



BUY (유지)

목표주가(12M) 90,000원(상향)

현재주가(11.08) 65,300원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	811.02
52주 최고/최저(원)	116,100/50,200
시가총액(십억원)	1,432.0
시가총액비중(%)	0.36
발행주식수(천주)	21,929.2
60일 평균 거래량(천주)	80.9
60일 평균 거래대금(십억원)	4.7
외국인지분율(%)	12.87
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5인	42.70

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,473.2	5,026.7
영업이익(십억원)	(72.8)	161.5
순이익(십억원)	(294.3)	26.2
EPS(원)	(10,483)	987
BPS(원)	158,157	159,458

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,552.4	4,792.2	4,462.4	5,013.6
영업이익	296.9	137.4	(39.5)	154.8
세전이익	295.9	(327.6)	(239.5)	16.1
순이익	193.5	(120.1)	(214.8)	10.1
EPS	8,822	(5,476)	(9,795)	462
증감율	239.83	적전	적지	흑전
PER	15.73	(19.12)	(6.67)	141.34
PBR	0.75	0.60	0.40	0.40
EV/EBITDA	5.09	3.75	4.33	4.10
ROE	5.36	(3.28)	(6.24)	0.30
BPS	184,453	174,184	164,389	164,850
DPS	2,100	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2023년 11월 09일 | 기업분석_Earnings Reveiw

CJ ENM (035760)

실적 서프라이즈는 핑계고

목표주가 상향

3분기 실적 서프라이즈를 반영해 SOTP 기준 목표주가를 90,000원(+18%)으로 상향한다. 사업적/재무적 구조조정은 더디게 나타나고 있지만, 인건비(인센티브) 절감 만으로 비슷한 효과를 내고 있으며, 미국 파업 종료 가시화와 티빙 가격 인상을 통해 내년에만 2개 부문 합산 1,500억원 내외의 적자 축소가 기대된다. 겨우(?) 인건비 감소가 예상보다 빠른 주가의 기폭제가 되었지만, 본질은 넷플릭스/스포티파이처럼 구독 서비스들의 가격 인상에 따른 긍정적인 실적/주가 흐름이 티빙 그리고 CJ ENM에 나타날 것이라고 기대하는 것이다. 추천 종목이 없었던 미디어 섹터 내에서 최선호주로 신규 제시한다.

3Q OP 74억원(-71% YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 1.11조원(-6% YoY)/74억원(-71%)으로 컨센서스(-164억원)을 크게 상회했다. 가장 큰 이유는 인건비가 전 분기 대비 300억원 감소했다. 3월 대비 임직원 수는 약 10% 감소했으며, 그 외 실적 연동 인센티브가 하향 조정된 것으로 추정된다. 인건비 차이만큼의 서프라이즈였다. 부문별 영업이익은 미디어플랫폼 19억원(흑전), 영화/드라마 -204억원(적지), 음악 155억원(-46%), 커머스 71억원(+23%)을 기록했다. 미디어플랫폼은 TV광고가 -24%로 매우 부진했으나, 감가상각비 부담 완화로 티빙이 -312억원(약 +170억원 QoQ)으로 개선되었다. 영화/드라마 역시 스튜디오드래곤의 호실적에 더해, 피프스 시즌의 드라마 2편 등의 딜리버리 확대로 -123억원(약 +240억원 QoQ)을 기록했다. 음악은 ZB1의 성공적인 데뷔가 반영되었다. 4분기에는 티빙 적자 폭 추가 축소 및 TV광고/음악/커머스의 계절적 성수기 등으로 338억원(+411%)의 영업이익을 전망한다.

티빙/피프스 시즌의 적자 축소에 더한 티빙 구독료 인상

피프스 시즌의 경우 미국 작가/배우들의 파업 종료가 중요한데, 넷플릭스가 컨퍼런스 콜을 통해 이미 내년 콘텐츠 지출 가이던스를 40억달러 상향했다. 파업 조기 종료를 위해 노력하고 있으며, 이에 따라 미국 드라마 편성 정상화 시 피프스 시즌의 직접적인 수혜가 예상된다. 3분기 수준의 실적(-123억원)이 내년 온기로 반영되면 약 500억원, BEP를 가정하면 약 1,000억원의 적자가 축소된다. 티빙은 12월부터 신규 가입자 대상, 내년 6월부터 기존 가입자 대상으로 가격 인상이 시작된다. 2024년 말 기준 유료가입자 500만명을 달성한다고 가정할 때 올해 대비 700억원 내외의 적자 축소가 예상되며, AVOD 효과에 따라 적자 폭이 추가로 축소될 것이다. 전세계적으로 코로나 구간에 저금리를 통해 많은 구독 서비스들이 공격적으로 투자했지만, 결국 살아 남은 1~2개 만이 가격 인상을 통해 그 수혜를 누리고 있다. 최근 넷플릭스/스포티파이 등의 실적과 주가 흐름이 매우 좋은 이유이며, 같은 흐름이 CJ ENM에서 나타날 개연성이 높다고 판단한다.

