

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(035760)

CJ ENM

인고의 시간

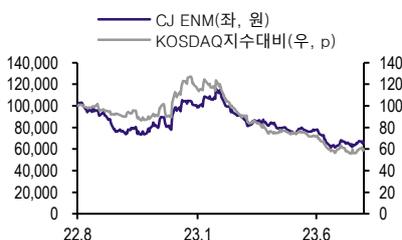
BUY(유지)

목표주가	100,000원(유지)
현재주가(08/10)	66,500원
상승여력	50.4%
시가총액	14,583억원
발행주식수	21,929천주
52주 최고가 / 최저가	116,100 / 61,300원
3개월 일평균거래대금	61억원
외국인 지분율	14.2%
주요주주	
CJ (외 6인)	42.7%
자사주 (외 1인)	5.5%
강철구 (외 1인)	0.0%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	4.7 -11.5 -38.5 -32.8
상대수익률 (KOSDAQ)	-1.2 -21.3 -56.5 -43.9

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	35,524	47,922	43,569	48,423
영업이익	2,969	1,374	-982	617
EBITDA	8,134	14,307	13,927	18,691
지배주주순이익	1,935	-1,201	-2,585	-759
EPS	8,822	-5,476	-12,469	-3,661
순차입금	6,687	22,795	35,804	41,223
PER	15.7	-19.1	-5.3	-18.2
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.6	3.2	3.6	3.0
배당수익률	1.5	n/a	n/a	2.3
ROE	5.4	-3.3	-8.0	-2.6
컨센서스 영업이익	2,969	1,374	612	2,425
컨센서스 EPS	8,822	-5,476	-3,580	4,943

주가추이



2분기 영업적자 축소, 아직은 시간이 더 필요한 상황

CJ ENM이 2분기 영업적자를 시현하였으나 그 폭은 다소 축소. 2분기 매출액은 1조 489억원(-12.0% YoY), 영업손실은 304억원(적전 YoY)을 기록. 커머스와 음악 부문의 실적은 선전하는 모습이었으나, 미디어플랫폼과 영화드라마 부문의 손실이 전반적인 실적 하락을 견인

미디어플랫폼 부문은 영업손실 299억원 시현. 경기 침체 영향에 따른 TV광고판매 부진(-30.2% YoY)현상이 지속되었고, 디지털 광고매출 역시 역성장(-27.8% YoY)하는 모습. 티빙 가입자는 꾸준히 성장하며 약 360만 수준으로 추정. 다만 오리지널 작품들의 상각비 부담으로 479억원의 영업손실을 기록. 영화드라마 부문 영업손실은 311억원 수준. 드라마와 예능의 OTT 동시방영 및 콘텐츠 판매 등 성과 호조세를 보였으나, 5TH Season이 일부 작품 공급에도 불구하고 여전히 326억원의 적자를 시현. 미국 작가/배우들의 동시파업에 따른 부정적 영향은 불가피한 상황. 음악 부문 영업이익은 120억원(-1.1% YoY)으로 안정적 실적을 시현. 한편 빌리프랩 지분 51.5%를 하이브에 매각하는 계약을 체결

광고판매 회복 및 티빙과 5TH season의 턴어라운드 절실

하반기에는 플랫폼간 시너지 확대와 제작비 효율화 기조를 강화하여 수익성 회복에 나설 계획임. 최근 경기 영향 및 시청행태 변화에 따른 영향으로 TV광고 판매가 부진한 상황이 지속되고 있는데, 하반기 일부 회복은 기대되나 완전 정상화까지는 다소 시간이 소요될 것. 티빙과 5th Season의 턴어라운드 역시 절실한 상황인데, 이를 위해서는 티빙의 가입자 증가 지속, 수익 다변화, 제작비 절감 및 5th Season 작품 제공 물량의 확대 등이 선행되어야 함

실적 개선 시그널 확인 과정

최악의 국면은 지난 것으로 보이거나 아직 본원적인 회복까지는 다소 시간이 필요한 상황인 것으로 판단. 펀더멘털 지표들의 터닝 등 본질적인 실적 개선을 기대할 수 있는 시그널들을 확인하는 과정이 필요할 것

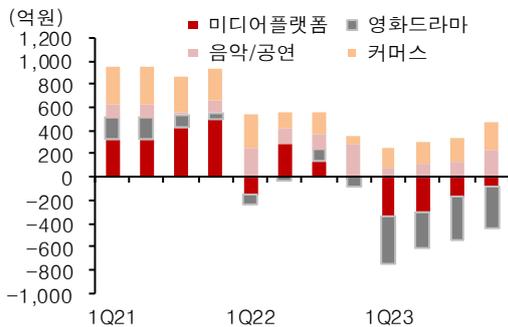
표 1 CJ ENM 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023	2024E
매출액	9,573	11,925	11,785	14,640	9,490	10,489	11,186	12,405	47,922	43,569	48,423
미디어플랫폼	3,331	3,877	3,427	3,641	2,779	3,428	3,405	3,623	14,276	13,235	14,369
영화드라마	2,162	3,386	3,573	5,123	2,361	2,296	2,579	2,940	14,243	10,175	11,972
음악/공연	907	1,145	1,691	2,107	1,190	1,308	1,826	2,423	5,850	6,747	7,759
커머스	3,173	3,517	3,095	3,769	3,161	3,457	3,375	3,419	13,553	13,412	14,323
영업이익	496	556	255	66	-503	-304	-199	24	1,374	-982	617
영업이익률	5.2%	4.7%	2.2%	0.5%	-5.3%	-2.9%	-1.8%	0.2%	2.9%	-2.3%	1.3%
미디어플랫폼	-152	280	133	-3	-343	-299	-174	-81	257	-895	-533
영화드라마	-80	-27	108	-70	-407	-311	-364	-359	-69	-1,441	-684
음악/공연	254	142	122	288	81	120	137	242	805	580	751
커머스	294	129	195	57	175	187	201	222	676	786	1,082
세전이익	40	-230	-469	-2,616	-804	-1,133	-727	-380	-3,276	-3,044	-1,095
세전이익률	0.4%	-1.9%	-4.0%	-17.9%	-8.5%	-10.8%	-6.5%	-3.1%	-6.8%	-7.0%	-2.3%
순이익	16	-250	-556	-978	-889	-1,232	-814	-292	-1,768	-3,228	-843
순이익률	0.2%	-2.1%	-4.7%	-6.7%	-9.4%	-11.7%	-7.3%	-2.4%	-3.7%	-7.4%	-1.7%

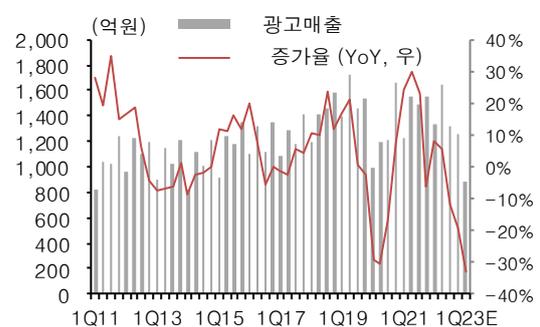
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 1 2분기 부문별 영업이익



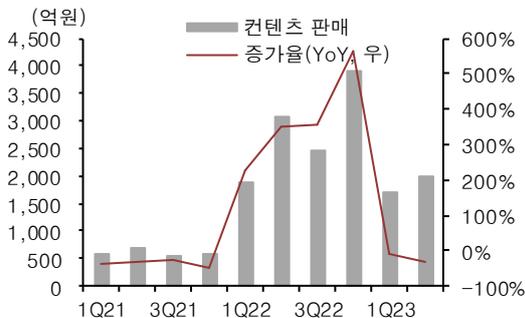
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 2 TV 광고매출 2분기도 부진 : -30.2% YoY



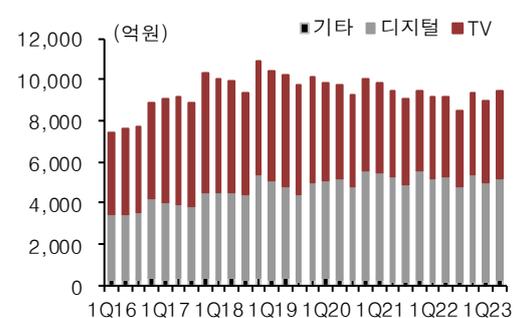
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 3 콘텐츠 판매



자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터
 주 : 22년부터 5th Season 연결편입

그림 4 커머스 취급고



자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	35,524	47,922	43,569	48,423	53,265
증가율 (Y-Y,%)	4.8	34.9	(9.1)	11.1	10.0
영업이익	2,969	1,374	(982)	617	1,041
증가율 (Y-Y,%)	9.1	(53.7)	적전	흑전	68.9
EBITDA	8,134	14,307	13,927	18,691	19,977
영업외손익	(10)	(4,650)	(2,062)	(1,712)	(2,256)
순이자수익	(152)	(701)	208	(1,823)	(2,373)
외화관련손익	74	26	0	0	0
지분법손익	952	(1,852)	(292)	(400)	(400)
세전계속사업손익	2,959	(3,276)	(3,044)	(1,095)	(1,215)
당기순이익	2,276	(1,768)	(3,228)	(843)	(935)
지배기업당기순이익	1,935	(1,201)	(2,585)	(759)	(842)
증가율 (Y-Y,%)	239.8	적전	적지	적지	적지
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	14.6	8.1	8.7	10.9	3.6
영업이익증가율(3Yr)	17.7	(20.1)	n/a	(40.8)	(8.8)
EBITDA증가율(3Yr)	4.7	11.6	21.9	32.0	11.8
순이익증가율(3Yr)	7.3	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	8.4	2.9	(2.3)	1.3	2.0
EBITDA마진(%)	22.9	29.9	32.0	38.6	37.5
순이익률 (%)	6.4	(3.7)	(7.4)	(1.7)	(1.8)
NOPLAT	2,283	996	(712)	447	755
(+) Dep	5,165	12,934	14,909	18,074	18,936
(-) 운전자본투자	(359)	(1,277)	(1,529)	119	76
(-) Capex	1,737	1,995	1,819	2,015	2,217
OpFCF	6,071	13,212	13,907	16,387	17,398

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	26,604	31,080	36,915	40,030	53,260
현금성자산	15,063	13,644	16,335	17,038	28,062
매출채권	8,975	12,985	15,954	18,060	19,970
재고자산	854	972	1,290	1,460	1,615
비유동자산	52,802	72,242	80,428	85,008	88,982
투자자산	28,459	31,893	33,407	34,763	36,175
유형자산	11,124	12,666	13,741	14,853	16,093
무형자산	13,219	27,684	33,281	35,391	36,714
자산총계	79,406	103,322	117,343	125,037	142,242
유동부채	23,229	42,692	44,537	38,822	43,266
매입채무	8,803	12,238	14,521	16,438	18,177
유동성이자부채	11,292	23,583	20,754	12,747	15,061
비유동부채	14,145	17,187	35,873	50,041	63,954
비유동이자부채	10,458	12,857	31,384	45,515	59,389
부채총계	37,373	59,879	80,410	88,863	107,220
자본금	1,106	1,106	1,106	1,106	1,106
자본잉여금	25,378	24,131	24,116	24,116	24,116
이익잉여금	13,338	11,803	9,173	8,414	7,261
자본조정	(2,048)	(1,518)	(5,258)	(5,258)	(5,258)
자기주식	(2,675)	(2,675)	(2,675)	(2,675)	(2,675)
자본총계	42,033	43,443	36,934	36,175	35,022
투자자본	24,224	42,923	48,789	52,477	55,477
순차입금	6,687	22,795	35,804	41,223	46,387
ROA	2.7	(1.3)	(2.3)	(0.6)	(0.6)
ROE	5.4	(3.3)	(8.0)	(2.6)	(3.0)
ROIC	10.1	3.0	(1.6)	0.9	1.4

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	8,822	(5,476)	(12,469)	(3,661)	(4,060)
BPS	172,252	161,984	132,869	129,408	124,152
DPS	2,100	0	0	1,500	1,500
Multiples(x,%)					
PER	15.7	(19.1)	(5.3)	(18.2)	(16.4)
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/ EBITDA	4.6	3.2	3.6	3.0	3.1
배당수익율	1.5	n/a	n/a	2.3	2.3
PCR	3.6	1.5	1.8	1.1	1.0
PSR	0.9	0.5	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	88.9	137.8	217.7	245.6	306.2
Net debt/Equity	15.9	52.5	96.9	114.0	132.5
Net debt/EBITDA	82.2	159.3	257.1	220.6	232.2
유동비율	114.5	72.8	82.9	103.1	123.1
이자보상배율	19.6	2.0	4.7	0.3	0.4
이자비용/매출액	0.6	1.9	n/a	4.4	5.0
자산구조					
투자자본(%)	35.8	48.5	49.5	50.3	46.3
현금+투자자산(%)	64.2	51.5	50.5	49.7	53.7
자본구조					
차입금(%)	34.1	45.6	58.5	61.7	68.0
자기자본(%)	65.9	54.4	41.5	38.3	32.0

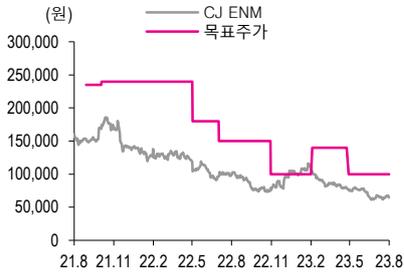
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	7,822	16,508	9,129	13,634	14,458
당기순이익	2,276	(1,768)	(3,228)	(843)	(935)
자산상각비	5,165	12,934	14,909	18,074	18,936
운전자본증감	(317)	3,513	1,709	(119)	(76)
매출채권감소(증가)	(593)	(1,434)	(3,095)	(2,106)	(1,911)
재고자산감소(증가)	(265)	(166)	(479)	(170)	(154)
매입채무증가(감소)	200	785	3,882	1,917	1,739
투자현금	(7,271)	(30,068)	(22,772)	(23,098)	(23,403)
단기투자자산감소	2,467	36	45	(45)	(92)
장기투자증권감소	(324)	(1,478)	(720)	(1,372)	(1,412)
설비투자	(1,737)	(1,995)	(1,819)	(2,015)	(2,217)
유무형자산감소	(6,963)	(15,071)	(19,246)	(19,282)	(19,282)
재무현금	9,570	12,034	16,343	10,122	19,877
차입금증가	9,435	10,357	16,358	10,122	20,188
자본증가	(541)	(435)	0	0	(311)
배당금지급	540	435	0	0	311
현금 증감	10,176	(1,537)	2,768	658	10,932
총현금흐름(Gross CF)	8,462	14,855	7,890	13,753	14,533
(-) 운전자본증가(감소)	(359)	(1,277)	(1,529)	119	76
(-) 설비투자	1,737	1,995	1,819	2,015	2,217
(+) 자산매각	(6,963)	(15,071)	(19,246)	(19,282)	(19,282)
Free Cash Flow	121	(934)	(11,646)	(7,663)	(7,041)
(-) 기타투자	324	1,478	720	1,372	1,412
잉여현금	(203)	(2,412)	(12,366)	(9,035)	(8,453)

CJ ENM - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

날짜	투자이건	적정가격(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-09-07	담당자변경			
2021-09-07	Buy	235,000	(34.4)	(27.6)
2021-10-13	Buy	240,000	(41.4)	(22.5)
2022-05-12	Buy	180,000	(42.3)	(33.9)
2022-07-12	Buy	150,000	(40.4)	(31.1)
2022-11-09	Buy	100,000	(3.6)	16.1
2023-02-13	Buy	140,000	(37.9)	(26.1)
2023-05-08	Buy	100,000	(29.9)	(20.2)
2023-08-11	Buy	100,000		

투자이건(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2023년 06월 30일 기준)

Buy (99.1%)	Hold (0.9%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286