

CJ ENM (035760)

본 게임은 올해부터

2023년 Review: 매출액 -8.8% yoy, 영업이익 적자전환 yoy

2023년 연결 기준 매출액은 4조 3,684억원(-8.8% yoy), 영업이익은 -146억원(적자전환 yoy)으로 시장 컨센서스(매출액: 4조 3,944억원, 영업이익 -439억원) 대비 매출액은 하회, 영업이익은 상회하였다.

음악 부문을 제외한 전 사업부에서 외형 축소를 기록하였으며, 특히 TV광고 역성장과 티빙 적자 확대 그리고 美 피프스 시즌의 실적 악화가 두드러졌다. 다만, 2개 분기(3Q~4Q23) 연속 흑자 전환에 성공한 점은 매우 긍정적인 부분이라 판단된다.

2024년 Preview: 매출액 +12.9% yoy, 영업이익 흑자전환 yoy

2024년 연결 기준 매출액은 4조 9,312억원(+12.9% yoy), 영업이익은 1,947억원(흑자전환 yoy)을 전망한다. 실적 개선 포인트는 1) 美작가&배우 파업 종료에 따른 피프스 시즌 영업환경이 정상화된다. 연간 25작품 이상 딜리버리 예정돼 관련 매출액은 전년대비 +88.4% 크게 증가할 전망이며, 큰 폭의 영업적자 축소가 예상된다. 2) 티빙 광고 모델 서비스 런칭에 따른 신규 가입자 유입 가파를 전망이며, KBO 팬덤 역시 추가적으로 유입될 공산이 크다. 하반기 BEP 수준 도달, 내년 큰 폭의 영업 레버리지 효과가 전망된다. 3) 음악 부문의 경우 올해부터 프로젝트성 팀 런칭이 아닌 롱-텀 계약에 기반한 신규 아티스트 IP가 2팀 데뷔 예정이다. 日걸그룹 'ME:I', 'I-Land2' 모두 2Q24부터 본격 가동된다.

투자의견 매수, 목표주가 110,000원

투자의견 매수, 목표주가 110,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 밸류에이션을 활용하여 산출하였다. 사업부별 적용 멀티플은 미디어/콘텐츠 25.7배, 음반/음원 20.6배, 커머스 6.6배를 선정하였고, 보유 지분 가치(상장사)는 각각 30% 할인하여 산출하였다. 녹록치 않은 업황에도 불구하고 올해와 내년 가파른 실적 개선세를 보일 것이라 판단됨에 따라 업종 내 최선호주로 투자의견 매수 제시한다.



이환욱 미디어/엔터
hwanwook.lee@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **110,000원 (I)**

현재주가 (3/28) **78,300원**

상승여력 **40%**

시가총액	17,171억원
총발행주식수	21,929,154주
60일 평균 거래대금	90억원
60일 평균 거래량	117,167주
52주 고/저	87,300원 / 50,200원
외인자분율	14.62%
배당수익률	0.00%
주요주주	CJ 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.2)	8.4	(8.4)
상대	(7.3)	3.3	(16.1)
절대 (달러환산)	(3.2)	3.8	(11.6)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,084	14.2	-13.9	1,058	2.4
영업이익	-5	적지	적전	22	-122.7
세전계속사업이익	-39	적지	적지	-27	-48.1
지배순이익	-39	적지	적지	-8	-366.7
영업이익률 (%)	-0.5	적지	적전	2.1	-2.6 %pt
지배순이익률 (%)	-3.6	적지	적지	-0.8	-2.8 %pt