도표 1. CJ ENM 목표주가 산정(SOTP) 방식 (단위: 십억원)

항목	가치	비고
지분가치(넷마블)	661	지분 22%, 30%할인
영업가치	3,675	
- 미디어플랫폼	1,020	24년 NOPAT에 22X 적용
- 커머스	356	NOPAT에 6X 적용
- 음악	1,199	NOPAT에 24X 적용
- 영화/드라마	1,100	스튜디오드래곤 + 쇼박스에 10% 할증
순차입금	2,358	빌리프랩 매각 차익 반영
기업가치	1,977	
발행주식수	21,929	천주
목표주가	90,000	원
현재주가	65,300	원
상승 여력	38	%

자료: 하나증권

도표 2. CJ ENM 실적 테이블 (단위: 십억원)

	21	22	23F	24F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F
매출액	3,552	4,792	4,462	5,014	957	1,192	1,179	1,464	949	1,049	1,111	1,354
1. 미디어플랫폼	1,391	1,428	1,291	1,381	333	388	343	364	278	343	314	356
2. 커머스	1,379	1,355	1,330	1,359	317	352	309	377	316	346	300	368
3. 영화/드라마	395	1,424	1,195	1,563	216	339	357	512	236	230	326	404
4. 음악	388	585	646	711	91	115	169	211	119	131	170	226
영업이익	297	137	(39)	155	50	56	26	7	(50)	(30)	7	34
OPM	8%	3%	-1%	3%	5%	5%	2%	0%	-5%	-3%	1%	2%
1. 미디어플랫폼	110	8	(65)	35	28	13	(0)	(33)	(34)	(30)	2	(2)
2. 커머스	27	72	77	80	13	20	6	34	18	19	7	34
3. 영화/드라마	50	7	(108)	(23)	(3)	11	(7)	6	(41)	(31)	(20)	(15)
4. 음악	120	56	56	68	14	12	29	1	8	12	15	20
당기순이익	228	(177)	(275)	12	2	(25)	(56)	(98)	(89)	(123)	(52)	(11)

주: 2023년 1분기부터 사업부문 재분류. 자료: 하나증권

도표 3. 티빙 오리지널 드라마 라인업

방영일	작품명	출연진	제작사	회차	비고
2023년	아일랜드 pt.2	김남길, 이다희, 차은우	스튜디오드래곤	6	네이버웹툰 원작
	방과 후 전쟁활동 pt.1	신현수, 이순원	스튜디오드래곤, 지티스트	6	네이버웹툰(하일권) 원작
	방과 후 전쟁활동 pt.2	신현수, 이순원	스튜디오드래곤, 지티스트	4	네이버웹툰(하일권) 원작
	우리가 사랑했던 모든 것	오세훈, 장여빈	CJ ENM, 스튜디오 HIM	8	-
	잔혹한 인턴	라미란, 엄지원	CJ ENM, 래몽래인	12	-
2024년	운수 오진 날	이성민, 유연석	스튜디오드래곤, 더그레이트쇼, 스튜디오N	10	네이버웹툰 원작, tvN 선공개
	이재, 곧 죽습니다	서인국, 박소담	SLL, 사람엔터테인먼트	8	네이버웹툰 원작
	LTNS	이솜, 안재홍	바른손스튜디오	6	-
	샤크: 더 스톰	김민석, 이현욱	SLL, 투유드림	6	카카오펜 원작
	러닝메이트	윤현수, 이정식	에이스메이커무비웍스	9	<기생충> 각본의 한진원 연출
	피라미드 게임	김지연, 장다아	필름몬스터, CJ ENM 스튜디오스	10	네이버웹툰 원작
	춘화연애담	고아라, 장률	비온드제이, SLL	-	-
	우씨왕후	전종서, 김무열	CJ ENM 스튜디오스	8	-
	나는 대놓고 신데렐라를 꿈꾼다	표예진, 이준영	키이스트, 스토리픽닉스	10	-
	종거나 나쁜 동재	이준혁	스튜디오드래곤, 에이스팩토리	-	<비밀의 숲> 시판오프
	스터디그룹	황민현, 한지은	스튜디오드래곤, 와이랩플렉스	10	네이버웹툰 원작

