



# CJ ENM (035760)

## 비우호적인 업황에서 이익 턴어라운드 증명

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

**Buy (유지)**

목표주가(상향): 100,000원

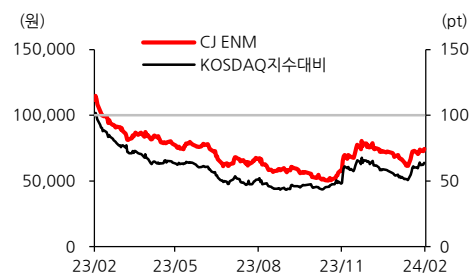
현재 주가(2/7)	83,400 원
상승여력	▲19.9%
시가총액	18,289 억원
발행주식수	21,929 천주
52 주 최고가 / 최저가	114,700 / 50,200 원
90 일 일평균 거래대금	89.46 억원
외국인 지분율	13.4%
주주 구성	
CI (외 6 인)	42.7%
자사주 (외 1 인)	5.5%
강철구 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	21.2	44.3	25.4	-25.3
상대수익률(KOSDAQ)	28.8	45.8	35.0	-30.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	4,792	4,368	4,707	5,027
영업이익	137	-15	173	227
EBITDA	1,431	993	1,389	1,402
지배주주순이익	-120	-342	103	137
EPS	-5,793	-16,478	4,959	6,616
순차입금	2,280	2,794	2,730	2,693
PER	-18.1	-5.2	16.8	12.6
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.2	4.7	3.3	3.2
배당수익률	2.0	2.5	2.5	2.5
ROE	-3.3	-10.2	3.2	4.2

### 주가 추이



동사의 4Q23 실적은 영업이익 기준 컨센서스를 크게 상회했습니다. 비용 효율화를 통한 이익 개선 효과가 체감되는 구간입니다. 업황이 비우호적인 상황에서 수익성 개선세만 유지된다면 주가는 이를 반영할 것으로 예상합니다.

### 4Q23 실적은 시장 기대치 상회

동사의 4Q23 실적은 매출액 1.26조 원, 영업이익 587억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스 291억 원을 상회했다. 미디어플랫폼 영업이익은 23억 원(YoY 흑전)을 기록했다. TV광고 매출이 YoY 27.5% 감소했지만 티빙 유료가입자는 400만까지 확대됐고 콘텐츠 상각비 부담이 완화되며 전분기에 이어 이익 개선세가 이어졌다. 피프스시즌도 큰 규모 작품 딜리버리로 영업이익 194억 원을 기록해 손익에 큰 폭 기여했다. 음악 부문 영업이익은 아티스트 앨범 판매 호조와 투어 성과가 기여되며 354억 원을 기록했다. 지배주주순이익은 빌리프렘 매각, 피프스시즌 관련 영업권손상으로 -1123억 원을 기록했다.

### 콘텐츠투자가 작년 수준이면, 이익 개선세 뚜렷할 것

티빙은 지난 12월 가격을 20% 인상했음에도 불구하고 오리지널 시리즈 흥행에 힘입어 유료가입자 증가세가 이어졌다. 동사는 올해 콘텐츠 투자 금액을 지난해 수준(5800억원)과 유사하게 집행한다고 언급했는데, 콘텐츠를 활용한 광고요금제나 가격 인상 등 매출 성장에 대한 전략들까지 고려한다면 올해 이익 레버리지 효과가 기대된다. 또한 피프스시즌의 영업정상화에 따른 납품 편수 증가도 올해 미디어 이익 개선을 예상하는 요인이다. 그간 동사의 수익성 악화에 가장 큰 부담이었던 자회사들의 유의미한 턴어라운드가 올해 전사 이익 성장의 핵심이 될 것으로 예상된다.

### 목표주가 10만 원으로 상향하고 투자의견 Buy 유지

동사에 대한 목표주가를 미디어와 음악부문 이익 전망치를 상향해 10만 원으로 올려 제시한다. 비용 효율화를 통한 이익 개선 효과가 이제 체감되는 구간이다. 자산유동화를 통해 차입금 부담을 완화시키고 있는 전략도 긍정적이다. 업황이 비우호적인 상황에서 수익성 개선세만 유지된다면 주가는 이를 반영할 것으로 예상된다.