자료: 유안타증권

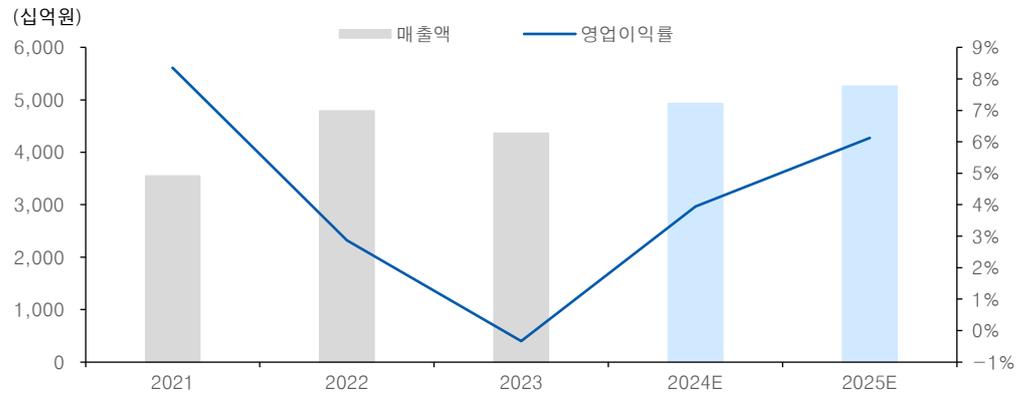
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	4,792	4,368	4,931	5,263
영업이익	137	-15	195	324
지배순이익	-120	-316	48	148
PER	-19.3	-5.2	36.1	11.6
PBR	0.6	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.8	4.9	4.1	4.0
ROE	-3.3	-9.3	1.6	5.3

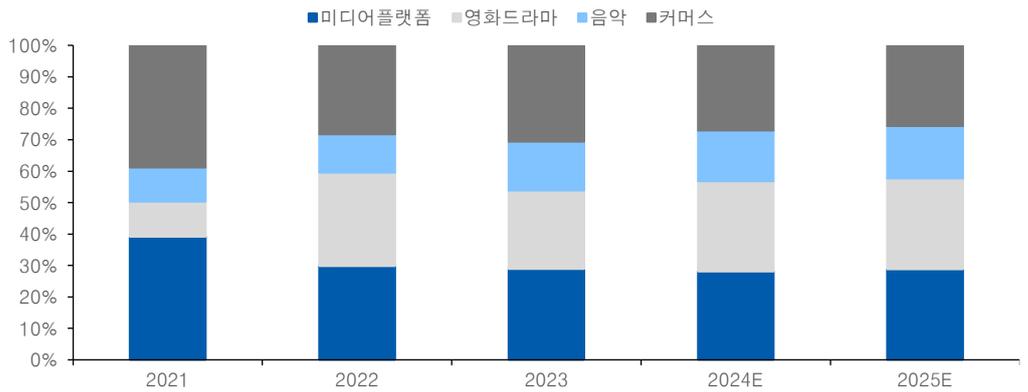
자료: 유안타증권

연도별 매출액 & 영업이익률 추이 및 전망



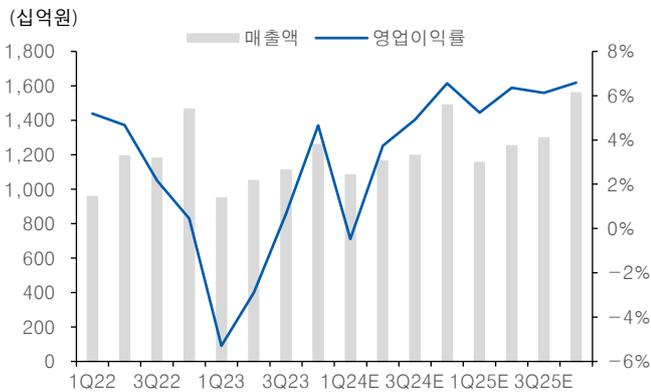
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

연도별 주요 사업부별 매출액 비중 추이 및 전망



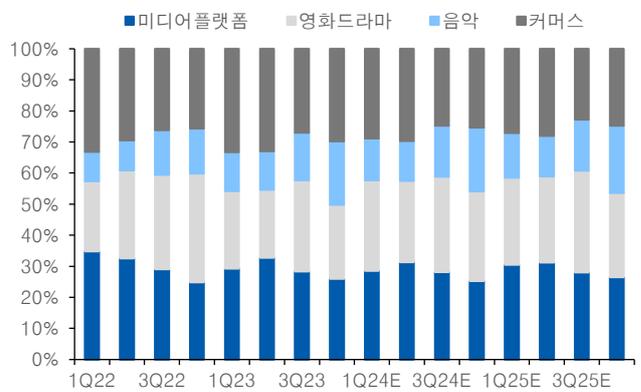
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

분기별 매출액 & 영업이익률 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

분기별 주요 사업부별 매출액 비중 추이 및 전망



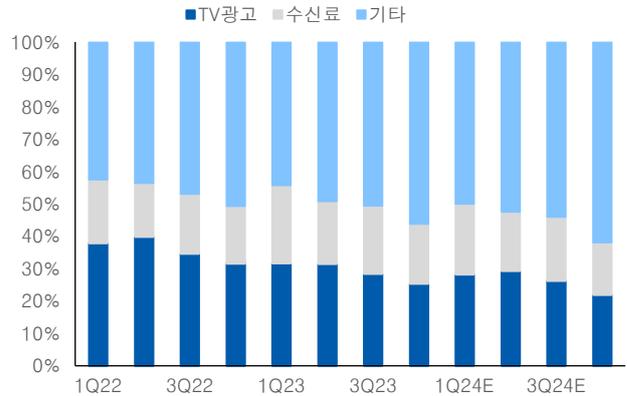
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

미디어플랫폼 매출액 & 영업이익률 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

미디어플랫폼 내 부문별 매출 비중 추이



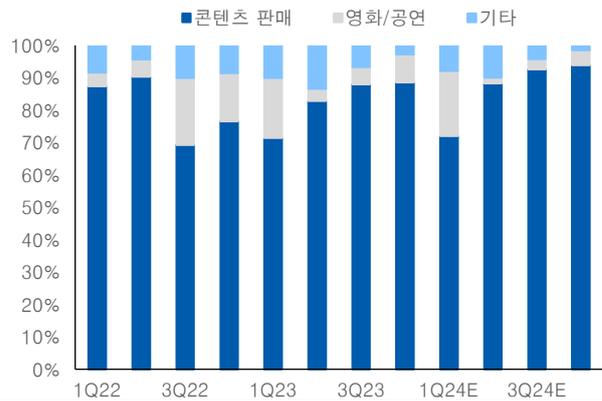
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

영화/드라마 매출액 & 영업이익률 추이 및 전망



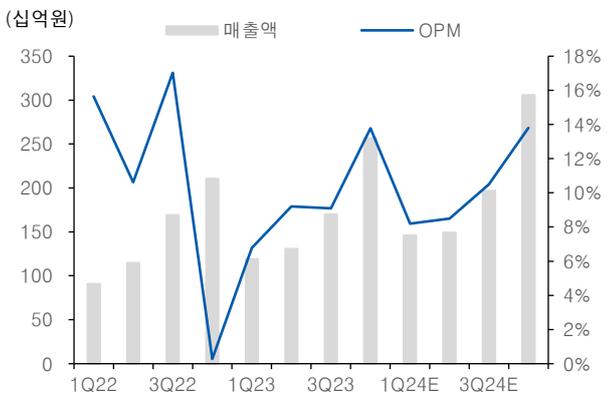
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

영화/드라마 내 부문별 매출 비중 추이



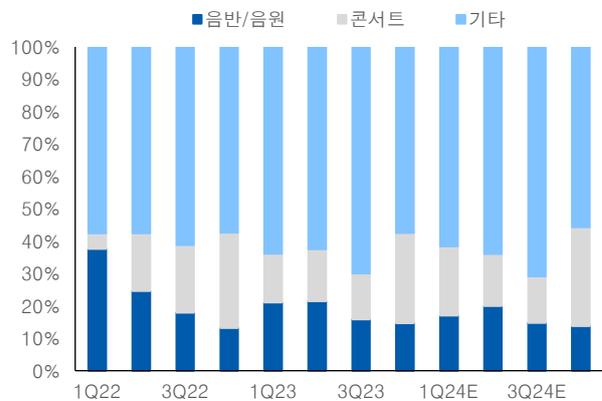
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

음악 매출액 & 영업이익률 추이 및 전망



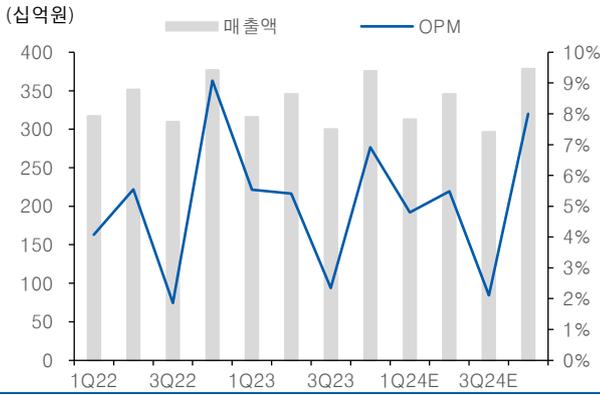
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