자료: 티빙, 하나증권

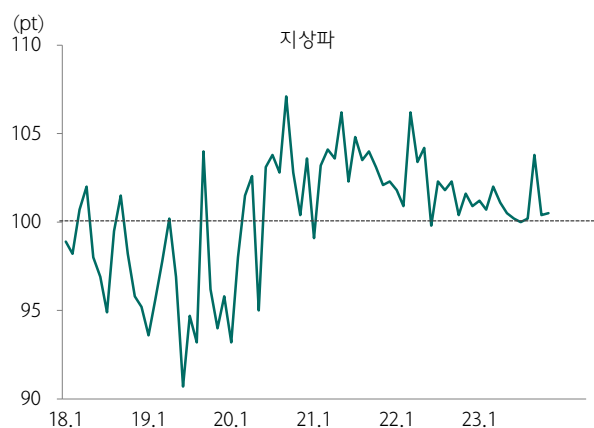
도표 4. 4Q23 주요 라인업

(단위: 십억원)

채널 · 티빙	FIFTH SEASON
[드라마] <ul style="list-style-type: none"> 《반짝이는 워터멜론》(9/25 ~ 11/14) : 려운, 최현욱, 설인아, 신은수 《무인도의 디바》(10/28 ~ 12/3) : 박은빈, 김효진, 채종엽, 차학연 《마에스트라》(12/9 ~ 1/14) : 이영애, 이우성, 김영재 《운수 오진 날》(TVING, 11/24) : 아성민, 유연석, 이정은 《이재, 곧 죽습니다》(TVING, 12월) : 서인국, 박소담, 김지훈 [예능] <ul style="list-style-type: none"> 《김창옥쇼 리부트》(9/24 ~ 11/12) : 김창옥, 황재성, 이지혜 《콩콩팔팔》(10/13 ~ 12/15) : 이광수, 김우빈, 도경수, 김가방 《어쩌다 사장3》(10/26 ~ 1/18) : 차태현, 조안성 《장사천재 백사장2》(10/29 ~ 1/14) : 백종원, 이장우, 존박, 권유리 《스트릿댄스 걸스 파이터2》(11/21 ~ 12/26) : 원필라연, 팜퍼블릭, 옥 《환승연애3》(TVING, 12월) 	[드라마] <ul style="list-style-type: none"> 《<Strife> (Network : Foxtel) [영화] <ul style="list-style-type: none"> 《<The Long Game> (Directed by Julio Quintana, Starring Dennis Quaid, Gillian Vigman) [다큐멘터리] <ul style="list-style-type: none"> 《<Omnivore>, <Twelve Songs>, <Kiss the Future> 등
영화	음악
<ul style="list-style-type: none"> 《소년들》(11/1) 정지영 감독, 설경구 · 유준상 · 진경 · 여성태 · 염예란 	[음반 · 음원] <ul style="list-style-type: none"> TAG ME (10/11) : <INI> MELTING POINT (11/6) : <ZEROBASEONE> FLY-HIGH (11/22) : <Kep1er> [콘서트 · 컨벤션] <ul style="list-style-type: none"> 《JO1》, 《INI》, 《스트릿 우먼 파이터 2》 《KCON SAUDI ARABIA 2023》, 《2023 MAMA AWARDS》, 《M countdown in France》

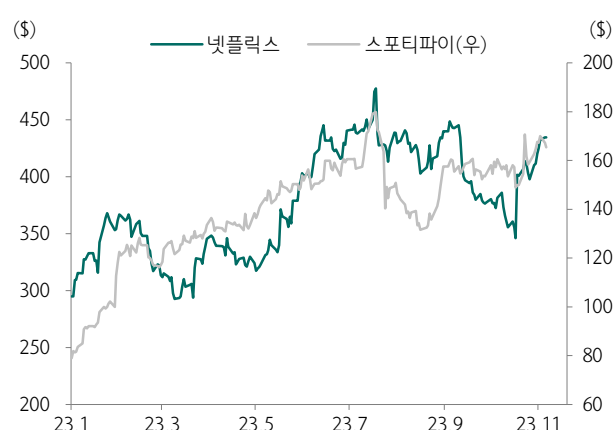
자료: CJ ENM, 하나증권

도표 5. 지상파TV KAI 추이



자료: KOBACO, 하나증권

도표 6. 넷플릭스/스포티파이 연초 이후 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 티빙 구독료 변경 안내(기존 구독 회원 대상)

월간 이용권 구독료 변경			
이용권	WEB		APP
	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

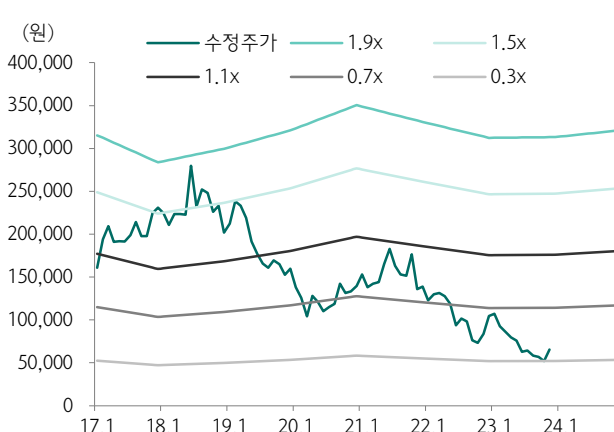
• 2023년 12월 15일 이전에 구매하여 이용 중이신 이용권(베이직/스탠다드/프리미엄)의 구독료도 동일 변경됩니다.
 (단, 특별 프로모션 기간에 구매하여 이용 중이신 일부 이용권은 구독료 변경 대상에서 제외될 수 있습니다)

월간 이용권 구독료 변경 동의 및 적용

• 2023년 1월 1일 결제일부터 기존 유료 회원을 대상으로 구독료 변경에 대한 동의 여부 절차를 진행합니다.
 • 2023년 3월 결제일 전일까지 구독료 변경에 동의하시면, 3개월간 기존 가격으로 이용 가능하지만, 2023년 6월 결제일부터 변경된 가격으로 결제됩니다.

자료: Quantiverse, 하나증권

도표 8. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,552.4	4,792.2	4,462.4	5,013.6	5,359.9
매출원가	1,917.7	3,043.4	2,944.0	3,222.3	3,402.9
매출총이익	1,634.7	1,748.8	1,518.4	1,791.3	1,957.0
판매비	1,337.8	1,611.4	1,557.8	1,636.5	1,712.9
영업이익	296.9	137.4	(39.5)	154.8	244.1
금융손익	1.4	(67.6)	(120.0)	(79.0)	(58.0)
종속/관계기업손익	68.1	(182.1)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
기타영업외손익	(70.5)	(215.3)	(70.0)	(49.7)	(33.4)
세전이익	295.9	(327.6)	(239.5)	16.1	142.7
법인세	68.3	(150.8)	35.9	4.2	32.8
계속사업이익	227.6	(176.8)	(275.4)	11.9	109.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	227.6	(176.8)	(275.4)	11.9	109.9
비지배주주지분 순이익	34.1	(56.7)	(60.6)	1.8	16.5
지배주주순이익	193.5	(120.1)	(214.8)	10.1	93.4
지배주주지분 포괄이익	331.3	(169.9)	(185.6)	8.0	74.0
NOPAT	228.3	74.2	(45.4)	114.5	187.9
EBITDA	813.4	1,430.7	868.5	873.9	849.4
성장성(%)					
매출액증가율	4.75	34.90	(6.88)	12.35	6.91
NOPAT증가율	82.49	(67.50)	적전	흑전	64.10
EBITDA증가율	5.82	75.89	(39.30)	0.62	(2.80)
영업이익증가율	9.11	(53.72)	적전	흑전	57.69
(지배주주)순이익증가율	240.07	적전	적지	흑전	824.75
EPS증가율	239.83	적전	적지	흑전	821.65
수익성(%)					
매출총이익률	46.02	36.49	34.03	35.73	36.51
EBITDA이익률	22.90	29.85	19.46	17.43	15.85
영업이익률	8.36	2.87	(0.89)	3.09	4.55
계속사업이익률	6.41	(3.69)	(6.17)	0.24	2.05

