

2023. 2. 10

Tech팀

최민하

Senior Analyst

minha22.choi@samsung.com

## CJ ENM (035760)

### 속도의 문제일 뿐 분명한 방향성

- 4분기 영업이익은 66억원(-77.7% YoY)에 그쳐 컨센서스 하회. 미디어 부문이 광고 매출 감소, 무형자산 상각비 부담 확대, 티빙 손실 등으로 -492억원으로 부진한 탓
- 23년 프리미엄 IP 강화, 유통 플랫폼 수익성 제고를 통해 사업 경쟁력을 회복하는 한편 수익성 중심 경영 기조를 강화하겠다고 밝힘
- 밸류에이션 시점 이전과 사업 성과 확대에 따른 영업가치 향상 및 보유 지분 가치 상승을 반영해 목표주가를 134,000원으로 상향

▶ AT A GLANCE

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	134,000원	19.3%
현재주가	112,300원	
시가총액	2.5조원	
Shares (float)	21,929,154주 (51.8%)	
52주 최저/최고	73,400원/138,000원	
60일-평균거래대금	182.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
CJ ENM (%)	11.5	13.1	-18.6
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-0.3	20.2	-5.6

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	134,000	104,000	28.8%
2022E EPS	-4,967	-4,248	nm
2023E EPS	1,818	2,096	-13.3%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	16
Target price	114,563
Recommendation	3.9
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

WHAT'S THE STORY?

**4Q22 실적 Review- 컨센서스 하회:** 4분기 매출액은 1조 4,640억원(+47.1% YoY), 영업이익 66억원(-77.7% YoY)에 그쳐 컨센서스(316억원)를 밑돌았다. 광고 매출 역성장(-19.1% YoY), 무형자산 상각비 부담 확대, 티빙의 손실 지속에 따른 미디어 부문의 적자 규모가 확대된 탓이 컸다. 작년 12월 시즌을 흡수 합병하며 몸집을 불린 티빙은 파급력 있는 오리지널 콘텐츠와 탭티어 사업자와 제휴 등에 힘입어 유료 구독자수 300만 명을 상회하며 국내 2위 사업자로 발돋움했다. 전분기 대비 매출이 약 40% 늘어난 것으로 추정되나 당기에 취득한 콘텐츠의 일시 상각 등 일회성 비용이 반영돼 적자 규모는 300억원 대로 줄지 못했다. 시즌제, 다큐멘터리, 영화 등 6편의 작품을 채널에 공급한 피프스시즌은 흑자를 기록했다. 1Q21 이래 영업이익 감소 추세를 이어온 커머스는 편성 전략 강화와 패션 F/W 시즌 성수기 효과 등으로 수익성이 개선돼 성장 전환했다. 영화 부문은 박스오피스 성과는 아쉬웠지만 기존 개봉작들의 부가판매 매출이 견조해 흑자 전환에 일조했다. 눈부신 성장세를 거듭해온 음악 부문은 라이브 콘서트 확대와 JO1과 INI의 앨범 판매 호전으로 양호한 이익 기조를 이어갔다. 부문별 영업이익(YoY)은 미디어 -492억원(적자지속, 4Q21 -93억원), 커머스 342억원(+16.2%), 영화 52억원(흑전, 4Q21 -98억원), 음악 164억원(-14.8%)을 기록했다. 영업외손익은 -725억원으로 악화됐는데 지분법손실 확대와 자회사 영업권 손상차손 등에 기인한다. 22년 연간 당기순손실 발생으로 배당을 실시하지 않기로 결정했다.

**수익성 중심으로 간다:** 23년 경영 목표로 '프리미엄 IP 강화 및 유통 플랫폼 수익성 제고'를 통한 사업 경쟁력 회복'을 내세웠다(그림 11). 엔터테인먼트 부문은 1) 티빙 유료 가입자 500만 명, 2) 콘텐츠 판매 매출 성장률 40%+, 3) 음악 해외 매출 비중 50%+를 제시했고 커머스 부문은 4) 상품/플랫폼 경쟁력 강화를 통해 취급고 성장률 8%+를 목표로 밝혔다.

(다음 페이지에 계속)

분기 실적

(십억원)	4Q22	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	1,464.0	47.1	24.2	16.0	16.0
영업이익	6.6	-77.7	-74.1	-73.2	-79.1
세전이익	-261.6	적전	적지	nm	nm
순이익	-86.7	적전	적지	nm	nm
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	0.5				
세전이익	-17.9				
순이익	-5.9				

자료: CJ ENM, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2021	2022E	2023E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	15.7	n/a	61.8
P/B	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.1	6.2	5.3
Div yield (%)	1.5	0.0	2.0
EPS 증가율 (%)	239.8	적전	흑전
ROE (%)	5.4	-2.9	1.1
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	8,822	-4,967	1,818
BVPS	182,220	176,298	178,221
DPS	2,100	0	2,300

**티빙과 피프스시즌의 적자 규모 축소 유력:** 22년 CJ ENM의 수익성을 끌어내린 주요 부문은 '피프스시즌'과 '티빙'이다. 22년 피프스시즌의 재무실적은 매출액 7천억원 내외, 영업손실 400억원 수준이었고, 티빙은 매출액 2,500억원, 영업손실 1,190억원을 기록한 것으로 추정된다. 13편의 콘텐츠를 공급한 피프스시즌은 22년에는 24편 이상의 작품을 공급할 계획으로 콘텐츠 편수 증가로 수익성 향상이 유력하다. 티빙은 유료 구독자 규모가 300만 명 이상으로 커졌고, 23년에도 목표치 500만 명 달성을 위해 성장세를 이어갈 것으로 예상돼 안정적인 구독 수익 확보가 가능할 것이다. 전략적 파트너이자 주주인 파라마운트, KT스튜디오지니, 네이버, 스튜디오롤루랄라 등과 콘텐츠 공동 투자 및 유통 등을 통해 효율적인 투자비 집행이 예상돼 전년 대비 수익성은 개선될 것이다.

