

# CJ ENM (035760)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

82,000

상향

현재주가

65,300

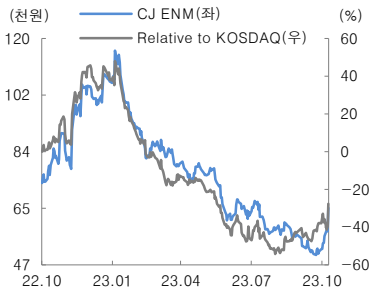
(23.11.08)

미디어업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSDAQ	811.02
시가총액	1,432십억원
시가총액비중	0.36%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	116,100원 / 50,200원
120일 평균거래대금	53억원
외국인지분율	12.99%
주요주주	CJ 외 5 인 42.70%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	23.2	-3.0	-15.1	-15.4
상대수익률	24.0	6.8	-11.8	-25.6



## 모든 것이 좋아지고 있어

- 매출 1.1조원(-6% yoy), OP 74억원(-71% yoy, 흑전 qoq). 서프라이즈
- TV광고 개선, 티빙과 Fifth Season 적자폭 축소로 +378억원 qoq
- 24E OP 1.8천억원, Fifth Season 흑자 및 티빙 성장 등으로 +2.1천억원

### 투자 의견 매수(Buy), 목표주가 82,000원으로 +17% 상향

24~25 EPS 평균 4,290원에 PER 19배 적용

EPS 기준: 24년 흑자 전환 전망하나, 24년 하반기부터 개선폭이 커질 것으로 전망하여 24~25년 EPS 평균 적용. EPS 24E 3,254원, 25E 5,326원

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. 그 동안 실적 부진에 따라 17배(-20% 할인) 적용, 이번 보고서부터 19배(-10% 할인) 적용

### 3Q23 Review: 예상보다 빠른 턴어라운드 달성

매출 1.1조원(-6% yoy, +6% qoq), OP 74억원(-71% yoy, 흑전 qoq)

1Q -503억원, 2Q -304억원, 3Q +74억원, 4Q 496억원 전망

미디어 플랫폼 19억원(+318억원 qoq), 영화/드라마 -204억원(+107억원 qoq), 음악 155억원(+35억원 qoq), 커머스 71억원(-116억원 qoq) 등 +378억원 qoq

티빙 +170억원, Fifth Season +200억원 등 자회사의 실적 개선

TV광고는 -24% yoy로 역성장이지만, 1~2Q -30%에서 개선. 4Q +8% 전망

### TV광고 및 티빙과 Fifth Season의 정상화 과정에 진입

OP 22년 1.4천억원, 23E -237억원, 24E 1.8천억원(흑전, +2.1천억원). 티빙의 BEP 도달 및 Fifth Season의 정상화만으로도 약 2천억원 이익 개선 가능

TV광고: 1Q -30%, 2Q -30%, 3Q -24%, 4Q +8%로 개선 전망. 23E -20%, 24E +23%. 경기 상황 대비 지나치게 위축된 TV광고가 9월 아시안게임 및 추석을 계기로 회복, 풍선효과와 4Q 성수기 진입 영향으로 24년 정상 수준 복귀 전망

티빙: 유료 가입자 23E 400만명, 24E 500만명. 500만명 수준부터는 BEP 가능한 구조. 당사 추정 OP 22년 -1.2천억원, 23E -1.46천억원, 24E -760억원(+700억원), 25E 280억원(흑전, +1천억원)

Fifth Season: 22~23년 연간 10개 수준인 콘텐츠가 24년 20개 이상으로 정상화. 당사 추정 OP 22년 -430억원, 23E -950억원, 24E 350억원(+1.3천억원)

4Q22에 6개 공급하면서 소폭 흑자, 3Q23에 3개 공급하면서 -120억원

보유자산 유동화: 빌리프랩을 하이브에 1.5천억원에 매각, 4Q에 차액 약 1.4천억원 인식 전망. 넷마블 보유 지분 23%도 유동화 가능성 높다고 판단

(단위: 십억원 %)

구분	3Q22	2023	작전추정	잠정치	3Q23			4Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,179	1,049	1,178	1,111	-5.7	5.9	1,110	1,552	6.0	39.7
영업이익	26	-30	-22	7	-71.0	흑전	-16	50	650.0	570.3
순이익	-55	-97	-46	-48	적지	적지	-41	80	흑전	흑전

자료: CJ ENM, FniGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,552	4,792	4,661	5,388	5,745
영업이익	297	137	-24	184	237
세전순이익	296	-328	-139	96	158
총당기순이익	228	-177	-187	75	123
자배자분순이익	193	-120	-134	71	117
EPS	8,822	-5,476	-6,100	3,254	5,326
PER	15.7	NA	NA	17.8	10.9
BPS	172,252	161,984	155,883	159,138	164,464
PBR	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	5.4	-3.3	-3.8	2.1	3.3

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	4,719	5,408	4,661	5,388	-1.2	-0.4
판매비와 관리비	1,758	1,782	1,601	1,709	-8.9	-4.1
영업이익	-70	178	-24	184	적자유지	3.2
영업이익률	-1.5	3.3	-0.5	3.4	적자유지	0.1
영업외손익	-238	58	-115	-87	적자유지	적자조정
세전순이익	-308	236	-139	96	적자유지	-59.2
자배자분순이익	-285	162	-134	71	적자유지	-56.0
순이익률	-7.2	3.2	-4.0	1.4	적자유지	-1.8
EPS(자배자분순이익)	-12,999	7,388	-6,100	3,254	적자유지	-56.0

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

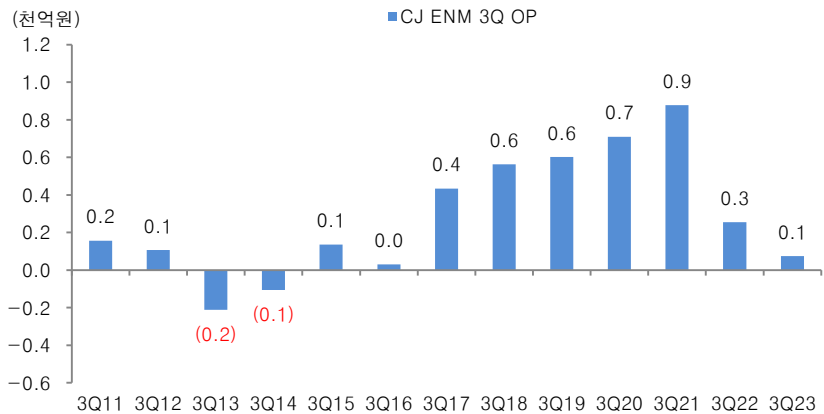
표 1. 실적 추정

(억원 천명, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	22	23	24
매출	9,490	10,489	11,109	15,523	11,108	11,721	13,126	17,922	47,922	46,611	53,878
영업이익	(503)	(304)	74	496	307	400	500	631	1,374	(237)	1,837
미디어 플랫폼	(343)	(299)	19	70	3	36	11	77	78	(553)	127
영화/드라마	(407)	(311)	(204)	(69)	31	32	47	89	71	(991)	198
음악	81	120	155	194	157	179	180	200	558	550	716
커머스	175	187	71	310	126	163	272	275	724	743	835
TV 광고 성장률(yoy)	(29.7)	(30.2)	(24.4)	8.1	18.4	20.5	42.1	15.3	(6.5)	(20.2)	23.2
티빙 가입자	3,160	3,500	3,750	4,000	4,250	4,500	4,750	5,000	3,200	4,000	5,000
티빙 손익	(400)	(480)	(310)	(290)	(200)	(210)	(170)	(180)	(1,190)	(1,470)	(760)
티빙 손익 증감										(280)	700
Fifth Season 콘텐츠 공급									13편	10편	24편
Fifth Season 손익	(400)	(330)	(120)	(100)	50	50	100	150	(430)	(950)	350
Fifth Season 손익 증감										(520)	1,300

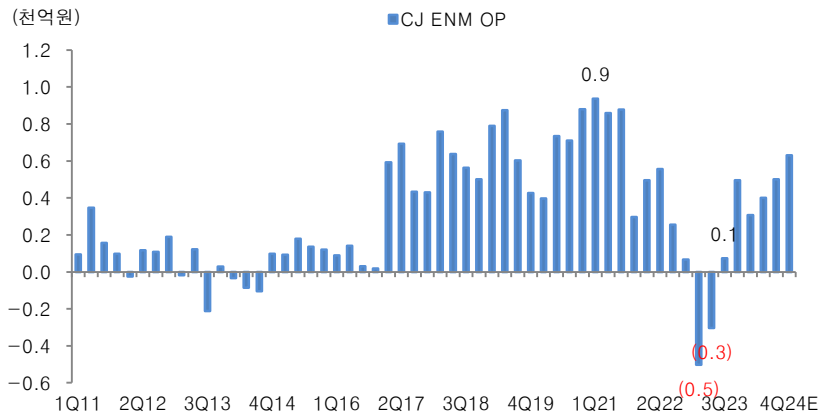
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 1. CJ ENM 3Q OP. 합병 후 가장 낮은 실적. 하지만, 개선 중



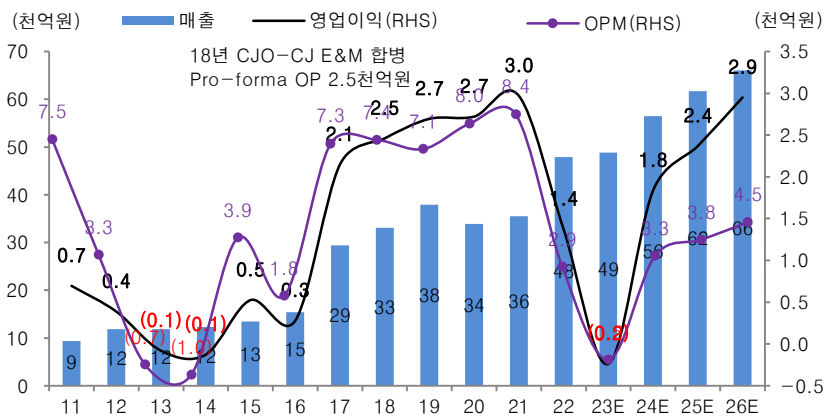
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 2. 1Q23을 저점으로 뚜렷하게 개선되고 있는 실적



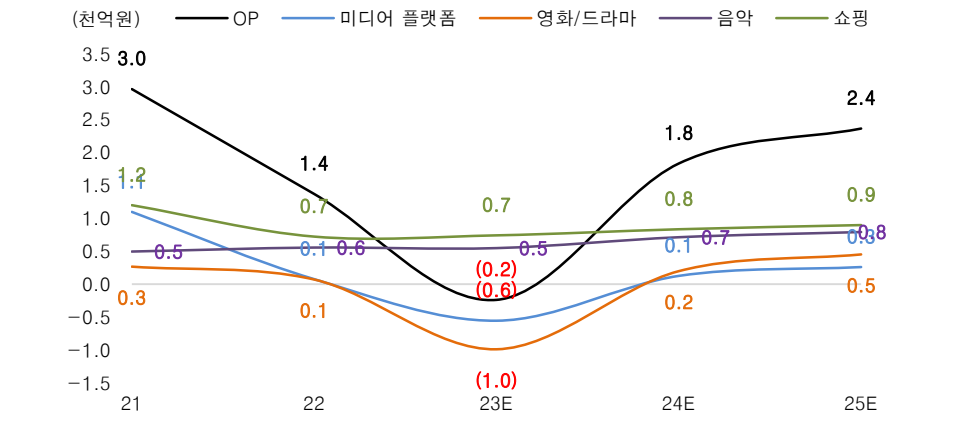
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. tving과 Fifth Season의 실적이 개선되면서 턴어라운드 전망



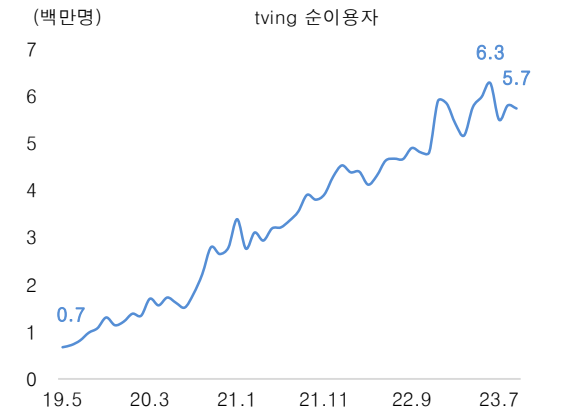
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. tving(미디어 플랫폼)과 Fifth Season(영화/드라마)의 실적 개선



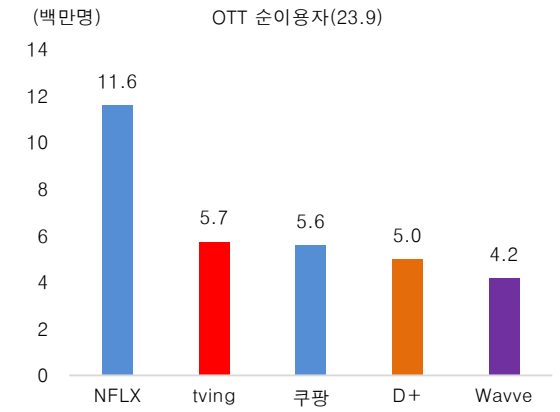
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. tving 순이용자(23.9)



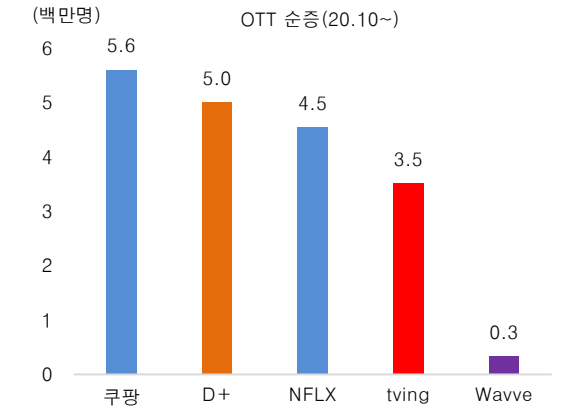
자료: 코리안 클릭, 대신증권 Research Center  
주: 안드로이드, iOS 합산

그림 6. OTT 순이용자(23.9)



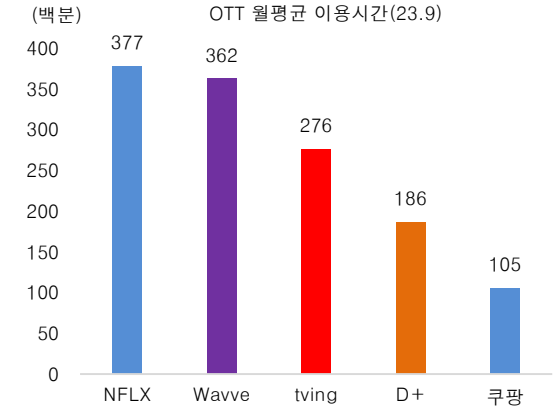
자료: 코리안 클릭, 대신증권 Research Center  
주: 안드로이드, iOS 합산

그림 7. OTT 순증(20.10~23.9)



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

그림 8. OTT 월평균 이용시간(23.9)



자료: 코리안 클릭, 대신증권 Research Center  
주: 안드로이드 기준

# 1. 기업개요

## 기업 및 주요 주주 현황

- 3Q23 매출 11,109억원 OP 74억원 지배순이익 -407억원
- 3Q23 매출 비중 미디어플랫폼 28%, 영화드라마 30%, 음악 15%, 커머스 27%
- 3Q23 기준 주요 주주는 CJ와 5인 42.7%

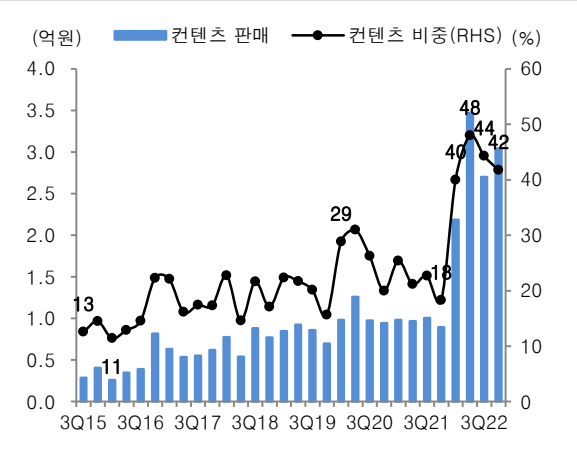
## 주가 변동요인

- 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 넷미블 자본가치 부각에 3조원 수준 기록
- 시장은 방송과 쇼핑의 조합을 경합해보지 못 했기 때문에 방송과 쇼핑 모두 양호한 실적을 달성하면 상승하고, 한 분야라도 부진하면 하락하는 모습 반복 중

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

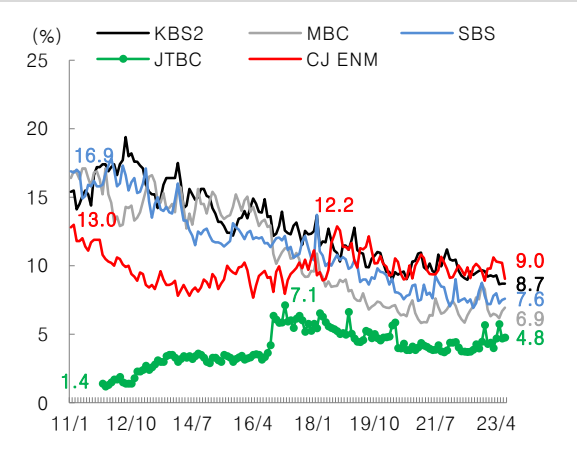
# 2. Earnings Driver

그림 1. 분기별 콘텐츠 판매 및 비중(4Q22)



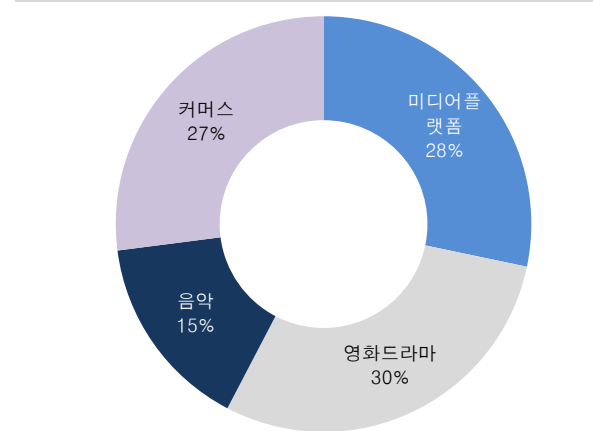
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 3. 방송사 점유율(23.7)



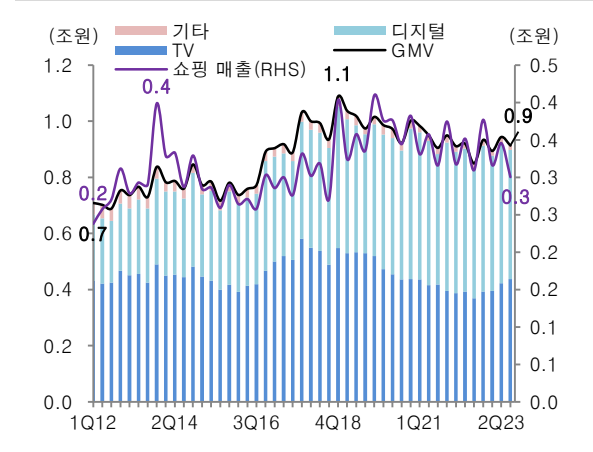
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

매출 비중(3Q23)



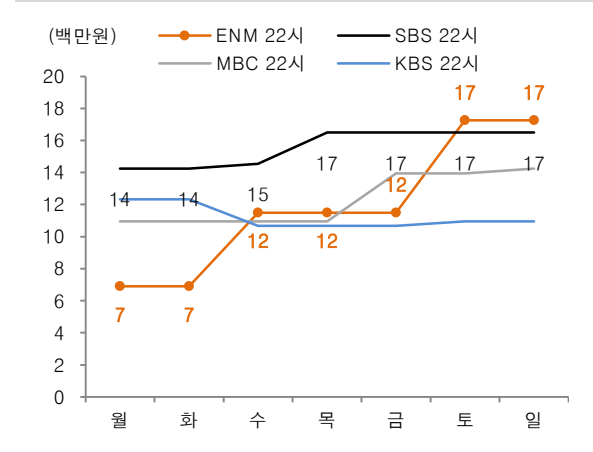
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기별 GMV 및 쇼핑 매출 (3Q23)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 4. 방송사별 22시 평균 광고단가(23.10)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,552	4,792	4,661	5,388	5,745
매출원가	1,918	3,043	3,083	3,495	3,750
매출총이익	1,635	1,749	1,578	1,893	1,995
판매비와관리비	1,338	1,611	1,601	1,709	1,758
영업이익	297	137	-24	184	237
영업외수익	84	29	-0.5	3.4	4.1
EBITDA	813	1,431	1,306	1,444	1,458
영업외손익	-1	-465	-115	-87	-79
관계기업손익	68	-182	-13	21	15
금융수익	51	78	84	95	96
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-50	-145	-190	-142	-138
외환관련손실	18	44	0	0	0
기타	-70	-215	4	-61	-52
법인세비용차감전순이익	296	-328	-139	96	158
법인세비용	-68	151	-48	-21	-35
계속사업순이익	228	-177	-187	75	123
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	228	-177	-187	75	123
당기순이익률	6.4	-3.7	-4.0	1.4	2.1
비자본비용순이익	34	-57	-53	4	6
자본비용순이익	193	-120	-134	71	117
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	150	-75	-75	-75	-75
포괄순이익	378	-252	-262	0	48
비자본비용포괄이익	46	-82	-74	0	2
자본비용포괄이익	331	-170	-188	0	45

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	8,822	-5,476	-6,100	3,254	5,326
PER	15.7	NA	NA	17.8	10.9
BPS	172,252	161,984	155,883	159,138	164,464
PBR	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
EBITDAPS	37,093	65,244	59,539	65,837	66,499
EV/EBITDA	5.1	3.8	3.4	3.2	3.1
SPS	161,994	218,533	212,551	245,687	261,957
PSR	0.9	0.5	0.3	0.3	0.2
CFPS	38,588	67,740	67,869	73,880	75,012
DPS	2,100	0	0	0	1,700

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감	48	349	-27	156	66
영업이익 증/감	9.1	-53.7	작전	흑전	29.0
순이익 증/감	246.7	작전	작지	흑전	63.6
수익성					
ROIC	8.3	2.0	-0.7	3.2	4.0
ROA	4.2	1.5	-0.2	1.8	2.3
ROE	5.4	-3.3	-3.8	2.1	3.3
안정성					
부채비율	88.9	137.8	134.9	135.6	131.8
순차입금비율	15.9	52.5	54.8	55.0	51.7
이자보상비율	13.2	1.5	-0.3	2.0	2.6

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,660	3,108	2,722	2,959	3,117
현금및현금성자산	1,287	1,134	782	828	893
매출채권 및 기타채권	897	1,299	1,267	1,443	1,529
재고자산	85	97	95	109	116
기타유동자산	390	579	579	579	579
비유동자산	5,280	7,224	7,099	7,099	7,107
유형자산	1,112	1,267	1,345	1,428	1,477
관계기업투자금	1,831	1,816	1,812	1,840	1,864
기타비유동자산	2,337	4,141	3,943	3,830	3,767
자산총계	7,941	10,332	9,821	10,058	10,225
유동부채	2,323	4,269	3,921	4,071	4,195
매입채무 및 기타채무	880	1,224	1,215	1,264	1,289
차입금	954	1,985	1,985	1,985	1,985
유동상채무	150	339	0	100	200
기타유동부채	338	722	722	722	722
비유동부채	1,414	1,719	1,719	1,719	1,619
차입금	934	1,103	1,103	1,103	1,003
전환증권	8	11	11	11	11
기타비유동부채	473	605	605	605	605
부채총계	3,737	5,988	5,640	5,790	5,814
자본부분	3,777	3,552	3,418	3,490	3,607
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,538	2,413	2,413	2,413	2,413
이익잉여금	1,334	1,180	1,047	1,118	1,235
기타자본변동	-205	-152	-152	-152	-152
비자본부분	426	792	762	778	804
자본총계	4,203	4,344	4,181	4,268	4,411
순차입금	669	2,280	2,293	2,346	2,281

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	782	1,651	1,827	1,820	1,906
당기순이익	228	-177	-187	75	123
비현금항목의 가감	619	1,662	1,675	1,545	1,522
감가상각비	517	1,293	1,329	1,260	1,222
외환손익	-1	22	0	0	0
자본법정평가손익	-68	182	13	-21	-15
기타	171	165	333	305	316
자산부채의 증감	-32	351	458	292	364
기타현금흐름	-32	-186	-119	-92	-103
투자활동 현금흐름	-727	-3,007	-2,347	-2,402	-2,373
투자자산	-40	-161	5	-29	-23
유형자산	-173	-189	-209	-231	-207
기타	-514	-2,656	-2,142	-2,142	-2,142
재무활동 현금흐름	957	1,203	-163	276	176
단기차입금	519	1,033	0	0	0
사채	424	209	0	0	-100
장기차입금	137	494	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-54	-44	0	0	0
기타	-69	-490	-163	276	276
현금의 증감	1,018	-154	-352	47	65
기초 현금	270	1,287	1,134	782	828
기말 현금	1,287	1,134	782	828	893
NOPLAT	228	74	-32	143	185
FCF	-126	-350	78	162	189

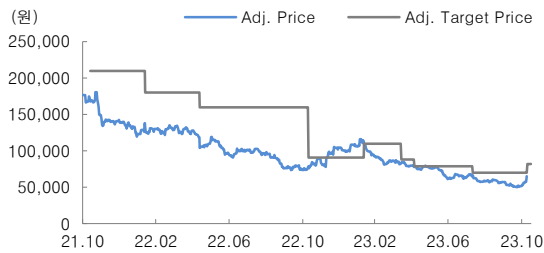
[Compliance Notice]

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



제시일자	23.11.09	23.10.22	23.08.10	23.07.11	23.05.11	23.05.05
투자의견	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	82,000	70,000	70,000	79,000	79,000	79,000
과다율(평균%)		(22.44)	(18.55)	(11.30)	(8.45)	(4.09)
과다율(최대/최소%)		(6.71)	(10.57)	1.01	1.01	(2.66)
제시일자	23.04.13	23.02.10	22.11.09	22.08.05	22.07.15	22.07.07
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	88,000	110,000	91,000	160,000	160,000	160,000
과다율(평균%)	(8.39)	(19.00)	6.08	(41.15)	(35.70)	(35.21)
과다율(최대/최소%)	(3.98)	(26.09)	27.58	(25.69)	(25.69)	(25.69)
제시일자	22.06.02	22.05.12	22.04.14	22.03.22	22.02.10	22.01.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000	160,000	180,000	180,000	180,000	210,000
과다율(평균%)	(34.58)	(32.11)	(29.06)	(28.62)	(29.07)	(32.51)
과다율(최대/최소%)	(25.69)	(25.69)	(25.00)	(25.00)	(26.44)	(14.10)
제시일자	21.11.20	21.11.10				00.06.29
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	210,000	210,000				
과다율(평균%)	(29.90)	(19.14)				
과다율(최대/최소%)	(14.10)	(14.10)				

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231106)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	0.0%

산업 투자의견  
- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상  
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상  
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

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

[ESG 평가 등급체계]

\* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	우수	ESG 시스템이 구축되어 있으며, 관련 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 관련 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	ESG 시스템이 부분적으로 구축되어 있어, 일정 수준의 ESG 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	ESG 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 관련 내용의 정보공개가 필요함. ESG 리스크 관리 수준이 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

CJ ENM

통합 ESG 등급

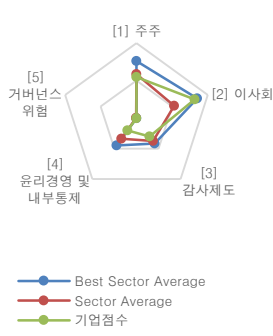
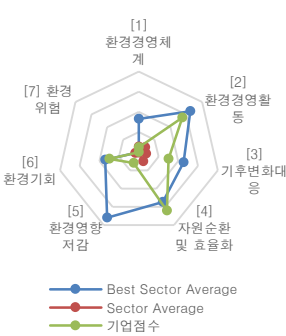
직전 대비 변동

최근 2평가 기간

<b>B+</b>	전체순위	273	E 점수	5.73	<div>(최근 2평가 기간)</div> <div><div>B+</div><div>B+</div></div> <div>2022.상2023-1차</div>
	산업순위	4/34	S 점수	-1.51	
			G 점수	4.83	

영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영체계	■	인권경영과 다양성	■■	주주	■■■
환경경영활동	■■■	제품 및 서비스 책임	■■■■■	이사회	■■■■■
기후변화대응	■■	공정거래 및 공급망 관리	■■■	감사제도	■■
자원순환 및 효율화	■■■	인적자본 및 근무환경	■■■	윤리경영 및 내부통제	■■■
환경영향 저감	■	산업안전과 보건	■	거버넌스 위험	■■■■■
환경기회	■■■■■	지역사회 관계	■■■■■		
환경 위험	■■■■■	정보보호	■■		
		사회 위험	■■■■■		



\* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

\* 환경/사회/거버넌스 위험은 0에 가까울수록 리스크가 낮음

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제사자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합하지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 대산경제연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.