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	8,822	(5,476)	(9,795)	462	4,258
BPS	184,453	174,184	164,389	164,850	169,109
CFPS	38,588	67,740	34,488	37,098	37,398
EBITDAPS	37,093	65,244	39,607	39,849	38,734
SPS	161,994	218,533	203,490	228,625	244,420
DPS	2,100	0	0	0	2,000
주가지표(배)					
PER	15.73	(19.12)	(6.67)	141.34	15.34
PBR	0.75	0.60	0.40	0.40	0.39
PCFR	3.60	1.55	1.89	1.76	1.75
EV/EBITDA	5.09	3.75	4.33	4.10	3.97
PSR	0.86	0.48	0.32	0.29	0.27
재무비율(%)					
ROE	5.36	(3.28)	(6.24)	0.30	2.75
ROA	2.72	(1.31)	(2.15)	0.10	0.95
ROIC	11.05	2.43	(1.28)	3.80	7.08
부채비율	88.91	137.83	137.74	139.26	135.01
순부채비율	15.91	52.47	43.80	39.13	32.76
이자보상배율(배)	13.19	1.50	(0.36)	1.54	2.59

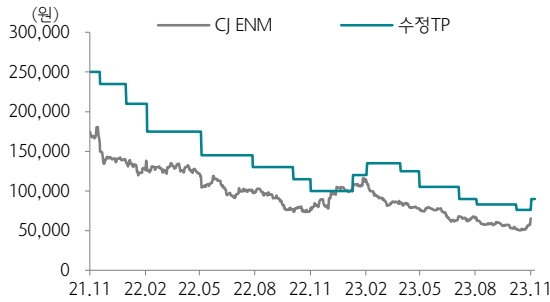
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,660.4	3,108.0	3,185.7	3,380.5	3,535.8
금융자산	1,506.3	1,364.4	1,520.2	1,509.7	1,536.0
현금성자산	1,287.4	1,133.7	1,305.4	1,268.3	1,277.9
매출채권	800.2	1,161.2	1,081.3	1,214.9	1,298.8
재고자산	85.4	97.2	90.5	101.7	108.7
기타유동자산	268.5	485.2	493.7	554.2	592.3
비유동자산	5,280.2	7,224.2	6,487.8	6,383.3	6,312.8
투자자산	2,490.2	2,381.2	2,252.8	2,467.4	2,602.2
금융자산	659.3	564.8	561.4	567.1	570.7
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	808.0	808.0	808.0
자산총계	7,940.6	10,332.2	9,673.4	9,763.8	9,848.6
유동부채	2,322.9	4,269.2	3,915.6	3,944.2	3,887.9
금융부채	1,129.2	2,358.3	2,016.9	1,820.9	1,623.4
매입채무	250.7	327.0	304.5	342.1	365.8
기타유동부채	943.0	1,583.9	1,594.2	1,781.2	1,898.7
비유동부채	1,414.5	1,718.7	1,688.9	1,738.7	1,770.0
금융부채	1,045.8	1,285.7	1,285.7	1,285.7	1,285.7
기타비유동부채	368.7	433.0	403.2	453.0	484.3
부채총계	3,737.3	5,987.9	5,604.5	5,682.9	5,657.9
지배주주지분	3,777.3	3,552.1	3,337.3	3,347.5	3,440.9
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	965.5	975.6	1,069.0
비지배주주지분	426.0	792.2	731.6	733.4	749.8
자본총계	4,203.3	4,344.3	4,068.9	4,080.9	4,190.7
순금융부채	668.7	2,279.5	1,782.3	1,596.8	1,373.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	782.2	1,650.8	611.4	896.1	818.9
당기순이익	227.6	(176.8)	(275.4)	11.9	109.9
조정	586.3	1,476.3	908.1	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)	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(31.7)	351.3	(21.3)	165.1	103.7
투자활동 현금흐름	(727.1)	(3,006.8)	(155.7)	(641.2)	(551.5)
투자자산감소(증가)	(286.0)	291.1	128.4	(214.6)	(134.9)
자본증가(감소)	(172.7)	(189.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(268.4)	(3,108.9)	(284.1)	(426.6)	(416.6)
재무활동 현금흐름	957.0	1,203.4	(341.4)	(196.0)	(197.5)
금융부채증가(감소)	970.5	1,469.0	(341.4)	(196.0)	(197.5)
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)	169.6	(37.1)	9.6
Unlevered CFO	846.2	1,485.5	756.3	813.5	820.1
Free Cash Flow	608.5	1,451.3	611.4	896.1	818.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ ENM



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.9	BUY	90,000		
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%
22.11.9	BUY	100,000	-7.42%	5.20%
22.10.11	BUY	115,000	-33.52%	-30.09%
21.10.8	BUY	250,000	-30.51%	-25.64%

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 2023년 11월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2023년 11월 9일 현재 해당회사의 유가증권 을 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 신뢰할 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	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 06일