**중장기 사업 전략 'Global IP Powerhouse'로의 도약:** 빠르게 변화하고 있는 글로벌 미디어/엔터 산업 환경을 반영해 중장기 전략 방향으로 5가지를 내세웠다(표 4). 원천/메가 IP 확보에 주력할 것으로 예상되고 플랫폼 경쟁력 강화를 위해 티빙의 UI/UX 개선과 큐레이션 등을 통해 고객 리텐션을 높이는데 집중할 전망이다. 최근 빠르게 성장한 음악 사업은 Mnet 채널을 기반으로 국내외에서 성장 기반을 확장해 나갈 것이다. 23년에도 'Boys Planet'과 일본 'Lapone'를 통해 신인 보이그룹 데뷔가 예상돼 아티스트 라인업도 확대될 것이다. 콘텐츠 유통 측면에서도 자사 보유 및 타 플랫폼과 균형적인 유통 배분을 통해 시장 내 영향력 극대화를 목표로 제시했다.

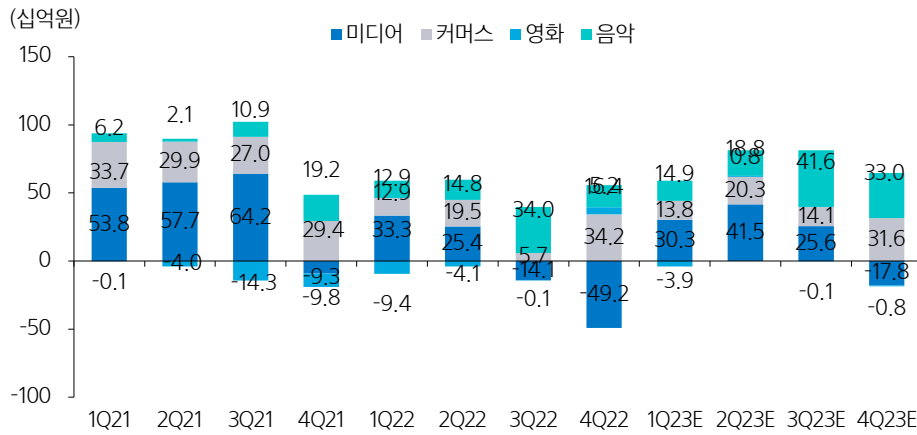
**BUY 유지:** 23년에는 수익성 개선과 함께 영업 가치 회복이 예상된다. 피프스시즌과 티빙의 적자 규모 축소, 광고 사업의 점진적인 회복으로 미디어 부문 수익성이 개선되고 신규 아티스트 IP 확대 등으로 음악 사업의 성과도 지속 커질 전망이다. 영업가치(2.2조원→2.7조원)와 보유 지분가치(1.28조원→1.6조원) 상승을 반영해 목표주가를 104,000원에서 134,000원(SOTP 방식, 표6)으로 상향한다.

표 1. 실적 추이와 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	791.9	907.9	857.5	995.0	957.3	1,192.5	1,178.5	1,464.0	1,042.6	1,393.3	1,284.8	1,542.7	3,552.4	4,792.2	5,263.4	5,766.1
미디어	386.2	456.4	442.8	489.2	546.4	722.8	609.9	728.7	609.4	890.9	686.7	783.6	1,774.5	2,607.9	2,970.5	3,375.1
커머스	330.8	357.4	315.8	374.6	317.3	351.7	309.5	376.9	325.2	358.7	324.4	377.3	1,378.5	1,355.3	1,385.6	1,433.1
영화	22.7	28.8	33.1	32.8	27.0	25.6	118.6	186.9	33.2	37.5	114.7	186.0	117.4	358.0	371.4	361.8
음악	52.2	65.4	65.8	98.5	66.6	92.4	140.5	171.5	74.8	106.2	159.1	195.9	281.9	471.0	535.9	596.2
매출총이익	402.4	418.2	416.3	397.8	415.4	454.3	417.0	464.2	415.4	514.9	463.2	502.3	1,634.7	1,750.9	1,895.8	2,051.2
영업이익	93.6	85.8	87.8	29.6	49.6	55.6	25.5	6.6	55.0	81.3	81.2	46.0	296.9	137.4	263.5	312.1
미디어	53.8	57.7	64.2	-9.3	33.3	25.4	-14.1	-49.2	30.3	41.5	25.6	-17.8	166.5	-4.6	79.6	84.4
커머스	33.7	29.9	27.0	29.4	12.9	19.5	5.7	34.2	13.8	20.3	14.1	31.6	120.1	72.4	79.6	84.0
영화	-0.1	-4.0	-14.3	-9.8	-9.4	-4.1	-0.1	5.2	-3.9	0.8	-0.1	-0.8	-28.2	-8.5	-4.0	1.6
음악	6.2	2.1	10.9	19.2	12.9	14.8	34.0	16.4	14.9	18.8	41.6	33.0	38.5	78.1	108.3	142.1
세전이익	100.3	72.1	101.5	21.9	4.0	-23.0	-46.9	-261.6	2.4	13.1	34.2	12.0	295.9	-327.6	61.7	123.9
지배주주순이익	73.6	31.9	66.9	21.2	6.7	-23.9	-54.9	-36.9	1.6	8.6	22.7	7.0	193.5	-108.9	39.9	77.9
매출총이익률(%)	50.8	46.1	48.5	40.0	43.4	38.1	35.4	31.7	39.8	37.0	36.1	32.6	46.0	36.5	36.0	35.6
영업이익률(%)	11.8	9.5	10.2	3.0	5.2	4.7	2.2	0.5	5.3	5.8	6.3	3.0	8.4	2.9	5.0	5.4
순이익률(%)	9.3	3.5	7.8	2.1	0.7	-2.0	-4.7	-2.5	0.2	0.6	1.8	0.5	5.4	-2.3	0.8	1.4
<b>(% YoY)</b>																
매출액	-2.3	8.4	7.4	5.4	20.9	31.3	37.4	47.1	8.9	16.8	9.0	5.4	4.8	34.9	9.8	9.6
미디어	13.3	12.3	19.5	3.4	41.5	58.4	37.7	49.0	11.5	23.3	12.6	7.5	11.6	47.0	13.9	13.6
커머스	-12.0	-5.0	-8.3	-2.0	-4.1	-1.6	-2.0	0.6	2.5	2.0	4.8	0.1	-6.8	-1.7	2.2	3.4
영화	-58.0	129.6	-10.2	-13.5	18.6	-11.1	258.2	469.3	22.9	46.8	-3.3	-0.4	-17.0	204.9	3.7	-2.6
음악	30.9	53.8	40.4	93.1	27.7	41.3	113.5	74.1	12.4	14.9	13.2	14.2	56.4	67.1	13.8	11.2
매출총이익	19.2	14.4	15.5	-5.4	3.2	8.6	0.2	16.7	-0.0	13.4	11.1	8.2	10.2	7.1	8.3	8.2
영업이익	135.7	16.9	23.6	-66.3	-47.0	-35.2	-70.9	-77.7	10.9	46.3	218.1	595.1	9.1	-53.7	91.8	18.4
미디어	1,284.0	131.8	119.4	적전	-38.2	-56.0	적전	적지	-9.0	63.5	흑전	적지	66.6	적전	흑전	6.0
커머스	-11.1	-40.0	-36.2	-40.0	-61.6	-34.7	-78.8	16.2	6.5	3.8	144.5	-7.7	-33.0	-39.7	10.0	5.5
영화	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	적지	적전	적지	적지	적지	흑전
음악	흑전	0.1	210.7	2,047.5	107.0	589.4	211.8	-14.8	15.9	26.6	22.3	101.7	489.1	102.8	38.7	31.1
세전이익	156.8	41.3	96.3	2,555.3	-96.0	적전	적전	적전	-40.4	흑전	흑전	흑전	107.4	적전	흑전	100.9
지배주주순이익	173.7	-6.1	133.6	흑전	-90.8	적전	적전	적전	-76.3	흑전	흑전	흑전	239.8	적전	흑전	95.5
매출총이익률(%p)	9.2	2.4	3.4	-4.5	-7.4	-8.0	-13.2	-8.3	-3.6	-1.1	0.7	0.8	2.3	-9.5	-0.5	-0.4
영업이익률(%p)	6.9	0.7	1.3	-6.3	-6.6	-4.8	-8.1	-2.5	0.1	1.2	4.2	2.5	0.3	-5.5	2.1	0.4
순이익률(%p)	6.0	-0.5	4.2	5.6	-8.6	-5.5	-12.5	-4.6	-0.6	2.6	6.4	3.0	3.8	-7.7	3.0	0.6

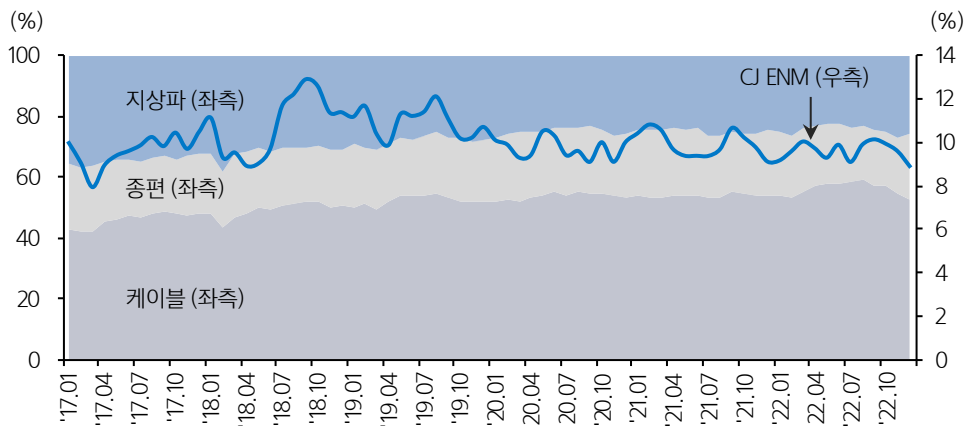
참고: '피프스시즌(구 엔터테인먼트) 지분 80%를 22년 1월 15일자로 취득해, 22년 1분기부터 연결 계상  
자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 1. 부문별 영업이익



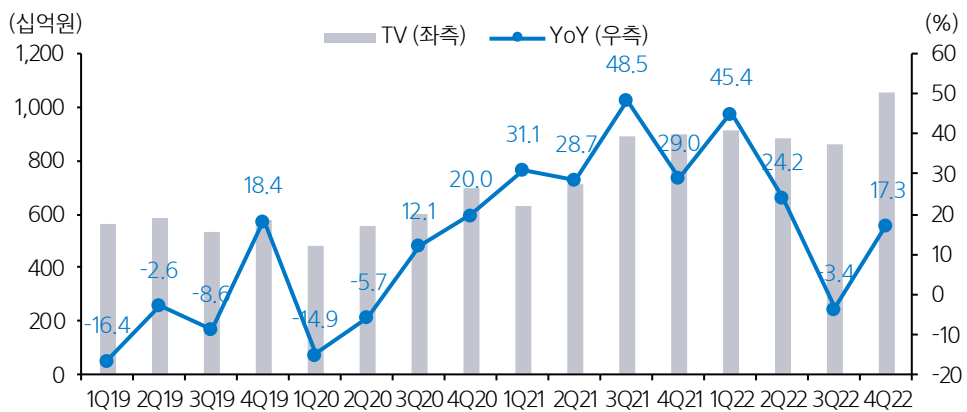
참고: '피프스시즌(구 엔데버콘텐츠) 지분 80%를 22년 1월 15일자로 취득해, 22년 1분기부터 연결 계상  
자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 2. 시청자 점유율 추이



자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 3. 시장 데이터: 상위 100대 광고주의 TV광고비 지출 규모



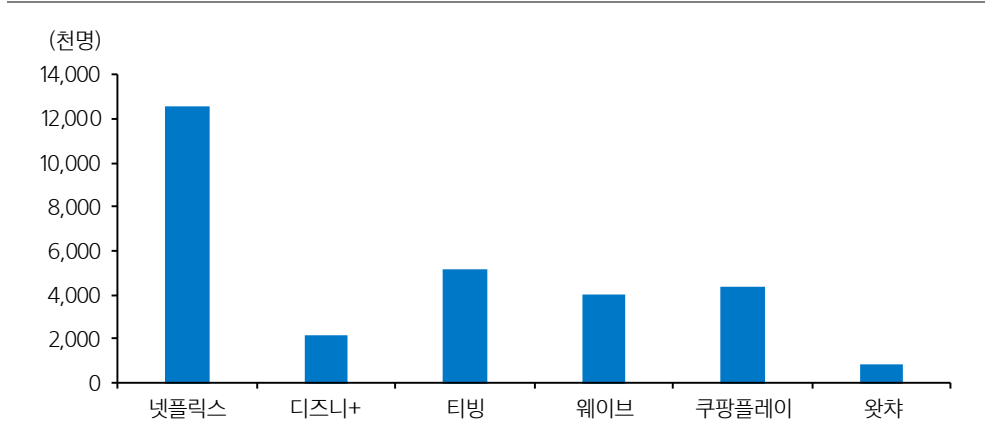
참고: 상위 100대 광고주의 광고비 합계  
자료: 광고정보센터, 삼성증권

표 2. 티빙(TVING)의 오리지널 콘텐츠 라인업(22년 하반기~23년)

타이틀	유형	방송일	에피소드	극본	연출	주연
<b>TVING 오리지널</b>						
제로섬게임	예능	7.1~8.26	12		고동완	장성규, 한혜진
나를 사랑하지 않는 X에게	드라마	7.14~7.28	10	고재홍, 왕혜지	고재홍	한지효, 도영
환승연애 시즌 2	예능	7.15~10.28	20		이진주	
마녀사냥 2022	예능	8.5~9.23	8	정유진, 서소영	홍인기, 정종찬	신동엽, 김이나 등
개미가 타고 있어요	드라마	8.12~9.9	12	임연수	최지영	한지은, 홍종현
청춘MT	예능	9.9~10.21	8	지현숙	정종찬	박보검, 박서준, 지창욱 외
온더	드라마	10.14	6	김정훈, 오승현, 김성철	이준익	신하균, 한지민
푸드 크로니클	다큐멘터리	10.20~12.15	9		이욱정	-
몸값	드라마	10.28~11.4	6	전우성, 최병윤	전우성	진선규, 전종서
각자의 분능대로 시즌2	예능	11.11	6		김관태	
러브캐처 인 발리	예능	11.18~'23.1.13	8		정민석	
보물찾기	예능	12.2~'23.1.20	8		채성욱, 김은지	오현민, 장지수
술꾼도시여자들 2	드라마	12.9~'23.1.13	12	위소영	박수원	정은지, 이선빈, 한선화
아일랜드 Part1	드라마	12.30~'23.1.13	6	장윤미	박배종	김남길, 이다희
두발로 티켓팅	예능	1.20~			이세영	하정우, 주지훈
KPOP Generation	예능	1.26~			이예지	
만찐남	예능	1.27~			황재석	이말년, 주호민, 기안84, 주우재
웹툰싱어	예능	2.17~			황성호	민호, 유세윤, 장도연
아일랜드 Part2	드라마	2.24~	6	장윤미	박배종	김남길, 이다희
방과 후 전쟁활동	드라마	2023년 3월	10	이남규	성용일	신현수
잔혹한 인턴	드라마	2023년	12	박연경	한상재	라미란, 엄지원
샤크: 더 스톱	드라마	2023년	6	-	채여준	김민석
구미호던 1938	드라마	2023년		한우리	강신호	이동욱, 김소연, 김범, 류경수
우리가 사랑했던 모든 것	드라마	2023년	12	강보라	김진성	세훈, 장여빈
빌런즈	드라마	2023년	-	김형준	진혁	유지태, 곽도원, 이범수, 이민정
사랑의 안단테	드라마	2023년	12			임슬옹, 황승언
비밀의 숲 스펀오프	드라마			김상원, 황하정	진창규	
더 디저트	예능				김나현	
더 타임 호텔	예능				남경모	홍진호 등
김태호 PD 신규 예능	예능				김태호	
여고추리반3	예능					
환승연애3	예능					
결혼과 이혼 사이2	예능				박내룡	
마녀사냥 시즌3	예능			정유진, 서소영	홍인기	
아워게임	다큐멘터리					
<b>TVING Only (독점)</b>						
2022 소우파 리유니온 콘서트 [THE NEXT ERA]	콘서트	7.10				
가우스전자	드라마	7.22~8.5	10			
분데스리가 22/23 시즌	스포츠	22년 8월~ 23년 5월				
임영웅 콘서트 [IM HERO]	콘서트	8.14				
신병	드라마	9.30~11.5	12			
Welcome to NCT universe	예능	11.30~'23.2.1	10	황선영	조현정	NCT
임영웅 콘서트 [IM HERO ENCORE]	콘서트	'23. 1.14				
스트릿 맨 파이터 [ON THE STAGE]	콘서트	'23. 1.20				

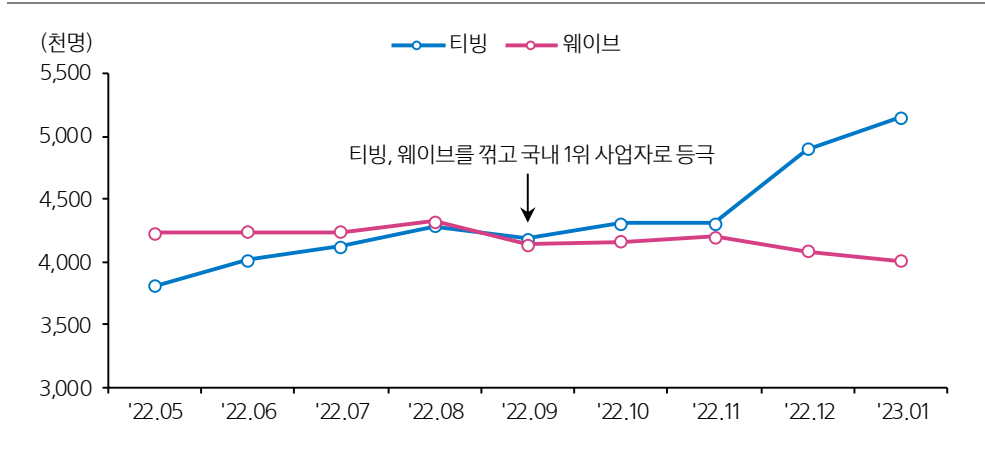
자료: CJ ENM, 티빙, 언론 보도, 삼성증권

그림 4. 국내 OTT 앱의 1월 MAU(월간 활성 이용자 수)



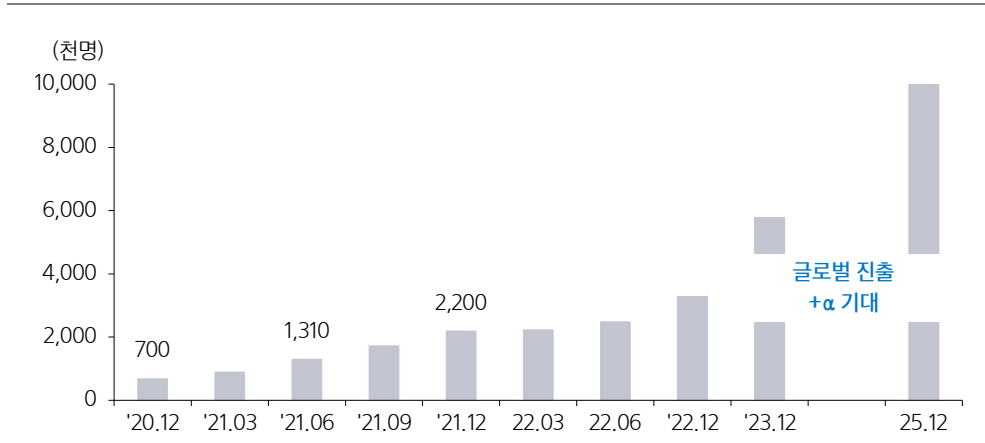
참고: iOS+안드로이드 기준  
자료: 모바일인덱스, 삼성증권

그림 5. 웨이브, 티빙 MAU 비교



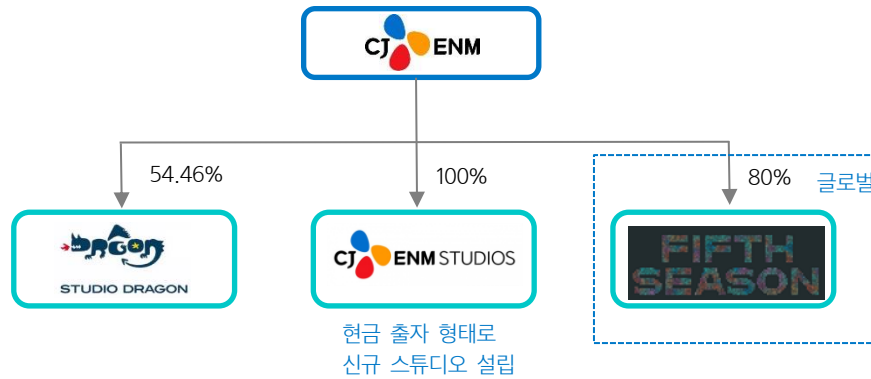
참고: iOS+안드로이드 기준  
자료: 모바일인덱스, 삼성증권

그림 6. 티빙의 유료 구독자 수 추이와 전망



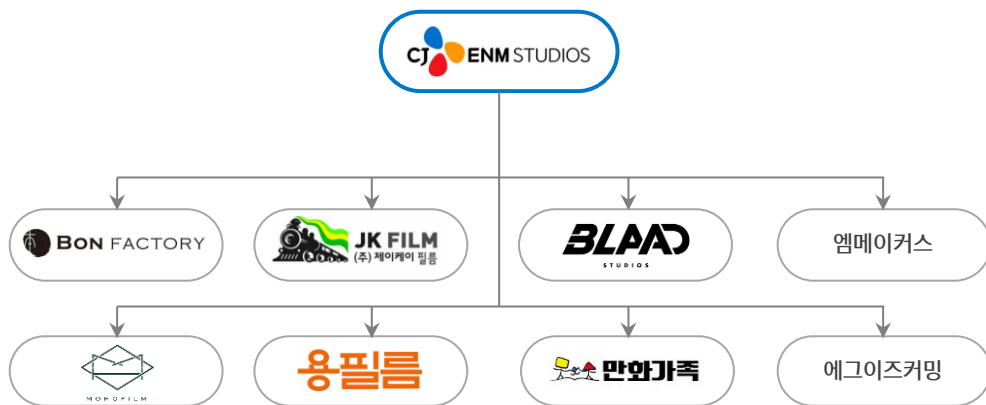
자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 7. CJ ENM의 멀티스튜디오 체제



참고: 엔데버 콘텐츠(Endeavor Content)가 '피프스시즌(FIFTH SEASON)'으로 사명 변경(22년 9월)  
자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 8. CJ ENM 스튜디오스, 산하 8개 콘텐츠 제작사 흡수 합병→ 레이블 형태로 운영



자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 9. 케플러 미니 3집: 트러블슈터 (10/13)



자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 10. JO1 싱글 6집: Midnight Sun 1 (10/12)



자료: CJ ENM, 삼성증권

표 3. 배급 영화 라인업

연도	No.	영화명	개봉일	장르	출연배우	관객수 (천명)
2020	1	클로젯	2월 5일	호러, 스릴러	하정우, 김남길, 허율	1,271
	2	다만 약에서 구하소서	8월 5일	범죄, 액션, 드라마	황정민, 이정재, 박정민 최희서	4,358
	3	담보	9월 29일	드라마	성동일, 하지원, 김윤진	1,720
	4	도굴	11월 4일	범죄, 액션, 드라마	이제훈, 조우진, 신혜선	1,545
2021	1	서복 (TVING 오리지널)	4월 15일	SF, 액션	공유, 박보검, 조우진	385
	2	발신제한	6월 23일	스릴러	조우진, 지창욱, 이재인	956
	3	미드나이트	6월 30일	스릴러	진기주, 위하준	109
	4	방법: 재차의	7월 28일	공포	엄지원, 정지소	176
	5	보이스	9월 15일	범죄, 액션	변요한, 김무열	1,427
	6	연애 빠진 로맨스	11월 24일	멜로, 로맨스	전종서, 손석구	607
	7	해피뉴이어	12월 29일	로맨스, 드라마	한지민, 이동욱	237
2022	1	브로커	6월 8일	드라마	송강호, 강동원, 배두나	1,261
	2	헤어질 결심	6월 29일	멜로	박해일, 탕웨이	1,888
	3	외계+인 (1부)	7월 20일	SF, 액션, 판타지	류준열, 김우빈, 김태리	1,539
	4	공조2: 인터내셔날	9월 7일	액션, 코미디	현빈, 유해진, 임윤아	6,983
	5	영웅	12월 21일	뮤지컬, 드라마	정성화, 김고은, 나문희, 배정남	3,160
2023	1	유령	1월 18일	액션	설경구, 이하늬, 박소담	629
	2	카운트	2월 22일	드라마	진선규, 성유빈	
	3	사일런스	TBD	액션	이선균, 주지훈	
	4	더 문	TBD	드라마, SF	설경구, 도경수	
	5	외계+인 (2부)	TBD	SF, 액션, 판타지	류준열, 김우빈, 김태리	
	6	2시의 데이트	TBD	로맨스, 코미디	임윤아, 안보현	
	7	소년들	TBD	범죄, 액션	설경구, 유준상	
	8	도그데이즈	TBD	드라마	유해진, 윤여정	

참고: 1. 관객 수는 누적 관객 수, 2월 8일 기준

2. <스마트폰을 떨어뜨렸을 뿐인데>는 극장 개봉 대신 넷플릭스 오리지널로 2월 17일 공개될 예정

자료: 언론자료, 영화진흥위원회, 삼성증권

표 4. 중장기 사업 전략: Global IP Powerhouse로 도약을 위한 전략적 Shift

No.	키워드	방향성
1	콘텐츠 IP	글로벌 경쟁력을 갖춘 콘텐츠 제작 시스템 & 크리에이터 생태계 구축 - 원천/Mega IP 확보 강화, 데이터 기반 제작 지원시스템 구축, 글로벌향 예능 콘텐츠 확대
2	티빙	고객 편의성 & 마케팅 전략 정교화를 통한 No.1 OTT 지위 확보 - UI/UX 개선 플랫폼 고도화, 데이터 기반 콘텐츠 큐레이션 & 리텐션 강화, D2C DNA 내재화
3	음악	K-POP 산업 이끄는 아티스트 IP 및 음악 산업 생태계 리더 입지 공고화 - 자체 기획 시스템(MCS) 통한 국내외 Hit IP 확보 (라포네), 디지털 & 오프라인 플랫폼 고도화
4	콘텐츠 유통	유통 구조/전략 최적화 통한 수익 극대화 - 글로벌 유통판로 다변화 및 판가 체계 고도화, IP 소유/주도권 강화
5	수익 중심 경영	효율적 자원 배분 및 비용 관리 통한 수익성/Cash Flow 개선 - 제작비 투명성 및 투자 효율성 제고, 비핵심 자산 유동화 통한 재무건전성 확보

자료: CJ ENM, 삼성증권



그림 11. 2023년 경영 목표: 프리미엄 IP 강화 및 유통 플랫폼 수익성 제고를 통한 사업 경쟁력 회복



자료: CJ ENM, 삼성증권

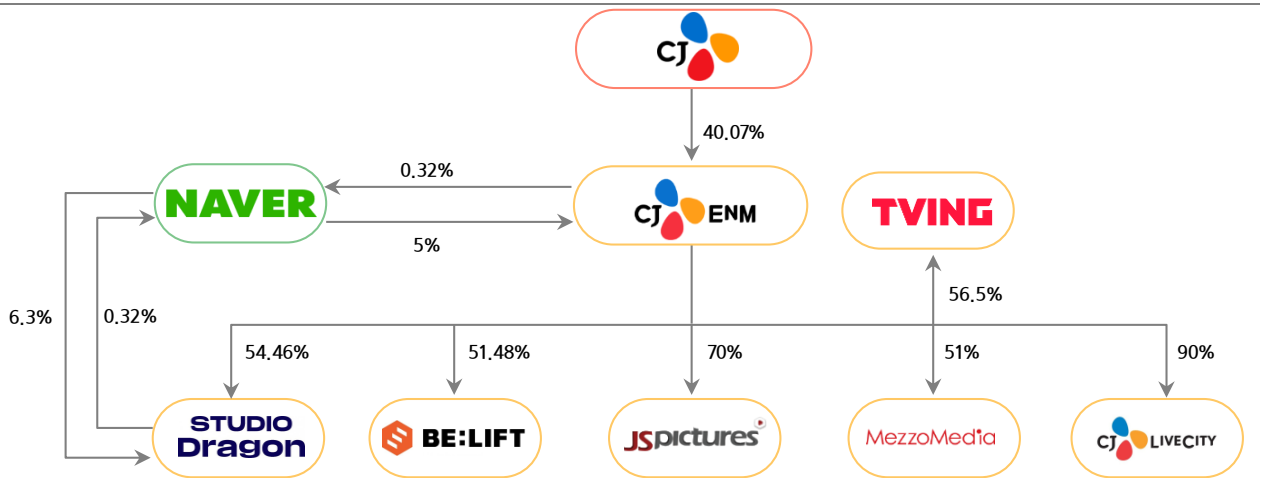
표 5. 보유 지분 현황

	보유지분율 (%)	보유 지분 가치 (십억원)	최초 취득일
넷마블 (251270)	21.8	1,156.9	2011년 11월
스튜디오드래곤 (253450)	54.5	1,365.2	2016년 5월
NAVER (035420)	0.3	120.7	2020년 10월
LG헬로비전 (037560)	1.5	5.0	1999년 12월
삼성생명 (032830)	0.2	20.1	2011년 9월
텍스터 (206560)	6.8	23.5	2020년 3월
에이스토리 (241840)	10.5	24.5	2011년 3월
합계	-	2,716.0	-
자사주	5.5	134.7	-

참고: 1. LG헬로비전(구 CJ헬로) 보유 지분율은 LG유플러스와 주식양수도 계약으로 53.92%에서 3.92%로 변동(19년 12월 24일)  
 2. 자사주는 18년 7월 1일 합병에 따른 주식매수청구권 행사 주식을 취득, 20년 10월 27일 NAVER와 상호 자기주식 교환  
 3. 보유지분율은 22년 3분기 분기보고서 기준, 보유 지분 가치는 23년 2월 9일 종가 기준

자료: Dart, WiseFn, 삼성증권

그림 12. CJ ENM: 지배구조



자료: CJ ENM, 삼성증권

표 6. 목표주가 산정방식 (SOTP)

(십억원)	NOPLAT	Multiple (배)	가치	설명
영업가치 (a)			2,725	12MF NOPLAT
미디어	75	15	1,127	스튜디오드래곤 가치 제외
커머스	71	7	474	홈쇼핑업체 PER
영화			267	IP 가치
음악	87	10	857	자체 아티스트 IP 등
지분가치 (b)			1,598	2월 9일 종가 기준
스튜디오드래곤			819	시가총액의 40% 할인, 지분율 54.5%
넷마블			694	시가총액의 40% 할인, 지분율 22.9%
네이버			72	시가총액의 40% 할인, 지분율 0.32%
삼성생명			12	시가총액의 40% 할인, 지분율 0.2%
사업가치			4,323	
순차입금 ©			1,390	
적정가치			2,934	=(a)+(b)-(c)
주식 수 (천주)			21,929	
주당 적정가치(원)			133,776	
목표주가 (원)			134,000	
현재 주가 (2/9)			112,300	
Upside (%)			19.3	

자료: 삼성증권

표 7. 이익 추정치 변경

(십억원)	2023E			2024E		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	5,079.9	5,263.4	3.6	5,596.6	5,766.1	3.0
영업이익	282.7	263.5	-6.8	350.7	312.1	-11.0
영업이익률 (% , %p)	5.6	5.0	-0.6	6.3	5.4	-0.9
세전이익	66.1	61.7	-6.7	132.3	123.9	-6.3
지배주주순이익	46.0	39.9	-13.3	89.1	77.9	-12.5

자료: 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	3,391	3,552	4,792	5,263	5,766
매출원가	1,907	1,918	3,041	3,368	3,715
매출총이익	1,484	1,635	1,751	1,896	2,051
(매출총이익률, %)	43.8	46.0	36.5	36.0	35.6
판매 및 일반관리비	1,212	1,338	1,614	1,632	1,739
영업이익	272	297	137	264	312
(영업이익률, %)	8.0	8.4	2.9	5.0	5.4
영업외손익	-129	-1	-465	-202	-188
금융수익	35	51	78	82	87
금융비용	66	50	145	146	157
지분법손익	81	68	-182	-68	-63
기타	-179	-70	-215	-70	-55
세전이익	143	296	-328	62	124
법인세	77	68	-162	14	29
(법인세율, %)	54.0	23.1	49.4	23.1	23.1
계속사업이익	66	228	-166	47	95
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	66	228	-166	47	95
(순이익률, %)	1.9	6.4	-3.5	0.9	1.7
지배주주순이익	57	193	-109	40	78
비지배주주순이익	9	34	-57	8	17
EBITDA	769	813	660	794	855
(EBITDA 이익률, %)	22.7	22.9	13.8	15.1	14.8
EPS (지배주주)	2,596	8,822	-4,967	1,818	3,554
EPS (연결기준)	2,993	10,377	-7,554	2,163	4,345
수정 EPS (원)*	2,596	8,822	-4,967	1,818	3,554

