

2023. 8. 11



▲ 통신/미디어/엔터

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **82,000 원**

현재주가 (8.10) **66,500 원**

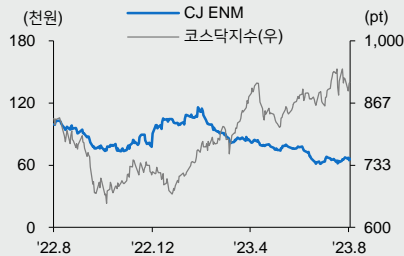
상승여력 **23.3%**

KOSDAQ 시가총액	911.29pt
발행주식수	14,583억원
유동주식비율	2,193만주
외국인비중	51.83%
52주 최고/최저가	14.37%
평균거래대금	116,100원/61,300원
주요주주(%)	62.1억원

CJ 외 5 인 42.70

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.7	-38.5	-32.8
상대주가	-1.1	-47.9	-39.5

주가그래프



CJ ENM 035760

느리지만 확실한 방향성

- ✓ 2Q23 연결 영업적자 -304억원(적전 YoY)으로 시장 컨센서스(-90억원) 하회
- ✓ 적자폭은 줄었으나 미디어플랫폼(-299억원)과 영화드라마(-311억원) 부진 지속
- ✓ 2023년 연결 매출액 4,632억원(-3.3% YoY), 영업적자 -238억원(적전 YoY) 전망
- ✓ 광고 경기 회복과 Tving 가입자 증가는 긍정적, 피프스 시즌 제작 지연은 부정적
- ✓ 음악 사업은 빌리프랩을 매각하고 자체 레이블 육성에 집중해 사업을 확대할 계획

2Q23 Review: 적자폭 축소에도 여전히 아쉬운 실적

2Q23 연결 실적은 매출액 1조 489억원(-12.0% YoY), 영업적자 -304억원(적전 YoY)으로 시장 컨센서스(영업적자 -90억원)를 하회했다. [미디어플랫폼]은 TV광고(-30.2% YoY)와 디지털 광고(-27.8% YoY) 역성장과 Tving 오리지널 콘텐츠 <아일랜드> 상각비 일시 반영으로 매출액 3,428억원(-11.6% YoY), 영업적자 -299억원(적전 YoY)을 기록했다. [영화드라마]는 피프스 시즌 작품 제작 지연과 극장 사업 부진으로 -311억원(적전 YoY)의 영업적자를 기록했다. [음악] 사업은 <JO1>, <INI> 등 자체 아티스트 앨범 발매와 KCON 흥행 등 공연 성과에 힘입어 매출액 1,308억원(+14.2% YoY), 영업이익 120억원(-1.1% YoY)을 기록했고, [커머스]는 고수익 상품 위주의 포트폴리오 강화로 187억원(-4.2% YoY)의 영업이익을 기록했다.

속도는 다소 느리나 가시화되고 있는 실적 개선

2023년 연결 매출액은 4조 6,320억원(-3.3% YoY), 영업적자 -238억원(적전 YoY)을 전망한다. [미디어플랫폼]의 하반기 광고 경기 회복과 더불어 Tving 가입자 470만명을 돌파하며 점진적인 수익성 회복이 가능할 전망이다. [영화드라마]는 미국 작가/배우조합 파업으로 피프스 시즌의 2023년 제작편수 가이던스(24~28편) 달성은 다소 어려워 보이나, 강도 높은 비용 통제로 손익 구조를 강화할 계획이다. [음악] 사업은 빌리프랩 매각을 통해 재무구조를 개선하고, 자체 레이블 육성을 위한 다양한 사업을 전개할 계획이다. [커머스] 사업은 기존과 동일하게 고수익 포트폴리오 강화로 수익성을 개선할 전망이다. 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치 변경과 비핵심자산 유동화에 따른 비영업가치 할인율을 조정(50% → 30%)해 기존 100,000원에서 82,000원으로 -18.0% 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	3,552.4	296.9	193.5	8,822	246.7	172,252	15.7	0.8	5.1	5.4	88.9
2022	4,792.2	137.4	-120.1	-5,476	적전	161,984	-19.1	0.6	3.8	-3.3	137.8
2023E	4,632.0	-23.8	-188.5	-8,595	적지	151,876	-7.7	0.4	2.7	-5.5	142.1
2024E	5,279.6	232.1	84.3	3,842	흑전	153,827	17.3	0.4	2.5	2.5	145.3
2025E	5,587.8	304.5	160.7	7,330		159,267	9.1	0.4	2.5	4.7	141.3

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	1,048.9	1,192.5	-12.0	949.0	10.5	1,183.7	-11.4	1,158.7	-9.5
영업이익	-30.4	55.6	-154.6	-50.3	-39.7	-9.0	237.4	-9.8	209.8
세전이익	-113.3	-23.0	392.1	-80.4	40.9	-57.0	98.8	-47.6	138.1
순이익	-123.2	-25.0	393.3	-88.9	38.5	-42.5	189.9	-38.1	223.4

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

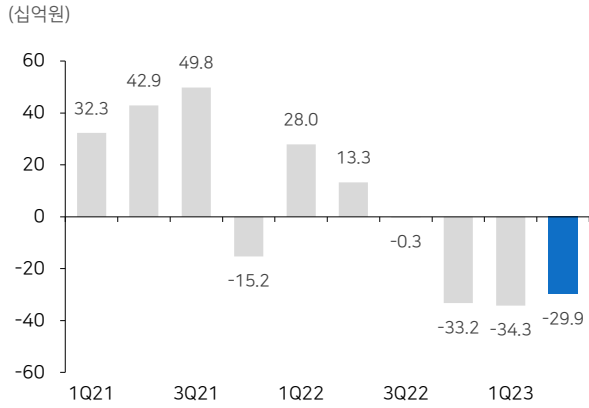
(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	4,957.7	5,549.6	4,632.0	5,279.6	-6.6%	-4.9%
영업이익	44.3	274.8	-23.8	232.1	-153.8%	-15.5%
세전이익	-113.2	195.9	-246.9	135.0	118.1%	-31.1%
당기순이익	-115.5	152.9	-238.7	105.3	106.7%	-31.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

	12MF 세후영업이익 (십억원)	Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
영업가치			2,694.7	
미디어플랫폼	28.1	15.0	421.0	미디어업종 평균 PER
영화드라마	16.6	15.0	248.7	미디어업종 평균 PER
커머스	63.3	10.0	629.5	유통업종 평균 PER
음악	46.6	30.0	1,395.5	엔터업종 평균 PER
비영업가치			1,383.5	
넷마블 지분가치			665.4	지분율 22%, 할인율 350% 적용
스튜디오드래곤 지분가치			615.8	지분율 54%, 할인율 30% 적용
네이버 지분가치			82.7	지분율 0.3%, 할인율 30% 적용
삼성생명 지분가치			19.6	지분율 0.2%, 할인율 30% 적용
순차입금 (D)			2,279.7	빌리플랩 처분금액 반영
총기업가치 (E=A+B+C-D)			1,798.5	
발행주식수 (F/만주)			2,193	
적정가치 (E/F)			82,016	
적정주가			82,000	

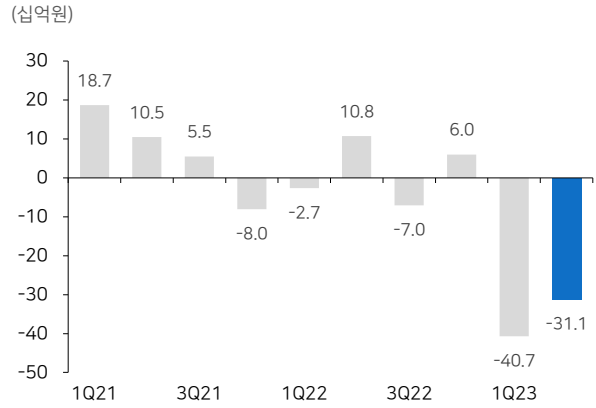
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 미디어플랫폼 사업 분기 영업이익 추이



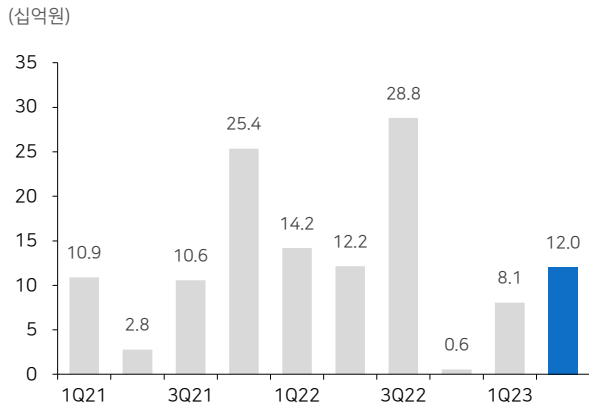
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림2 영화드라마 사업 분기 영업이익 추이



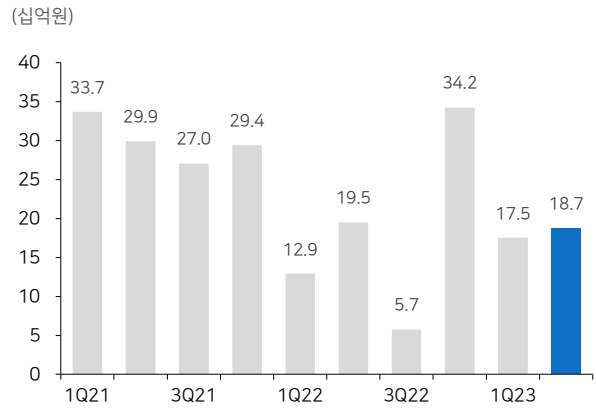
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림3 음악 사업 분기 영업이익 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림4 커머스 사업 분기 영업이익 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	957.3	1,192.5	1,178.5	1,464.0	949.0	1,048.9	1,256.1	1,378.0	4,792.2	4,632.0	5,279.6
% YoY	20.9%	31.3%	37.4%	47.1%	-0.9%	-12.0%	6.6%	-5.9%	34.9%	-3.3%	14.0%
미디어플랫폼	333.1	387.7	342.7	364.1	277.9	342.8	362.6	399.1	1,427.6	1,382.3	1,589.0
TV광고	126.1	154.1	118.6	114.6	88.7	107.5	109.1	120.8	513.4	426.1	459.8
수신료	65.5	64.9	63.2	65.0	67.1	66.5	66.0	67.3	258.5	266.9	265.9
기타	141.6	168.7	160.9	184.5	122.1	168.7	187.4	211.0	655.7	689.3	863.3
영화드라마	216.2	338.6	357.3	512.3	236.1	229.6	343.9	433.3	1,424.3	1,242.9	1,575.7
콘텐츠 판매	189.0	305.9	247.5	392.4	171.6	200.7	277.0	346.3	1,134.9	995.6	1,305.7
영화/공연	9.2	18.0	74.1	76.0	43.8	8.6	35.4	48.7	177.3	136.5	153.5
기타	18.0	14.7	35.6	43.8	20.8	20.2	31.5	38.2	112.1	110.7	116.5
음악	90.7	114.5	169.1	210.7	119.0	130.8	213.7	185.6	585.0	649.1	699.1
음반/음원	34.1	28.2	30.2	27.8	25.0	28.1	30.8	28.3	120.3	112.3	125.1
콘서트	4.4	20.5	35.5	62.0	18.0	20.9	24.8	42.8	122.4	106.5	117.5
기타	52.2	65.8	103.4	120.9	76.0	81.8	158.0	114.4	342.4	430.2	456.5
커머스	317.3	351.7	309.5	376.9	316.1	345.7	335.9	360.0	1,355.3	1,357.7	1,415.8
TV	116.4	128.7	114.9	132.5	120.1	115.1	124.2	125.0	492.5	484.4	494.8
디지털	171.2	190.3	163.9	201.1	160.7	181.2	176.9	192.4	726.4	711.1	746.2
기타	29.7	32.7	30.7	43.3	35.3	49.5	34.8	42.7	136.4	162.3	174.9
영업비용	907.6	1,136.9	1,153.0	1,457.3	999.3	1,079.2	1,248.8	1,328.4	4,654.9	4,655.8	5,047.5
% YoY	30.0%	38.3%	49.8%	51.0%	10.1%	-5.1%	8.3%	-8.8%	43.0%	0.0%	8.4%
미디어플랫폼	305.2	374.4	343.0	397.3	312.1	372.6	380.3	389.6	1,419.8	1,454.6	1,523.3
영화드라마	218.8	327.8	364.3	506.3	276.8	260.7	359.0	431.1	1,417.2	1,327.5	1,553.9
음악	76.5	102.4	140.3	210.1	110.9	118.8	191.7	168.3	529.3	589.7	637.8
커머스	304.4	332.2	303.7	342.7	298.5	327.0	317.9	339.3	1,282.9	1,282.8	1,332.5
영업이익	49.6	55.6	25.5	6.6	-50.3	-30.4	7.3	49.6	137.4	-23.8	232.1
% YoY	-47.0%	-35.2%	-70.9%	-77.7%	-201.4%	-154.6%	-71.5%	650.0%	-53.7%	-117.3%	1074.2%
미디어플랫폼	28.0	13.3	-0.3	-33.2	-34.3	-29.9	-17.7	9.5	7.8	-72.3	65.7
영화드라마	-2.7	10.8	-7.0	6.0	-40.7	-31.1	-15.0	2.2	7.1	-84.7	21.8
음악	14.2	12.2	28.8	0.6	8.1	12.0	22.0	17.2	55.7	59.3	61.3
커머스	12.9	19.5	5.7	34.2	17.5	18.7	18.0	20.7	72.4	74.9	83.3
법인세차감전순이익	4.0	-23.0	-46.9	-261.6	-80.4	-113.3	-38.5	-14.6	-327.6	-246.9	135.0
법인세비용	2.4	2.0	8.7	-163.8	8.5	9.9	-19.3	-7.3	-150.8	-8.2	29.7
당기순이익	1.6	-25.0	-55.6	-97.8	-88.9	-123.2	-19.3	-7.3	-176.8	-238.7	105.3
이익률 (%)											
영업이익률	5.2	4.7	2.2	0.5	-5.3	-2.9	0.6	3.6	2.9	-0.5	4.4
당기순이익률	0.2	-2.1	-4.7	-6.7	-9.4	-11.7	-1.5	-0.5	-3.7	-5.2	2.0

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,552.4	4,792.2	4,632.0	5,279.6	5,587.8
매출액증가율(%)	4.8	34.9	-3.3	14.0	5.8
매출원가	1,917.7	3,043.4	2,886.6	3,129.5	3,275.6
매출총이익	1,634.7	1,748.8	1,745.4	2,150.2	2,312.2
판매관리비	1,337.8	1,611.5	1,769.2	1,918.1	2,007.7
영업이익	296.9	137.4	-23.8	232.1	304.5
영업이익률(%)	8.4	2.9	-0.5	4.4	5.4
금융손익	1.4	-67.6	-113.0	-42.2	-4.4
중속/관계기업손익	68.1	-182.1	-54.7	9.8	17.5
기타영업외손익	-70.5	-215.3	-55.4	-64.7	-59.9
세전계속사업이익	295.9	-327.6	-246.9	135.0	257.8
법인세비용	68.3	-150.8	-8.2	29.7	56.9
당기순이익	227.6	-176.8	-238.7	105.3	200.9
지배주주지분 순이익	193.5	-120.1	-188.5	84.3	160.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,660.4	3,108.0	2,776.9	2,875.6	3,032.7
현금및현금성자산	1,287.4	1,133.7	868.6	700.5	730.6
매출채권	800.2	1,161.2	1,122.4	1,279.3	1,354.0
재고자산	85.4	97.2	93.9	107.1	113.3
비유동자산	5,280.2	7,224.2	7,080.6	7,269.5	7,333.9
유형자산	1,112.4	1,266.6	1,313.8	1,352.3	1,383.2
무형자산	1,321.9	2,768.4	2,639.9	2,538.2	2,451.7
투자자산	2,490.2	2,381.2	2,318.8	2,571.0	2,691.0
자산총계	7,940.6	10,332.3	9,857.4	10,145.0	10,366.5
유동부채	2,322.9	4,269.2	4,118.1	4,318.6	4,386.0
매입채무	250.7	327.0	316.1	360.3	381.3
단기차입금	954.1	1,984.8	1,936.8	1,892.6	1,852.0
유동성장기부채	150.5	339.0	301.0	282.7	265.7
비유동부채	1,414.5	1,718.7	1,666.9	1,690.2	1,684.8
사채	678.2	707.9	686.2	665.3	645.2
장기차입금	262.9	406.0	390.4	376.1	362.9
부채총계	3,737.3	5,987.9	5,785.0	6,008.8	6,070.8
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
기타포괄이익누계액	136.6	189.7	189.7	189.7	189.7
이익잉여금	1,333.8	1,180.3	958.6	1,001.4	1,120.7
비지배주주지분	426.0	792.2	741.9	763.0	803.2
자본총계	4,203.3	4,344.3	4,072.4	4,136.3	4,295.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	782.2	1,650.8	1,431.3	1,805.6	1,785.2
당기순이익(손실)	227.6	-176.8	-238.7	105.3	200.9
유형자산상각비	64.5	73.5	94.8	100.7	105.5
무형자산상각비	452.1	1,219.8	1,628.5	1,526.7	1,440.2
운전자본의 증감	-31.7	351.4	-53.2	72.8	38.6
투자활동 현금흐름	-727.1	-3,006.8	-1,571.9	-1,847.5	-1,625.0
유형자산의증가(CAPEX)	-173.7	-199.5	-142.0	-139.2	-136.4
투자자산의감소(증가)	-286.0	-73.1	62.4	-252.2	-120.0
재무활동 현금흐름	957.1	1,203.4	-124.6	-126.2	-130.2
차입금의 증감	970.5	1,469.0	-124.5	-93.0	-88.7
자본의 증가	51.3	-124.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,017.6	-153.7	-265.2	-168.1	30.1
기초현금	269.7	1,287.4	1,133.7	868.6	700.5
기말현금	1,287.4	1,133.7	868.6	700.5	730.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	161,994	218,533	211,226	240,758	254,812
EPS(지배주주)	8,822	-5,476	-8,595	3,842	7,330
CFPS	38,588	67,740	71,606	84,616	86,385
EBITDAPS	37,093	65,244	77,496	84,797	84,373
BPS	172,252	161,984	151,876	153,827	159,267
DPS	2,100	0	1,600	2,000	2,000
배당수익률(%)	1.5	0.0	2.4	3.0	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	15.7	-19.1	-7.7	17.3	9.1
PCR	3.6	1.5	0.9	0.8	0.8
PSR	0.9	0.5	0.3	0.3	0.3
PBR	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
EBITDA(십억원)	813.4	1,430.7	1,699.4	1,859.5	1,850.2
EV/EBITDA	5.1	3.8	2.7	2.5	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.4	-3.3	-5.5	2.5	4.7
EBITDA 이익률	22.9	29.9	36.7	35.2	33.1
부채비율	88.9	137.8	142.1	145.3	141.3
금융비용부담률	0.6	1.9	2.4	2.1	1.9
이자보상배율(x)	13.2	1.5	-0.2	2.1	2.9
매출채권회전율(x)	4.7	4.9	4.1	4.4	4.2
재고자산회전율(x)	49.3	52.5	48.5	52.5	50.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ ENM (035760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

