

CJ ENM(035760)

매수(유지)

목표주가: 97,000원(하향)

2Q23 Preview: 이제는 더 이상 물러날 곳이 없다

늦어진 턴어라운드, 2분기 영업손실 165억원으로 컨센서스 하회 전망

2분기 매출액은 1조 1,520억원(-3.4% YoY, +21.4% QoQ), 영업손실은 116억원(적전 YoY, 적지 QoQ)으로 컨센서스 영업손실 48억원을 하회할 전망이다. 광고 업황 부진과 피프스시즌, 티빙 적자로 전분기에 이어 적자가 지속되겠지만, 적자 폭은 전분기 대비 387억원 가량 줄어들 것으로 추정한다. 미디어플랫폼 부문은 TV광고가 계절성에 따라 전분기 대비 개선되며 영업손실 149억원(+194억원 QoQ)을 예상한다. 영화/드라마 부문은 스튜디오드래곤의 감익과 납품수 확대에 따른 피프스시즌 적자폭 축소가 일부 상쇄되며 영업손실 336억원(+71억원 QoQ)을 예상한다. 음악과 커머스는 호조를 전망한다. 음악은 JO1, INI, 엔하이픈, 케플러 등 자체 아티스트 컴백으로 영업이익 183억원(+127% QoQ)을, 커머스는 계절성 영향 및 고수의 위주 포트폴리오 전략으로 영업이익 196억원(+11.5% QoQ)을 기록할 것으로 추정한다.

상반기 이익 저점. 뚜렷한 상저하고

1분기 503억원의 적자를 저점으로 2분기 적자 축소, 3분기 영업이익 흑자 전환, 내년 연간 실적 정상화를 전망한다. 티빙 및 TV채널 콘텐츠제작비 효율화와 광고 업황 회복, 딜리버리 확대에 따른 피프스시즌 이익 개선 효과로 적자였던 미디어 플랫폼, 영화/드라마 부문이 흑자 전환할 것이다. 음악 부문은 자체 아티스트를 늘려나가며 이익 증가가 지속될 것이다. JO1, INI, 엔하이픈 등에 이어 2분기에는 DXTEEN(일본), 3분기에는 제로베이스원이 데뷔했다. 특히 제로베이스원은 데뷔 초동 182만장을 기록하며 엠넷 오디션프로그램의 저력을 다시 한 번 입증했다. 연내 프로듀스101 일본판 3번째 버전이 예정되어 있다. (뒷 장에 계속)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

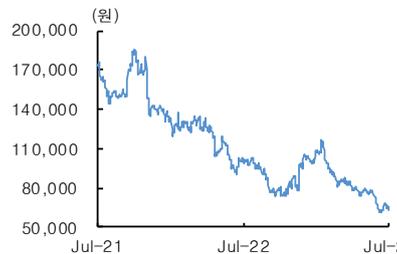
Stock Data

KOSPI(7/24)	2,629
주가(7/24)	63,200
시가총액(십억원)	1,386
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	116,100/61,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,392
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.8/14.2
주요주주(%)	CJ 외 5인 42.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.1)	(41.8)	(36.7)
KOSDAQ 대비(%p)	(11.4)	(71.3)	(54.4)

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2021A	3,552	297	193	9,332	225.2	813	14.9	4.8	0.8	5.4	1.5
2022A	4,792	137	(120)	(5,793)	NM	1,431	NM	3.6	0.6	(3.3)	0.0
2023F	4,764	57	(95)	(4,576)	NM	1,518	NM	2.5	0.4	(2.7)	0.0
2024F	5,281	292	145	7,011	NM	1,911	9.0	1.8	0.4	4.1	0.0
2025F	5,606	367	199	9,591	36.8	2,089	6.6	1.8	0.3	5.4	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

안도영

doyoung.ahn@koreainvestment.com

목표주가 97,000원으로 하향. 방향성은 확실하지만 불확실성 잔존

목표주가를 97,000원으로 기존 대비 24% 하향 조정한다(SOTP로 산정). 티빙과 피프스시즌의 이익 회복 속도가 예상보다 느려 실적 정상화 시점을 지연시켰고 이에 따라 실적 추정치를 낮췄다. 특히 피프스시즌은 미국 작가 및 배우 파업 영향을 반영해 연간 작품 편수 중 드라마의 비중을 하향 조정했다. 최악의 상황은 지났고 실적이 개선될 일만 남았지만, 피프스시즌의 흑전 시기나 TV광고 업황 회복 강도 등 불확실성 요소들이 남아있어 주가가 하반기 턴어라운드를 반영하지 못하고 있다. 이번 실적 발표를 통해 불확실성 요소들이 일정 부분 해소된다면 턴어라운드 스토리가 주가에 반영될 수 있을 것이다. 현재 주가는 2024F PER 9배 수준으로 추가적인 주가 하락은 제한적일 것으로 판단한다.

〈표 1〉 CJ ENM 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	957.3	1,192.5	1,178.5	1,464.0	949.0	1,152.0	1,255.2	1,408.4	3,552.4	4,792.2	4,764.5	5,280.7
미디어플랫폼	333.1	387.7	342.7	364.1	277.9	320.6	332.8	365.6	1,390.7	1,427.6	1,296.9	1,398.2
영화/드라마	216.2	338.6	357.3	512.3	236.1	331.3	444.0	506.2	395.4	1,424.3	1,517.5	1,842.4
음악	90.7	114.5	169.1	210.7	119.0	160.2	159.2	187.1	387.8	585.0	625.5	705.1
커머스	317.3	351.7	309.5	376.9	316.1	339.9	319.3	349.4	1,378.5	1,355.3	1,324.6	1,335.1
영업이익	49.6	55.6	25.5	6.6	(50.3)	(11.6)	38.4	80.8	296.9	137.4	57.3	291.6
미디어플랫폼	28.0	13.3	(0.3)	(33.2)	(34.3)	(14.9)	24.9	43.7	109.8	7.8	19.4	120.2
영화/드라마	(2.7)	10.8	(7.0)	6.0	(40.7)	(33.6)	(13.8)	(5.2)	26.7	7.1	(93.2)	7.6
음악	14.2	12.2	28.8	0.6	8.1	18.3	17.0	14.5	49.6	55.7	57.8	83.5
커머스	12.9	19.5	5.7	34.2	17.5	19.6	11.3	28.7	120.1	72.4	77.2	84.4
영업이익률	5.2	4.7	2.2	0.5	(5.3)	(1.0)	2.9	5.7	8.4	2.9	1.2	5.5
미디어플랫폼	8.4	3.4	(0.1)	(9.1)	(12.3)	(4.6)	7.5	12.0	7.9	0.5	1.5	8.6
영화/드라마	(1.2)	3.2	(2.0)	1.2	(17.2)	(10.1)	(3.1)	(1.0)	6.7	0.5	(6.1)	0.4
음악	15.6	10.6	17.0	0.3	6.8	11.4	10.7	7.7	12.8	9.5	9.2	11.8
커머스	4.1	5.6	1.9	9.1	5.5	5.8	3.6	8.2	8.7	5.3	5.8	6.3
세전이익	4.0	(23.0)	(46.9)	(261.6)	(80.4)	(58.5)	(18.3)	33.2	295.9	(327.6)	(124.0)	242.2
법인세비용	2.4	2.0	8.7	(174.9)	8.5	(14.6)	(4.6)	8.3	68.3	(161.9)	(2.4)	60.6
지배주주순이익	6.7	(23.9)	(54.9)	(36.9)	(68.7)	(35.1)	(11.0)	19.9	193.5	(108.9)	(94.9)	145.3
당기순이익률	0.2	(2.1)	(4.7)	(5.9)	(9.4)	(3.8)	(1.1)	1.8	6.4	(3.5)	(2.6)	3.4
YoY growth rate												
매출액	20.9	31.3	37.4	47.1	(0.9)	(3.4)	6.5	(3.8)	4.8	34.9	(0.6)	10.8
미디어플랫폼	10.2	9.2	(3.3)	(3.9)	(16.6)	(17.3)	(2.9)	0.4		2.7	(9.2)	7.8
영화/드라마	151.1	208.6	265.7	402.7	9.2	(2.2)	24.3	(1.2)		260.2	6.5	21.4
음악	24.5	33.5	88.7	51.0	31.2	39.9	(5.9)	(11.2)		50.9	6.9	12.7
커머스	(4.1)	(1.6)	(2.0)	0.6	(0.4)	(3.3)	3.2	(7.3)		(1.7)	(2.3)	0.8
영업이익	(47.0)	(35.2)	(70.9)	(77.7)	적전	적전	50.5	1,121.0	162.5	(53.7)	(59.5)	420.7
미디어플랫폼	(13.6)	(68.9)	적전	적지	적전	적전	흑전	흑전		(92.9)	149.8	518.2
영화/드라마	적전	2.5	적전	흑전	적지	적전	적지	적전		(73.5)	적전	흑전
음악	30.1	337.4	172.6	(97.8)	(43.2)	50.5	(41.0)	2,459.2		12.3	3.8	44.4
커머스	(61.6)	(34.7)	(78.8)	16.2	35.8	0.2	97.2	(16.0)		(39.7)	6.6	9.3
세전이익	(96.0)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전
지배주주순이익	(90.8)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	174.3	적전	적지	흑전

주: 2023년 1분기 사업부문 재분류로 2021년 부문별 증가율은 미기재
 자료: CJ ENM, 한국투자증권

<표 2> CJ ENM 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	12MF NOPLAT	Multiple	가치	세부사항
기업가치			3,998	
영업가치			3,363	
미디어플랫폼	54.4	12.7	691	TV채널 및 OTT 사업 영위하는 Paramount의 최근 2개년 평균 12MF PER 적용
영화/드라마	51.4	20.2	1,230	2024년까지 적자로 추정. 스튜디오드래곤 시가총액과 피프스시즌 인수가액 합산에 50% 할인 적용
음악	55.1	20.4	1,125	엔터4사 최근 2개년 평균 12MF PER에 30% 할인 적용
커머스	63.0	5.0	317	현대홈쇼핑의 최근 2개년 평균 12MF PER 적용
지분가치			635	40% 할인
넷마블			951	지분을 22.9 %
NAVER			108	지분을 0.3 %
순차입금			1,870	2023F 추정치
적정 시가총액			2,129	
주식수(천주)			21,929	
적정주가			97,064	
목표주가			97,000	

자료: 한국투자증권

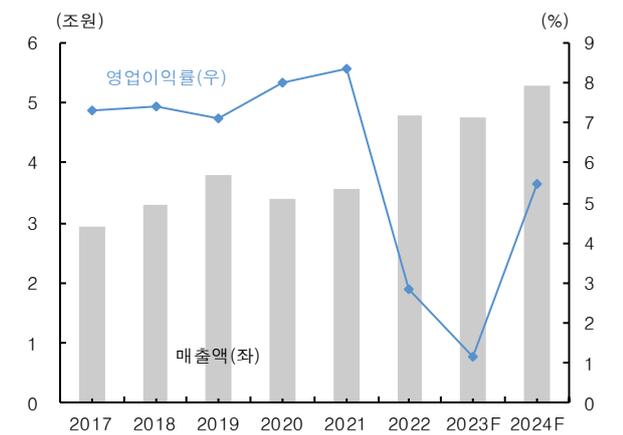
<표 3> 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률		
	2Q23F	2023F	2024F	2Q23F	2023F	2024F	2Q23F	2023F	2024F
매출액	1,276.9	5,225.0	5,871.8	1,152.0	4,764.5	5,280.7	(9.8)	(8.8)	(10.1)
영업이익	55.9	149.4	521.9	(11.6)	57.3	291.6	NM	(61.7)	(44.1)
세전이익	(3.7)	(66.2)	377.0	(58.5)	(124.0)	242.2	NM	NM	(35.8)
순이익	(1.2)	(32.5)	117.4	(35.1)	(94.9)	145.3	NM	NM	23.8

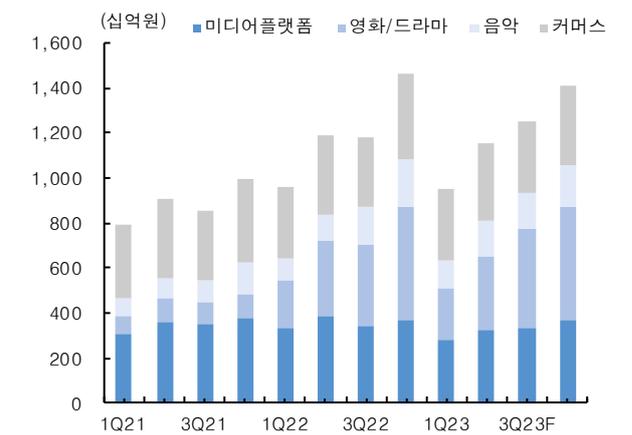
자료: 한국투자증권

[그림 1] 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



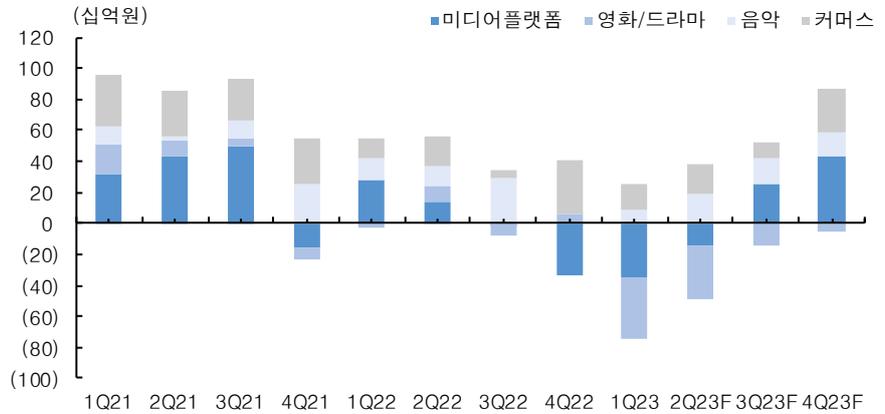
자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 2] 분기별 부문별 매출액 추이 및 전망



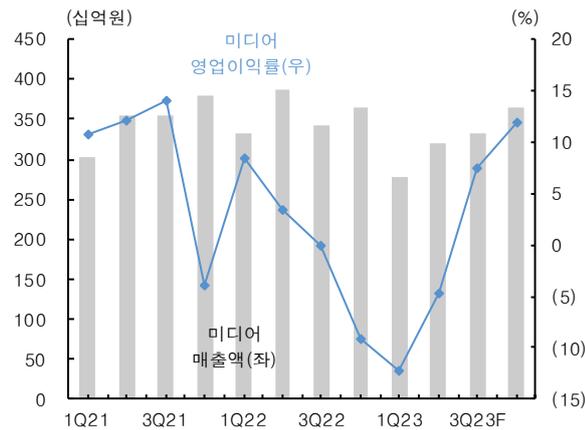
자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 3] 분기별 부문별 영업이익 추이 및 전망



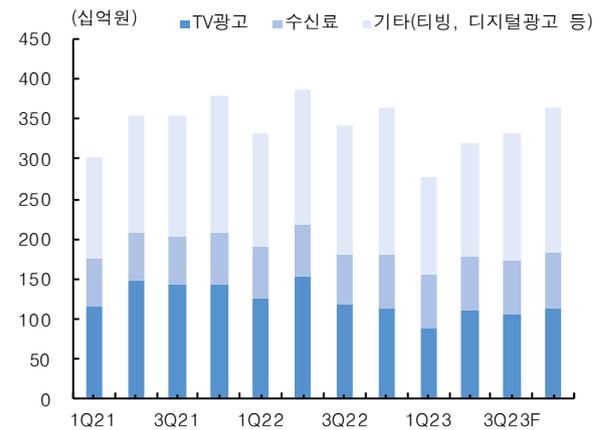
자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 4] 광고 회복, 티빙 적자폭 감소로 미디어플랫폼 하반기 흑자 전환 전망



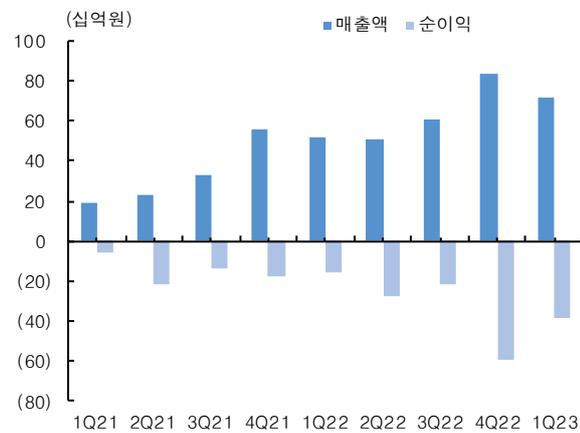
자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 5] 미디어플랫폼 부문별 매출액 추이 및 전망



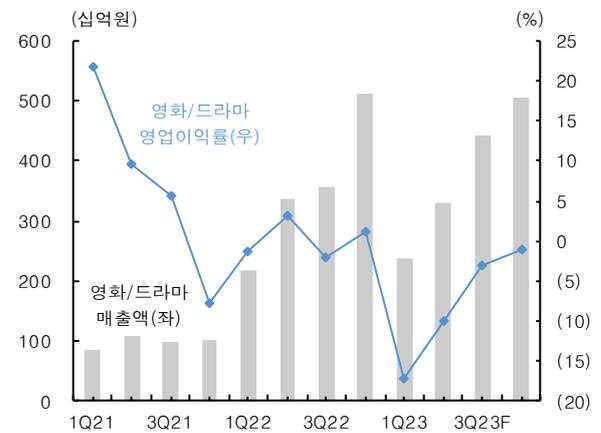
자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 6] 티빙 분기별 매출액 및 순손실 규모



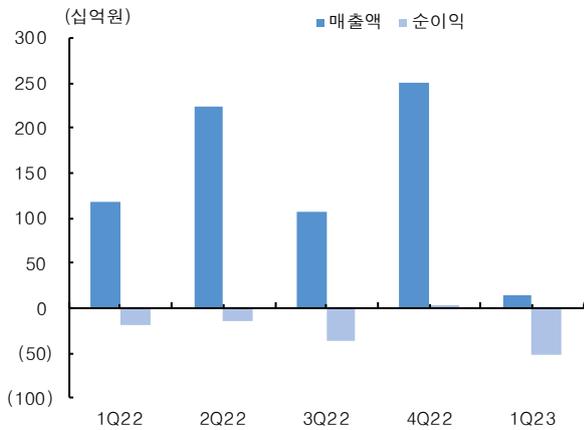
자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 7] 하반기 스튜디오드래곤 증익 및 피프스시즌 딜리버리 확대로 영화/드라마 적자폭 크게 축소



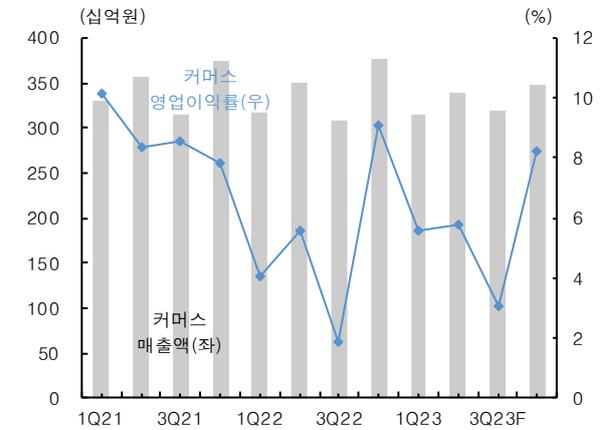
자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 8] 피프스시즌 분기별 매출액 및 순손실 규모



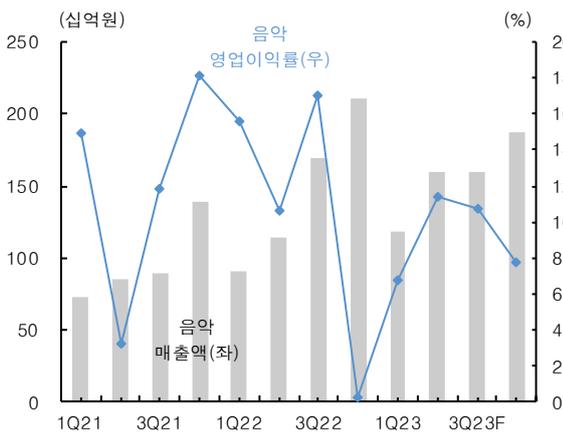
자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 9] 예상보다 양호한 실적 기록하고 있는 커머스



자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 10] 자체 아티스트 늘려나가며 외형 성장 중인 음악



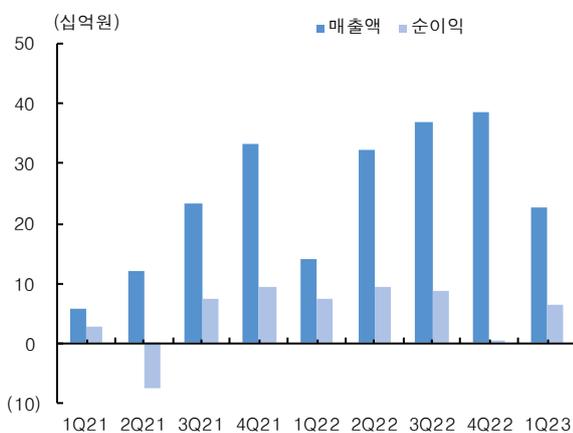
자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 11] 주요 레이블 및 소속 아티스트

웨이크윈(100%)	제로베이스원, 케플러, 조유리, 다비치 등
빌리프랩(51.5%)	엔하이픈
LAPONE ENT.(70%)	JO1, INI
AOMG(75.5%)	사이먼 도미닉, 로꼬, 이하이 등
	⋮

주: 괄호 안은 CJ ENM 지분율
자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 12] 라포네 엔터 분기별 매출액 및 순이익 규모



자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 13] 데뷔 초동 182만장으로 역대급 성적 기록한 제로베이스원. 엠넷 서바이벌 저력 입증



자료: CJ ENM, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,552	4,792	4,764	5,281	5,606
매출원가	1,918	3,043	3,045	3,369	3,576
매출총이익	1,635	1,749	1,720	1,912	2,030
판매관리비	1,338	1,611	1,663	1,621	1,663
영업이익	297	137	57	292	367
영업이익률(%)	8.4	2.9	1.2	5.5	6.6
EBITDA	813	1,431	1,518	1,911	2,089
EBITDA Margin(%)	22.9	29.9	31.9	36.2	37.3
영업외수익	(1)	(465)	(181)	(50)	(36)
금융수익	51	78	106	84	72
금융비용	50	145	194	142	117
기타영업외손익	(70)	(215)	(97)	(78)	(83)
관계기업관련손익	68	(182)	4	86	91
세전계속사업이익	296	(328)	(124)	242	331
법인세비용	68	(151)	(2)	61	83
연결당기순이익	228	(177)	(122)	182	249
지배주주지분순이익	193	(120)	(95)	145	199
지배주주순이익률(%)	5.4	(2.5)	(2.0)	2.8	3.5
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	4.8	34.9	(0.6)	10.8	6.2
영업이익 증가율	9.1	(53.7)	(58.3)	409.0	26.0
지배주주순이익 증가율	239.8	NM	NM	NM	36.8
EPS 증가율	225.2	NM	NM	NM	36.8
EBITDA 증가율	5.8	75.9	6.1	25.8	9.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	782	1,651	1,926	2,550	2,014
당기순이익	228	(177)	(122)	182	249
유형자산감가상각비	64	74	85	94	102
무형자산상각비	452	1,220	1,376	1,525	1,619
자산부채변동	(32)	351	618	793	81
기타	70	183	(31)	(44)	(37)
투자활동현금흐름	(727)	(3,007)	(1,550)	(2,255)	(2,117)
유형자산투자	(174)	(199)	(205)	(180)	(189)
유형자산매각	1	10	1	1	1
투자자산순증	207	(158)	18	(170)	(70)
무형자산순증	(697)	(1,518)	(1,360)	(1,823)	(1,807)
기타	(64)	(1,142)	(4)	(83)	(52)
재무활동현금흐름	957	1,203	(413)	(176)	10
자본의증가	117	399	0	0	0
차입금의순증	944	1,036	(440)	(140)	60
배당금지급	(54)	(44)	0	0	0
기타	(50)	(188)	27	(36)	(50)
기타현금흐름	5	(1)	0	0	0
현금의증가	1,018	(154)	(38)	119	(93)
FCF	404	(539)	1,949	2,102	1,670

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

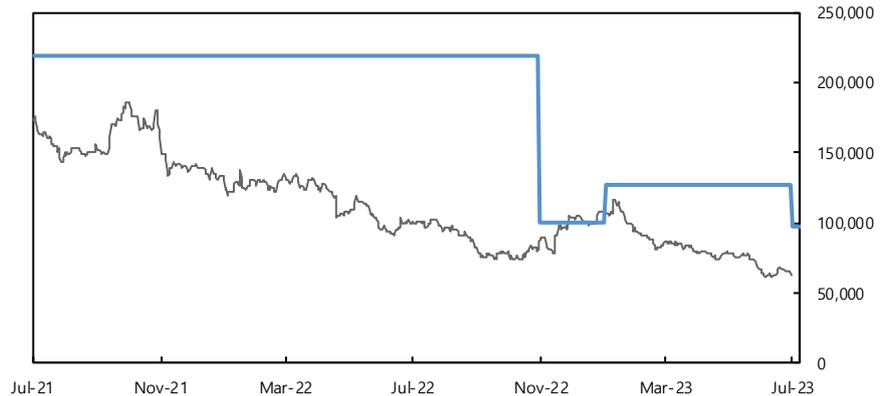
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	7,941	10,332	10,263	11,310	11,834
유동자산	2,660	3,108	2,954	3,274	3,308
현금성자산	1,287	1,134	1,096	1,215	1,121
매출채권및기타채권	897	1,299	1,286	1,426	1,514
재고자산	85	97	95	106	112
비유동자산	5,280	7,224	7,309	8,036	8,526
투자자산	2,490	2,381	2,367	2,624	2,786
유형자산	1,112	1,267	1,386	1,471	1,557
무형자산	1,322	2,768	2,752	3,051	3,239
부채총계	3,737	5,988	6,040	6,906	7,181
유동부채	2,323	4,269	4,325	5,338	5,594
매입채무및기타채무	880	1,224	1,217	1,349	1,432
단기차입금및단기사채	954	1,985	1,785	1,785	1,785
유동성장기부채	150	339	389	439	489
비유동부채	1,414	1,719	1,715	1,568	1,588
사채	678	708	508	308	308
장기차입금및금융부채	368	578	478	478	478
자본총계	4,203	4,344	4,223	4,404	4,653
지배주주지분	3,777	3,552	3,457	3,603	3,801
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,538	2,413	2,413	2,413	2,413
기타자본	(341)	(341)	(341)	(341)	(341)
이익잉여금	1,334	1,180	1,085	1,231	1,430
비지배주주지분	426	792	765	802	851
순차입금	669	2,280	1,870	1,585	1,722

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	9,332	(5,793)	(4,576)	7,011	9,591
BPS	184,453	174,184	169,858	176,486	185,552
DPS	2,100	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	3.2	(1.9)	(1.2)	1.7	2.1
ROE	5.4	(3.3)	(2.7)	4.1	5.4
배당수익률	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	22.5	NM	NM	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	88.9	137.8	143.0	156.8	154.3
차입금/자본총계비율(%)	51.7	83.9	75.9	69.6	67.1
이자보상배율(x)	13.2	1.5	0.3	2.0	3.2
순차입금/EBITDA(x)	0.8	1.6	1.2	0.8	0.8
Valuation(x)					
PER	14.9	NM	NM	9.0	6.6
최고	20.5	NM	NM	16.8	12.3
최저	14.1	NM	NM	8.7	6.3
PBR	0.8	0.6	0.4	0.4	0.3
최고	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
최저	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3
PSR	0.9	0.5	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	4.8	3.6	2.5	1.8	1.8

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ ENM (035760)	2021.01.12	매수	220,000원	-29.0	-14.1
	2022.01.12	1년경과		-51.6	-36.9
	2022.11.23	매수	100,000원	-3.4	8.5
	2023.01.26	매수	127,000원	-35.4	-8.6
	2023.07.25	매수	97,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2023년 7월 25일 현재 CJ ENM 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2023. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.6%	12.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 증목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.