

# CJ ENM (035760)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**110,000**

유지

현재주가

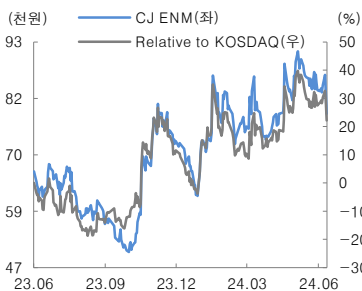
**78,400**

(24.07.03)

미디어업종

KOSDAQ	836.1
시가총액	1,719십억원
시가총액비중	0.42%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	91,100원 / 50,200원
120일 평균거래대금	84억원
외국인지분율	14.60%
주요주주	CJ 외 5 인 42.70%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.1	-3.0	12.2	23.5
상대수익률	-10.2	2.1	16.9	31.3



## 2Q에도 개선되는 실적

- 2Q24 매출 1.1조원(+8% yoy), OP 513억원(흑전 yoy) 전망
- 티빙과 Fifth Season에서 OP +715억원 yoy 등 OP +817억원 yoy 전망
- 24E OP 2,3천억원(흑전 yoy, +2.4천억원 yoy)

### 투자의견 매수(Buy), 목표주가 110,000원 유지

12M FWD EPS 6,132원에 타겟 PER 19배 적용

PER 기준: 18년 CJ E&M-CJO 합병 Pro-forma OP 2.5천억원 수준에 근접할 경우 CJ E&M과 CJO의 합병 전 PER 5년 평균인 21배 적용 예정

### 2Q24 Preview: 티빙, F/S 순항 중

매출 1.1조원(+8% yoy, -2% qoq), OP 513억원(흑전 yoy, +316% qoq) 전망  
미디어/플랫폼 101억원(+400억원 yoy), 영화/드라마 95억원(+406억원 yoy)  
음악 137억원(+17억원 yoy), 커머스 191억원(+4억원 yoy) 등 +817억원 yoy

### K-컬처밸리, 재개되면 기회요인이 큰 사업

CJ ENM이 출자(보통주 지분 90%)한 CJ라이브시티의 K-컬처밸리 복합개발사업. 7/1 경기도는 해당 사업에 대한 협약해지 통보, 공영개발로 전환할 것으로 알려짐

CJ ENM의 익스포저는 약 7천억원. CJ라이브시티 초기 출자금 1.5천억원, 대여금 899억원, CJ 라이브시티의 조달 자금에 대한 지급보증 약 4.5천억원

출자금과 대여금은 CJ라이브시티의 손실에 따라 이미 ENM의 연결 실적에 반영. 지급보증 4.5천억원에 대해서는 일부 손실이 반영될 가능성

ENM과 경기도간에 추가 협상이 진행되면서 사업이 재개될지, 협상을 통해 ENM이 사업비를 보전 받고 계약을 해지할지, 소송으로 이어질지에 따라서 ENM이 인식할 수도 있는 손실 규모는 크게 차이가 날 것으로 전망

향후 진행 상황을 쉽게 예측하기는 어렵지만, 사업이 재개되는 것이 CJ ENM 입장에서는 가장 바람직하다고 판단. ENM 실적에서 음악사업의 비중은 21년 매출 11%, OP 14%. 당사 추정 26년 비중은 매출 16%, OP 23% 전망

K-컬처밸리 사업의 불확실성이 커지는 동안, 7/2 카카오는 서울시와 창동 서울아레나 부지에서 2.8만명을 수용할 수 있는 K-컨텐츠 복합 문화 공간 착공식 진행

K-컬처밸리는 서울아레나 대비 8년 먼저 시작한 사업이고, 공학 근처여서 한류팬 수용을 위한 위치도 서울아레나 대비 유리하며, 무엇보다 CJ ENM은 Mnet이라는 시스템, K-Con, MAMA를 통해 국내외 음악시장에서 중요한 역할 차지

ENM이 Mnet 시스템에서 배출한 아티스트들의 앨범판매 증가 및 콘서트 규모 확대 등의 성과와 향후 국내외에서 배출될 아티스트들의 역량을 감안하면, K-컬처밸리의 사업재개가 ENM 및 음악시장 성장을 위해서도 바람직하다고 판단

(단위: 십억원 %)

구분	2Q23	1Q24	2Q24(F)		3Q24					
			직전추정	당사추정	당사추정	YoY	QoQ			
매출액	1,049	1,154	1,148	1,129	7.6	-2.2	1,191	1,242	11.8	10.0
영업이익	-30	12	50	51	흑전	316.2	38	55	640.2	6.8
순이익	-97	-15	11	26	흑전	흑전	2	31	흑전	21.7