음악 내 부문별 매출 비중 추이



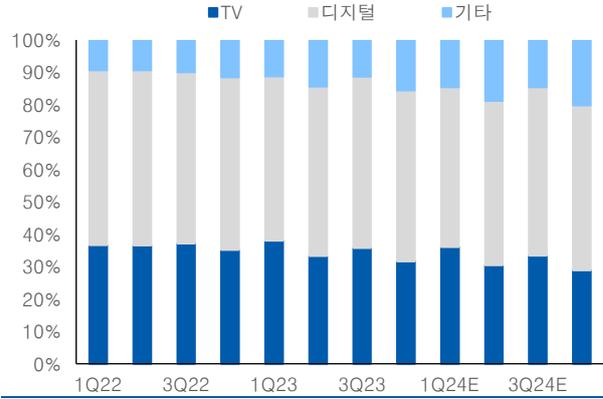
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

커머스 매출액 & 영업이익률 추이 및 전망



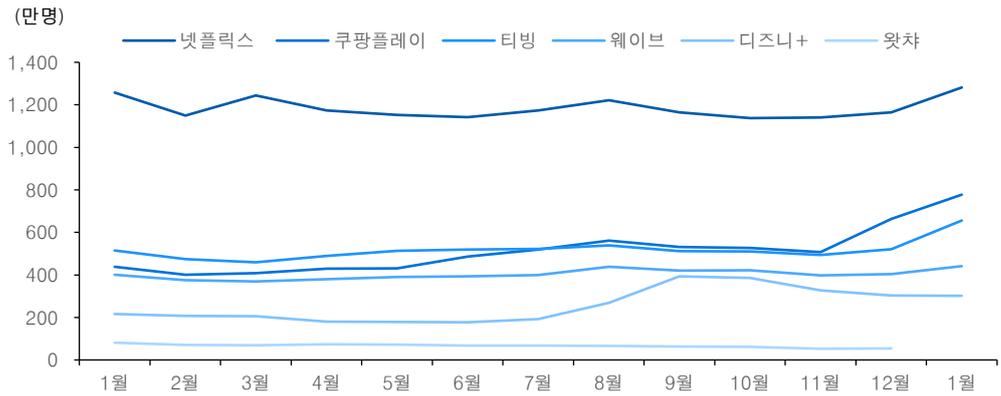
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

커머스 내 부문별 매출 비중 추이



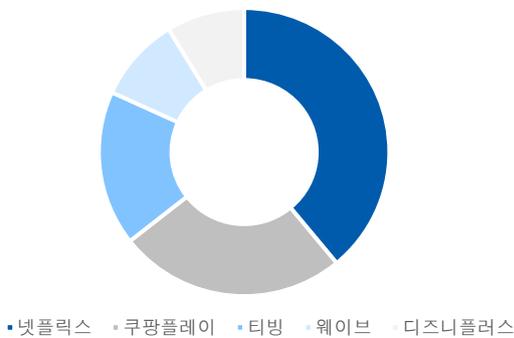
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

국내 주요 OTT 월 평균 사용자 수(MAU) 추이(2023.01~2024.01)



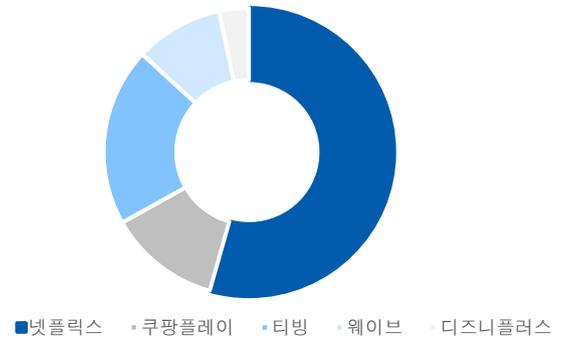
자료: 모바일인덱스, 유안타증권 리서치센터

2024년 1월 기준 국내 OTT 사용자 점유율 현황



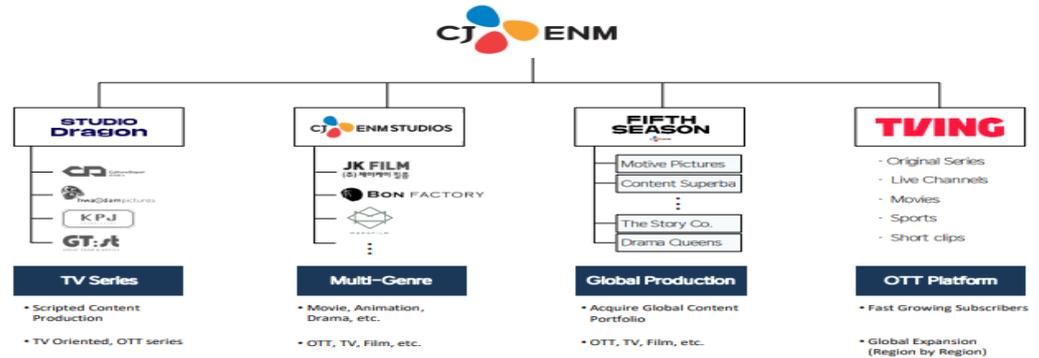
자료: 와이즈앱, 유안타증권 리서치센터

2024년 1월 기준 국내 OTT 사용 시간 점유율 현황



자료: 와이즈앱, 유안타증권 리서치센터

CJ ENM 멀티 스튜디오 현황



자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

2024년 콘텐츠 라인업

tvN	TVING	Music	FIFTH SEASON	Film & Musical
"S급 크리에이터 기획 강화"	"오리지널 엔터테인먼트 성과 지속"	"글로벌 휴먼IP 확대"	"프리미엄 시리즈 제작 강화"	"웹메이드 중심 라인업 집중"
<ul style="list-style-type: none"> 〈눈물의 여왕〉 〈정년이〉 〈내 남편과 결혼해줘〉 〈아파트404〉 〈텐트 밖은 유럽 남프랑스편〉 	<ul style="list-style-type: none"> 〈완송연애 3〉 〈여고추리반 3〉 〈우씨왕후〉 〈종거나 나쁜 동재〉 〈크라임씬 리턴즈〉 	<ul style="list-style-type: none"> 〈ZEROBASEONE〉 〈ME:I〉 〈J.O.1〉 〈INI〉 〈I-LAND 2 : N/A〉 	<ul style="list-style-type: none"> 〈Severance S2〉 〈Tokyo Vice S2〉 〈Strife S2〉 〈Nonnas〉 〈La Cocina〉 	<ul style="list-style-type: none"> 〈페스트 라이브즈〉 〈도그데이즈〉 〈강키부츠〉 〈광화문연가〉 〈베르테르〉

자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

2024년 콘텐츠 라인업

No.1 K-Content OTT Platform

TVING is the **top OTT streaming service** in Korea, operating original series and licensed content.

TVING

- Spun off in 2020
- Merged with KT Sezn in 2022
- Reached 4 Million subscribers in Jan. 2024

2024 Business Outlook

Aiming to reach 10mn Monthly Active Users	Introducing of a AVOD plan at a lower price
--	--

Key Original Line-ups

- Queen Woo
- A Pyramid Game
- Dongjae, The Good or The Bastard
- Exchange 3
- Highschool Mystery Club3
- Crime Scene Returns

2024 Key Business Strategy

1. Content Strategy

- Fortify original & exclusive content across all genres : Drama series, variety, music show, film, documentary, etc.
- Enhance licensed content library : TV Live-stream, news, sports, concert, kids, animation, etc.

2. New Advertising Business

- Boost monthly active users to scale ads business : Launching low-priced ad plan, access to 29 live channels, etc.
- Offer advanced targeting and measurement : Competitive digital advertising tool to attract more advertisers

자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

2024년 콘텐츠 라인업

Global Premium Film and TV Studio

FIFTH SEASON* is the one of the largest production company in the U.S. specializing in content planning, investment, production and distribution.

FIFTH SEASON

Greatest Hits

* Previously known as Endeavor Content

Recent Awards and Recognition

- 27 Emmy Nominations**
: <Severance>, <Pachinko>, <Killing Eve> and etc.
- 4 Sundance Nominations**
: <Eileen>, <Flora and Son>, <Going Varsity in Mariachi>, <Aum>
- Other Awards**
: SAG (Screen Actors Guild) Awards 2 nominations
: DGA (Directors Guild of America) Awards 3 nominations
: WGA (Writers Guild of America) Awards 3 nominations

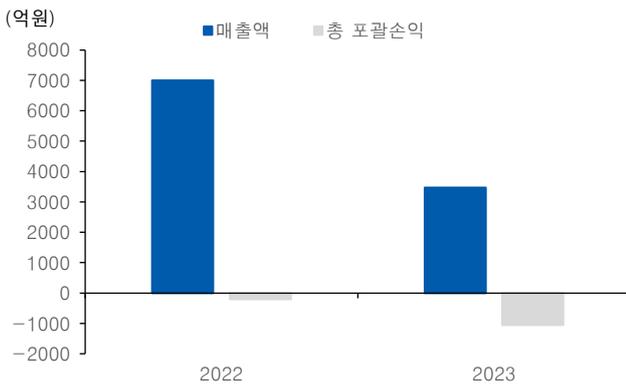
2024 Major Line-ups

TV	Severance S2 Nine Perfect Strangers S2	Tokyo Vice S2 Strife S2
Film	Nonnas Family La Cocina	
Documentary	Pandemonium The Bitter Pill Rodney 101	

and 300+ projects are under development

자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

CJ ENM 피프스 시즌, LLC 실적 추이



자료: 와이즈앱, 유안타증권 리서치센터

티빙 요금제 현황

구분	광고형 스탠드	베이직	스탠드	프리미엄
월 구독료	5,500원	9,500원	13,500원	17,000원
동시 시청	2대	1대	2대	4대
프로필	4개	4개	4개	4개
최대 화질	1080p	720p	1080p	1080p (4K 선택)
지원 기기	PC / 모바일 / 태블릿 / TV 앱			
타입머신	✓	✓	✓	✓
릭 VOD	✓	✓	✓	✓
서비스 가능	다운로드	15회	200회	300회
	크롬캐스트	×	✓	✓
	PIP 시청	×	✓	✓
콘텐츠	(일부 콘텐츠 제외)			

자료: 티빙, 유안타증권 리서치센터

음악 보유 Value chain 현황



자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

CJ ENM 목표주가 산정 내역

(단위: 십억원, 원)

	25년 영업이익	세후 영업이익	적용 멀티플		비고
미디어/콘텐츠	55.7	43.9	25.7	1,129	글로벌 Peer(넷플릭스, 컴캐스트 etc) 평균 멀티플, 스튜디오드래곤 제외
음반/음원	107.0	84.3	20.6	1,736	국내 엔서 4사 평균 멀티플
커머스	70.7	55.7	6.6	370	국내 온라인 커머스 평균 멀티플 * 20% 할인
영업가치				3,235	
지분가치				1,423	스튜디오드래곤(54.5%), 넷마블(21.8%), 네이버(0.3%) 각각 30% 할인
순차입금				2,158	
기업가치				2,500	
주식수준				21,929,000	
주당 적정가치				113,999	
목표주가				110,000	
현재주가				78,300	
상승여력				40%	

자료: 유안타증권 리서치센터

CJ ENM 추정 손익계산서

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	949	1,049	1,111	1,260	1,084	1,164	1,195	1,488	4,792	4,368	4,931
yoy	-1%	-12%	-6%	-14%	14%	11%	8%	18%	35%	-9%	13%
미디어플랫폼	278	343	314	327	309	365	336	375	1,428	1,262	1,385
TV 광고	88	108	89	83	87	107	88	82	513	367	364
수신료	67	66	66	61	68	67	67	61	259	261	262
기타	123	169	159	184	154	191	182	232	656	634	759
영화드라마	236	230	326	300	316	304	366	429	1,424	1,092	1,415
콘텐츠 판매	169	190	287	266	227	269	339	403	1,135	912	1,238
영화/공연	44	9	17	26	63	5	11	20	177	96	100
기타	24	31	22	8	25	30	15	6	112	84	77
음악	119	131	170	257	146	149	197	306	585	676	797
음반/음원	25	28	27	38	25	30	29	42	120	118	126
콘서트	18	21	24	72	31	24	28	93	122	134	177
기타	76	82	119	148	90	95	139	170	342	424	495
커머스	316	346	300	376	313	346	296	378	1,355	1,338	1,334
TV	120	115	107	119	113	105	99	109	492	462	427
디지털	161	181	159	198	155	175	154	193	726	699	677
기타	35	49	34	58	46	65	43	76	136	177	230
영업이익	-50	-30	7	59	-5	43	59	98	137	-15	195
영업이익률	-5%	-3%	1%	5%	0%	4%	5%	7%	3%	0%	4%
yoy	적전	적전	-71%	788%	적지	흑전	693%	66%	-54%	적전	흑전
부문별 영업이익											
미디어플랫폼	-34	-30	2	2	-13	2	15	21	8	-60	26
영화드라마	-41	-31	-20	-5	-20	10	17	5	7	-97	12
음악	8	12	15	35	12	13	21	42	56	71	87
커머스	18	19	7	26	15	19	6	30	72	69	70

자료: 유안타증권 리서치센터

CJ ENM (035760) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,792	4,368	4,931	5,263	5,637
매출원가	3,043	2,851	3,031	3,145	3,346
매출충이익	1,749	1,517	1,900	2,118	2,290
판매비	1,611	1,532	1,705	1,794	1,916
영업이익	137	-15	195	324	374
EBITDA	1,431	962	1,257	1,365	1,380
영업외손익	-465	-321	-151	-179	-203
외환관련손익	3	1	0	0	0
이자손익	-73	-140	-364	-393	-416
관계기업관련손익	-182	-59	143	143	143
기타	-212	-122	70	70	70
법인세비용차감전순이익	-328	-335	44	145	172
법인세비용	-151	62	-13	-34	-41
계속사업순이익	-177	-397	58	178	213
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-177	-397	58	178	213
지배지분순이익	-120	-316	48	148	176
포괄순이익	-252	-458	-267	-146	-112
지배지분포괄이익	-170	-380	-230	-126	-96

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651	1,296	1,103	1,223	1,196
당기순이익	-177	-397	58	178	213
감가상각비	74	77	74	75	80
외환손익	22	2	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	182	59	-143	-143	-143
자산부채의 증감	351	485	145	186	160
기타현금흐름	1,198	1,070	969	927	887
투자활동 현금흐름	-3,007	-1,268	-1,498	-1,473	-1,420
투자자산	-161	63	-307	-96	-149
유형자산 증가 (CAPEX)	-199	-100	-80	-80	-120
유형자산 감소	10	2	0	0	0
기타현금흐름	-2,656	-1,233	-1,111	-1,298	-1,151
재무활동 현금흐름	1,203	-402	56	102	3
단기차입금	1,041	-1,071	6	2	3
사채 및 장기차입금	428	723	50	100	0
자본	-125	43	0	0	0
현금배당	-44	0	0	0	0
기타현금흐름	-97	-97	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-1	0	23	11	69
현금의 증감	-154	-374	-316	-137	-152
기초 현금	1,287	1,134	1,033	717	579
기말 현금	1,134	760	717	579	427
NOPLAT	137	-17	252	400	463
FCF	1,451	1,196	1,023	1,143	1,076

자료: 유안타증권

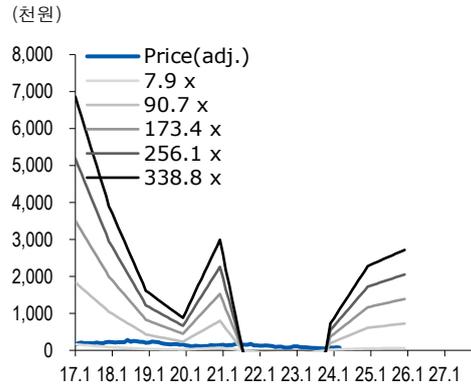
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,108	2,782	2,784	2,745	2,741
현금및현금성자산	1,134	1,033	717	579	427
매출채권 및 기타채권	1,299	1,127	1,331	1,395	1,488
재고자산	97	116	137	144	154
비유동자산	7,224	7,168	7,292	7,427	7,540
유형자산	1,267	1,353	1,359	1,364	1,404
관계기업 등 지분관련 자산	1,816	1,657	1,957	2,051	2,196
기타투자자산	565	542	549	551	554
자산총계	10,332	9,950	10,076	10,172	10,281
유동부채	4,269	3,401	3,772	3,887	4,067
매입채무 및 기타채무	1,224	1,052	1,243	1,303	1,395
단기차입금	1,985	913	913	913	913
유동성장기부채	339	443	443	443	443
비유동부채	1,719	2,371	2,506	2,632	2,673
장기차입금	406	984	1,034	1,134	1,134
사채	729	770	770	770	770
부채총계	5,988	5,772	6,277	6,519	6,740
지배지분	3,552	3,239	2,850	2,673	2,525
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,413	2,456	2,456	2,456	2,456
이익잉여금	1,180	852	900	1,047	1,223
비지배지분	792	939	949	980	1,016
자본총계	4,344	4,178	3,799	3,653	3,541
순차입금	2,280	2,158	2,511	2,744	2,890
총차입금	3,644	3,296	3,352	3,454	3,458

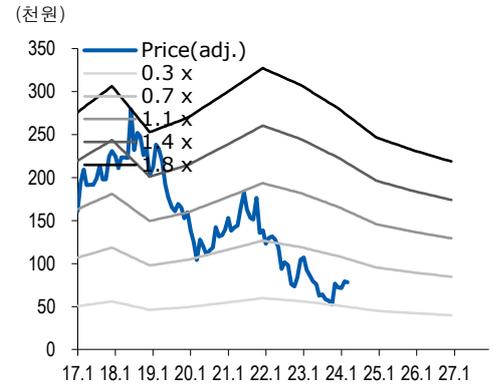
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-5,476	-14,405	2,170	6,726	8,023
BPS	171,357	156,237	137,468	128,945	121,795
EBITDAPS	65,244	43,868	57,334	62,250	62,937
SPS	218,533	199,203	224,860	240,000	257,040
DPS	0	0	0	0	0
PER	-19.3	-5.2	36.1	11.6	9.8
PBR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.8	4.9	4.1	4.0	4.1
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	34.9	-8.8	12.9	6.7	7.1
영업이익 증가율 (%)	-53.7	적전	흑전	66.2	15.6
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	210.0	19.3
매출총이익률 (%)	36.5	34.7	38.5	40.2	40.6
영업이익률 (%)	2.9	-0.3	4.0	6.2	6.6
지배순이익률 (%)	-2.5	-7.2	1.0	2.8	3.1
EBITDA 마진 (%)	29.9	22.0	25.5	25.9	24.5
ROIC	2.4	-0.4	6.8	11.1	12.9
ROA	-1.3	-3.1	0.5	1.5	1.7
ROE	-3.3	-9.3	1.6	5.3	6.8
부채비율 (%)	137.8	138.2	165.3	178.5	190.3
순차입금/자기자본 (%)	64.2	66.6	88.1	102.7	114.5
영업이익/금융비용 (배)	1.5	-0.1	0.4	0.7	0.8

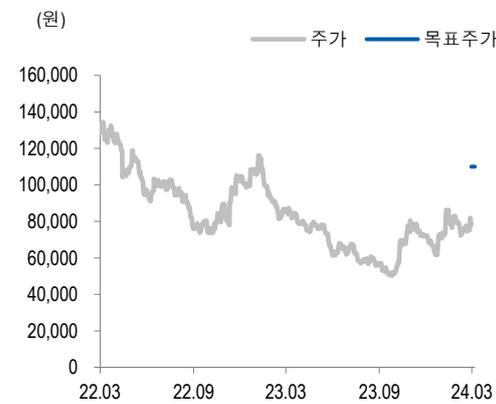
P/E band chart



P/B band chart



CJ ENM (035760) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-03-29	BUY	110,000	1년		
2021-07-09	BUY	230,000	1년	-22.42	-21.74

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84.1
Hold(중립)	15.9
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-03-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이환욱**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.