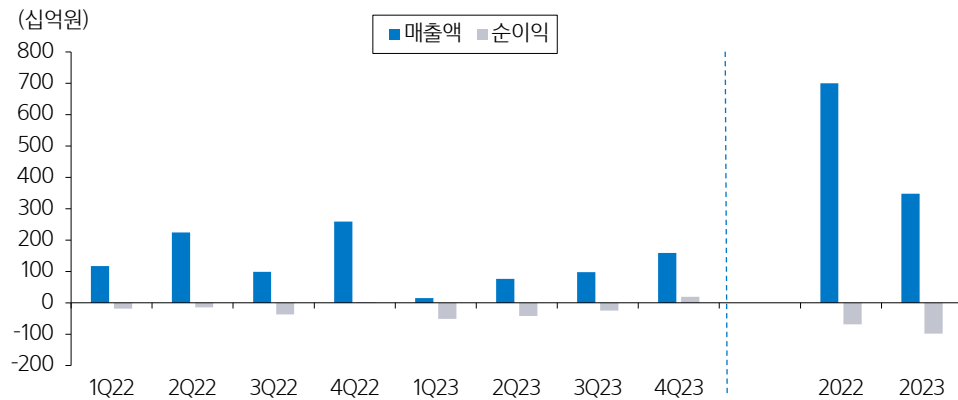
참고: 24년 2월 6일 기준 누적 관객 수  
 자료: 언론자료, 영화진흥위원회, 삼성증권

그림 17. TOHO로부터 투자 유치에 따른 피프스시즌 지분율 변화



자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 18. 피프스시즌의 재무 실적



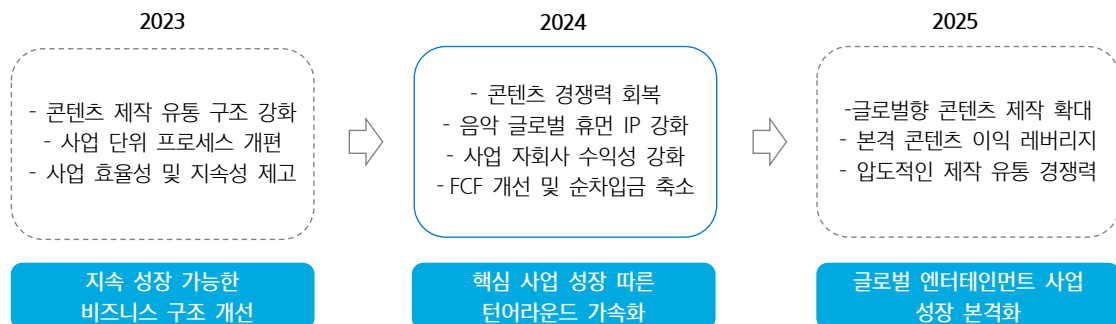
참고: 1. 22년 1분기부터 연결 계상; 2. 분기보고서 공시 이전으로 4Q23 순이익은 실적 발표회에서 기업이 밝힌 영업이익의 수치 기준  
자료: CJ ENM, DART, 삼성증권

그림 19. 2024년 사업별 목표



자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 20. 2023~2025년 연도별 사업 전략



자료: CJ ENM, 삼성증권

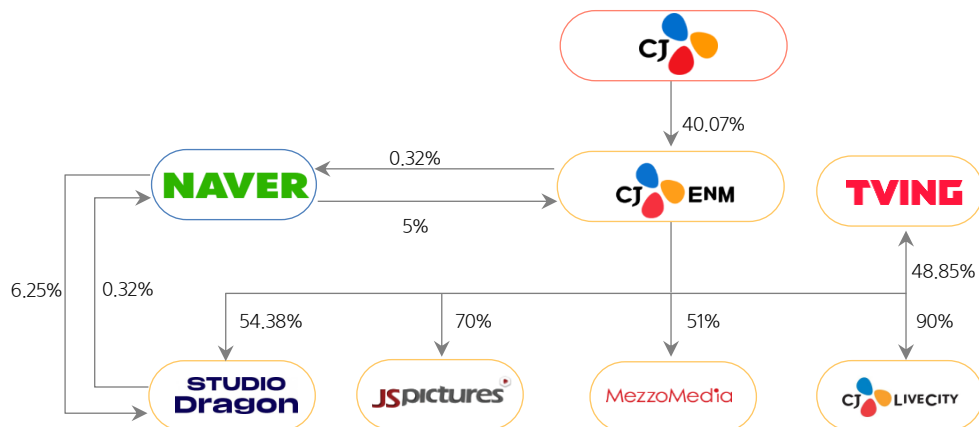
표 6. 보유 지분 현황

	보유 지분율 (%)	보유 지분 가치 (십억원)	최초 취득일
넷마블 (251270)	21.8	1,130.7	2011년 11월
스튜디오드래곤 (253450)	54.4	765.8	2016년 5월
NAVER (035420)	0.3	106.8	2020년 10월
지니뮤직 (043610)	15.4	30.0	2018년 10월
텍스터 (206560)	6.8	13.8	2020년 3월
에이스토리 (241840)	10.5	11.1	2011년 3월
와이랩 (432430)	9.7	14.8	2021년 8월
합계	-	2,058.1	-
자사주	5.5	89.4	-

참고: 1. LG헬로비전(구 CJ헬로) 보유 지분율은 LG유플러스와 주식양수도 계약으로 53.92%에서 3.92%로 변동(19년 12월 24일), 22년 3분기 중에 2.46% 지분(10,786주)을 추가 처분해 보유 지분율은 1.46%로 낮아짐. 23년 1분기 중 매각 완료  
 2. 자사주는 18년 7월 1일 합병에 따른 주식매수청구권 행사 주식을 취득, 20년 10월 27일 NAVER와 상호 자기주식 교환  
 3. 와이랩은 23년 7월 20일 신규 상장  
 4. 보유 지분율은 23년 3분기 분기보고서 기준, 보유 지분 가치는 24년 2월 7일 종가 기준

자료: Dart, WiseFn, 삼성증권

그림 21. CJ ENM: 지배구조



참고: 1. 빌리프랩은 10월 31일 보유 지분 전량을 하이브에 처분해 연결 자회사에서 제외

2. 와이랩은 해당 기업에 대한 유의적인 영향력 상실로 관계기업에서 매도가능 금융자산으로 분류 (기존 9.67%)

자료: CJ ENM, 삼성증권

표 7. 목표주가 산정방식 (SOTP)

(십억원)	NOPLAT	Multiple (배)	가치	설명
영업가치 (a)			2,998	2024년 기준
미디어플랫폼	58	20	1,189	
영화드라마	28	20	570	스튜디오드래곤 가치 제외
음악	84	10	843	자체 아티스트 IP 등
커머스	57	7	396	국내 홈쇼핑업체 12개월 선행 PER
지분가치 (b)			1,214	
스튜디오드래곤			465	시가총액의 40% 할인, 지분율 54.5%
넷마블			685	시가총액의 40% 할인, 지분율 22.9%
네이버			64	시가총액의 40% 할인, 지분율 0.32%
사업가치			4,212	
순차입금 (c)			1,963	
적정 가치			2,249	=(a)+(b)-(c)
주식 수 (천주)			21,929	
주당 적정가치(원)			102,544	
목표주가 (원)			103,000	
현재 주가 (2/7)			83,400	
Upside (%)			23.5	

참고: 상장사 보유 지분 가치는 2월 7일 종가 기준

자료: Fnguide, 삼성증권

표 8. 이익 추정치 변경

(십억원)	2024E			2025E		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	4,842.2	4,901.8	1.2	5,361.6	5,427.6	1.2
영업이익	191.1	207.1	8.4	247.5	266.0	7.5
영업이익률 (% , %p)	3.9	4.2	0.3	4.6	4.9	0.3
세전이익	56.5	62.1	9.8	156.0	170.4	9.2
지배주주순이익	33.8	37.8	11.7	96.3	106.7	10.7

자료: 삼성증권

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,552	4,792	4,368	4,902	5,428
매출원가	1,918	3,043	2,851	3,051	3,403
매출총이익	1,635	1,749	1,517	1,851	2,024
(매출총이익률, %)	46.0	36.5	34.7	37.8	37.3
판매 및 일반관리비	1,338	1,611	1,532	1,644	1,758
영업이익	297	137	-15	207	266
(영업이익률, %)	8.4	2.9	-0.3	4.2	4.9
영업외손익	-1	-465	-324	-145	-96
금융수익	51	78	72	70	68
금융비용	50	145	239	226	170
지분법손익	68	-182	-62	2	12
기타	-70	-215	-95	9	-6
세전이익	296	-328	-338	62	170
법인세	68	-151	62	13	32
(법인세율, %)	23.1	46.0	-18.2	21.5	18.6
계속사업이익	228	-177	-400	49	139
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	228	-177	-400	49	139
(순이익률, %)	6.4	-3.7	-9.2	1.0	2.6
지배주주순이익	193	-120	-319	38	107
비지배주주순이익	34	-57	-81	11	32
EBITDA	813	1,431	1,314	1,619	1,755
(EBITDA 이익률, %)	22.9	29.9	30.1	33.0	32.3
EPS (지배주주)	8,822	-5,476	-14,551	1,723	4,864
EPS (연결기준)	10,377	-8,063	-18,244	2,222	6,327
수정 EPS (원)*	8,822	-5,476	-14,551	1,723	4,864

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	782	1,651	1,261	1,629	1,753
당기순이익	228	-177	-400	49	139
현금유출입이없는 비용 및 수익	619	1,662	1,537	1,501	1,588
유형자산 감가상각비	64	74	68	63	58
무형자산 상각비	452	1,220	1,260	1,349	1,431
기타	102	369	209	89	99
영업활동 자산부채 변동	-32	351	272	170	137
투자활동에서의 현금흐름	-727	-3,007	-1,289	-1,446	-1,755
유형자산 증감	-173	-189	-96	-95	-84
장단기금융자산의 증감	269	-21	-12	-20	-80
기타	-824	-2,797	-1,181	-1,331	-1,591
재무활동에서의 현금흐름	957	1,203	-816	134	168
차입금의 증가(감소)	970	1,469	-816	134	174
자본금의 증가(감소)	51	-125	0	0	0
배당금	-54	-44	0	0	-6
기타	-11	-97	0	0	0
현금증감	1,018	-154	-654	263	175
기초현금	270	1,287	1,134	479	743
기말현금	1,287	1,134	479	743	918
Gross cash flow	846	1,485	1,137	1,550	1,727
Free cash flow	609	1,451	1,165	1,534	1,669

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: CJ ENM, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,660	3,108	2,157	2,481	2,920
현금 및 현금등가물	1,287	1,134	479	743	918
매출채권	800	1,161	960	963	1,084
재고자산	85	97	87	89	101
기타	487	716	630	687	816
비유동자산	5,280	7,224	6,802	6,878	7,075
투자자산	2,490	2,381	2,010	2,072	2,084
유형자산	1,112	1,267	1,295	1,326	1,352
무형자산	1,322	2,768	2,826	2,954	3,073
기타	356	808	671	526	567
자산총계	7,941	10,332	8,959	9,359	9,995
유동부채	2,323	4,269	3,361	3,798	4,156
매입채무	251	327	327	365	410
단기차입금	954	1,985	1,485	1,485	1,660
기타 유동부채	1,118	1,957	1,548	1,949	2,087
비유동부채	1,414	1,719	1,775	1,689	1,834
사채 및 장기차입금	941	1,114	1,007	987	987
기타 비유동부채	473	605	768	702	847
부채총계	3,737	5,988	5,135	5,487	5,990
지배주주지분	3,777	3,552	3,112	3,150	3,251
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,538	2,413	2,413	2,413	2,413
이익잉여금	1,334	1,180	861	899	999
기타	-205	-152	-272	-272	-272
비지배주주지분	426	792	711	722	754
자본총계	4,203	4,344	3,824	3,872	4,005
순부채	669	2,280	2,106	1,963	1,890

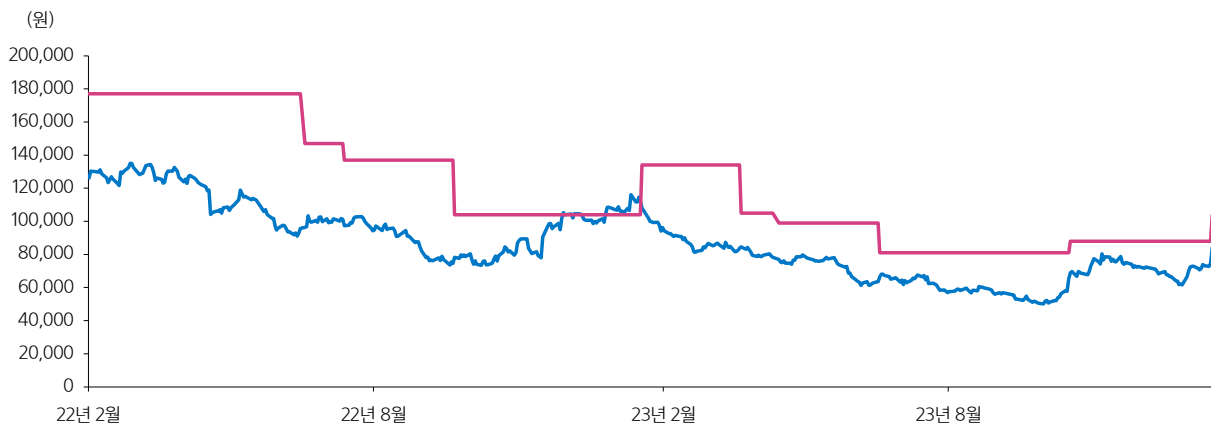
## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	4.8	34.9	-8.8	12.2	10.7
영업이익	9.1	-53.7	적전	흑전	28.5
순이익	246.7	적전	적지	흑전	184.8
수정 EPS**	239.8	적전	적지	흑전	182.3
주당지표					
EPS (지배주주)	8,822	-5,476	-14,551	1,723	4,864
EPS (연결기준)	10,377	-8,063	-18,244	2,222	6,327
수정 EPS**	8,822	-5,476	-14,551	1,723	4,864
BPS	182,220	171,357	150,146	151,968	156,814
DPS (보통주)	2,100	0	0	300	1,000
Valuations (배)					
P/E***	15.7	n/a	n/a	48.4	17.1
P/B***	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.1	3.8	3.4	2.8	2.5
비율					
ROE (%)	5.4	-3.3	-9.6	1.2	3.3
ROA (%)	3.2	-1.9	-4.1	0.5	1.4
ROIC (%)	9.0	2.0	-0.4	3.8	5.0
배당성향 (%)	22.5	0.0	0.0	16.5	19.4
배당수익률 (보통주, %)	1.5	0.0	0.0	0.4	1.2
순부채비율 (%)	15.9	52.5	55.1	50.7	47.2
이자보상배율 (배)	13.2	1.5	-0.1	2.3	2.8

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 2월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 2월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/8/6	2022/2/11	7/11	8/5	10/14	2023/2/10	4/14	5/8	7/11	11/9	2024/2/8
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	225000	177000	147000	137000	104000	134000	105000	99000	81000	88000	103000
과리율 (평균)	-32.74	-33.17	-31.60	-34.47	-11.43	-33.60	-23.51	-27.05	-27.25	-18.44	
과리율 (최대/최소)	-17.38	-23.73	-29.66	-24.89	11.63	-22.76	-19.81	-19.39	-15.93	-5.23	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

\* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

## 기업

**BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상  
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

**HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외

**SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

## 산업

**OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

**NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ( $\pm 5\%$ ) 예상

**UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.12.31 기준

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)



## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA