



BUY (유지)

목표주가(12M) 110,000원(상향)
현재주가(2.07) 83,400원

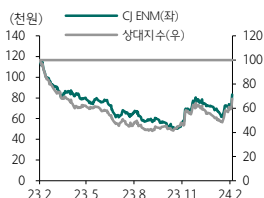
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	811.92
52주 최고/최저(원)	114,700/50,200
시가총액(십억원)	1,828.9
시가총액비중(%)	0.48
발행주식수(천주)	21,929.2
60일 평균 거래량(천주)	109.9
60일 평균 거래대금(십억원)	8.0
외국인지분율(%)	13.39
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5인	42.70

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,394.4	4,900.1
영업이익(십억원)	(43.9)	178.1
순이익(십억원)	(303.9)	27.0
EPS(원)	(10,742)	1,126
BPS(원)	157,895	159,087

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,552.4	4,792.2	4,368.4	4,817.8
영업이익	296.9	137.4	(14.6)	170.0
세전이익	295.9	(327.6)	(338.5)	11.1
순이익	193.5	(120.1)	(318.7)	(24.6)
EPS	8,822	(5,476)	(14,533)	(1,120)
증감율	239.83	적전	적지	적지
PER	15.73	(19.12)	(4.97)	(74.46)
PBR	0.75	0.60	0.45	0.53
EV/EBITDA	5.09	3.75	4.71	4.53
ROE	5.36	(3.28)	(9.39)	(0.76)
BPS	184,453	174,184	159,651	158,532
DPS	2,100	0	0	0



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 황지원 jiwon.hwang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 02월 08일 | 기업분석_ Earnings Review

CJ ENM (035760)

쉽게 보기 힘든 2개 분기 연속 실적 서프라이즈

목표주가 상향. 미디어 내 탑픽 유지

3분기에 이어 또 한번의 인건비 구조 효율화와 티빙/피프스 시즌의 가파른 이익 개선을 반영해 SOTP 기준 목표주가를 110,000원(+12%)으로 상향하며 미디어 내 최선호주를 유지한다. 티빙/피프스 시즌에서만 연간 1,600억원 이상의 적자 축소가 예상되며, -29%를 기록한 TV광고의 업황 개선 및 티빙의 광고 요금제와 시너지를 낸다면 추가적인 실적 향상이 가능할 것이다. 웨이브의 자체 기업가치 하락 및 F 관련 투자금(약 3,000억원)이 해결된다는 전제 하에서는 티빙과의 합병 가능성도 있으며, 작년에 다소 미진했던 비핵심자산 매각을 또 한번의 연간 목표로 제시했다.

4Q OP 587억원(+788% YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 1.26조원(-14% YoY)/587억원(+788%)으로 컨센서스(291억원)을 크게 상회했다. 가장 큰 이유 중 하나는 2분기 대비로 약 440억원 감소한 인건비 때문인데, 연간 적자 전환으로 인센티브가 부재했다. 부문별 영업이익은 미디어플랫폼 23억원(흑전), 영화/드라마 -53억원(적지), 음악 354억원(+6,155%), 커머스 260억원(-24%)을 기록했다. 미디어플랫폼은 TV광고가 -28%로 크게 부진했지만, 티빙이 400만명 가입자 돌파 및 감가상각비 부담 완화로 -228억원(+84억원 QoQ)으로 개선되었다. 영화/드라마는 스튜디오드래곤의 적자 전환에도 불구하고 피프스 시즌의 드라마 2편 포함 총 4편의 딜리버리를 통해 194억원(+317억원 QoQ)의 완전한 서프라이즈를 기록했다. 음악은 ZB1의 200만장 이상 앨범 판매와 JO1의 돔 투어 등으로 사상 최대 이익을 기록했다. 영업외적으로는 피프스 시즌의 영업권 손상차손 970억원과 반기 마다 발생하는 판권 손상 약 400억원이 반영되었다. 연간 콘텐츠 제작비 가이드는 작년과 유사한 8,500억원이다

이미 나타난 가파른 턴어라운드에 더한 다양한 모멘텀

티빙의 경우 분기 400억원 내외의 적자에서 4분기 -228억원까지 축소했다. 3월 광고요금제 도입을 앞두고 있는데, KBO 뉴미디어중계권 확보로 본업과 상당히 높은 시너지가 예상된다. 언론을 통해 알려진 연간 약 450억원 수준의 중계권료에도 연간 제작비는 전년 수준으로 유지된다. 또한, 6월 기존 가입자 대상 가격 인상도 예정되어 있다. 연간 500만명 가입자 및 하반기 분기 BEP 달성을 목표하고 있으며, 2023년 대비 최소 800억원 이상의 적자가 축소될 것이다. 피프스 시즌은 4분기에 이미 흑자를 달성했으며, TV/영화/다큐 포함 25편의 딜리버리를 목표하고 있다. 연간 BEP를 가정해도 800억원 내외의 적자 축소가 예상된다. 2개의 자회사 만으로도 연간 1,600억원 이상의 적자 축소가 예상되며, 더 나빠질 수 없는 광고 업황과 사상 최대 실적 흐름인 음악 부문의 성장을 감안할 때 2024년 영업이익은 1,700억원(흑전, OPM 3.5%)으로 전망한다.

도표 1. CJ ENM 목표주가 산정(SOTP) 방식

(단위: 십억원)

항목	가치	비고
지분가치(넷마블)	875	지분 22%, 30%할인
영업가치	3,624	
- 미디어플랫폼	1,179	25년 NOPAT에 22X 적용
- 커머스	381	NOPAT에 7X 적용
- 음악	1,053	NOPAT에 18X 적용
- 영화/드라마	1,010	스튜디오드래곤 + 쇼박스에 10% 할증
순차입금	2,012	
기업가치	2,487	
발행주식수	21,929	천주
목표주가	110,000	원
현재주가	83,400	원
상승 여력	32	%

자료: 하나증권

도표 2. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	22	23P	24F	25F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출액	4,792	4,368	4,818	5,107	949	1,049	1,111	1,260	1,015	1,165	1,254	1,383
1. 미디어플랫폼	1,428	1,262	1,298	1,341	278	343	314	327	273	347	325	353
2. 커머스	1,355	1,338	1,364	1,380	316	346	300	376	316	353	306	390
3. 영화/드라마	1,424	1,092	1,403	1,559	236	230	326	300	300	309	417	376
4. 음악	585	676	753	826	119	131	170	257	127	157	206	264
영업이익	137	(15)	170	251	(50)	(30)	7	59	6	36	41	86
OPM	3%	0%	4%	5%	-5%	-3%	1%	5%	1%	3%	3%	6%
1. 미디어플랫폼	8	(60)	32	80	(34)	(30)	2	2	(9)	9	8	25
2. 커머스	72	69	74	77	18	19	7	26	17	19	9	29
3. 영화/드라마	7	(97)	(11)	11	(41)	(31)	(20)	(5)	(8)	(6)	4	(2)
4. 음악	56	71	79	87	8	12	15	35	7	16	22	35
당기순이익	(177)	(400)	(29)	102	(89)	(123)	(53)	(135)	(48)	(24)	1	43

주: 2023년 1분기부터 사업부문 재분류. 자료: 하나증권

도표 3. 티빙 오리지널 드라마 라인업

방영일	작품명	출연진	제작사	회차	비고
2023년	아일랜드 파트2	김남길, 이다희	스튜디오드래곤	6	네이버웹툰 원작
	방과 후 전쟁활동	신현수, 이순원	스튜디오드래곤, 지티스트	6	네이버웹툰(하일권) 원작
	우리가 사랑했던 모든 것	오세훈, 장여빈	CJ ENM, 스튜디오 HIM	8	-
	잔혹한 인턴	라미란, 엄지원	CJ ENM, 래몽래인	12	-
	운수 오진 날	이성민, 유연석	스튜디오드래곤, 더그레이트쇼, 스튜디오N	10	네이버웹툰 원작, tvN 선공개
2024년	이재, 곧 죽습니다	서인국, 박소담	SLL, 사람엔터테인먼트	8	네이버웹툰 원작
	LTNS	이솜, 안재홍	바른손스튜디오	6	-
	파라미터 게임	김지연, 장다아	필름몬스터, CJ ENM 스튜디오스	10	네이버웹툰 원작
	나는 대놓고 신데렐라를 꿈꾼다	표예진, 이준영	CJ ENM, 키이스트, 스토리픽닉스	10	-
	러닝메이트	윤현수, 이정식	에이스메이커무비웍스	9	<기생충> 각본의 한진원 연출
	샤크: 더 스톰	김민석, 이현옥	SLL, 투유드림	6	카카오웹툰 원작
	스터디그룹	황민현, 한지은	스튜디오드래곤, 와이랩플렉스	10	네이버웹툰 원작
	우씨왕후	전종서, 김무열	CJ ENM 스튜디오스	8	-
	종거나 나쁜 동재	이준혁, 박성웅	스튜디오드래곤, 에이스팩토리	-	<비밀의 숲> 시핀오프
	춘화연애담	고아라, 장률	비온드제이, SLL	-	-

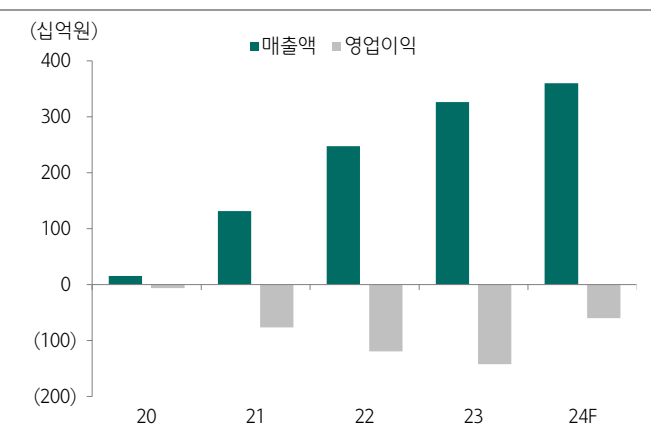
자료: 티빙, 하나증권

도표 4. 티빙 월간 이용권 구독료 변경

(기존 구독자)	WEB		APP
이용권	기존	변경	기존 구독료 유지
베이직	7,900원	9,000원	9,000원
스탠다드	10,900원	12,500원	12,500원
프리미엄	13,900원	16,000원	16,000원
(신규 구독자)	통합		
베이직	9,500원		
스탠다드	13,500원		
프리미엄	17,000원		

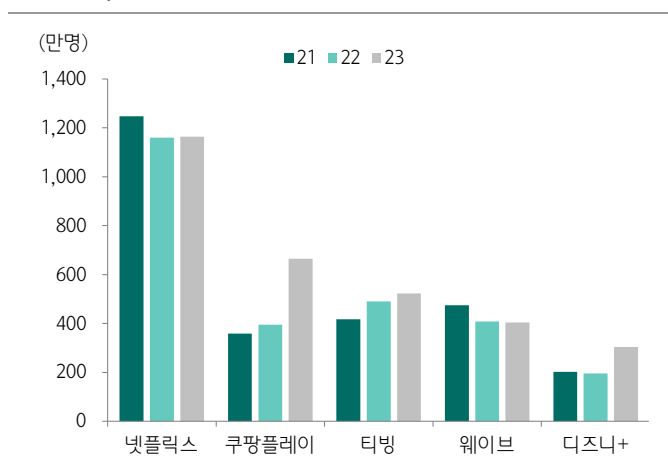
주: 2023년 12월 1일 신규 구독자 대상 구독료 인상. 기존 구독자 2024년 6월부터 적용
자료: 티빙, 하나증권

도표 5. 티빙 실적 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 하나증권

도표 6. 국내 서비스 OTT MAU 추이



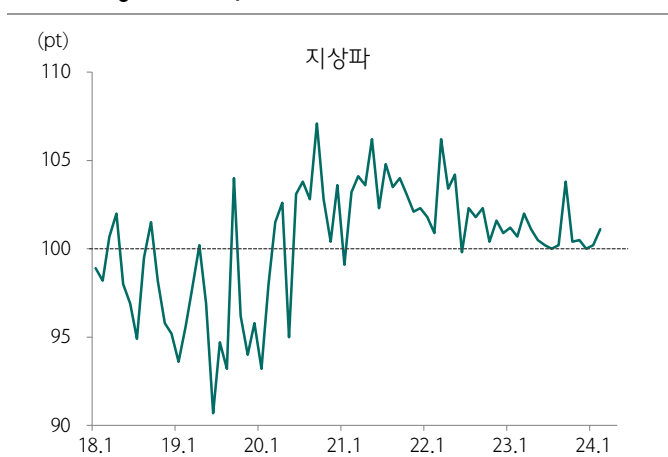
주: 매년 12월 기준. 자료: 모바일인덱스, 하나증권

도표 7. 국내 주요 OTT별 가격 인상

	기존			인상 후			
(₩)	베이직	스탠다드	프리미엄	광고형	베이직	스탠다드	프리미엄
Netflix	9,500	12,000	14,500	5,500	9,500	13,500	17,000
Disney+	9,900			출시 예정	-	9,900	13,900
TVING	7,900	10,900	13,900	5,500 (예정)	9,500	13,500	17,000

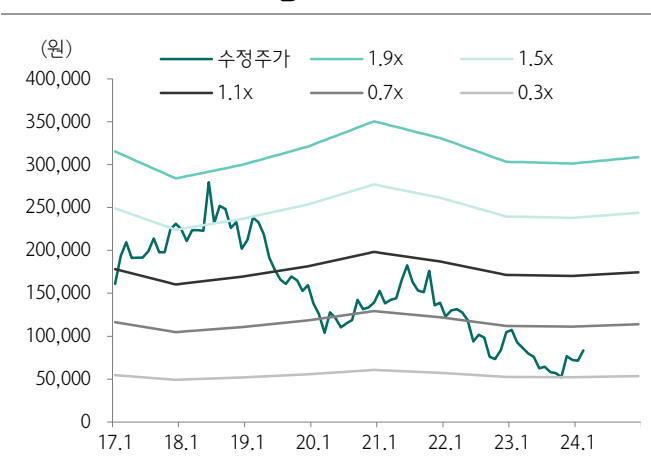
자료: 언론, 하나증권

도표 8. 지상파TV KAI 추이



자료: KOBACO, 하나증권

도표 9. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나증권

도표 10. 2024년 주요 라인업

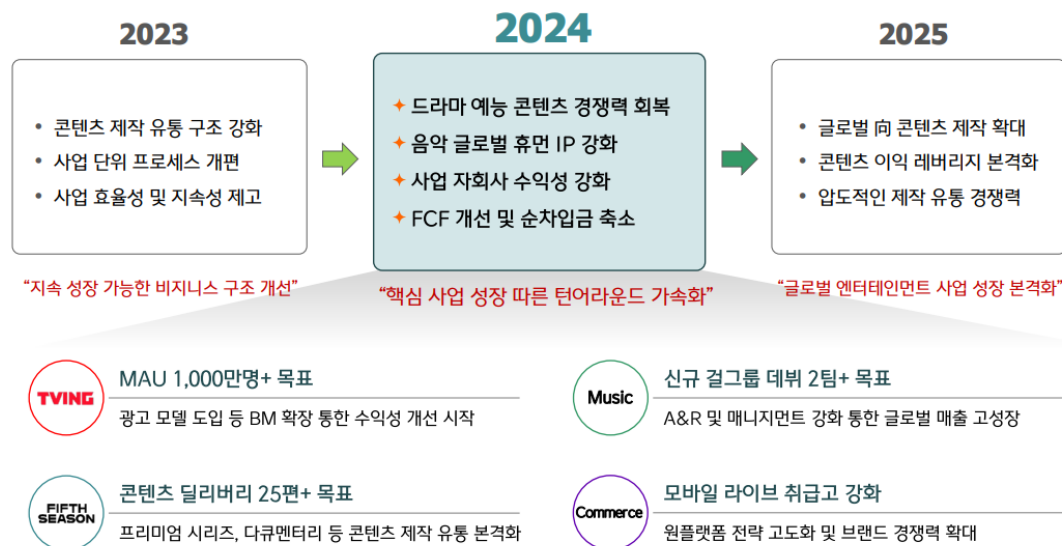
(단위: 십억원)

채널 · 티빙	FIFTH SEASON
[드라마] <ul style="list-style-type: none"> 《눈물의 여왕》 (3월) : 김수현, 김지원, 박성훈, 광동연, 이주빈 《언젠가는 슬기로울 전공의생활》 (5월) : 고윤정, 신시아, 강유석 《정년이》 (10월) : 김태리, 신예은, 라미란, 문소리, 정은채 《우씨왕후》 (TVING, 8월) : 전종서, 김무열, 자창욱, 정유미, 이수혁 [예능] <ul style="list-style-type: none"> 《아파트404》 (2/23 ~ 4/12) : 유재석, 차태현, 오나라, 양세찬, 제니, 이정하 《텐트밖은 유럽 남프랑스 편》 (2/18 ~ 4/28) : 라미란, 한가인, 조보아 《I-LAND 2 : N/α》 (4월) 《환승연애 3》 (TVING, 12/29 ~) : 사이먼 도미닉, 이용진, 김예원, 유라 《2024 KBO 리그》 (TVING, 3월) 	[드라마] <ul style="list-style-type: none"> 《Severance S2》 (Network : Apple TV+) Directed by Ben Stiller, Aoife McArdle/Starring Adam Scott, Britt Lower 《Tokyo Vice S2》 (Network : HBO Max) Produced by Michael Mann/Starring Ansel Elgort Koshi Uehara 《Nine Perfect Strangers S2》 (Network : Hulu) Directed by Jonathan Levine/Starring Nicole Kidman, Michael Shannon [영화/다큐멘터리] <ul style="list-style-type: none"> 《Nonnas》, 《Family》, 《Omnivore》, 《Rodney 101》 등
영화 · 공연 [영화] <ul style="list-style-type: none"> 《도그데이즈》 (2/7) 김덕민 감독, 윤여정 · 유해진 · 김윤진 · 정성화 · 김서형 [공연] <ul style="list-style-type: none"> 《어쩌면 해피엔딩》 (6월 ~ 9월) 예스24 스테이지 《킹키부츠》 (9월 ~ 11월) 블루스퀘어 신한카드홀 	음악 [음반 · 음원] <ul style="list-style-type: none"> 《ZEROBASEONE》, 《JO1》, 《INI》, 《ME:I》, 《Kep1er》 등 드라마 및 Mnet 예능 OST [콘서트 · 컨벤션] <ul style="list-style-type: none"> 《KCON 2024》, 《2024 MAMA》, 《파크뮤직페스티벌》 등 《ZEROBASEONE》, 《JO1》, 《INI》 등

자료: CJ ENM, 하나증권

도표 11. 2024년 사업 전략

(단위: 십억원)



자료: CJ ENM, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,552.4	4,792.2	4,368.4	4,817.8	5,106.6
매출원가	1,917.7	3,043.4	2,851.4	3,051.1	3,183.7
매출총이익	1,634.7	1,748.8	1,517.0	1,766.7	1,922.9
판매비	1,337.8	1,611.4	1,531.5	1,596.8	1,671.5
영업이익	296.9	137.4	(14.6)	170.0	251.4
금융손익	1.4	(67.6)	(167.1)	(123.4)	(102.4)
종속/관계기업손익	68.1	(182.1)	(61.6)	(31.6)	(31.6)
기타영업외손익	(70.5)	(215.3)	(95.2)	(3.8)	12.9
세전이익	295.9	(327.6)	(338.5)	11.1	130.3
법인세	68.3	(150.8)	61.5	40.0	28.7
계속사업이익	227.6	(176.8)	(400.0)	(28.9)	101.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	227.6	(176.8)	(400.0)	(28.9)	101.6
비배주주지분 순이익	34.1	(56.7)	(81.4)	(4.3)	15.2
지배주주순이익	193.5	(120.1)	(318.7)	(24.6)	86.4
지배주주지분포괄이익	331.3	(169.9)	(269.5)	(19.5)	68.5
NOPAT	228.3	74.2	(17.3)	(441.6)	196.1
EBITDA	813.4	1,430.7	893.4	889.0	856.7
성장성(%)					
매출액증가율	4.75	34.90	(8.84)	10.29	5.99
NOPAT증가율	82.49	(67.50)	적전	적지	흑전
EBITDA증가율	5.82	75.89	(37.56)	(0.49)	(3.63)
영업이익증가율	9.11	(53.72)	적전	흑전	47.88
(지배주주)순이익증가율	240.07	적전	적지	적지	흑전
EPS증가율	239.83	적전	적지	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	46.02	36.49	34.73	36.67	37.66
EBITDA이익률	22.90	29.85	20.45	18.45	16.78
영업이익률	8.36	2.87	(0.33)	3.53	4.92
계속사업이익률	6.41	(3.69)	(9.16)	(0.60)	1.99

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	8,822	(5,476)	(14,533)	(1,120)	3,940
BPS	184,453	174,184	159,651	158,532	162,471
CFPS	38,588	67,740	29,995	36,924	36,888
EBITDAPS	37,093	65,244	40,741	40,541	39,068
SPS	161,994	218,533	199,203	219,698	232,866
DPS	2,100	0	0	0	2,000
추가지표(배)					
PER	15.73	(19.12)	(4.97)	(74.46)	21.17
PBR	0.75	0.60	0.45	0.53	0.51
PCFR	3.60	1.55	2.41	2.26	2.26
EV/EBITDA	5.09	3.75	4.71	4.53	4.45
PSR	0.86	0.48	0.36	0.38	0.36
재무비율(%)					
ROE	5.36	(3.28)	(9.39)	(0.76)	2.66
ROA	2.72	(1.31)	(3.21)	(0.26)	0.90
ROIC	11.05	2.43	(0.49)	(14.58)	7.30
부채비율	88.91	137.83	141.42	143.21	138.28
순부채비율	15.91	52.47	47.38	43.31	36.45
이자보상배율(배)	13.19	1.50	(0.13)	1.69	2.66