[표1] CJ ENM의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1023	2023	3023	4023P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	949	1,049	1,111	1,260	1,005	1,127	1,185	1,391	4,792	4,368	4,707	5,027
미디어플랫폼	278	343	314	327	308	379	355	361	1,428	1,262	1,403	1,551
커머스	316	346	300	376	323	360	307	375	1,355	1,338	1,366	1,410
영화드라마	236	230	326	300	241	240	332	353	1,424	1,092	1,165	1,208
음악	119	131	170	257	132	148	190	302	585	676	773	858
영업이익	(50.3)	(30.4)	7.4	58.7	30.3	37.6	45.9	59.0	137.4	(14.6)	172.8	227.4
미디어플랫폼	-34.3	-29.9	1.9	2.3	5.2	6.5	11.5	18.9	7.8	(59.9)	42.1	65.6
커머스	17.5	18.7	7.1	26.0	19.4	20.8	21.9	25.8	72.4	69.3	87.9	92.7
영화드라마	-40.7	-31.1	-20.4	-5.3	-10.1	-8.6	-7.9	-6.8	7.1	(97.5)	(33.4)	(9.8)
음악	8.1	12.0	15.5	35.4	15.8	18.9	20.4	21.1	55.7	70.9	76.2	78.9
영업이익률(%)	(5.3)	(2.9)	0.7	4.7	3.0	3.3	3.9	4.2	2.9	(0.3)	3.7	4.5
성장률 (YoY%)												
매출액	(0.9)	(12.0)	(5.7)	(14.0)	5.9	7.4	6.6	10.4	34.9	(8.8)	7.8	6.8
미디어플랫폼	(16.6)	(11.6)	(8.3)	(10.2)	11.0	10.5	13.0	10.4	(19.5)	(11.6)	11.2	10.5
커머스	(0.4)	(1.7)	(3.0)	(0.3)	2.3	4.1	2.3	(0.1)	(1.7)	(1.3)	2.1	3.2
영화드라마	9.2	(32.2)	(8.7)	(41.4)	2.0	4.5	1.7	17.5	1112.7	(23.3)	6.7	3.7
음악	31.2	14.2	0.5	21.8	11.1	13.4	12.0	17.5	107.5	15.6	14.2	11.1
영업이익	적전	적전	(71.0)	787.6	흑전	흑전	519.8	0.5	(53.7)	적전	흑전	31.6
미디어플랫폼	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	508.9	727.3	(92.9)	적전	흑전	55.8
커머스	35.5	(4.2)	23.0	(24.1)	10.8	11.2	210.1	(0.7)	(39.7)	(4.3)	26.9	5.5
영화드라마	적유	적전	적유	적전	적유	적유	적유	적유	(73.5)	적전	적유	적유
음악	(43.2)	(1.1)	(46.3)	6154.6	96.2	57.1	32.0	(40.3)	12.3	27.3	7.5	3.5

자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

[표2] CJ ENM의 SOTP 밸류에이션

		비고
영업가치	1,361	
미디어	880	
2024E NOPLAT	40	
Target PER	22.0	국내외 동종 업체 평균 적용
커머스	481	
2024E NOPLAT	74	
Target PER	6.5	국내 동종 업체 평균 적용
음악	1,340	
2024E NOPLAT	67	
Target PER	20.0	국내 동종 업체 평균에서 20% 할인 적용
투자자산가치	1,003	각 지분가치 50% 할인
넷마블	566	
스튜디오드래곤	384	
NAVER	53	
사업가치	4,185	
순차입금	2,000	
적정 기업가치	2,185	
발행주식수(천주)	21,929	
적정주가(원)	99,634	
<b>목표주가(원)</b>	<b>100,000</b>	
<b>현재주가(원)</b>	<b>83,400</b>	
<b>상승여력</b>	<b>20%</b>	

자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	3,552	4,792	4,368	4,707	5,027
매출총이익	1,635	1,749	1,666	2,166	2,313
영업이익	297	137	-15	173	227
EBITDA	813	1,431	993	1,389	1,402
순이자손익	-15	-70	3	11	11
외화관련손익	7	3	0	0	0
지분법손익	95	-185	-23	0	0
세전계속사업손익	296	-328	-338	134	178
당기순이익	228	-177	-400	103	137
지배주주순이익	193	-120	-342	103	137
증가율(%)					
매출액	4.8	34.9	-8.8	7.8	6.8
영업이익	9.1	-53.7	적전	흑전	31.6
EBITDA	5.8	75.9	-30.6	39.9	1.0
순이익	246.7	적전	적지	흑전	33.4
이익률(%)					
매출총이익률	46.0	36.5	38.1	46.0	46.0
영업이익률	8.4	2.9	-0.3	3.7	4.5
EBITDA 이익률	22.9	29.9	22.7	29.5	27.9
세전이익률	8.3	-6.8	-7.7	2.8	3.5
순이익률	6.4	-3.7	-9.2	2.2	2.7

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	782	1,651	1,225	1,337	1,326
당기순이익	228	-177	-400	103	137
자산상각비	517	1,293	1,007	1,216	1,175
운전자본증감	-32	351	71	11	8
매출채권 감소(증가)	-59	-143	101	-129	-159
재고자산 감소(증가)	-26	-17	-27	-13	-15
매입채무 증가(감소)	20	78	96	120	147
투자활동 현금	-727	-3,007	-1,520	-1,235	-1,252
유형자산처분(취득)	-173	-189	-163	-230	-246
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	1,154	1,325	1,319
(-)운전자본증가(감소)	-36	-128	-435	-11	-8
(-)설비투자	174	199	165	230	246
(+)자산매각	-696	-1,507	-1,329	-958	-958
Free Cash Flow	12	-93	94	149	123
(-)기타투자	171	1,080	504	41	43
잉여현금	-159	-1,174	-409	108	80
NOPLAT	228	100	-11	133	175
(+) Dep	517	1,293	1,007	1,216	1,175
(-)운전자본투자	-36	-128	-435	-11	-8
(-)Capex	174	199	165	230	246
OpFCF	607	1,321	1,267	1,130	1,112

주1: 2019년부터 CJ HELLO 제외 PRO-FORMA 기준

주2: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	2,660	3,108	2,470	2,690	2,915
현금성자산	1,506	1,364	765	829	865
매출채권	897	1,299	1,241	1,370	1,529
재고자산	85	97	121	133	149
비유동자산	5,280	7,224	7,819	7,832	7,904
투자자산	2,846	3,189	3,308	3,349	3,392
유형자산	1,112	1,267	1,398	1,536	1,681
무형자산	1,322	2,768	3,113	2,947	2,831
자산총계	7,941	10,332	10,289	10,522	10,819
유동부채	2,323	4,269	3,854	4,021	4,217
매입채무	880	1,224	1,153	1,273	1,420
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	6,395	6,569	6,772
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,538	2,413	2,406	2,406	2,406
이익잉여금	1,334	1,180	836	895	989
자본조정	-205	-152	-205	-205	-205
자기주식	-268	-268	-268	-268	-268
자본총계	4,203	4,344	3,894	3,953	4,047

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	8,822	-5,793	-16,478	4,959	6,616
BPS	172,252	161,984	143,539	146,242	150,511
DPS	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
CFPS	38,588	67,740	52,602	60,438	60,140
ROA(%)	2.7	-1.3	-3.3	1.0	1.3
ROE(%)	5.4	-3.3	-10.2	3.2	4.2
ROIC(%)	10.1	3.0	-0.2	3.0	4.0
Multiples(x, %)					
PER	15.7	-18.1	-5.2	16.8	12.6
PBR	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
PSR	0.9	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	3.6	1.5	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA	4.6	3.2	4.7	3.3	3.2
배당수익률	1.5	2.0	2.5	2.5	2.5
안정성(%)					
부채비율	88.9	137.8	164.2	166.2	167.3
Net debt/Equity	15.9	52.5	71.7	69.0	66.5
Net debt/EBITDA	82.2	159.3	281.5	196.5	192.0
유동비율	114.5	72.8	64.1	66.9	69.1
이자보상배율	13.2	1.5	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투자자본	35.8	48.5	51.9	51.2	51.1
현금+투자자산	64.2	51.5	48.1	48.8	48.9
자본구조(%)					
차입금	34.1	45.6	47.7	47.4	46.8
자기자본	65.9	54.4	52.3	52.6	53.2

## [ Compliance Notice ]

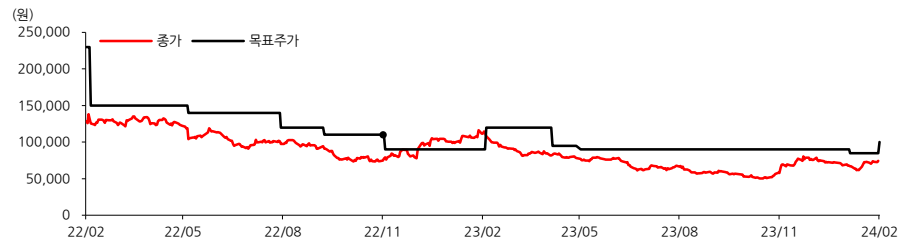
(공표일: 2024년 2월 8일)

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 ]



## [ 투자이전 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2022.02.11	2022.05.12	2022.05.24	2022.08.05	2022.09.14
투자이전	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
투자이전	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	2024.02.08			
투자이전	Hold	Buy	Buy			
목표가격	90,000	85,000	100,000			

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이전	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	-26.70	-10.67
2024.01.11	Buy	85,000	-18.92	-12.35
2024.02.08	Buy	100,000		

### [ 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 투자의견 ]

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%