

CJ ENM (035760)

Company Report

ENM이라는 거대한 시스템

- 24E OP 2.3천억원(흑전 / +2.4천억원 yoy), 25E 3천억원 역대 최고 전망
- 티빙. 24E OP -485억원(+935억원 yoy). 티빙-웨이브 합병시 1천만 MAU
- Fifth Season. 24E OP 284억원(+939억원 yoy). 준비중인 작품은 충분

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 110,000원 유지. 미디어 업종 Top-Pick

12M FWD EPS 5,947원에 타겟 PER 19배 적용

PER 기준: 18년 CJ E&M-CJO 합병 Pro-forma OP 2.5천억원 수준에 근접할 경우 CJ E&M과 CJO의 합병 전 PER 5년 평균인 21배 적용 예정

뚜렷하게 개선되고 있는 실적

24E OP 2.3천억원(흑전 / +2.4천억원 yoy), 25E 3천억원으로 역대 최고 전망
티빙. 24년 500만명 전망. 24E OP -485억원(+935억원 yoy), 25E 92억원(흑전)
Fifth Season. 24E OP 284억원(흑전 / +939억원 yoy), 25E 600억원(+316억원)

티빙. 초대형 OTT 탄생

티빙-웨이브 합병시 채널이 거의 겹치지 않기 때문에 1.1천만의 MAU 유지 전망
서로의 경쟁을 위해 투자한 Non-Captive 콘텐츠 비용과 기타비용 감소
합병시 비용 절감에 따라 최대 2천억원 수준의 이익 개선이 가능할 것으로 전망

음악. 음악도 시스템이다

Mnet 시스템을 통해 검증된 아티스트 발굴. 전속계약 도입으로 실적 안정성 확보
음반은 밀리언셀러, 콘서트는 아레나에서 돔공연으로 규모 확대

미디어플랫폼. 광고도 좋아지고 있어

23년 GDP 수준 대비 지나치게 급락, -28% yoy. 24년 풍선효과 전망, +8%
〈눈물의 여왕〉, 〈선재 업고 튀어〉 등의 효과로 연평균 시청률 10.7%로 역대 최고

영화드라마. Fifth Season의 작품은 충분히 많다

22년 13편, 23년 10편, 24E 25편. 준비중인 작품은 17~36편

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,792	4,368	4,866	5,307	5,561
영업이익	137	-15	230	304	363
세전순이익	-328	-335	113	209	313
총당기순이익	-177	-397	94	163	244
자배자분순이익	-120	-316	106	155	232
EPS	-5,476	-14,405	4,836	7,057	10,572
PER	NA	NA	18.0	12.3	8.2
BPS	161,984	147,691	152,527	159,585	168,550
PBR	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
ROE	-3.3	-9.3	3.2	4.5	6.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

110,000

유지

현재주가

(24.06.04)

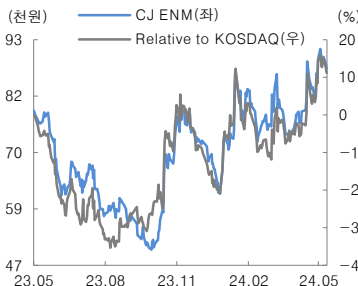
87,100

미디어업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSDAQ	845.84
시가총액	1,910십억원
시가총액비중	0.47%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	91,100원 / 50,200원
120일 평균거래대금	85억원
외국인지분율	14.64%
주요주주	CJ 외 5 인 42.70%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.1	11.1	11.0	14.8
상대수익률	13.7	14.7	8.7	17.8



Contents

I	뚜렷하게 개선되고 있는 실적	3
II	티빙, 초대형 OTT 탄생	6
III	음악, 음악도 시스템이다	10
IV	미디어플랫폼, 광고도 좋아지고 있어	17
V	영화드라마, F/S의 작품은 충분히 많다	20
VI	커머스, 든든한 캐쉬카우	26

I . 뚜렷하게 개선되고 있는 실적

티빙, F/S, 광고의 3 가지 부진 요인 모두 개선

18년 CJ E&M과 CJ오쇼핑의 합병 당시 연간 2.5천억원이었던 영업이익은 21년 3천억원 까지 증가. 22년 1.4천억원, 23년 -146억원으로 이익이 급락했지만, 24E 2.3천억원(흑전 / +2.4천억원 yoy)으로 회복, 25E 3천억원으로 역대 최고 이익 달성 전망

변화하는 미디어 환경에 대응하기 위해 20년 티빙을 새롭게 출범하면서 초기 콘텐츠 비용 부담으로 21년 -762억원, 22년 -1,192억원, 23년 -1,420억원의 적자 발생

한편 드라마와 영화의 본고장인 미국에서의 본격적인 사업 확장을 위해 인수한 Fifth Season(F/S)은 팬데믹 기간 제작 차질에 더해 헐리우드 작가/배우 파업까지 겹치면서 22년 -389억원, 23년 -655억원의 적자 발생

앞집에 댄전격으로 22년말부터 금리인상을 예고하면서 23년 광고주들이 단위당 비용이 가장 큰 TV를 중심으로 광고비 집행을 급격히 줄이면서 미디어 실적도 급감

티빙은 24년말 가입자 500만명을 향해가면서 BEP 수준에 근접. 티빙 24E OP -485억원 (+935억원 yoy). 티빙-웹이브 합병 효과가 더해지면 추가 2천억원 수준의 이익 개선 전망

F/S은 인수 전 당사 추정 연간 약 30여편의 작품 공급 및 약 1천억원의 이익 발생. 이제 파업 등 제작에 차질을 주는 외부 요소들은 모두 해소되었기 때문에, 24E 25편을 공급하면서 24E OP 284억원(흑전 / +939억원 yoy) 전망

TV광고는 GDP 수준 대비 지나치게 하락. 상반기에는 풍선효과와 시청률 회복, 하반기에는 파리 올림픽 및 금리인하 효과까지 더해지면서 24E +7.8% yoy 전망

표 1. CJ ENM 실적 추정 (억원 천명, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	22	23	24E	25E	26E
매출	9,490	10,489	11,109	12,596	11,541	11,288	12,421	13,410	47,922	43,684	48,660	53,071	55,615
영업이익	(503)	(304)	74	587	123	513	548	1,115	1,374	(146)	2,300	3,040	3,627
미디어 플랫폼	(343)	(299)	19	23	(35)	101	121	216	78	(600)	403	814	865
영화/드라마	(407)	(311)	(204)	(53)	(178)	95	179	251	71	(975)	347	637	1,073
음악	81	120	155	354	48	137	183	391	558	709	759	815	855
커머스	175	187	71	260	262	191	75	267	724	692	795	814	874
											2,446	740	587
TV 광고 성장률(yoy)	(35.4)	(25.6)	(24.6)	(27.5)	(2.7)	2.3	10.6	22.3	(6.4)	(28.2)	7.8	12.9	10.3
티빙 가입자	3,160	3,500	3,750	4,000	4,250	4,500	4,750	5,000	3,200	4,000	5,000	6,000	7,000
티빙 손익	(400)	(479)	(312)	(228)	(166)	(139)	(124)	(56)	(1,192)	(1,420)	(485)	92	635
티빙 손익 증감									(429)	(228)	935	577	543
Fifth Season 콘텐츠 공급	0	2	4	4	2	6	8	9	13편	10편	25편	30편	32편
Fifth Season 손익	(400)	(326)	(123)	194	(166)	50	150	250	(389)	(655)	284	600	900
Fifth Season 손익 증감									(266)		939	316	300

자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 1. 1Q23을 저점으로 뚜렷하게 개선되고 있는 실적

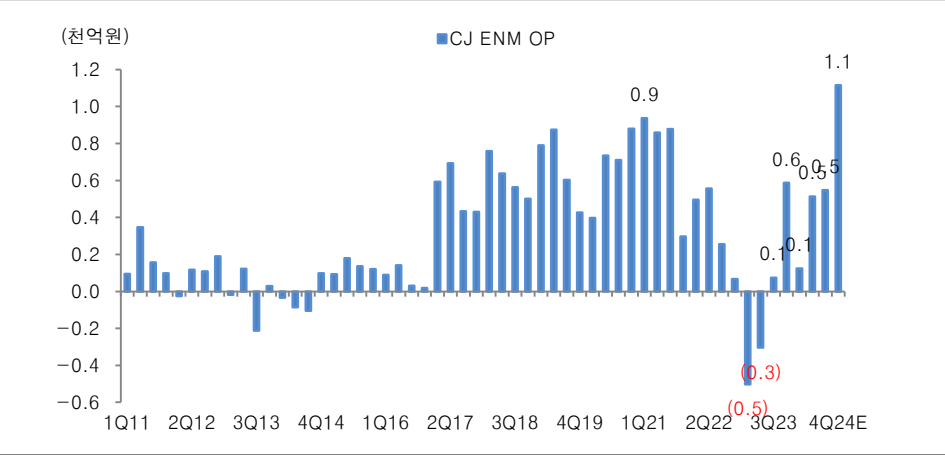


그림 2. tving과 Fifth Season의 실적이 개선되면서 턴어라운드 전망

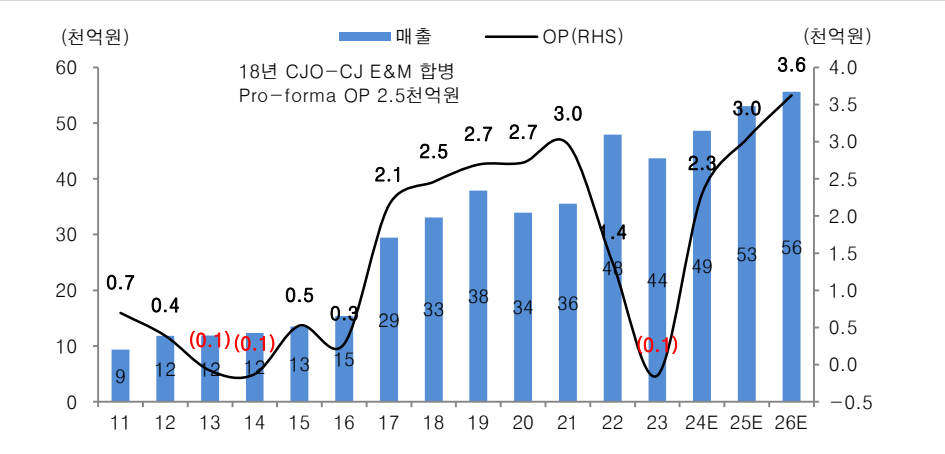
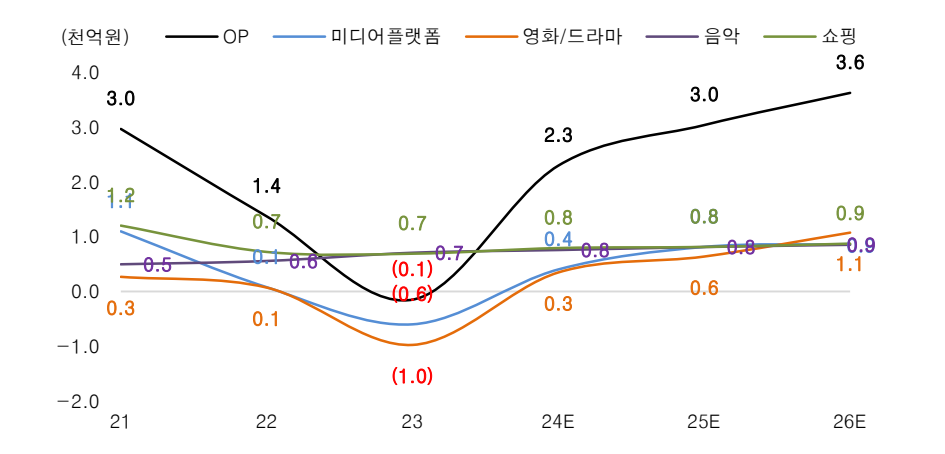