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	566	782	582	860	924
당기순이익	66	228	-166	47	95
현금유출입이없는 비용 및 수익	703	619	565	637	657
유형자산 감가상각비	63	64	68	66	64
무형자산 상각비	433	452	455	464	479
기타	206	102	42	106	114
영업활동 자산부채 변동	-36	-32	43	214	223
투자활동에서의 현금흐름	-1,050	-727	-785	-642	-626
유형자산 증감	-110	-173	-166	-123	-110
장단기금융자산의 증감	-372	269	-141	-50	-45
기타	-568	-824	-477	-469	-471
재무활동에서의 현금흐름	490	957	-8	-150	-51
차입금의 증가(감소)	38	970	35	-150	-3
자본금의 증가(감소)	157	51	0	0	0
배당금	-27	-54	-44	0	-48
기타	323	-11	0	0	0
현금증감	-0	1,018	-855	-151	22
기초현금	270	270	1,287	432	281
기말현금	270	1,287	432	281	304
Gross cash flow	768	846	399	684	753
Free cash flow	455	609	416	737	815

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: CJ ENM, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,752	2,660	2,333	2,320	2,409
현금 및 현금등가물	270	1,287	432	281	304
매출채권	727	800	1,075	1,171	1,159
재고자산	59	85	111	112	115
기타	697	487	716	756	831
비유동자산	4,528	5,280	5,904	6,126	6,332
투자자산	2,136	2,490	2,994	3,154	3,323
유형자산	984	1,121	1,219	1,276	1,321
무형자산	1,072	1,322	1,328	1,347	1,376
기타	335	347	364	349	313
자산총계	6,280	7,941	8,237	8,446	8,742
유동부채	1,552	2,323	2,651	2,741	2,928
매입채무	228	251	340	388	434
단기차입금	425	954	943	918	918
기타 유동부채	898	1,118	1,368	1,436	1,576
비유동부채	943	1,414	1,562	1,633	1,695
사채 및 장기차입금	554	941	991	974	974
기타 비유동부채	389	473	571	659	721
부채총계	2,495	3,737	4,213	4,375	4,623
지배주주지분	3,437	3,777	3,655	3,694	3,725
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,487	2,538	2,538	2,538	2,538
이익잉여금	1,162	1,334	1,181	1,221	1,251
기타	-322	-205	-175	-175	-175
비지배주주지분	348	426	369	377	394
자본총계	3,785	4,203	4,024	4,071	4,119
순부채	438	669	1,429	1,390	1,326

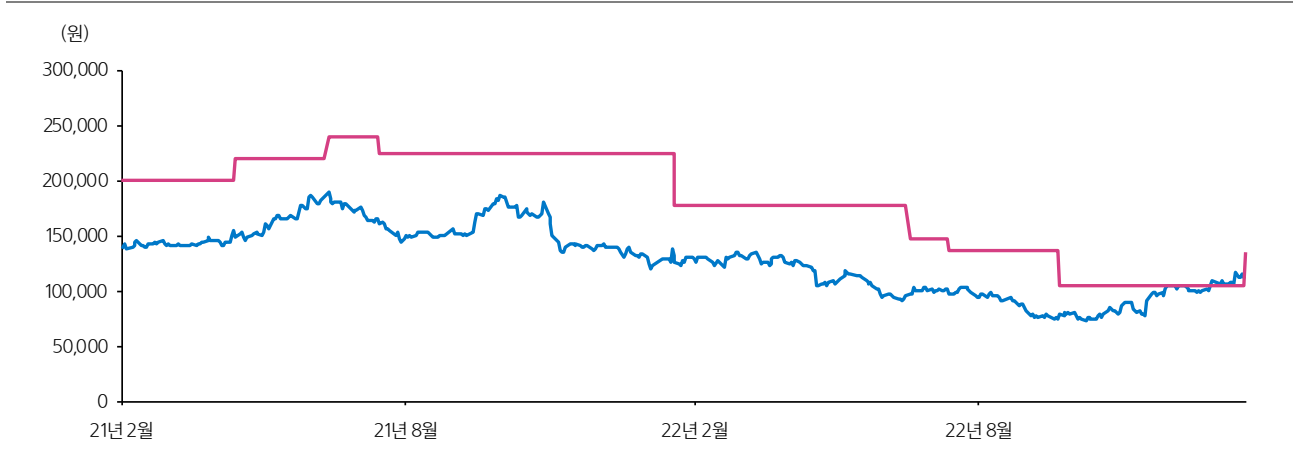
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	-10.5	4.8	34.9	9.8	9.6
영업이익	1.0	9.1	-53.7	91.8	18.4
순이익	12.0	246.7	적전	흑전	100.9
수정 EPS**	-45.4	239.8	적전	흑전	95.5
주당지표					
EPS (지배주주)	2,596	8,822	-4,967	1,818	3,554
EPS (연결기준)	2,993	10,377	-7,554	2,163	4,345
수정 EPS**	2,596	8,822	-4,967	1,818	3,554
BPS	165,817	182,220	176,298	178,221	179,681
DPS (보통주)	1,600	2,100	0	2,300	2,300
Valuations (배)					
P/E***	53.7	15.7	n/a	61.8	31.6
P/B***	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.0	5.1	6.2	5.3	4.9
비율					
ROE (%)	1.8	5.4	-2.9	1.1	2.1
ROA (%)	1.1	3.2	-2.0	0.6	1.1
ROIC (%)	5.1	9.0	2.5	7.1	8.7
배당성향 (%)	58.3	22.5	0.0	119.6	61.2
배당수익률 (보통주, %)	1.1	1.5	0.0	2.0	2.0
순부채비율 (%)	11.6	15.9	35.5	34.1	32.2
이자보상배율 (배)	11.2	13.2	4.7	9.3	11.4

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 2월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 2월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2021/1/11	5/7	7/5	8/6	2022/2/11	7/11	8/5	10/14	2023/2/10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	200000	220000	240000	225000	177000	147000	137000	104000	134000
과리율 (평균)	-26.10	-24.63	-27.83	-32.74	-33.17	-31.60	-34.47	-11.43	
과리율 (최대/최소)	-13.60	-15.09	-23.38	-17.38	-23.73	-29.66	-24.89	11.63	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

**기업**

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 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

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2022.12.31

매수(80.6%) 중립(19.4%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA