

# CJ ENM

## 035760

Feb 08, 2024

Buy

유지

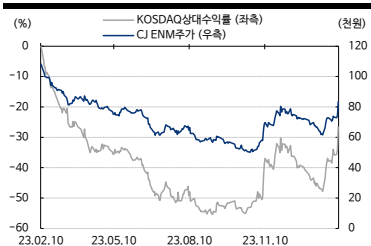
TP 115,000 원

상향

## Company Data

현재가(02/07)	83,400 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	114,700 원
52 주 최저가(보통주)	50,200 원
KOSPI (02/07)	2,609.58p
KOSDAQ (02/07)	811.92p
자본금	1,106 억원
시가총액	18,289 억원
발행주식수(보통주)	2,193 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	11.4 만주
평균거래대금(60 일)	83 억원
외국인자분(보통주)	13.39%
주요주주	
CJ 외 5인	42.70%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.2	25.4	-25.3
상대주가	31.1	38.7	-28.9



엔터/미디어 박성국

3771-9303, guuuuuk@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## 글로벌 OTT의 성공 방식을 따른다

## 4Q23 Review: OP 587억원으로 어닝 서프라이즈

CJ ENM 4Q23 매출 1조 2,595억원(YoY -12.0%), OP 587억원(YoY 흑전)으로 컨센서스(OP 291억원) 크게 상회. 호실적 주 요인은 1)오리지널 작품 판매로 티빙 손익개선, 2)시즌제 텐트폴 작품 판매로 피프스시즌 손익 개선, 3)연간 손익 부진으로 인한 인건비 감소.

주요 부문 손익은 [미디어플랫폼] TV광고 YoY -27.8%으로 전분기 대비 역성장폭 확대됐으나, 오리지널 작품 2개가 외부향으로 판매되며 티빙(OP -228억원) 손익 개선. OP 23억원(흑전) [영화드라마] 스튜디오드래곤(OP -38억원) 부진했으나, <Severance S2> 등 시즌제 텐트폴 작품 딜리버리 증가로 피프스시즌(OP 194억원)이 흑전하며, OP -53억원(적전). [음악] ZB1 미니앨범 182만장과 JO1/INI 아레나 투어 등 반영되어 OP 354억원(+6,154%). [커머스] 법인세 경정청구 일회성 비용 약 160억원 반영되어 OP 260억원(-24.1%).

영업외에서는 피프스시즌 영업권 재평가에 따른 손상차손 약 950억원 반영.

## 글로벌 OTT의 성공 방식을 따라가는 티빙

23년 넷플릭스·디즈니플러스 비롯한 글로벌 OTT들은 1)광고형 요금제(AVOD) 도입, 2)무광고 요금제 가격 인상, 3)계정공유 단속으로 예상 밖의 신규 구독자 수 증가와 동시에 수익성 개선에 성공. 티빙도 이러한 성공 방식을 따라가는 중. 12월 신규 구독자 대상으로 가격 인상 단행했으며, 3월 광고형 요금제 도입 및 기존 구독자 대상 가격 인상 예정. 24년 티빙 OP -493억원으로 23년 -1,419억원 대비 크게 개선될 것으로 예상.

## 투자의견 Buy 유지, 목표주가 115,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지하고, 목표주가 115,000원(+21.1%)으로 상향, 차선호주 유지. 목표주가는 SOTP로 산정. 부문별 가치는 미디어플랫폼 부문은 24년 예상 NOPAT에 OTT/제작사 평균 12MF PER 적용, 방송드라마 부문은 스튜디오드래곤 시가총액(1.7조원)과 피프스시즌 평가 가치에 50% 할인 적용. 음악 부문은 엔터 3사 평균 12MF PER 적용.

## Forecast earnings &amp; Valuation

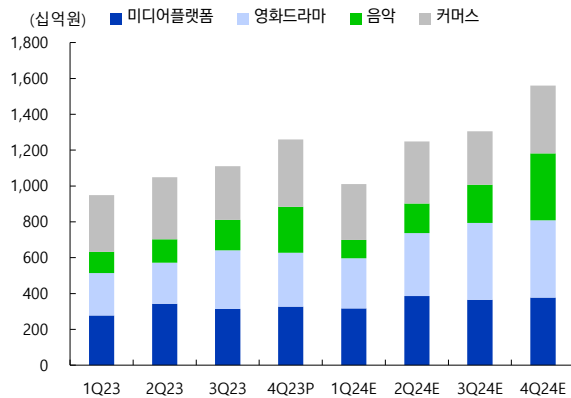
12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	3,552	4,792	4,368	5,124	5,624
YoY(%)	4.8	34.9	-8.8	17.3	9.7
영업이익(십억원)	297	137	-15	245	315
OP 마진(%)	8.4	2.9	-0.3	4.8	5.6
순이익(십억원)	228	-177	-385	107	168
EPS(원)	8,822	-5,476	-13,641	3,417	6,755
YoY(%)	239.8	적전	적지	흑전	97.7
PER(배)	15.7	-19.1	-5.3	24.4	12.3
PCR(배)	3.7	1.5	1.4	1.1	1.0
PBR(배)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	5.1	3.7	3.8	2.9	2.2
ROE(%)	5.4	-3.3	-8.8	2.3	4.4

[도표 1] CJ ENM 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023P	2024E
<b>매출액</b>	<b>949</b>	<b>1,049</b>	<b>1,111</b>	<b>1,260</b>	<b>1,011</b>	<b>1,248</b>	<b>1,305</b>	<b>1,560</b>	<b>3,552</b>	<b>4,792</b>	<b>4,368</b>	<b>5,124</b>
미디어플랫폼	278	343	314	327	316	387	365	377	1,391	1,428	1,262	1,444
영화드라마	236	230	326	300	280	351	430	432	395	1,424	1,092	1,493
음악	119	131	170	257	103	165	213	373	388	585	676	853
커머스	316	346	300	376	313	346	298	378	1,379	1,355	1,338	1,335
<b>영업이익</b>	<b>-50</b>	<b>-30</b>	<b>7</b>	<b>59</b>	<b>12</b>	<b>48</b>	<b>83</b>	<b>102</b>	<b>297</b>	<b>137</b>	<b>-15</b>	<b>245</b>
미디어플랫폼	-34	-30	2	2	-4	6	26	32	110	8	-60	60
영화드라마	-41	-31	-20	-5	-13	-1	11	-6	27	7	-97	-9
음악	8	12	15	35	9	23	34	45	50	56	71	111
커머스	18	19	7	26	19	18	11	30	120	72	69	79
<b>순이익</b>	<b>-89</b>	<b>-123</b>	<b>-52</b>	<b>-135</b>	<b>-79</b>	<b>-26</b>	<b>14</b>	<b>32</b>	<b>228</b>	<b>-177</b>	<b>-400</b>	<b>107</b>
<b>매출액 YoY</b>	<b>-0.9</b>	<b>-12.0</b>	<b>-5.7</b>	<b>-14.0</b>	<b>6.6</b>	<b>19.0</b>	<b>17.4</b>	<b>23.9</b>	<b>4.8</b>	<b>34.9</b>	<b>-8.8</b>	<b>17.3</b>
미디어플랫폼 YoY	-16.6	-11.6	-8.3	-10.2	13.9	12.8	16.0	15.2	N.A.	2.7	-11.6	14.4
영화드라마 YoY	9.2	-32.2	-8.7	-41.4	18.5	52.7	31.7	44.1	N.A.	260.2	-23.3	36.7
음악 YoY	31.2	14.2	0.5	21.8	-13.8	25.9	25.0	45.4	N.A.	50.9	15.6	26.1
커머스 YoY	-0.4	-1.7	-2.9	-0.3	-1.1	0.2	-0.8	0.6	N.A.	-1.7	-1.3	-0.2
<b>영업이익 YoY</b>	<b>적전</b>	<b>적전</b>	<b>-71.0</b>	<b>787.3</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>1,015.4</b>	<b>73.5</b>	<b>N.A.</b>	<b>-53.7</b>	<b>적전</b>	<b>흑전</b>
미디어플랫폼 YoY	적전	적전	흑전	흑전	적지	흑전	1,266.8	1,298.4	N.A.	-92.9	적전	흑전
영화드라마 YoY	적지	적전	적지	적전	적지	적지	흑전	적지	N.A.	-73.5	적전	적지
음악 YoY	-43.2	-1.1	-46.3	6,154.6	12.0	91.7	120.0	26.6	N.A.	12.3	27.3	56.4
커머스 YoY	35.8	-4.2	22.9	-24.1	8.8	-1.8	58.1	16.9	N.A.	-39.7	-4.3	14.0
<b>OPM</b>	<b>-5.3</b>	<b>-2.9</b>	<b>0.7</b>	<b>4.7</b>	<b>1.2</b>	<b>3.9</b>	<b>6.3</b>	<b>6.5</b>	<b>8.4</b>	<b>2.9</b>	<b>-0.3</b>	<b>4.8</b>
미디어플랫폼 OPM	-12.3	-8.7	0.6	0.7	-1.2	1.7	7.1	8.5	7.9	0.5	-4.7	4.2
영화드라마 OPM	-17.2	-13.6	-6.2	-1.8	-4.7	-0.2	2.5	-1.4	6.7	0.5	-8.9	-0.6
음악 OPM	6.8	9.2	9.1	13.8	8.8	14.0	16.0	12.0	12.8	9.5	10.5	13.0
커머스 OPM	5.5	5.4	2.4	6.9	6.1	5.3	3.7	8.0	8.7	5.3	5.2	5.9
<b>NPM</b>	<b>-9.4</b>	<b>-11.7</b>	<b>-4.7</b>	<b>-10.7</b>	<b>-7.8</b>	<b>-2.1</b>	<b>1.1</b>	<b>2.0</b>	<b>6.4</b>	<b>-3.7</b>	<b>-9.1</b>	<b>2.1</b>

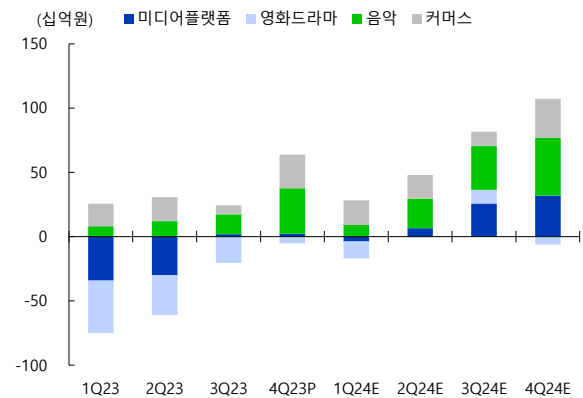
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] CJ ENM 실적 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] CJ ENM 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] CJ ENM 목표주가 산출

구분	단위	24E NOPAT	배수	가치	비고
(1) 영업가치	십억원			3,540	
미디어플랫폼		45	18.1	820	글로벌 OTT/방송사 평균
영화드라마				1,039	(스튜디오드래곤 시가총액 + 피프스시즌 평가금액) 50% 할인
음악		83	14.7	1,222	엔터 3사 평균 12MF PER 적용
커머스		59	7.8	459	현대홈쇼핑 19년 12MF PER 적용
(2) 지분가치	십억원			837	
넷마블				837	지분율 22.85%에 30% 할인적용
(3) 순차입금	십억원			2,000	
(4) 적정 시가총액	십억원			2,378	= (1) + (2) - (3)
(5) 유통주식수	천주			20,730	
(5) 적정주가	원			114,703	= (4) / (5)
(6) 목표주가	원			115,000	백단위 반올림
(9) 현재주가 (2/7)	원			83,400	
(10) 상승여력	%			37.9	

자료: 교보증권 리서치센터

## [CJ ENM 035760]

## 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,552	4,792	4,368	5,124	5,624
매출원가	1,918	3,043	2,851	3,306	3,603
매출총이익	1,635	1,749	1,517	1,818	2,021
매출총이익률 (%)	46.0	36.5	34.7	35.5	35.9
판매비와관리비	1,338	1,611	1,532	1,573	1,706
영업이익	297	137	-15	245	315
영업이익률 (%)	8.4	2.9	-0.3	4.8	5.6
EBITDA	813	1,431	1,195	1,504	1,628
EBITDA Margin (%)	22.9	29.9	27.4	29.4	28.9
영업외손익	-1	-465	-311	-102	-91
관계기업손익	68	-182	-62	6	18
금융수익	51	78	72	44	44
금융비용	-50	-145	-239	-152	-152
기타	-70	-215	-82	0	0
법인세비용차감전순이익	296	-328	-326	143	224
법인세비용	68	-151	59	36	56
계속사업순이익	228	-177	-385	107	168
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	228	-177	-385	107	168
당기순이익률 (%)	6.4	-3.7	-8.8	2.1	3.0
비지배지분순이익	34	-57	-86	32	20
지배지분순이익	193	-120	-299	75	148
지배순이익률 (%)	5.4	-2.5	-6.8	1.5	2.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	150	-75	111	111	111
포괄순이익	378	-252	-274	218	279
비지배지분포괄이익	46	-82	-89	71	91
지배지분포괄이익	331	-170	-185	147	188

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	782	1,651	1,512	2,042	2,295
당기순이익	228	-177	-385	107	168
비현금항목의 가감	619	1,662	1,541	1,499	1,562
감가상각비	64	74	65	57	50
외환손익	-1	22	0	0	0
자본법평가손익	-68	182	62	-6	-18
기타	623	1,384	1,415	1,448	1,529
자산부채의 증감	-32	351	413	469	618
기타현금흐름	-32	-186	-56	-33	-53
투자활동 현금흐름	-727	-3,007	-861	-1,662	-1,662
투자자산	-40	-161	800	0	0
유형자산	-174	-199	0	0	0
기타	-513	-2,646	-1,661	-1,662	-1,662
재무활동 현금흐름	957	1,203	-507	19	95
단기차입금	519	1,033	-600	-100	-50
사채	424	209	0	0	0
장기차입금	137	494	-100	-75	-50
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-54	-44	0	0	0
기타	-69	-490	193	194	195
현금의 증감	1,018	-154	-589	311	682
기초 현금	270	1,287	1,134	545	856
기말 현금	1,287	1,134	545	856	1,538
NOPLAT	228	74	-17	184	236
FCF	540	1,519	1,605	1,912	2,167

자료: CJ ENM, 교보증권 리서치센터

## 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,660	3,108	2,532	2,882	3,438
현금및현금성자산	1,287	1,134	545	856	1,538
매출채권 및 기타채권	897	1,299	1,308	1,318	1,168
재고자산	85	97	89	104	114
기타유동자산	390	579	591	604	618
비유동자산	5,280	7,224	6,670	6,367	6,022
유형자산	1,112	1,267	1,202	1,145	1,094
관계기업투자금	1,831	1,816	955	961	979
기타금융자산	659	565	565	565	565
기타비유동자산	1,678	3,576	3,949	3,697	3,385
자산총계	7,941	10,332	9,203	9,250	9,461
유동부채	2,323	4,269	3,571	3,560	3,591
매입채무 및 기타채무	880	1,224	1,195	1,247	1,281
차입금	954	1,985	1,385	1,285	1,235
유동성채무	150	339	356	374	392
기타유동부채	338	722	635	655	683
비유동부채	1,414	1,719	1,653	1,619	1,619
차입금	263	406	306	231	181
사채	678	708	708	708	708
기타비유동부채	473	605	639	680	730
부채총계	3,737	5,988	5,224	5,179	5,209
지배지분	3,777	3,552	3,253	3,328	3,476
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,538	2,413	2,413	2,413	2,413
이익잉여금	1,334	1,180	881	956	1,104
기타자본변동	-341	-341	-341	-341	-341
비지배지분	426	792	725	742	775
자본총계	4,203	4,344	3,978	4,070	4,251
총차입금	2,150	3,609	2,961	2,845	2,813

## 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	8,822	-5,476	-13,641	3,417	6,755
PER	15.7	-19.1	-5.3	24.4	12.3
BPS	172,252	161,984	148,343	151,760	158,514
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	37,093	65,244	54,499	68,593	74,235
EV/EBITDA	5.1	3.7	3.8	2.9	2.2
SPS	161,994	218,533	199,203	233,683	256,463
PSR	0.9	0.5	0.4	0.4	0.3
CFPS	24,602	69,287	73,193	87,197	98,828
DPS	2,100	0	0	0	0

## 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	4.8	34.9	-8.8	17.3	9.7
영업이익 증가율	9.1	-53.7	적전	흑전	28.7
순이익 증가율	246.7	적전	적지	흑전	57.3
수익성					
ROIC	10.3	2.4	-0.4	4.3	6.1
ROA	2.7	-1.3	-3.1	0.8	1.6
ROE	5.4	-3.3	-8.8	2.3	4.4
안정성					
부채비율	88.9	137.8	131.3	127.3	122.5
순차입금비율	27.1	34.9	32.2	30.8	29.7
이자보상배율	13.2	1.5	0.0	0.0	0.0

## CJ ENM 최근 2년간 목표주가 변동추이



## 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023-04-17	Buy	118,000	(32.13)	(28.64)					
2023-05-08	Buy	118,000	(37.67)	(28.64)					
2023-07-17	Buy	95,000	(31.42)	(28.84)					
2023-08-11	Buy	95,000	(38.37)	(28.84)					
2023-11-01	Buy	85,000	(31.36)	(23.18)					
2023-11-09	Buy	95,000	(23.36)	(15.37)					
2024-01-11	Buy	95,000	(24.45)	(12.21)					
2024-02-08	Buy	115,000							

자료: 교보증권 리서치센터

## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사항목 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2%	3.6%	2.2%	0.0%

## [업종 투자의견]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

## [기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하