그림 3. tving(미디어 플랫폼)과 Fifth Season(영화/드라마)의 실적 개선



무게 중심의 변화. 미디어/커머스에서 영화드라마/음악으로

18년 CJ E&M과 CJ오쇼핑의 합병 이후 21년까지는 미디어플랫폼과 커머스의 매출 비중이 각각 39%와 39%, 이익 비중은 각각 36%와 39%로 두 사업 중심으로 성장

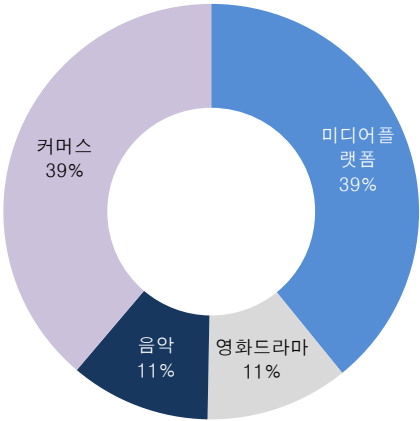
26년 매출 비중은 미디어플랫폼 24%, 커머스 27%, 영화드라마 35%, 음악 14% 전망

26년 이익 비중은 미디어플랫폼 24%, 커머스 24%, 영화드라마 29%, 음악 23% 전망

22~23년의 실적 부진을 겪으면서 사업의 무게중심은 Legacy인 미디어플랫폼과 커머스에
서 새로운 시도를 하는 영화드라마와 음악으로 이동

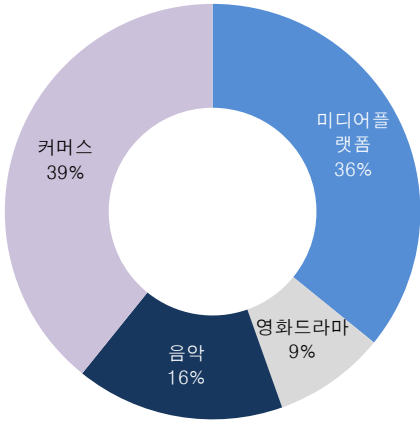
영화드라마에서는 F/S이 중요한 수익원으로 자리잡고, 음악에서는 한동안 침체를 겪었던
오디션 프로그램의 부활 및 전속 체계로의 전환과 글로벌 진출에 따른 수익성 개선 전망

그림 4. 21년 매출 비중



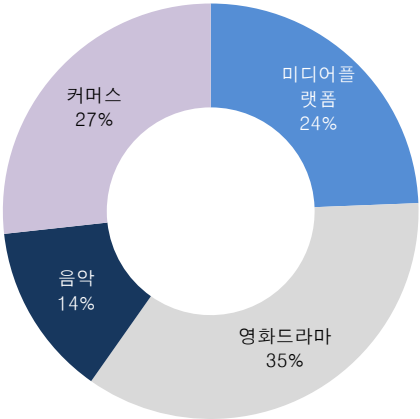
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 5. 21년 이익 비중



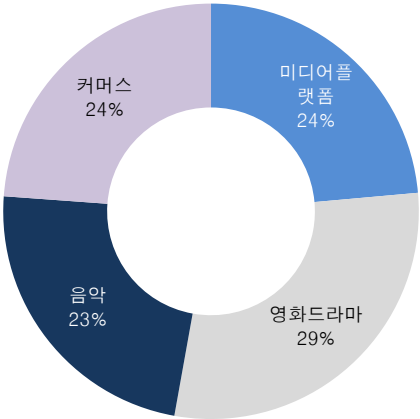
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 6. 26E 매출 비중



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 26E 이익 비중



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

II. 티빙. 초대형 OTT 탄생

마이너스와 마이너스의 결합은 플러스다

티빙과 웨이브의 합병 진행 중. 23년말 합병을 전제로한 MOU 체결. 당사에서는 티빙의 최대주주인 CJ ENM과 웨이브의 최대주주인 SK스퀘어의 상황을 종합적으로 고려해보면 합병의 가능성은 매우 높다고 판단. 합병시 가입자는 유지되고, Non-Captive 콘텐츠 비용과 기타비용이 감소하면서 합병 전 대비 최대 2천억원 수준의 이익 개선 전망

1. 합병시 가입자 유지. MAU 기준 1.1천만명의 초대형 OTT 탄생 vs. NFLX 1천만명

OTT를 이용하는 국내 소비자들은 최대 2개, 국내 OTT 1개와 해외 OTT 1개를 사용하고 있다는 것이 합리적인 추정. 국내 OTT는 티빙 또는 웨이브, 해외 OTT는 NFLX 또는 D+

티빙은 CJ ENM의 모든 채널과 종편 4사(JTBC, TV조선, MBN, 채널A) 및 YTN과 연합뉴스TV 등 지상파를 제외한 거의 대부분의 채널과 KBO(프로야구 중계 채널) 운영

웨이브는 지상파(SBS, KBS, MBC, EBS)와 JTBC를 제외한 종편3사(TV조선, MBN, 채널A) 및 YTN과 연합뉴스TV 채널 운영

즉, 티빙과 웨이브는 채널이 거의 겹치지 않기 때문에 합병시 가입자 그대로 유지 전망

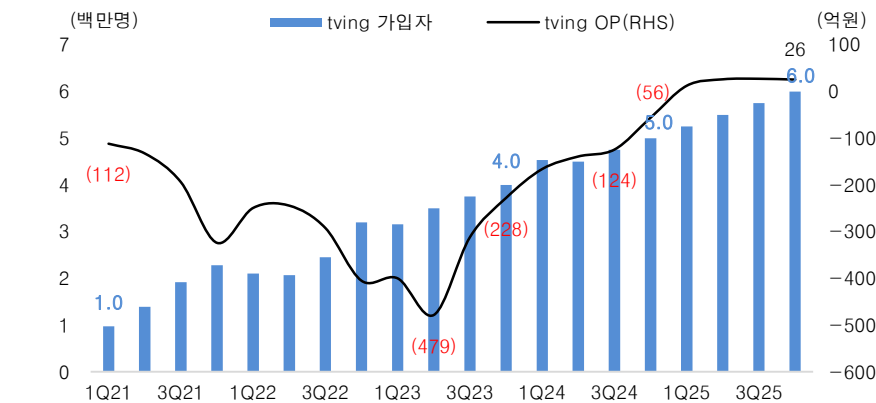
2. 합병시 Non-Captive 콘텐츠 비용과 기타비용 감소

티빙과 웨이브등 국내 OTT는 국내 TV에서 방영되는 드라마 및 예능의 라이브 방송과 VOD 제공이 메인 기능. NFLX와 D+등 해외 OTT는 글로벌 드라마의 VOD 제공이 메인이고, 한국 드라마는 연간 20편 정도 동시방영(TV 방영 후 30~60분 이내 방영)하고, 15편 정도를 오리지널로 공급. 동시방영 기준으로 연간 한국 지상파와 tvN, ENA 및 종편에서 방영되는 약 80여편의 드라마 중 25%에 해당

글로벌 OTT 입장에서 한국 드라마의 동시방영 및 오리지널 공급은 메인인 글로벌 드라마의 VOD 제공을 위한 보조 수단. 마찬가지로 티빙과 웨이브가 각각 투자한 Non-Captive 콘텐츠는 글로벌 OTT와의 경쟁이라기 보다는 상호간의 경쟁의 성격

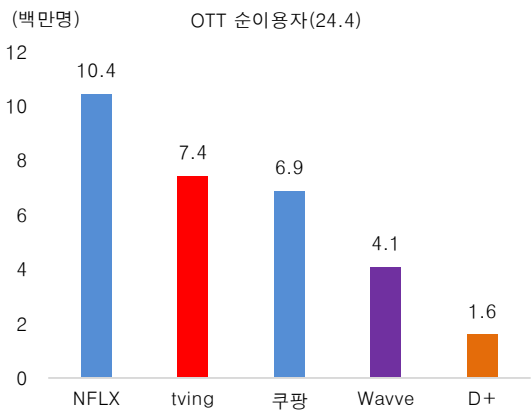
합병 법인이 출범하면, 가입자는 그대로 유지되고 서로 경쟁을 위해 투자했던 Non-Captive 콘텐츠 비용이 줄어들며, 유사한 성격의 플랫폼의 통합이어서 중복되는 비용의 절감이 가능하기 때문에, 당사 추정 최대 2천억원 수준의 이익 개선이 가능할 것으로 전망

그림 8. 티빙 가입자 및 실적 전망



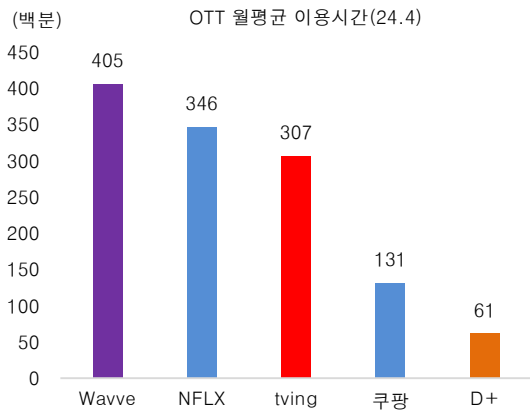
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. OTT 순이용자(24.4)



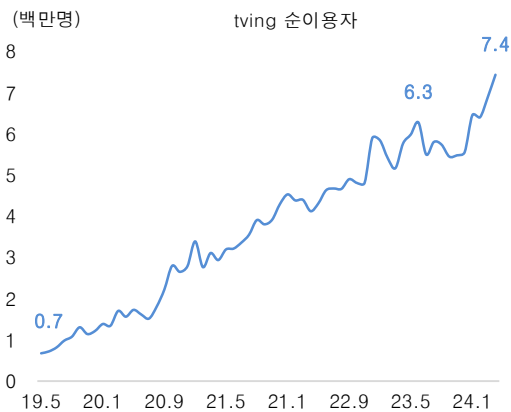
자료: 코리안 클릭, 대신증권 Research Center
주: 안드로이드, iOS 합산

그림 10. OTT 월평균 이용시간, 충성도 높은 소비자(24.4)



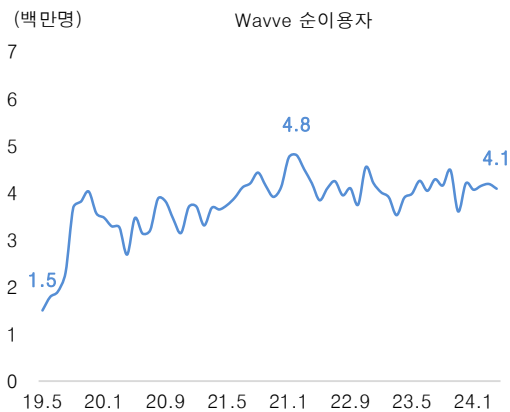
자료: 코리안 클릭, 대신증권 Research Center
주: 안드로이드, iOS 합산

그림 11. 꾸준히 증가하는 티빙(24.4)



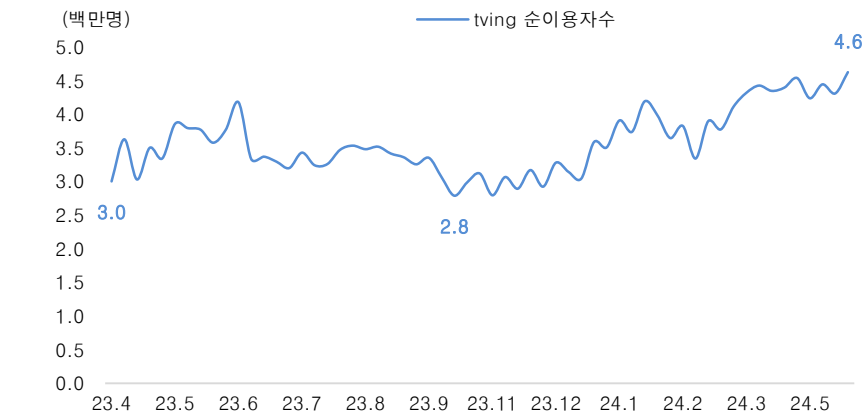
자료: 코리안 클릭, 대신증권 Research Center
주: 안드로이드, iOS 합산

그림 12. 견조한 웨이브(24.4)



자료: 코리안 클릭, 대신증권 Research Center
주: 안드로이드, iOS 합산

그림 13.tving 주간 단위 순이용자(24.5). 프로야구 중계 효과로 가입자 증가폭 확대



자료: 코리안 클릭, 대신증권 Research Center
주: 안드로이드, iOS 합산

표 2. 티빙-웨이브 합병 효과. 비용 절감에 따른 이익 개선 전망 (억원, 천명, 원)

구분	20	21	22	23	합병 후
매출액	1,957	3,617	5,211	6,603	6,788
티빙	155	1,315	2,476	3,264	
웨이브	1,802	2,301	2,735	3,339	
가입자	6,495	8,422	10,110	9,765	10,765
티빙	2,791	4,297	5,900	5,559	
웨이브	3,704	4,125	4,211	4,206	
ARPU		3,929	4,726	5,657	5,657
티빙		3,017	4,160	4,782	
웨이브		4,750	5,390	6,889	
콘텐츠비용	1,742	3,316	5,430	6,508	6,000
티빙	113	1,324	2,573	3,399	3,400
Captive	63	603	980	1,401	1,500
Non-Captive	46	104	189	257	200
무형상각비	4	617	1,404	1,741	1,800
웨이브	1,628	1,992	2,858	3,109	2,500
Captive	809	935	1,289	1,056	1,100
Non-Captive	595	517	273	896	300
무형상각비	224	540	1,296	1,156	1,100
가계비용	446	1,621	2,160	2,319	1,100
영업이익	(231)	(1,321)	(2,380)	(2,223)	(312)
티빙	(61)	(762)	(1,192)	(1,420)	
웨이브	(169)	(558)	(1,188)	(804)	

자료: 전자공시 추정은 대신증권 Research Center / 주: 가입자는 코리안클릭 MAU 기준

티빙의 기업가치는 최대 2 조원대

NFLX의 Life Time Value를 통해 티빙의 기업가치 산정

가입자당가치(D) = 시가총액(A) / 가입자(B)

Life Time Value(E) = 가입자당가치(D) / ARPU(C)

NFLX의 가입자당가치는 \$975. 이를 ARPU인 \$11.8로 나누면 LTV는 83개월

티빙에 83개월의 LTV를 적용한다면, ARPU 6,136원을 적용시 가입자당 가치는 507천원
여기에 추정 가입자 4,530천명을 적용하면 2.3조원의 기업가치 산정 가능

21~22년에 실시한 유상증자 가격을 통해 산정한 기업가치는 1.2~1.8조원 수준이고, SLL이
보유한 전환사채의 주식 전환시 기업가치는 1.5~2.2조원 수준

표 3. Life Time Value 로 산정한 티빙의 기업가치 (%)

구분	산식	항목	NFLX	단위	티빙	단위	산식	구분
A		시가총액	262,828	mn USD	22,984	억원	B * D	A
B		가입자	269,602	천명	4,530	천명		B
C		ARPU	11.8	USD	6,136	원		C
D	A / B	가입자당 가치	975	USD	507	천원	C * E	D
E	D / C	Life Time Value	83	개월	83	개월		E

자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

표 4. 티빙 주주 현황 (주, %)

주주	주식수	지분율	전환권 행사 후 주식 수	지분율
CJ ENM	1,380,000	48.9	1,380,000	40.8
SLL	360,000	12.7	920,000	27.2
KT 스튜디오지니	382,513	13.5	382,513	11.3
JCGI	382,513	13.5	382,513	11.3
네이버	301,089	10.7	301,089	8.9
ViacomCBS	18,683	0.7	18,683	0.6
총계	2,824,798	100.0	3,384,798	100.0

자료: 전자공시 대신증권 Research Center

III. 음악. 음악도 시스템이다

검증받은 다수의 아티스트들을 보유하는 것이 중요

CJ ENM의 음악 사업은 음반/음원, 연예 매니지먼트, 콘서트, 커뮤니티 서비스로 구성

23년 매출 6.8천억원, 매출 비중 16%, OP 709억원, OPM 10.5% 달성

22~23년 ENM이 미디어플랫폼과 영화/드라마 사업의 부진으로 이익이 크게 감소하고 23년 적자까지 발생하면서 음악 사업의 중요성 부각

21년 매출/OP 비중은 각각 11%, 13% 였으나, 22년 ENM의 OP가 1.4천억원(-54% yoy)으로 줄어들면서 음악의 매출/OP 비중은 각각 12%, 41%로 상승

ENM의 음악 사업의 경쟁력은, Mnet의 오디션 프로그램을 통해 선발된 검증받은 아이돌 그룹을 통한 음반/음원, 매니지먼트 및 콘서트 매출을 창출하는 것. 또한, Mnet의 오디션 프로그램 포맷을 일본에도 적용시켜 일본 시장 및 글로벌 시장에 진출하는 것

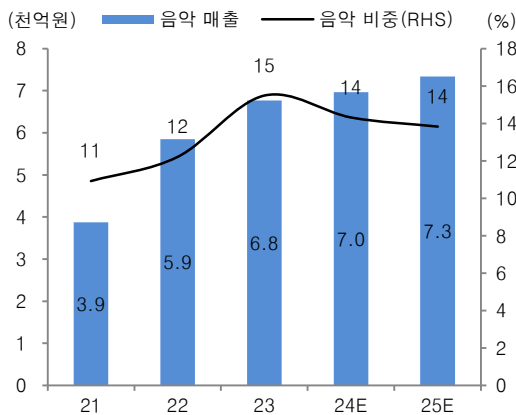
ENM의 소속 아티스트 뿐만 아니라 국내외 다양한 아티스트들을 KCON(K-POP 콘서트), MAMA(Mnet Asian Music Awards) 등을 통해 전세계에 소개하는 것도 ENM의 경쟁력

소속 아티스트들의 앨범 판매나 콘서트의 성공 여부를 예측하는 것은 사실상 불가능. 하지만, ENM은 오디션 프로그램을 통해 검증받은 아티스트들의 매니지먼트를 담당하기 때문에, 국내외 충분한 소속 아티스트들만 보유한다면 안정적으로 증가하는 실적 창출 가능

웨이브원, 라포네, 에이오엠지, 하이어뮤직레코즈, 아베마컬쳐 등 산하 레이블을 통해 제로 베이스원, 케플러, JO1, INI, DXTEEN, ME:I 등의 아티스트들을 보유

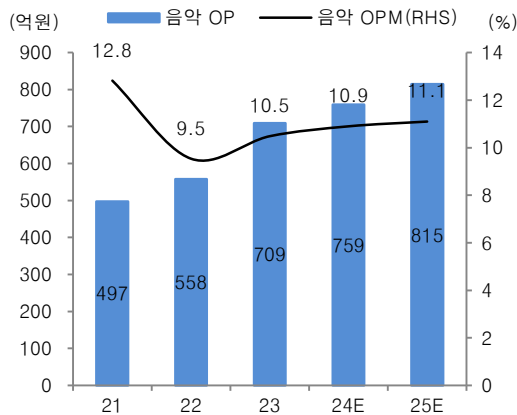
특히, <Produce 101 Japan Girls>를 통해 데뷔한 ME:I와 Mnet <I-Land2: N/α. 24.4~6월>를 통해 데뷔하는 걸그룹은 제베원 및 케플러와 달리 2.5년의 프로젝트 그룹이 아닌 전속 그룹으로 활동함으로써 안정적인 실적 달성에 기여할 것으로 전망

그림 14.CJ ENM 음악 매출 및 비중



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 15.CJ ENM 음악 OP 및 OPM



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

Mnet 의 파워. 프로젝트에서 전속으로, 아레나에서 돔으로

ENM 산하의 주요 아티스트들인 제로베이스원, 케플러, J01, INI, DXTEEN, ME:I 및 과거 소속 아티스트였던 Wanna One, IOI, 프로미스나인, IZ*ONE은 대부분 Mnet의 오디션 프로그램에서 탄생

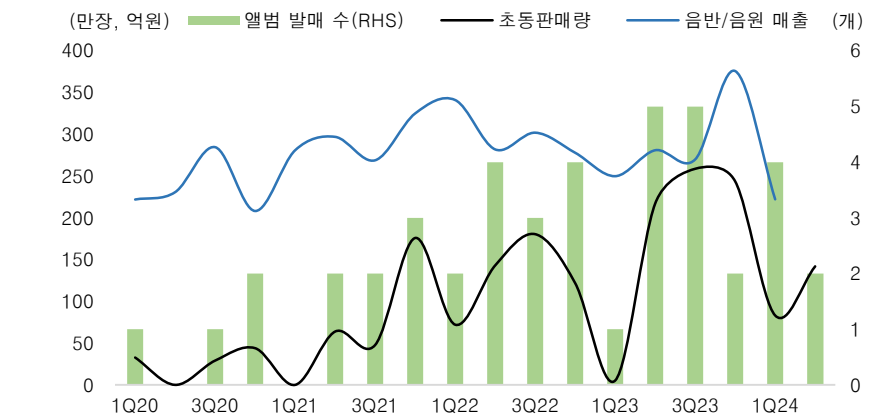
J01, 엔하이픈등 20년에 데뷔한 그룹들의 음반 초동판매량은 30만장 수준이었으나, 4Q21에 데뷔한 INI는 50만장, 3Q23에 데뷔한 제베1은 미니1집 초동이 182만장, 4Q23의 미니2집 초동은 231만장, 2Q24의 미니3집은 135만장을 달성해서 3연속 밀리언셀러 달성

음악 사업의 또다른 중요한 수익원인 콘서트도 진화. 아티스트들의 활동은 오디션 프로그램 선발 - 데뷔 후 "싱글/미니 앨범 - 정규 앨범 - 콘서트"가 반복되는 구조

그 동안 콘서트는 관객 동원이 2만명 안팎인 아레나 위주로 이루어졌는데, J01은 23.11월 5.5만명 수용이 가능한 Koycera Dome Osaka에서 콘서트를 진행했고, INI 역시 지난 24.2월 Koycera Dome Osaka에서 콘서트 진행. 빌리프랩 소속으로 지금은 하이브 소속이 된 엔하이픈도 아레나로부터 시작해서 23.1월 Koycera Dome Osaka, 23.9월 Koycera Dome Osaka 및 Tokyo Dome 콘서트 진행

이렇게 Mnet의 시스템으로 탄생한 아티스트들의 음반/음원/콘서트는 자연스럽게 흥행으로 연결되고 규모도 점점 커지고 있으나, ENM과의 계약은 2.5년의 프로젝트 형태여서 ENM 실적의 안정성은 높지 않았음. 이제 24년부터 전속계약을 도입하면서 어느 정도 예측 가능한 음반/음원 발매 및 콘서트를 통해 실적의 안정성이 커질 것으로 전망

그림 16. 음반/음원 매출은 앨범 발매 수 및 판매량에 비례



자료: CJ ENM, 추정: 대신증권 Research Center

표 5. CJ ENM 산하 음악 레이블 (%)

레이블	개요	소속 아티스트
웨이크원	21년 ENM의 연예 매니지먼트 사업 정비 계획으로 MMO 엔터, 스톤뮤직, 오프더레코드, 스윙엔터 등이 통합	제로베이스원, 케플러
라포네	일본 70%, 일본의 대형 기획사인 요시모토 흥업과의 합작사 요시모토 흥업의 기업 이념인 "Laugh & Peace"와 CJ ENM의 "Only One"의 정신을 합쳐서 LAPONE로 명칭 Produce 101 Japan 시리즈 제작 주관, 데뷔 그룹들의 매니지먼트 담당	JO1, INI, DXTEEN, ME:I
에이오엠지	13년 박재범이 합합 R&B 레이블로 설립, 현재 종합 엔터테인먼트 기획사	로코, ELO
하이어뮤직레코드	17년 작재범과 차차말론이 합합 및 R&B 전문 레이블로 설립	pH-1, 차차말론
아메바컬처	06년 다이나믹듀오가 설립	다이나믹듀오
빌리프랩	매각 이전 지분을 51.5%, 23.10월 ENM 보유 지분을 HYBE가 1,471억원에 인수	엔하이픈
스윙엔터테인먼트	24.6월 웨이크워드로 흡수, 프로듀스 101 시리즈 그룹들의 퍼블리시타권과 그룹 결성권, 활동권 등의 권리 보유	

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 17. CJ ENM 산하 음악 레이블. 웨이크원, 라포네, 에이오엠지, 하이어뮤직레코드, 아메바컬처



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 18. CJ ENM 산하 음악 레이블 소속 아티스트. 제로베이스원, 케플러, JO1, INI, DXTEEN, ME:I 등



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

표 6. CJ ENM 소속 아티스트 현황 (%)

아티스트	아티스트	설명	레이블	결성	데뷔	가타
JOI	JOI	11인조 보이그룹	Lapone	〈Produce 101 Japan〉 19.9~12월	20.3.4	
Produce 101 JAPAN에서 함께 꿈을 꾸는 연습생들이 하나가 되어 세계의 정점을 목표로 한다는 의미						
INI	INI	11인조 보이그룹	Lapone	〈Produce 101 Japan S2〉 21.6~11월	21.11.3	
우리들 11명(나: I)과 당신(I)이 서로 이어진다(Network)는 의미						
케플러	Kep1er	9인조 다국적 걸그룹	웨이브원	Mnet 〈걸스플래닛999: 소녀대전〉 21.8~10월	22.1.3	
자신들의 꿈을 잡았다는 'Kep'과 하나가 되어 최고가 되겠다는 '1'을 합성한 이름						
DXTEEN	DXTEEN	6인조 보이그룹	Lapone		23.5.10	
꿈(Dream)을 목표로 한 걸음 확장(eXtension), 확대(eXpand) 하면서 성장해 나가고, 노력과 도전을 거듭해 나가는 6명의 청춘(Teen)의 무한한 가능성을 표현하고, 시간이 지나 성장해도 꿈꾸는 청춘 마음을 잃지 않고, 꿈을 더욱 크게 해 나간다는 의미						
제로베이스원	ZEROBASEONE(ZB1)	9인조 다국적 보이그룹	웨이브원	Mnet 〈Boys Planet〉 23.2~4월	23.7.10	
제로(0)에서 시작해 원(1)으로 탄생하는 아홉 멤버의 찬란한 시작을 의미						
ME:I	ME:I	11인조 걸그룹	Lapone	〈Produce 101 Japan Girls〉 23.10~12월	24.4.17	
새로운 일본 세대를 대표하고 모두에게 사랑받는 미래의 아이들이라는 의미. ENM 아티스트 중 최초로 전속 계약						
엔하이픈	ENHYPEN	7인조 다국적 보이그룹	빌리프랩	Mnet 〈I-Land〉 20.6~9월		
단어와 단어를 연결해 문장을 만드는 하이픈(-) 처럼 연결을 통해 발견하고 성장하라는 의미						
Mnet 〈I-Land2: N/a〉 24.4~6월						
ME:I에 이어서 ENM의 두 번째 전속 계약 예정						

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

표 7. CJ ENM 소속 아티스트 음반 발매 현황(엔하이픈, 빌리프랩 소속, 23.11월 하이브에 매각) (장)

아티스트	레이블	형태	앨범명	발매일	초동 판매량	가타
엔하이픈	빌리프랩	미니 1집	BORDER: DAY ONE	20.11.30	280,800	
		미니 2집	BORDER: CARNIVAL	21.4.26	384,600	
		일본 싱글 1집	BORDER: 儚い	21.7.6	195,637	
		정규 1집	DIMENSION: DILEMMA	21.10.12	818,700	
		리패키지	DIMENSION: ANSWER	22.1.10	514,200	
		일본 싱글 2집	DIMENSION: 閃光	22.5.3	301,139	
		미니 3집	MANIFESTO: DAY 1	22.7.4	1,241,100	
		일본 정규 1집	定め	22.10.26	232,757	
		미니 4집	DARK BLOOD	23.5.22	1,322,500	
		일본 싱글 3집	結 -YOU-	23.9.5	362,290	
		미니 5집	ORANGE BLOOD	23.11.17	1,871,200	
		스페셜	MEMORABILIA	24.5.13	207,700	

자료: 씨클차트, 한타차트, 오리온차트, 추정은 대신증권 Research Center

표 8. CJ ENM 소속 아티스트 음반 발매 현황 (장)

아티스트	레이블	형태	앨범명	발매일	초동 판매량	기타
제로베이스원	웨이브원	미니 1집	Youth in the Shade	23.7.10	1,822,000	
		미니 2집	Meeting Point	23.11.6	2,131,300	
		일본 싱글 1집	ゆらゆら -運命の花(Yura Yura)	24.3.20	302,135	
		선공개 싱글	SWEAT	24.4.24		
		미니 3집	You had me at HELLO	24.5.13	1,353,100	
		일본 디지털 싱글	Feel the POP	24.5.17		
케플러	웨이브원	미니 1집	First Impact	22.1.3	206,500	
		미니 2집	DOUBLAST	22.6.20	287,100	
		일본 싱글 1집	FLY-UP	22.9.7	68,316	
		미니 3집	TROUBLESHOOTER	22.10.13	252,800	
		일본 싱글 2집	FLY-BY	23.3.15	51,993	
		미니 4집	LOVESTRUCK!	23.4.10	169,000	
		미니 5집	Magic Hour	23.9.25	108,700	
		일본 싱글 3집	FLY-HIGH	23.11.22		
		일본 정규 1집	Kep1going	24.5.8	65,709	
		정규 1집	Kep1going on	24.6.3		
JO1	Lapone	싱글 1집	PROTOSTAR	20.3.4	327,187	
		싱글 2집	STARGAZER	20.8.26	290,951	
		정규 1집	The STAR	20.11.25	158,326	
		싱글 3집	CHALLENGER	21.4.28	254,111	
		싱글 4집	STRANGER	21.8.18	282,173	
		싱글 5집	WANDERING	21.12.15	431,697	
		정규 2집	KIZUNA	22.5.25	260,890	
		싱글 6집	MIDNIGHT SUN	22.10.12	492,166	
		싱글 7집	TROPICAL NIGHT	23.4.5	304,864	
		정규 3집	EQINOX	23.9.20	250,000	
		싱글 8집		2Q24 예정		
INI	Lapone	싱글 1집	A	21.11.3	508,458	
		싱글 2집	I	22.4.20	581,016	
		싱글 3집	M	22.8.24	495,178	
		정규 1집	Awakening	22.12.14	240,569	
		싱글 4집	DROP That	23.5.24	345,510	
		싱글 5집	TAG ME	23.10.11	306,486	
		정규 2집	MATCH UP	24.2.14	247,975	
DXTEEN	Lapone	싱글 1집	Brand New Day	23.5.10	29,092	
		싱글 2집	First Flight	23.9.6	44,322	
		싱글 3집	Showin'	24.1.31	48,417	
ME:I	Lapone	싱글 1집	MIRAI	24.4.17	232,688	

자료: 씨클차트, 한타차트, 오리온차트, 추정은 대산증권 Research Center

표 9. CJ ENM 소속 아티스트 콘서트 현황 (좌석)

아티스트	레이블	콘서트명	일시	장소	도시	좌석수
제로베이스원	웨이브원	2023 ZEROBASEONE FAN-CON	23.8.15	고척돔	서울	18,000
		2024 ZEROBASEONE FAN-CON in JAPAN	24.3.23~24	K-Arena Yokohama	요코하마	17,000
		2024 ZEROBASEONE THE FIRST TOUR	24.9.20~22	올림픽 체조경기장	서울	15,000
			24.9.28	Singapore Indoor Stadium	싱가포르	15,000
			24.10.5	Impact Exhibition Hall 5-6	방콕	15,000
			24.10.12	SM Mall of Asia Arena	마닐라	20,000
			24.10.26	ICE BSD City Hall 5-6	자카르타	15,000
			24.11.2~3	Galaxy Arena	마카오	15,000
			24.11.29~12.1	AICHI Sky Expo Hall	아이치	15,000
			24.12.4~5	K-Arena Yokohama	요코하마	17,000
케플러	웨이브원	Kep1er Japan Concert Tour 2023 <Fly-By>	23.5.20~21	국립 요요기 경기장	도쿄	13,000
			23.6.2~3	AICHI Sky Expo Hall	아이치	15,000
			23.6.10~11	고베 월드 기념 홀	고베	15,000
		Kep1er Japan Concert Tour 2024 <Fly-High>	24.2.23~25	Makuhari Event Hall	사바	7,800
			24.3.2~3	World Memorial Hall	고베	8,000
JO1	Lapone	Starlight	20.12.19	Online		
		Starlight Deluxe	21.2.20	Online		
		Open the Door	21.11.19~21	On/Offline		
		2022 JO1 1st Arena Live Tour "Kizuna"	22.9.3~22	On/Offline		
		2023 JO1 2nd Arena Live Tour "Beyond the Dark"	23.8.5~11.25	도쿄, 아이치, 미야기 등	13 회	
				Kyocera Dome	2 회	55,000
INI	Lapone	2023 JO1 1st Asia Tour "Beyond the Dark" Limited Edition	23.11.1~12.8	자카르타, 방콕, 타이베이	4 회	
		INI 1st Arena Live Tour [Break The Code]	22.12.17~18	AICHI Sky Expo Hall	아이치	15,000
			22.12.20~21	Osaka-jo Hall	오사카	16,000
			22.12.24~25	Ariake Arena	도쿄	15,000
			22.12.27~26	Marine Messe Fukuoka	후쿠오카	13,000
			23.1.7~8	Nippon Budokan	도쿄	14,500
		INI 2nd Arena Live Tour [Ready To Pop!]	23.11.4~5	Ariake Arena	도쿄	15,000
			23.11.11~12	Sekisui Heim Super Arena	리푸	7,100
			23.11.14~15	Nippon Gaishi Hall	나고야	10,000
			23.11.22~23	Marine Messe Fukuoka	후쿠오카	13,000
			23.11.29~30	K-Arena Yokohama	요코하마	17,000
			23.12.2~3	Hiroshima Green Arena	히로시마	10,000
			23.12.20~21	Osaka-jo Hall	오사카	16,000
			24.2.24~25	Kyocera Dome	오사카	55,000
DXTEEN	Lapone	1st One Man Live Tour-Start of Quest	24.5.14	Zepp Osaka Bayside	오사카	2,800
			24.6.6	Zepp Fukuoka	후쿠오카	1,500
			24.6.9	Zepp DiverCity Tokyo	도쿄	2,500
ME:I	Lapone	2024 ME:I Launching Show Me:iconic	24.3.27~28	도쿄 가든 극장	도쿄	
			24.3.30~31	오사카 아레나 마이즈	오사카	

자료: 언론보도 인용, 대신증권 Research Center

표 10. CJ ENM 소속 아티스트 콘서트 현황(엔하이픈, 빌리프랩 소속, 23.11월 하이브에 매각) (좌석)

아티스트	레이블	콘서트명	일시	장소	도시	좌석수
엔하이픈	빌리프랩	ENHYPEN WORLD TOUR <MANIFESTO>	22.9.17~18	올림픽공원 핸드볼 경기장	서울	5,000
			22.10.2~3	Honda Center	애너하임	18,000
			22.10.6	Dickies Arena	포트워스	14,000
			22.10.8	Smart Financial Centre	휴스턴	6,400
			22.10.11	Gas South Arena	애틀랜타	13,100
			22.10.13	Wintrust Arena	시카고	10,400
			22.10.15	Radio City Music Hall	뉴욕	6,000
			22.11.1~2	Nippongaishi Hall	아이치	10,000
			22.11.9~10	Osaka-jo Hall	오사카	16,000
			22.11.15~16	K-Arena Yokohama	요코하마	17,000
			23.1.21~22	Kyocera Dome	오사카	55,000
			23.1.28~29	IMPACT Arena	방콕	11,400
			23.2.3~5	SM MOA Arena	마닐라	20,000
		ENHYPEN WORLD TOUR <FATE>	23.7.29	고척돔	서울	18,000
			23.9.2~3	Kyocera Dome	오사카	55,000
			23.9.13~14	Tokyo Dome	도쿄	55,000
			23.10.6	Dignity Health Sports Park	LA	27,000
			23.10.10	Desert Diamond Arena	글렌데일	17,000
			23.10.13	Toyota Center	휴스턴	18,000
			23.10.14	American Airlines Center	댈러스	21,000
			23.10.18~19	Prudential Center	뉴어크	19,500
			23.10.22	United Center	시카고	23,500

자료: 언론보도 인용, 대신증권 Research Center

Ⅳ. 미디어플랫폼. 광고도 좋아지고 있어

광고, 풍선효과와 시청률 효과

미디어플랫폼은 TV채널, OTT플랫폼, 콘텐츠 유통, 광고 사업 등

22~23년 실적부진은 TV광고의 지나친 위축에 기인

22년 하반기부터 금리인상에 따른 GDP 성장을 둔화 예고에 따라 23년 광고시장 역성장. 방송광고가 09년 -6.3% 및 20년 -6.8%보다 낮은 -15.2% 감소하면서 광고시장에 대한 분위기 급락

09년 및 20년은 금융위기와 팬데믹이라는 예상치 못한 외부환경에 따른 광고시장 급락. 반면, 23년은 경기침체의 사전 예고로 단위당 비용이 큰 TV 위주로 광고주들이 비용 절감

즉, 방송광고는 -15.2% 급락했지만, 전체 광고시장은 체감 대비 낮은 -1.6% 하락에 불과. 이는 20년 팬데믹 당시 -3.9%나 09년 금융위기 당시 -4.3% 보다 낮은 수준. 비중 57%의 디지털이 +3% 성장, 비중 8%인 옥외광고가 +14% 상승한 영향. GDP는 +1.4% 성장

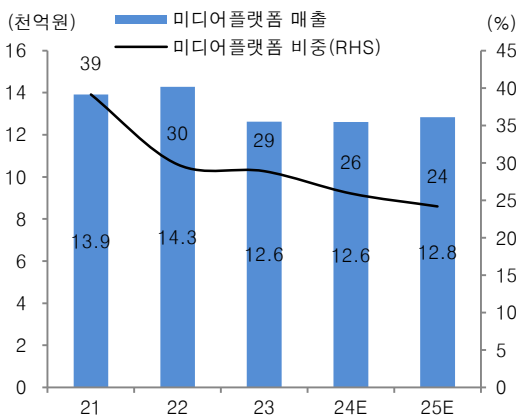
24년에는 비중 20%인 TV도 회복하면서 전체 광고시장은 +3% yoy 전망. GDP 대비 지나치게 위축된 광고 시장의 풍선효과 기대. 24E GDP 성장률 +2.2%. 최근 한국은행은 GDP 성장률을 +2.6%로 상향. 광고시장 성장률도 상향 전망

23년 ENM의 TV광고 매출은 시장보다 더 낮은 -28% yoy 하락. 시청률의 부진도 원인

24년 ENM의 TV광고 매출은 +8% yoy 전망. 이미 지난 1Q24 성장률은 -3% yoy로 역성장폭을 크게 줄였고, 하반기 개선폭은 더 커질 것으로 전망. 24년 시청률 상승 영향

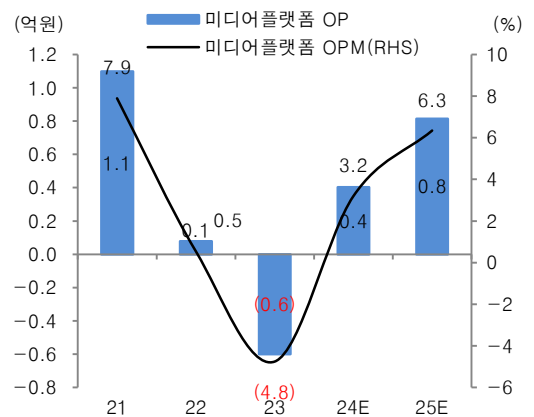
<눈물의 여왕>은 시청률 24.8%로 역대 비지상파 3위를 차지했고, <선재 업고 튀어>는 시청률 5.8%를 달성했지만, 2049 시청률 5주 연속 1위 등 화제성을 보여주면서 2Q24 광고 매출 개선에 크게 기여할 것으로 전망

그림 19. CJ ENM 미디어플랫폼 매출 및 비중



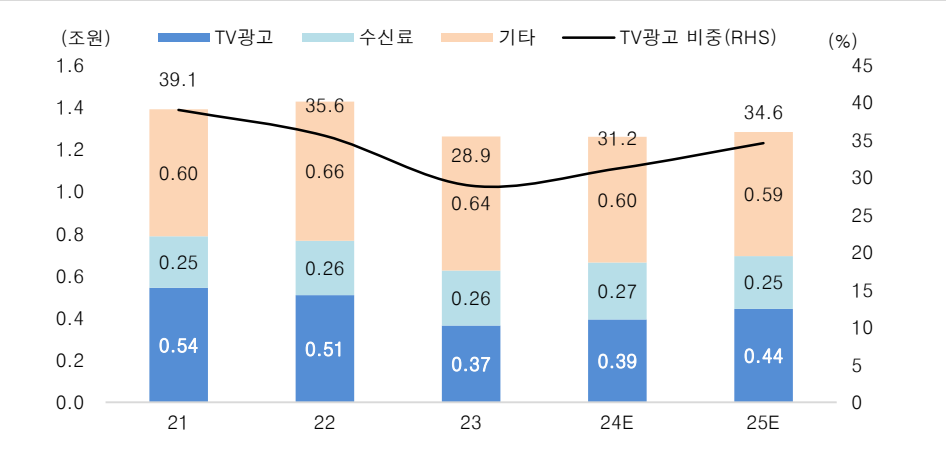
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 20. CJ ENM 미디어플랫폼 OP 및 OPM



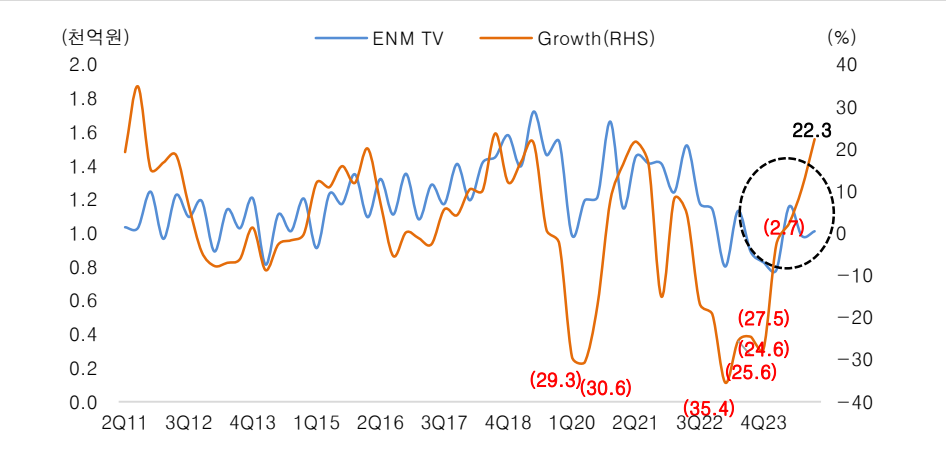
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 21. 22~23년 미디어플랫폼 실적 부진은 광고와 티빙에 기인. 24년 반등 전망



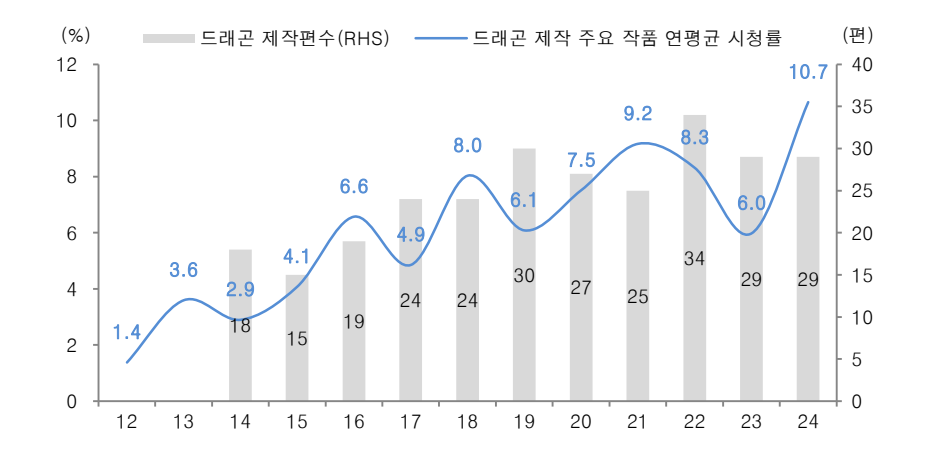
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 22. TV 광고 역성장 폭 크게 축소, 23년 -28% yoy, 24E +8%



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 23. tVN 주요 작품 연평균 시청률은 역대 최고인 10.7% 기록 중



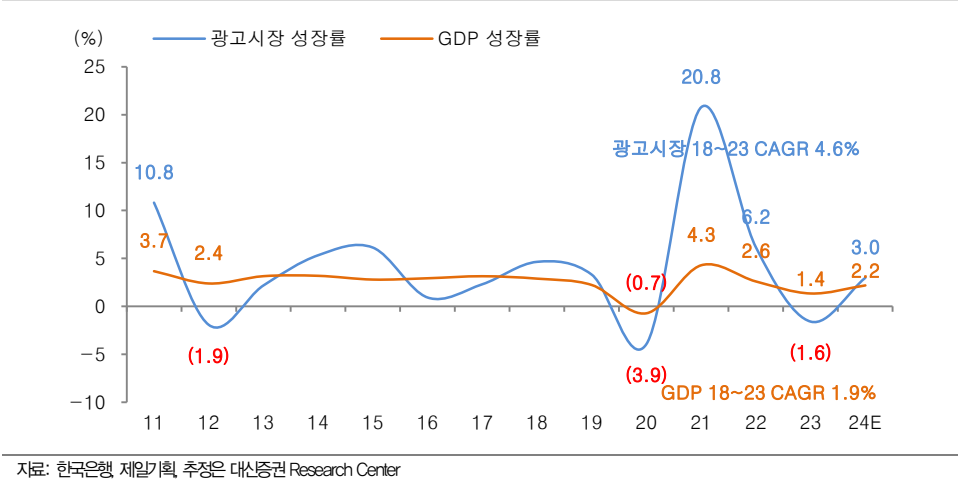
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

