



# CJ ENM (035760)

비용 통제 기조 유효, 다만 다시 한번 반등하려면

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

**Buy (상향)**

목표주가(하향): 85,000원

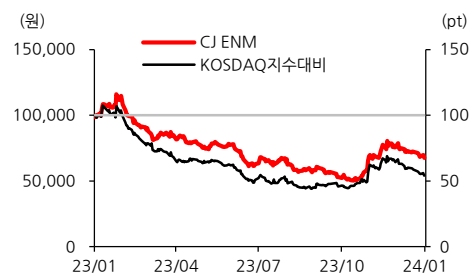
현재 주가(1/10)	67,700 원
상승여력	▲25.6%
시가총액	14,846 억원
발행주식수	21,929 천주
52 주 최고가 / 최저가	116,100 / 50,200 원
90 일 일평균 거래대금	75.28 억원
외국인 지분율	13.7%
주주 구성	
CJ (외 6 인)	42.7%
자사주 (외 1 인)	5.5%
강호성 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.3	29.4	6.6	-31.3
상대수익률(KOSDAQ)	-15.8	19.3	4.9	-57.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,792	4,394	4,684	5,002
영업이익	137	-52	98	178
EBITDA	1,431	955	1,314	1,353
지배주주순이익	-120	-173	61	138
EPS	-5,793	-8,340	2,919	6,638
순차입금	2,280	2,630	2,599	2,561
PER	-18.1	-10.2	23.2	10.2
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.2	4.7	3.1	3.0
배당수익률	2.0	2.5	3.1	3.1
ROE	-3.3	-5.0	1.8	4.1

주가 추이



동사의 4Q23 영업이익으로 209억 원을 추정하며, 이는 영업이익 컨센서스를 43% 하회하는 수준입니다.

## 4Q23 실적은 시장 기대치 하회 추정

동사의 4Q23 실적으로 매출액 1.28조 원, 영업이익 209억 원을 추정한다. 영업이익 기준 컨센서스를 43% 하회하는 수준이지만 3Q23에 이어 흑자는 지속될 것으로 예상된다. 미디어플랫폼 영업이익은 59억 원(YoY 흑전)을 추정한다. 광고 성수기 효과가 제한적으로 반영됐지만 티빙 상각비 부담은 완화되고 피프스시즌도 4개의 작품 딜리버리로 인해 BEP 수준의 손익 개선세가 나타나고 있는 것으로 파악된다. 음악 부문 영업이익은 아티스트 앨범 판매 호조와 투어 성과가 기여되며 179억 원이 예상된다. 한편 피프스시즌의 토호 투자 유지 후 기업가치 하락으로 인한 영업권 손상차손이 반영될 것으로 추정한다.

## 새로운 투자포인트가 필요한 국면

동사의 주가는 3Q23 어닝 서프라이즈 이후 50% 가까이 상승했는데, 인건비 감소와 자회사들의 적자폭 축소(티빙+피프스시즌 합산 손실 2Q23 -805억 → 3Q23 -435억 추정) 때문이다. 이러한 방향성은 올해에도 지속될 것으로 예상하지만, 동사의 기업가치가 다시 한번 상승하기 위해서는 보다 새로운 투자포인트가 필요한 구간이다. 신규 구독자 대상의 요금 인상 및 광고형 요금제 도입이 본격화된 티빙의 유료 구독자 수나 매출 성장 지표가 우리의 예상보다 크게 증가하거나 자산 유동화를 통한 차입금 부담 완화 등의 재무구조 개선에 대한 전략적 방안이 공개되길 기대한다. 그래야만이 부각받지 못하고 있는 음악 부문의 호실적도 적정 가치로 평가받을 것이라는 판단이다.

## 목표주가 8만 5천 원으로 하향하고 투자의견 Buy로 상향

동사에 대한 목표주가를 8만 5천 원으로 하향한다. 상각비 부담이 완화되고 있는 미디어 부문 이익 전망치를 상향했지만 커머스 이익과 보유 지분까지 하락을 반영했다. 현주가 대비 괴리율로 인해 투자의견은 Buy로 상향한다. 비용 효율화를 통한 이익 개선 효과가 체감되는 구간이다. 단기적으로는 미디어 부문의 손익 개선세에 따라 주가 변동성이 결정될 것으로 예상된다.

[표1] CJ ENM의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	949	1,049	1,111	1,285	1,005	1,127	1,185	1,368	4,792	4,394	4,684	5,002
미디어플랫폼	278	343	314	352	308	379	355	389	1,428	1,287	1,431	1,581
커머스	316	346	300	362	323	360	307	361	1,355	1,324	1,352	1,395
영화드라마	236	230	326	352	241	240	332	359	1,424	1,144	1,171	1,215
음악	119	131	170	219	132	148	190	258	585	639	729	810
영업이익	(50.3)	(30.4)	7.4	20.9	3.1	18.3	30.8	45.6	137.4	(52.4)	97.8	177.8
미디어플랫폼	-34.3	-29.9	1.9	5.9	4.8	8.7	11.5	16.9	7.8	(56.3)	41.9	45.6
커머스	17.5	18.7	7.1	25.4	18.8	22.7	21.9	25.8	72.4	68.7	89.2	92.7
영화드라마	-40.7	-31.1	-20.4	-28.3	-30.4	-27.9	-19.8	-17.5	7.1	(120.5)	(95.6)	(39.4)
음악	8.1	12.0	15.5	17.9	9.9	14.8	17.2	20.4	55.7	53.4	62.3	78.9
영업이익률(%)	(5.3)	(2.9)	0.7	1.6	0.3	1.6	2.6	3.3	2.9	(1.2)	2.1	3.6
성장률 (YoY%)												
매출액	(0.9)	(12.0)	(5.7)	(12.2)	5.9	7.4	6.6	6.4	34.9	(8.3)	6.6	6.8
미디어플랫폼	(16.6)	(11.6)	(8.3)	(3.3)	11.0	10.5	13.0	10.4	(19.5)	(9.9)	11.2	10.5
커머스	(0.4)	(1.7)	(3.0)	(3.9)	2.3	4.1	2.3	(0.2)	(1.7)	(2.3)	2.1	3.2
영화드라마	9.2	(32.2)	(8.7)	(31.3)	2.0	4.5	1.7	1.9	1112.7	(19.7)	2.4	3.7
음악	31.2	14.2	0.5	3.9	11.1	13.4	12.0	18.1	107.5	9.2	14.2	11.1
영업이익	적전	적전	(71.0)	216.0	흑전	흑전	315.9	118.2	(53.7)	적전	흑전	81.8
미디어플랫폼	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	508.9	186.4	(92.9)	적전	흑전	8.8
커머스	35.5	(4.2)	23.0	(25.8)	7.4	21.3	210.1	1.6	(39.7)	(5.1)	29.9	3.9
영화드라마	적유	적전	적유	적전	적유	적유	적유	적유	(73.5)	적전	적유	적유
음악	(43.2)	(1.1)	(46.3)	3065.5	22.9	23.0	11.3	14.0	12.3	(4.1)	16.6	26.6

자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

[표2] CJ ENM의 SOTP 밸류에이션

		비고
영업가치	1,280	
미디어	836	
2024E NOPLAT	38	
Target PER	22.0	국내외 동종 업체 평균 적용
커머스	444	
2024E NOPLAT	74	
Target PER	6.0	국내 동종 업체 평균 적용
음악	1,140	
2024E NOPLAT	57	
Target PER	20.0	국내 동종 업체 평균에서 20% 할인 적용
투자자산가치	1,015	각 지분가치 50% 할인
넷마블	542	
스튜디오드래곤	414	
NAVER	59	
사업가치	3,879	
순차입금	2,023	
적정 기업가치	1,856	
발행주식수(천주)	21,926	
적정주가(원)	84,634	
목표주가(원)	85,000	
현재주가(원)	67,700	
상승여력	25.6%	

자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,552	4,792	4,394	4,684	5,002
매출총이익	1,635	1,749	1,678	2,155	2,302
영업이익	297	137	-52	98	178
EBITDA	813	1,431	955	1,314	1,353
순이자손익	-15	-70	3	11	11
외화관련손익	7	3	0	0	0
지분법손익	95	-185	-23	0	0
세전계속사업손익	296	-328	-193	79	179
당기순이익	228	-177	-232	61	138
지배주주순이익	193	-120	-173	61	138
증가율(%)					
매출액	4.8	34.9	-8.3	6.6	6.8
영업이익	9.1	-53.7	적전	흑전	81.8
EBITDA	5.8	75.9	-33.3	37.6	3.0
순이익	246.7	적전	적지	흑전	127.4
이익률(%)					
매출총이익률	46.0	36.5	38.2	46.0	46.0
영업이익률	8.4	2.9	-1.2	2.1	3.6
EBITDA 이익률	22.9	29.9	21.7	28.1	27.0
세전이익률	8.3	-6.8	-4.4	1.7	3.6
순이익률	6.4	-3.7	-5.3	1.3	2.8

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	782	1,651	1,389	1,302	1,327
당기순이익	228	-177	-231	61	138
자산상각비	517	1,293	1,007	1,216	1,175
운전자본증감	-32	351	67	19	8
매출채권 감소(증가)	-59	-143	76	-81	-157
재고자산 감소(증가)	-26	-17	-29	-8	-15
매입채무 증가(감소)	20	78	120	76	145
투자활동 현금	-727	-3,007	-1,522	-1,234	-1,251
유형자산처분(취득)	-173	-189	-164	-229	-245
무형자산 감소(증가)	-697	-1,518	-1,331	-958	-958
투자자산 감소(증가)	247	4	114	-6	-6
재무현금흐름	957	1,203	-214	-44	-44
차입금의 증가(감소)	944	1,036	-164	0	0
자본의 증가(감소)	-54	-44	-50	-44	-44
배당금의 지급	-54	-44	-44	-44	-44
총현금흐름	846	1,485	1,322	1,283	1,319
(-)운전자본증가(감소)	-36	-128	-430	-19	-8
(-)설비투자	174	199	166	229	245
(+)자산매각	-696	-1,507	-1,329	-958	-958
Free Cash Flow	12	-93	258	116	125
(-)기타투자	171	1,080	504	41	43
잉여현금	-159	-1,174	-246	74	82
NOPLAT	228	100	-38	75	137
(+) Dep	517	1,293	1,007	1,216	1,175
(-)운전자본투자	-36	-128	-430	-19	-8
(-)Capex	174	199	166	229	245
OpFCF	607	1,321	1,234	1,082	1,075

주1: 2019년부터 CJ HELLO 제외 PRO-FORMA 기준

주2: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,660	3,108	2,661	2,795	3,020
현금성자산	1,506	1,364	928	959	998
매출채권	897	1,299	1,266	1,348	1,504
재고자산	85	97	123	131	146
비유동자산	5,280	7,224	7,821	7,832	7,903
투자자산	2,846	3,189	3,308	3,349	3,392
유형자산	1,112	1,267	1,399	1,536	1,680
무형자산	1,322	2,768	3,113	2,947	2,831
자산총계	7,941	10,332	10,481	10,627	10,922
유동부채	2,323	4,269	3,878	4,000	4,194
매입채무	880	1,224	1,176	1,252	1,397
유동성이자부채	1,129	2,358	1,547	1,547	1,547
비유동부채	1,414	1,719	2,541	2,548	2,554
비유동이자부채	1,046	1,286	2,011	2,011	2,011
부채총계	3,737	5,988	6,419	6,548	6,748
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,538	2,413	2,406	2,406	2,406
이익잉여금	1,334	1,180	1,004	1,021	1,115
자본조정	-205	-152	-205	-205	-205
자기주식	-268	-268	-268	-268	-268
자본총계	4,203	4,344	4,063	4,080	4,174

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	8,822	-5,793	-8,340	2,919	6,638
BPS	172,252	161,984	151,232	152,005	156,295
DPS	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
CFPS	38,588	67,740	60,295	58,512	60,160
ROA(%)	2.7	-1.3	-1.7	0.6	1.3
ROE(%)	5.4	-3.3	-5.0	1.8	4.1
ROIC(%)	10.1	3.0	-0.9	1.7	3.1
Multiples(x, %)					
PER	15.7	-18.1	-10.2	23.2	10.2
PBR	0.8	0.6	0.6	0.4	0.4
PSR	0.9	0.5	0.4	0.3	0.3
PCR	3.6	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.6	3.2	4.7	3.1	3.0
배당수익률	1.5	2.0	2.5	3.1	3.1
안정성(%)					
부채비율	88.9	137.8	158.0	160.5	161.7
Net debt/Equity	15.9	52.5	64.7	63.7	61.4
Net debt/EBITDA	82.2	159.3	275.5	197.8	189.3
유동비율	114.5	72.8	68.6	69.9	72.0
이자보상배율	13.2	1.5	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투자자본	35.8	48.5	50.9	50.4	50.3
현금+투자자산	64.2	51.5	49.1	49.6	49.7
자본구조(%)					
차입금	34.1	45.6	46.7	46.6	46.0
자기자본	65.9	54.4	53.3	53.4	54.0

## [ Compliance Notice ]

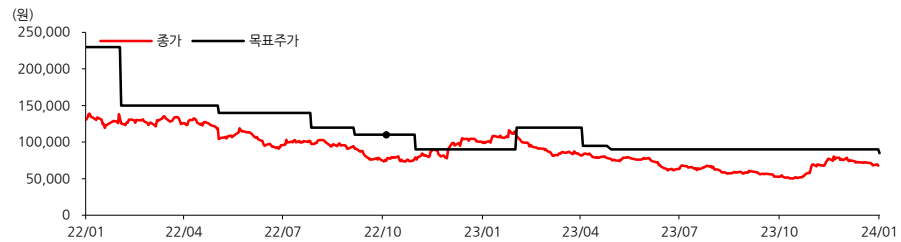
(공표일: 2024년 1월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ CJ ENM의 주가 및 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2022.02.11	2022.05.12	2022.05.24	2022.08.05	2022.09.14
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		150,000	140,000	140,000	120,000	110,000
일 시	2022.11.09	2022.11.17	2023.02.10	2023.02.27	2023.04.12	2023.05.08
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	90,000	90,000	120,000	120,000	95,000	90,000
일 시	2023.07.07	2024.01.11				
투자의견	Hold	Buy				
목표가격	90,000	85,000				

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.02.11	Hold	150,000	-14.88	-10.00
2022.05.12	Hold	140,000	-26.49	-15.07
2022.08.05	Hold	120,000	-19.11	-14.25
2022.09.14	Hold	110,000	-28.24	-17.27
2022.11.09	Hold	90,000	6.95	29.00
2023.02.10	Hold	120,000	-25.24	-9.83
2023.04.12	Hold	95,000	-14.80	-11.05
2023.05.08	Hold	90,000	-26.71	-10.67
2024.01.11	Buy	85,000		

### [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

### [ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

### [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%