



CJ ENM (035760)

1등 사업자의 아쉬운 이익 레벨

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 75,000원

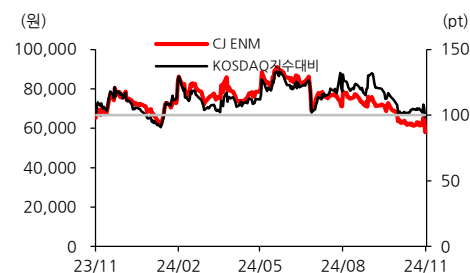
현재 주가(11/7)	58,100원
상승여력	29.1%
시가총액	12,741 억원
발행주식수	21,929 천주
52 주 최고가 / 최저가	91,100 / 57,800 원
90 일 일평균 거래대금	45.7 억원
외국인 지분율	15.0%
주주 구성	
CJ (외 6 인)	42.7%
자사주 (외 1 인)	5.5%
강철구 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.1	-18.4	-26.1	0.5
상대수익률(KOSDAQ)	-8.0	-16.4	-10.3	11.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,368	4,715	5,001	5,420
영업이익	-15	107	200	285
EBITDA	962	1,324	1,348	1,452
지배주주순이익	-316	-474	107	208
EPS	-14,405	-22,888	5,177	10,014
순차입금	2,158	2,971	2,981	2,871
PER	-5.0	-2.5	11.2	5.8
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.9	3.2	3.2	2.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-9.3	-15.8	3.8	7.0

주가 추이



동사의 3Q24 실적은 영업이익 컨센서스를 크게 하회했습니다. 최근 주가 급락으로 추가 하락 가능성은 제한적이지만 상승 반전을 나타낼 만한 요인도 부재합니다. 목표주가를 75,000 원으로 하향합니다.

3Q24 실적은 시장 기대치 큰 폭 하회

동사의 3Q24 실적은 매출액 1.12조 원, 영업이익 158억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스 468억 원을 하회했다. 미디어 영업이익은 QoQ 34.5% 감소한 108억 원을 기록했다. TV광고 매출이 YoY 10.6% 감소했지만 MAU 780만까지 확보된 티빙 BM 가시화로 전체 매출 성장률을 견인했다. 피프스시즌은 딜리버리가 지연되며 영업손실 -232억 원을 기록했다. 음악 부문 영업이익은 QoQ 52.1% 감소한 24억 원에 그쳤다. 글로벌 행사 관련 수익성 둔화와 Mnet TV 광고 매출 부진에 기인한다. 당기순이익은 라이브시티 유형자산 처분손실 3,222억 원 반영으로 -5,314억 원을 기록했다.

4분기 티빙의 적자 규모는 재차 커질 전망

티빙의 영업손실은 -71억 원을 기록하며 전분기 대비 개선됐다. 그럼에도 불구하고 그 외 부문의 콘텐츠 제작비가 증가하면서 미디어 영업이익 수익 레벨은 재차 낮아졌다. 4분기 티빙은 야구 가입자 이탈 및 지속되는 콘텐츠 투자로 인해 3분기 대비 적자 규모 확대가 불가피할 것으로 예상한다. 티빙과 피프스시즌의 턴어라운드를 제외하면 밸류에이션 리레이팅을 가져올 만한 요소가 보이지 않는다. 라이브시티 관련 손상처리 이번 분기 모두 반영돼 리스크는 없다.

목표주가 7만 5원으로 하향하고 투자의견 Buy 유지

동사에 대한 목표주가를 전 사업부문 이익 전망치를 하향해 7만 5천 원으로 낮춰 제시한다. 최근 주가 급락으로 추가 하락 가능성은 제한적이지만 상승 반전을 나타낼 만한 요인이 부재하다. 티빙의 수익화 성공으로 인한 이익 턴어라운드 시점 임박이라는 동사의 투자포인트가 흐려졌다. 어려운 업황과 급변하는 환경이지만, 국내 1위 사업자로써 이를 이겨나갈 수 있는 행보와 전략 방향성이 필요한 시점이다.

[표1] CJ ENM의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,154	1,165	1,125	1,271	1,199	1,223	1,204	1,375	4,792	4,368	4,715	5,001
미디어플랫폼	314	353	357	375	332	374	386	424	1,428	1,262	1,398	1,517
커머스	348	372	334	346	355	383	348	358	1,355	1,338	1,399	1,444
영화드라마	366	288	252	307	373	298	266	319	1,424	1,092	1,212	1,257
음악	126	152	183	244	138	167	205	274	585	676	705	783
영업이익	12.3	35.3	15.8	43.7	34.8	52.7	48.9	64.0	137.4	(14.6)	107.1	200.4
미디어플랫폼	-3.5	16.5	10.8	17.6	12.7	13.9	24.7	24.5	7.8	(59.9)	41.4	75.8
커머스	26.2	27.5	9.1	26.4	23.4	25.7	24.5	25.3	72.4	69.3	89.2	98.9
영화드라마	-17.8	-18.2	-6.0	-6.8	-11.5	-10.9	-8.5	5.8	7.1	(97.5)	(48.8)	(25.1)
음악	4.8	4.9	2.4	13.2	12.5	14.3	11.9	12.1	55.7	70.9	25.3	50.8
영업이익률(%)	1.1	3.0	1.4	3.4	2.9	4.3	4.1	4.7	2.9	(0.3)	2.3	4.0
성장률 (YoY%)												
매출액	21.6	11.0	1.2	0.9	3.9	5.0	7.1	8.2	34.9	(8.8)	7.9	6.1
미디어플랫폼	13.1	3.0	13.4	14.5	5.8	6.1	8.3	13.2	(19.5)	(11.6)	10.8	8.5
커머스	10.0	7.6	11.1	(7.9)	2.1	3.1	4.2	3.4	(1.7)	(1.3)	4.6	3.2
영화드라마	55.2	25.3	(22.9)	2.1	1.9	3.7	5.7	4.2	1112.7	(23.3)	11.0	3.7
음악	5.7	16.5	7.4	(4.9)	9.8	9.5	12.0	12.1	107.5	15.6	4.2	11.1
영업이익	흑전	흑전	113.4	(25.6)	182.9	49.3	209.5	46.5	(53.7)	적전	흑전	87.1
미디어플랫폼	적유	흑전	471.8	670.4	흑전	(15.8)	128.7	39.2	(92.9)	적전	흑전	83.1
커머스	49.7	47.0	28.9	1.6	(10.7)	(6.5)	169.2	(4.2)	(39.7)	(4.3)	28.8	10.9
영화드라마	적유	적유	적유	적유	적유	적유	적유	흑전	(73.5)	적전	적유	적유
음악	(40.4)	(59.3)	(84.5)	(62.7)	160.4	191.8	395.8	(8.3)	12.3	27.3	(64.3)	100.8

자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

[표2] CJ ENM의 SOTP 밸류에이션

		비고
영업가치	1,339	
미디어	904	
2025E NOPLAT	55	
Target PER	16.5	국내외 동종 업체 평균 적용
커머스	435	
2025E NOPLAT	79	
Target PER	5.5	국내 동종 업체 평균 할인 적용
음악	615	
2025E NOPLAT	41	
Target PER	15.0	국내 동종 업체 평균에서 30% 할인 적용
투자자산가치	914	각 지분가치 50% 할인
넷마블	520	
스튜디오드래곤	348	
NAVER	46	
사업가치	3,302	
순차입금	1,658	
적정 기업가치	1,644	
발행주식수(천주)	21,929	
적정주가(원)	74,985	
목표주가(원)	75,000	
현재주가(원)	58,100	
상승여력	29%	

자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,792	4,368	4,715	5,001	5,420
매출총이익	1,749	1,517	1,676	1,737	1,882
영업이익	137	-15	107	200	285
EBITDA	1,431	962	1,324	1,348	1,452
순이자손익	-70	-139	19	39	40
외화관련손익	3	1	0	0	0
지분법손익	-185	90	38	0	0
세전계속사업손익	-328	-335	-393	91	175
당기순이익	-177	-397	-505	107	208
지배주주순이익	-120	-316	-474	107	208
증가율(%)					
매출액	84.0	-8.8	7.9	6.1	8.4
영업이익	-41.4	적전	흑전	87.0	42.2
EBITDA	166.4	-32.8	37.6	1.9	7.7
순이익	적전	적지	적지	흑전	93.4
이익률(%)					
매출총이익률	36.5	34.7	35.5	34.7	34.7
영업이익률	2.9	-0.3	2.3	4.0	5.3
EBITDA 이익률	29.9	22.0	28.1	27.0	26.8
세전이익률	-6.8	-7.7	-8.3	1.8	3.2
순이익률	-3.7	-9.1	-10.7	2.1	3.8

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	1,651	1,296	740	1,266	1,398
당기순이익	-177	-397	-505	107	208
자산상각비	1,293	977	1,217	1,148	1,167
운전자본증감	351	485	87	6	18
매출채권 감소(증가)	-143	253	-95	-96	-41
재고자산 감소(증가)	-17	-26	-23	-11	-5
매입채무 증가(감소)	78	9	116	89	38
투자활동 현금	-3,007	-1,268	-1,413	-1,281	-1,292
유형자산처분(취득)	-189	-98	-83	-115	-124
무형자산 감소(증가)	-1,518	-1,367	-1,182	-1,121	-1,121
투자자산 감소(증가)	4	142	-3	-4	-4
재무현금흐름	1,203	-127	-126	0	0
차입금의 증가(감소)	1,036	-408	-116	0	0
자본의 증가(감소)	-44	0	0	0	0
배당금의 지급	-44	0	0	0	0
총현금흐름	1,485	1,035	783	1,260	1,379
(-)운전자본증가(감소)	-128	-199	-21	-6	-18
(-)설비투자	199	100	83	115	124
(+)자산매각	-1,507	-1,364	-1,182	-1,121	-1,121
Free Cash Flow	-93	-231	-462	30	152
(-)기타투자	1,080	-341	78	41	42
잉여현금	-1,174	110	-540	-10	110
NOPLAT	100	-11	78	145	207
(+) Dep	1,293	977	1,217	1,148	1,167
(-)운전자본투자	-128	-199	-21	-6	-18
(-)Capex	199	100	83	115	124
OpFCF	1,321	1,065	1,232	1,185	1,267

주1: 2019년부터 CJ HELLO 제외 PRO-FORMA 기준

주2: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	3,108	2,782	2,115	2,230	2,404
현금성자산	1,364	1,138	352	342	452
매출채권	1,299	1,127	1,181	1,277	1,318
재고자산	97	116	136	147	152
비유동자산	7,224	7,168	7,689	7,817	7,938
투자자산	3,189	2,957	3,181	3,222	3,265
유형자산	1,267	1,353	1,442	1,469	1,504
무형자산	2,768	2,857	3,065	3,126	3,170
자산총계	10,332	9,950	9,803	10,047	10,342
유동부채	4,269	3,401	3,749	3,881	3,964
매입채무	1,224	1,052	1,088	1,177	1,215
유동성이자부채	2,358	1,391	1,601	1,601	1,601
비유동부채	1,719	2,371	2,374	2,378	2,383
비유동이자부채	1,281	1,905	1,723	1,723	1,723
부채총계	5,988	5,772	6,123	6,260	6,347
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,413	2,456	2,457	2,457	2,457
이익잉여금	1,180	852	380	487	695
자본조정	-152	-180	-180	-180	-180
자기주식	-268	-268	-268	-268	-268
자본총계	4,344	4,178	3,680	3,787	3,995

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-5,476	-14,405	-22,888	5,177	10,014
BPS	161,984	147,691	126,161	131,055	140,521
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	67,740	47,181	35,687	57,464	62,907
ROA(%)	-1.3	-3.1	-4.8	1.1	2.0
ROE(%)	-3.3	-9.3	-15.8	3.8	7.0
ROIC(%)	3.0	-0.3	1.8	3.2	4.5
Multiples(x, %)					
PER	-19.1	-5.0	-2.5	11.2	5.8
PBR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
PCR	1.5	1.5	1.6	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.2	3.9	3.2	3.2	2.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	137.8	138.2	166.4	165.3	158.9
Net debt/Equity	52.4	51.6	80.7	78.7	71.9
Net debt/EBITDA	159.0	224.3	224.4	221.1	197.8
유동비율	72.8	81.8	56.4	57.5	60.6
이자보상배율	1.5	n/a	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투자자본	48.5	50.5	55.9	56.3	55.8
현금+투자자산	51.5	49.5	44.1	43.7	44.2
자본구조(%)					
차입금	45.6	44.1	47.5	46.7	45.4
자기자본	54.4	55.9	52.5	53.3	54.6

[Compliance Notice]

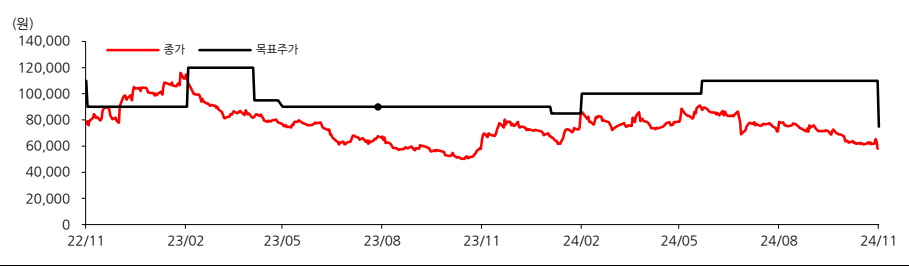
(공표일: 2024년 11월 8일)

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 종목을 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 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[CJ ENM의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.11.09	2022.11.17	2023.02.10	2023.02.27	2023.04.12
투자 의견	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표 가격		90,000	90,000	120,000	120,000	95,000
일 시	2023.05.08	2023.07.07	2024.01.11	2024.02.08	2024.05.29	2024.11.01
투자 의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	90,000	90,000	85,000	100,000	110,000	110,000
일 시	2024.11.08					
투자 의견	Buy					
목표 가격	75,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-18.07	-1.88
2024.02.08	Buy	100,000	-20.88	-8.90
2024.05.29	Buy	110,000	-32.43	-18.64
2024.11.08	Buy	75,000		

[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: 2024년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%