표 11. 광고시장. 23년은 팬더멘털 대비 TV 위주 지나친 급락. 24년 회복 전망 (억원 %)

구분	20	21	22	23	24E	25E
지상파 TV	11,613	13,795	13,987	11,303	11,343	12,477
Growth	-5.7	18.8	1.4	-19.2	0.4	10.0
케이블 TV	18,916	21,825	21,529	18,597	18,751	20,626
Growth	-8.1	5.0	-0.7	-13.5	0.6	-1.0
방송계	35,260	40,438	40,195	34,097	34,237	37,209
Growth	-6.8	14.7	-0.6	-15.2	0.4	8.7
인쇄	16,266	16,609	17,674	17,391	17,060	16,719
Growth	-4.7	2.1	6.4	-1.6	-1.9	-2.0
디지털	57,106	75,118	81,134	83,810	87,500	91,875
Growth	13.0	31.5	8.0	3.3	4.4	5.0
OOH	7,560	8,161	9,968	11,316	12,200	12,669
Growth	-27.2	7.9	22.1	13.5	7.8	5.0
광고총계	116,192	140,326	148,971	146,614	150,997	158,472
Growth	-3.9	20.8	6.2	-1.6	3.0	5.0
GDP 성장률	-0.7	4.3	2.6	1.4	2.2	2.3
GDP 대비 광고시장	0.60	0.67	0.69	0.66	0.62	0.63

자료: 제일기획 추정은 대신증권 Research Center / 주: 21년 광고시장 성장률은 제일기획 집계 기준 변경 KOBACO 기준은 9.9%

그림 24.GDP 성장률 vs. 광고시장 성장률



V. 영화드라마. F/S의 작품은 충분히 많다.

Fifth Season 으로 헐리우드 진출

영화드라마는 국내 및 해외의 영화 사업과 뮤지컬 및 콘텐츠 제작 사업 영위

22년 OP 71억원(-73% yoy), 23년 OP -975억원(적전 / -1,046억원 yoy), 24E OP 347억원(흑전 / +1,322억원 yoy). 22~23년은 Fifth Season의 부진에 기인

Fifth Season은 21.11월에 7.8억달러 약 9.4천억원에 인수. 인수 전 Endeavor 그룹의 콘텐츠 사업부 시절 연간 단독/공동 제작 포함 약 40~50개의 콘텐츠를 공급했고, 매출은 9천억원~1조원, GPM 10~15% 수준 달성

22년은 팬데믹 영향으로 콘텐츠 시장이 정상화되지 못하면서 부진. 23년은 헐리우드 작가/파업 영향으로 부진. 헐리우드 파업 종료 등 주변환경은 모두 정상화

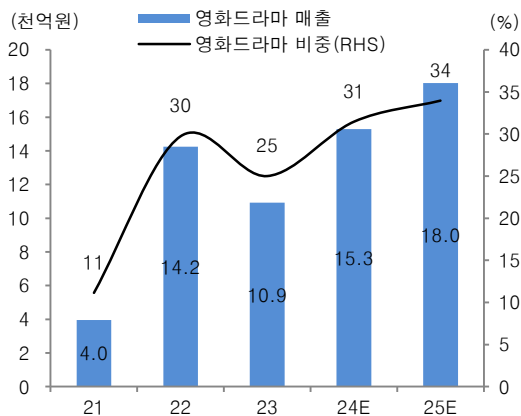
22년 매출 6,996억원, OP -389억원, 작품 공급 13편
23년 매출 3,476억원, OP -655억원, 작품 공급 10편
24E OP 284억원(흑전 / +939억원 yoy), 작품 공급 25편

F/S은 23.12월 일본 도호인터내셔널을 대상으로 2.25억달러(약 2,900억원) 규모의 제3자배정 유상증자 실시. 총 기업가치는 1.16조원, ENM의 보유가치는 지분 60%,7천억원

인수 이후 실적 부진에 따른 기업가치 하락으로 약 3.9천억원이었던 영업권 중 1.6천억원을 손상처리하여 4Q23 기준 영업권은 2.7천억원

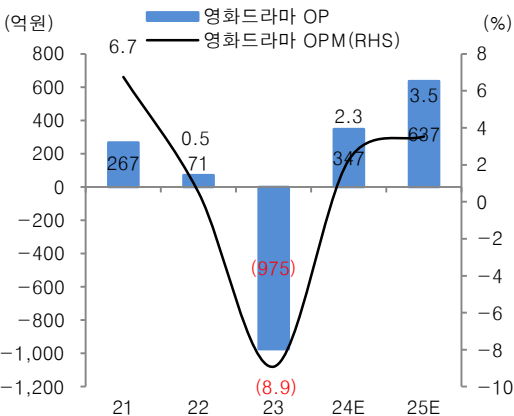
22~23년 ENM의 영업외손익 부진은 F/S 등의 영업권 손상에 기인. F/S의 실적 개선에 따라 ENM의 영업외손익도 개선될 것으로 전망

그림 25.CJ ENM 영화드라마 매출 및 비중



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 26.CJ ENM 영화드라마 OP 및 OPM



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

Fifth Season 이 준비중인 작품은 충분하다

F/5은 Endeavor 그룹의 사업부를 인수했기 때문에, 인수 전의 정확한 실적이 알려지지 않아서, 과연 작품 공급 확대가 가능한지, 실적이 개선될 수 있는지에 대한 검증 필요

당사에서는 IMDB를 통해 확보한 데이터와 ENM의 연결대상 종속회사 현황을 통해 정리한 내용을 토대로, 작품 공급 확대는 전혀 문제 없다고 판단

IMDB 기준 메인 제작(Production)은 21년 13편, 22년 14편, 23년 14편으로 파악

배급(Distribution)은 21년 20편, 22년 22편, 23년 26편이고,

판매대행(Sales Representatives)은 21년 11편, 22년 11편, 23년 11편

4Q23에 3~4편을 제작했음에도 불구하고 194억원의 이익이 발생한 이유는, 제작 외에 배급과 판매대행에서 발생하는 수익도 적지 않기 때문

24.6월 현재 조사한 내용으로는 F/5이 제작을 준비중인 작품은 17편(전자공시 기준)~36편(IMDB 기준). 따라서, 준비중인 작품은 충분하다고 판단

영화는 <베테랑 2>로 반등 시도

영화 사업은 투자와 배급으로 구성. 배급은 티켓가격에서 부가세 10%와 영화진흥위원회 기금 3%를 제외한 금액의 약 50%를 ENM(배급사)이 인식하고, 이 중 10%를 보장받기 때문에, 티켓가격의 4.4%를 보장받는 안정적인 비즈니스

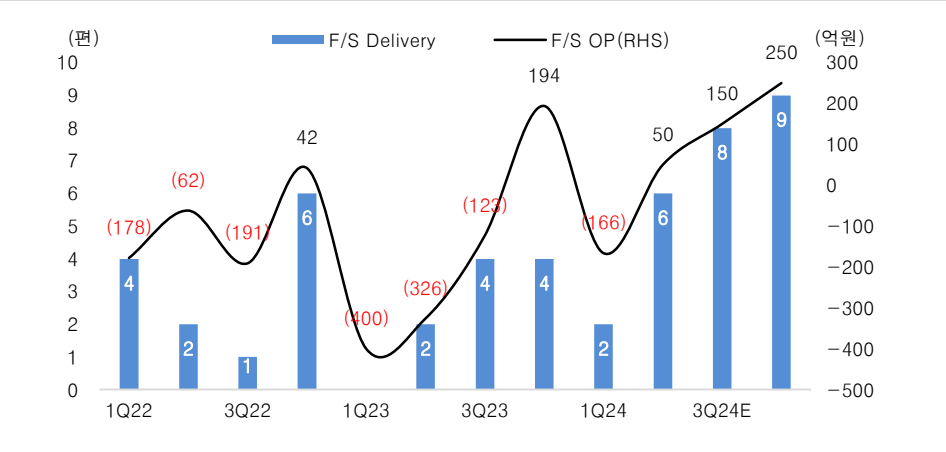
다만, 배급을 위해 투자가 병행되는만큼 투자에서 발생하는 손익에 따라 영화 사업의 실적 변동성은 매우 큰 상황

22~23년은 아직 영화 시장이 완전히 정상화되지 못한 상황에서 ENM의 주요 투자 영화가 대부분 흥행에 실패하면서 영화 투자/배급의 손익도 부진

특히, 구작이거나 시리즈물이 아닌 경우 흥행 부진. 하반기부터는 대부분 신작과 시리즈물 위주로 개봉하면서 영화 투자/배급 실적도 개선될 것으로 전망

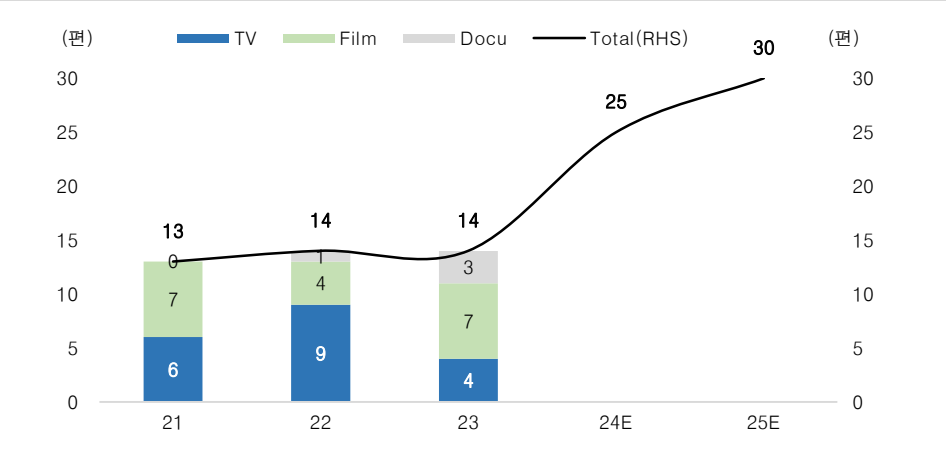
ENM의 하반기 투자/배급 작품 및 Lead Time. <하얼빈> 16개월, <베테랑2> 18개월

그림 27.Fifth Season 공급 편수 및 실적 전망



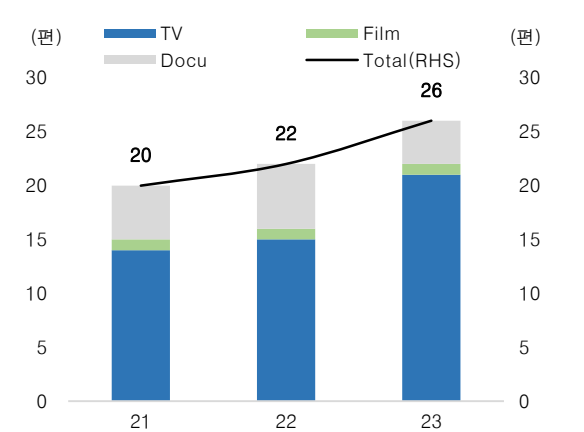
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 28.Fifth Season 공급(Production) 편수 및 전망



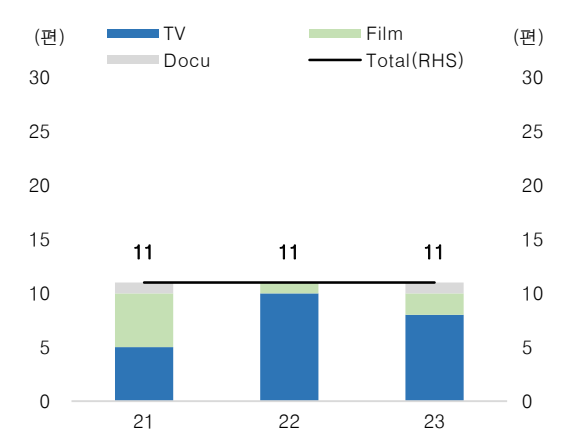
자료: IMDB, 추정은 대신증권 Research Center / 주: IMDB의 Fifth Season "Production" 기준으로 작성하여 ENM 발표 자료와는 상이

그림 29.Fifth Season 배급(Distribution)



자료: IMDB, 추정은 대신증권 Research Center

그림 30.Fifth Season 판매대행(Sales Representatives)



자료: IMDB, 추정은 대신증권 Research Center

표 12. 5대 배급사 투자/배급 성과 (억원)

	22	23	24
CJ ENM	(20)	(140)	(108)
A사	46	1	0
B사	(91)	(44)	140
C사	(55)	(107)	0
D사	137	195	70

자료: 영화진흥위원회 언론보도인용, 추장은 대신증권 Research Center
주: 22년 이후 개봉한 제작비 70억원 이상 작품 대상

그림 31. <하얼빈> 24년 하반기 개봉 예정



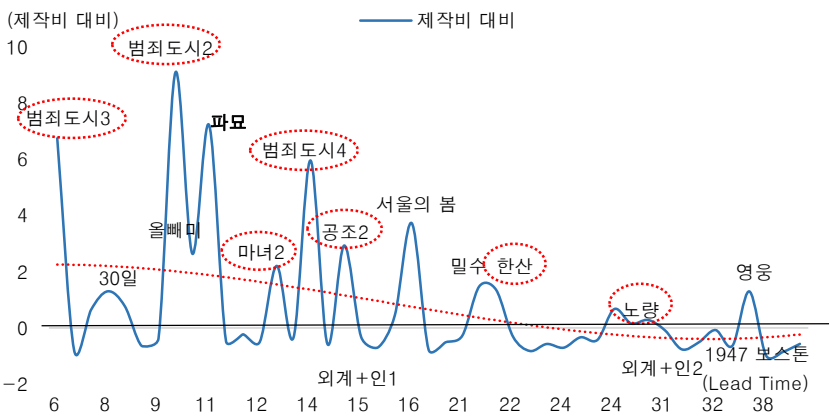
자료: 언론보도인용, 대신증권 Research Center

그림 32. <베테랑2> 24년 하반기 개봉 예정



자료: 언론보도인용, 대신증권 Research Center

그림 33. 신작이거나 시리즈물인 경우 흥행 확률 상승. 24년 상반기까지 구작 대부분 소진 예정



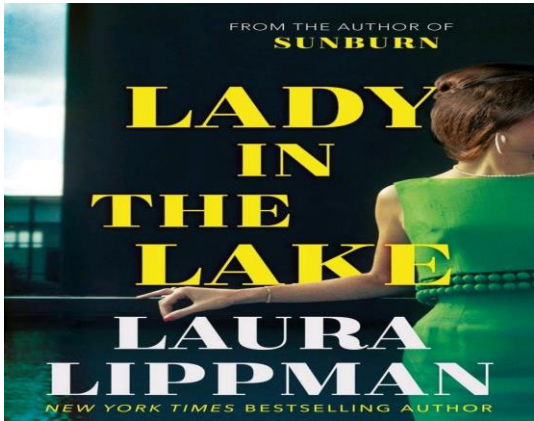
자료: KOFC, 언론보도인용, 대신증권 Research Center

표 13. Fifth Season 제작 준비 중인 작품 현황. 17~36편

구분	제목	출시	장르	전자공시	IMDB
TV	The Auteur		Comedy	0	
TV	The Last Anniversary		Drama	0	0
TV	Birth of Cool		Comedy, Drama	0	
TV	Chief of War		Drama, History	0	0
TV	Circe		Drama, Fantasy	0	0
TV	Nine Perfect Strangers S2		Drama, Mystery, Thriller	0	0
TV	Hedy Lamar Project		Biography, Drama	0	0
TV	The Plot		Drama	0	
TV	First Born		Drama, Horror, Sci-Fi	0	
TV	Lady in the Lake	24,07,19		0	0
TV	Severance S2	24	Drama, Mystery, Sci-Fi	0	0
Film	Proxy		Sci-Fi	0	0
Film	Anniversary		Thriller	0	0
Film	Friendship		Comedy	0	0
Film	Nonnas		Comedy	0	0
Film	Shi Rides Shotgun		Thriller	0	0
Film	Hear Me Roar		Drama	0	
TV	The Savant		Action, Crime		0
TV	Button Man		Action		0
TV	Wild Cards S2		Comedy, Crime, Drama		0
TV	East of Eden		Drama		0
TV	Madam		Comedy		0
TV	The Good Daughter		Thriller		0
TV	Celebrity Family Cook Off		Reality-TV		0
TV	Strife S2	24	Drama		0
Film	Animals		Thriller		0
Film	The Beast		Action		0
Film	A Head Full of Ghosts		Drama, Horror, Thriller		0
Film	Fascinating Rhythm		Drama, Musical		0
Film	The Holdout		Thriller		0
Film	Samo Lives		Biography		0
Film	The Astronaut		Sci-Fi, Thriller		0
Film	Transplant		Drama, Thriller		0
Film	Girl Haunts Boy		Fantasy, Romance		0
Docu	Pandamonium		Documentary		0
Film	La Cocina	24,06,09	Drama		0
TV	Swift Street	24,04,24	Crime, Drama		0
Docu	The Bitter Pill	24,04,05	Documentary		0
TV	Sight Unseen	24,04,03	Crime, Drama		0
Film	Family	24,03,08	Drama, Horror		0
TV	Tokyo Vice S2	24,02,08	Crime, Drama, Thriller		0
Film	Monkey Man	24,01,22	Action, Thriller		0
TV	Wild Cards S1	24,01,17	Comedy, Crime, Drama		0

자료: 전자공시 IMDB, 추정은 대산증권 Research Center

그림 34. Lady in the Lake



자료: 전자공시, IMDB, 추정은 대신증권 Research Center

그림 35. The Night Manager S2



자료: 전자공시, IMDB, 추정은 대신증권 Research Center

그림 36. Strife S2



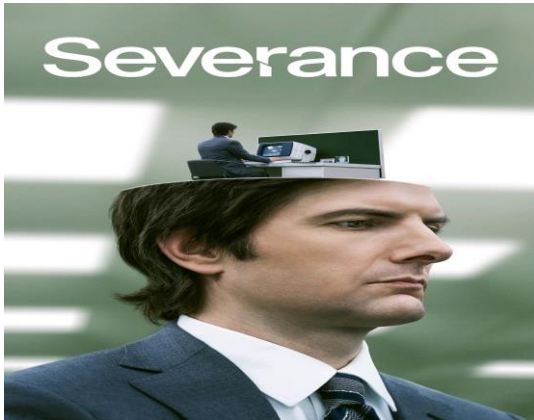
자료: 전자공시, IMDB, 추정은 대신증권 Research Center

그림 37. The Twelve S2



자료: 전자공시, IMDB, 추정은 대신증권 Research Center

그림 38. Severance S2



자료: 전자공시, IMDB, 추정은 대신증권 Research Center

그림 39. First Born



자료: 전자공시, IMDB, 추정은 대신증권 Research Center

VI. 커머스. 든든한 캐쉬카우

1Q24 디지털 성장 재개

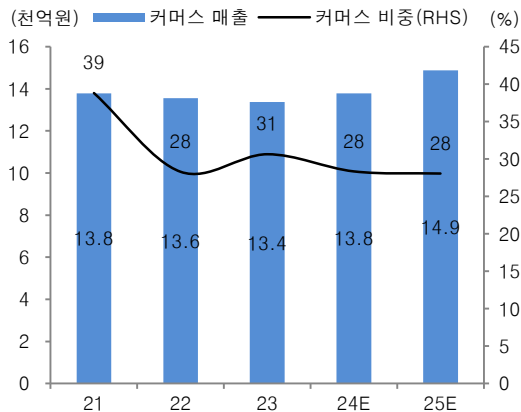
커머스 사업은 TV커머스, 디지털 커머스, 상품 기획 및 유통으로 구성

커머스 OP는 합병 전후인 16~20년 동안 1.2~1.8천억원, 평균 1.5천억원, OPM 12% 달성
하지만, 21년부터 TV 역성장이 시작되고, 고성장이던 디지털도 성장이 둔화되거나 소폭 역성장하면서 22~23년 OP는 700억원 수준, OPM은 5%대로 하락

1Q24 커머스 OP는 262억원(+50% yoy), OPM 7.5%로 회복. TV쇼핑이 -4% yoy로 역성장 폭을 줄였고, 디지털은 +16% yoy로 반등에 성공한 영향

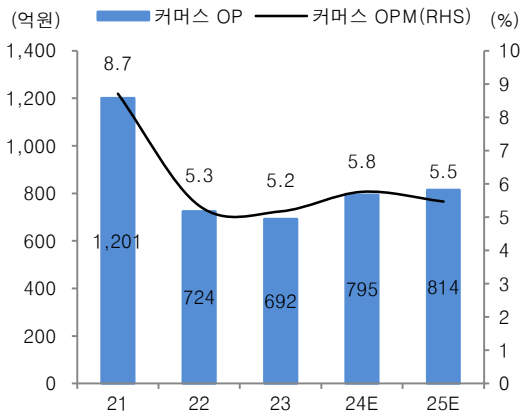
아직 커머스의 디지털 전환이 완전히 성공했다고 보기는 어렵지만, 연간 OP 800억원, OPM 6% 수준의 안정적인 캐쉬카우 역할은 해줄 것으로 전망

그림 40.CJ ENM 커머스 매출 및 비중



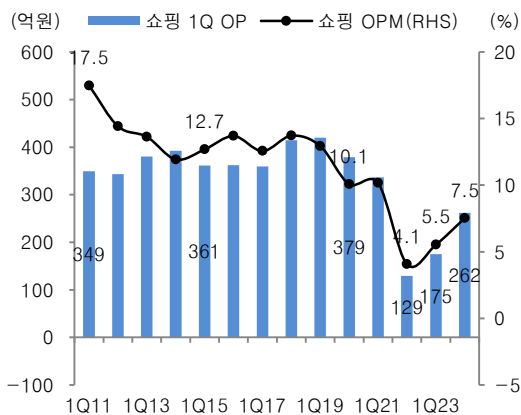
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 41.CJ ENM 커머스 OP 및 OPM



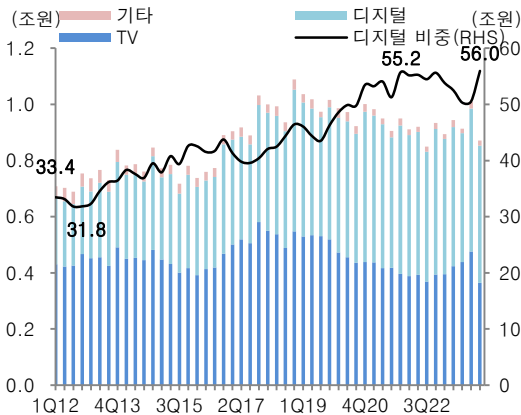
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 42.커머스 실적 개선



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 43.디지털 성장 재개에 기인



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

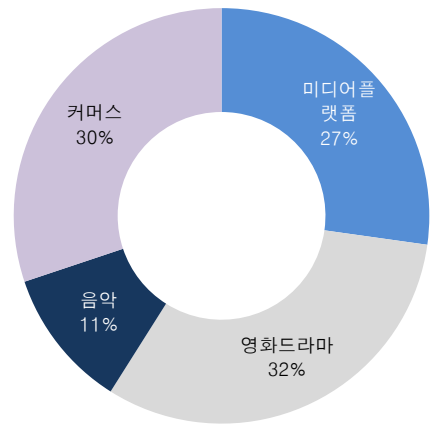
- 2023년 매출 43,684억원 OP -146억원, 지배순이익 -3,187억원
- 1Q24 매출 비중 미디어플랫폼 27%, 영화드라마 32%, 음악 11%, 커머스 30%
- 1Q24 기준 주요 주주는 CJ외 5인 42.7%

주가 변동요인

- 18.2월 CJ E&M-CJO 합병 발표 전 시총 5.4조원 합병 발표 후 급락했지만, 18.8월 신주 상장 후 5.8조원 기록, 이후 실적에 따른 등락을 거듭하다가 최근 넷마블 지분가치 부각에 3조원 수준 기록
- 시장은 방송과 쇼핑의 조합을 경향해보지 못 했기 때문에 방송과 쇼핑 모두 양호한 실적을 달성하면 상승하고, 한 분야라도 부진하면 하락하는 모습 반복 중

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

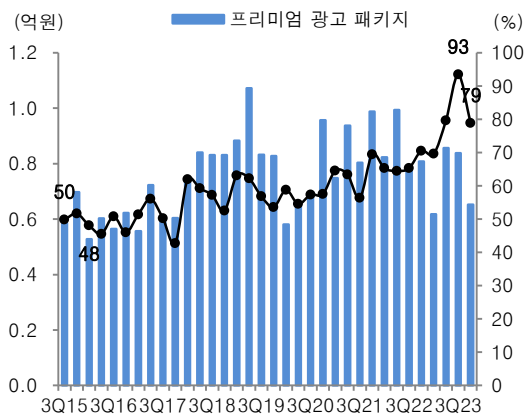
매출 비중(1Q24)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

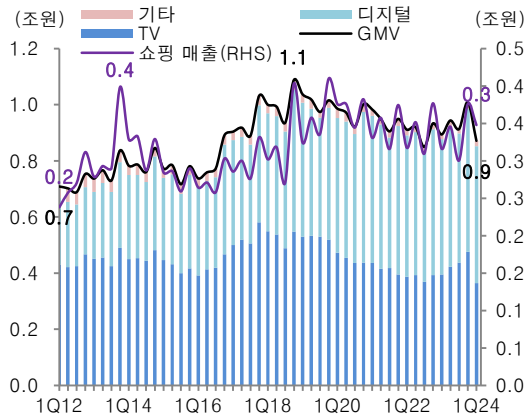
2. Earnings Driver

그림 1. 프리미엄 광고 패키지(4Q23)



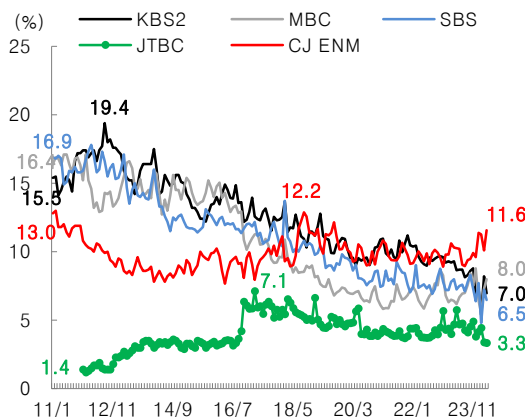
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기별 GMV 및 쇼핑 매출 (1Q24)



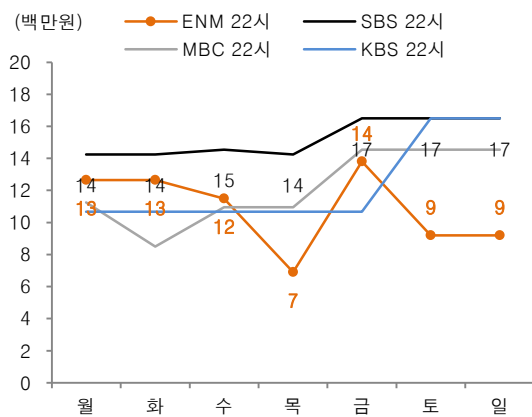
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 3. 방송사 점유율(24.4)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 4. 방송사별 22시 평균 광고단가(24.5)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,792	4,368	4,866	5,307	5,561
매출원가	3,043	2,851	3,389	3,737	3,958
매출총이익	1,749	1,517	1,477	1,570	1,603
판매비와관리비	1,611	1,532	1,247	1,266	1,241
영업이익	137	-15	230	304	363
영업외수익	2.9	-0.3	4.7	5.7	6.5
EBITDA	1,431	962	1,588	1,541	1,531
영업외손익	-465	-321	-117	-95	-50
관계기업손익	-182	-59	15	28	46
금융수익	78	72	89	73	72
외환포함이익	0	0	0	0	0
금융비용	-145	-239	-172	-165	-145
외환포함손실	44	25	0	0	0
기타	-215	-95	-48	-31	-23
법인세비용차감전순이익	-328	-335	113	209	313
법인세비용	151	-62	-19	-46	-69
계속사업순이익	-177	-397	94	163	244
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-177	-397	94	163	244
당기순이익률	-3.7	-9.1	1.9	3.1	4.4
비재계분순이익	-57	-81	-12	8	12
재계분순이익	-120	-316	106	155	232
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-75	-61	-61	-61	-61
포괄순이익	-252	-458	32	101	183
비재계분포괄이익	-82	-78	-4	5	9
재계분포괄이익	-170	-380	37	96	173

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-5,476	-14,405	4,836	7,057	10,572
PER	NA	NA	18.0	12.3	8.2
BPS	161,984	147,691	152,527	159,585	168,550
PBR	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	65,244	43,868	72,416	70,257	69,796
EV/EBITDA	3.8	4.9	3.0	2.9	2.8
SPS	218,533	199,203	221,896	242,013	253,610
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
CFPS	67,740	47,181	80,427	78,368	78,254
DPS	0	0	0	1,700	2,500

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	34.9	-8.8	11.4	9.1	4.8
영업이익 증/감	-53.7	작전	흑전	32.2	19.3
순이익 증/감	작전	작지	흑전	73.7	49.8
수익성					
ROIC	2.0	-0.4	4.4	5.6	6.7
ROA	1.5	-0.1	2.4	3.1	3.7
ROE	-3.3	-9.3	3.2	4.5	6.4
안정성					
부채비율	137.8	138.2	122.1	119.8	105.9
순차입금비율	52.5	51.6	42.0	33.9	26.0
이자보상배율	1.5	-0.1	1.4	2.0	2.7

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,108	2,782	2,701	3,206	3,187
현금및현금성자산	1,134	1,033	842	1,242	1,162
매출채권 및 기타채권	1,299	1,127	1,233	1,327	1,381
재고자산	97	116	129	141	148
기타유동자산	579	507	496	496	496
비유동자산	7,224	7,168	6,880	6,716	6,630
유형자산	1,267	1,353	1,388	1,409	1,419
관계기업투자금	1,816	1,657	1,620	1,596	1,590
기타비유동자산	4,141	4,157	3,872	3,711	3,620
자산총계	10,332	9,950	9,581	9,923	9,817
유동부채	4,269	3,401	2,895	3,037	2,878
매입채무 및 기타채무	1,224	1,052	1,080	1,105	1,119
차입금	1,985	913	822	739	666
유동장부채	339	443	0	200	100
기타유동부채	722	993	993	993	993
비유동부채	1,719	2,371	2,371	2,371	2,171
차입금	1,135	1,754	1,754	1,754	1,554
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	584	617	617	617	617
부채총계	5,988	5,772	5,266	5,409	5,049
자본계분	3,552	3,239	3,345	3,500	3,696
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,413	2,456	2,456	2,456	2,456
이익잉여금	1,180	852	958	1,113	1,310
기타자본변동	-152	-180	-180	-180	-180
비재계분	792	939	970	1,015	1,072
자본총계	4,344	4,178	4,315	4,514	4,768
순차입금	2,280	2,158	1,814	1,532	1,238

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651	1,296	1,775	1,720	1,748
당기순이익	-177	-397	94	163	244
비현금항목의 가감	1,662	1,431	1,670	1,556	1,472
감가상각비	1,293	977	1,358	1,237	1,168
외환손익	22	2	0	0	0
자본법정이익	182	59	-15	-28	-46
기타	165	394	327	347	350
자산부채의 증감	351	485	157	168	202
기타현금흐름	-186	-223	-146	-167	-170
투자활동 현금흐름	-3,007	-1,268	-1,078	-1,081	-1,089
투자자산	-161	63	37	24	6
유형자산					-189
기타	-2,656	-1,233	-1,008	-1,008	-1,008
재무활동 현금흐름	1,203	-127	-290	362	-165
단기차입금	1,033	-1,078	-91	-82	-74
사채	209	339	0	0	-100
장기차입금	494	1,039	0	0	-100
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-44	0	0	0	-35
기타	-490	-427	-198	444	144
현금의 증감	-154	-101	-190	400	-80
기초 현금	1,287	1,134	1,033	842	1,242
기말 현금	1,134	1,033	842	1,242	1,162
NOPLAT	74	-17	191	237	283
FCF	-350	-508	439	375	362

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

CJ ENM(035760) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	96.1%	3.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장지수율을 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장지수율과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장지수율을 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장지수율을 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장지수율)
: 향후 6개월간 시장지수율을 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장지수율 하회)
: 향후 6개월간 시장지수율을 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

제시일자	24.06.05	24.05.09	24.05.06	24.04.12	24.04.01	24.02.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
과다율(평균%)		(27.93)	(29.39)	(29.48)	(28.84)	(28.83)
과다율(최대/최소%)		(17.18)	(21.82)	(21.82)	(21.82)	(21.82)
제시일자	24.02.23	24.02.08	24.01.18	23.12.02	23.11.09	23.10.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	82,000	82,000	82,000	70,000
과다율(평균%)	(27.04)	(27.08)	(12.48)	(12.30)	(11.51)	(22.44)
과다율(최대/최소%)	(24.64)	(24.64)	1.71	(1.95)	(1.95)	(6.71)
제시일자	23.08.10	23.07.11	23.05.11	23.05.05	23.04.13	23.02.10
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	70,000	79,000	79,000	79,000	88,000	110,000
과다율(평균%)	(18.55)	(11.30)	(8.45)	(4.09)	(8.39)	(19.00)
과다율(최대/최소%)	(10.57)	1.01	1.01	(2.66)	(3.98)	(26.09)
제시일자	22.11.09	22.08.05	22.07.15	22.07.07		
투자의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy		
목표주가	91,000	160,000	160,000	160,000		
과다율(평균%)	6.08	(44.06)	(37.44)	(38.48)		
과다율(최대/최소%)	27.58	(35.38)	(35.38)	(35.38)		