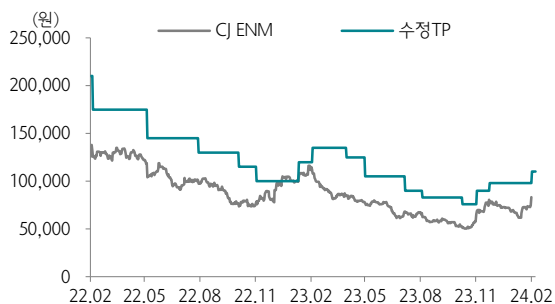
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,660.4	3,108.0	3,071.3	3,215.7	3,357.6
금융자산	1,506.3	1,364.4	1,433.2	1,409.3	1,443.1
현금성자산	1,287.4	1,133.7	1,222.8	1,177.4	1,197.2
매출채권	800.2	1,161.2	1,058.5	1,167.4	1,237.4
재고자산	85.4	97.2	88.6	97.7	103.5
기타유동자산	268.5	485.2	491.0	541.3	573.6
비유동자산	5,280.2	7,224.2	6,451.2	6,307.1	6,214.2
투자자산	2,490.2	2,381.2	2,216.1	2,391.1	2,503.6
금융자산	659.3	564.8	560.4	565.1	568.1
유형자산	1,112.4	1,266.6	1,201.5	1,143.8	1,092.8
무형자산	1,321.9	2,768.4	2,225.5	1,964.1	1,809.8
기타비유동자산	355.7	808.0	808.1	808.1	808.0
자산총계	7,940.6	10,332.2	9,522.5	9,522.8	9,571.7
유동부채	2,322.9	4,269.2	3,897.8	3,886.4	3,807.6
금융부채	1,129.2	2,358.3	2,016.2	1,819.5	1,621.5
매입채무	250.7	327.0	298.1	328.8	348.5
기타유동부채	943.0	1,583.9	1,583.5	1,738.1	1,837.6
비유동부채	1,414.5	1,718.7	1,680.4	1,721.0	1,747.1
금융부채	1,045.8	1,285.7	1,285.7	1,285.7	1,285.7
기타비유동부채	368.7	433.0	394.7	435.3	461.4
부채총계	3,737.3	5,987.9	5,578.2	5,607.4	5,554.7
지배주주지분	3,777.3	3,552.1	3,233.5	3,208.9	3,295.3
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,537.8	2,413.1	2,413.1	2,413.1	2,413.1
자본조정	(341.4)	(341.4)	(341.4)	(341.4)	(341.4)
기타포괄이익누계액	136.6	189.6	189.6	189.6	189.6
이익잉여금	1,333.8	1,180.3	861.6	837.0	923.4
비지배주주지분	426.0	792.2	710.8	706.5	721.7
자본총계	4,203.3	4,344.3	3,944.3	3,915.4	4,017.0
순금융부채	668.7	2,279.5	1,868.7	1,695.8	1,464.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	782.2	1,650.8	472.0	826.2	794.3
당기순이익	227.6	(176.8)	(400.0)	(28.9)	101.6
조정	586.3	1,476.3	908.0	719.1	605.3
감가상각비	516.5	1,293.4	908.0	719.1	605.3
외환거래손익	(0.8)	22.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(95.3)	182.0	0.0	0.0	0.0
기타	165.9	(21.3)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(31.7)	351.3	(36.0)	136.0	87.4
투자활동 현금흐름	(727.1)	(3,006.8)	(114.5)	(596.6)	(526.3)
투자자산감소(증가)	(286.0)	291.1	165.0	(175.0)	(112.4)
자본증가(감소)	(172.7)	(189.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(268.4)	(3,108.9)	(279.5)	(421.6)	(413.9)
재무활동 현금흐름	957.0	1,203.4	(342.1)	(196.8)	(197.9)
금융부채증가(감소)	970.5	1,469.0	(342.1)	(196.8)	(197.9)
자본증가(감소)	51.3	(124.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(31.6)	(97.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(33.2)	(43.5)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	1,012.2	(152.6)	87.0	(45.5)	19.8
Unlevered CFO	846.2	1,485.5	657.8	809.7	808.9
Free Cash Flow	608.5	1,451.3	472.0	826.2	794.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ ENM



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.8	BUY	110,000		
23.11.30	BUY	98,000	-26.90%	-14.90%
23.11.9	BUY	90,000	-20.17%	-10.67%
23.10.16	BUY	76,000	-29.54%	-14.08%
23.8.11	BUY	83,000	-30.57%	-24.58%
23.7.13	BUY	90,000	-27.40%	-24.89%
23.5.8	BUY	105,000	-31.43%	-24.00%
23.4.7	BUY	125,000	-35.18%	-32.40%
23.2.10	BUY	135,000	-33.50%	-23.33%
23.1.18	BUY	120,000	-8.77%	-3.25%
22.1.7	BUY	210,000	-37.83%	-33.86%

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 2024년 2월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2024년 2월 8일 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 신뢰 할 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.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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(비중축소)_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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.52%	6.02%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 02월 05일