자료: CJ ENM, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,792	4,368	4,866	5,307	5,561
영업이익	137	-15	230	304	363
세전순이익	-328	-335	113	209	313
총당기순이익	-177	-397	94	163	244
자배지분순이익	-120	-316	106	155	232
EPS	-5,476	-14,405	4,836	7,057	10,572
PER	NA	NA	18.0	12.3	8.2
BPS	161,984	147,691	152,527	159,585	168,550
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	-3.3	-9.3	3.2	4.5	6.4

주: EPS와 BPS, ROE는 자배지분 기준으로 산출 / 자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	4,829	5,241	4,866	5,307	0.8	1.3
판매비와 관리비	4,363	4,620	1,247	1,266	-71.4	-72.6
영업이익	234	310	230	304	-1.6	-2.0
영업이익률	4.8	5.9	4.7	5.7	-0.1	-0.2
영업외손익	-139	-85	-117	-95	적자유지	적자유지
세전순이익	95	226	113	209	19.3	-7.4
자배지분순이익	70	167	106	155	51.1	-7.4
순이익률	1.5	3.4	1.9	3.1	0.4	-0.3
EPS(자배지분순이익)	3,200	7,621	4,836	7,057	51.1	-7.4

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

표 1. CJ ENM 실적 추정

(억원 천명 %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	22	23	24E	25E	26E
매출	9,490	10,489	11,109	12,596	11,541	11,288	12,421	13,410	47,922	43,684	48,660	53,071	55,615
영업이익	-503	-304	74	587	123	513	548	1,115	1,374	-146	2,300	3,040	3,627
미디어 플랫폼	-343	-299	19	23	-35	101	121	216	78	-600	403	814	865
영화/드라마	-407	-311	-204	-53	-178	95	179	251	71	-975	347	637	1,073
음악	81	120	155	354	48	137	183	391	558	709	759	815	855
커머스	175	187	71	260	262	191	75	267	724	692	795	814	874
											2,446	740	587
TV 광고 성장률(yoy)	-35.4	-25.6	-24.6	-27.5	-2.7	2.3	10.6	22.3	-6.4	-28.2	7.8	12.9	10.3
티빙 가입자	3,160	3,500	3,750	4,000	4,250	4,500	4,750	5,000	3,200	4,000	5,000	6,000	7,000
티빙 손익	-400	-479	-312	-228	-166	-139	-124	-56	-1,192	-1,420	-485	92	635
티빙 손익 증감									-429	-228	935	577	543
Fifth Season 콘텐츠 공급	0	2	4	4	2	6	8	9	13편	10편	25편	30편	32편
Fifth Season 손익	-400	-326	-123	194	-166	50	150	250	-389	-655	284	600	900
Fifth Season 손익 증감									-266	939	316	300	

자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

## K-컬처밸리, 재개되면 기회요인이 큰 사업

CJ ENM이 출자(보통주 지분 90%)한 CJ라이브시티의 K-컬처밸리 복합개발사업

고양시 관광문화단지내 경기도 소유의 테마파크 용지에 대해 해당 토지 공시지가의 1%를 매년 대부료로 납입하고, 16년부터 50년간 사용할 수 있는 계약 체결

약 2조원을 투자하여, K-Pop 아레나(실내 2만명, 야외 4만명), 스튜디오, 테마파크, 숙박시설 등을 21년까지 완공 예정이었으나, 사업계획 변경으로 21.10월 착공

공사 지연에 대해 경기도는 지체보상금 1천억원 요구, 국토부 중재안은 사업 기한 연장, 지체보상금 감면 등인데, 경기도의 특혜 시비 우려에 따른 미동의 이후 지난 7/1 경기도는 해당 사업에 대한 협약해지 통보, 공영개발로 전환할 것으로 알려짐

CJ ENM의 익스포져는 약 7천억원. CJ라이브시티 초기 출자금 1.5천억원, 대여금 899억원, CJ라이브시티의 조달 자금에 대한 지급보증 약 4.5천억원

ENM과 경기도간에 추가 협상이 진행되면서 사업이 재개될지, 협상을 통해 ENM이 사업비를 보전 받고 계약을 해지할지, 소송으로 이어질지에 따라서 ENM이 인식할 수도 있는 손실 규모는 크게 차이가 날 것으로 전망

향후 진행 상황을 쉽게 예측하기는 어렵지만, 사업이 재개되는 것이 CJ ENM 입장에서는 가장 바람직하다고 판단. ENM 실적에서 음악사업의 비중은 21년 매출 11%, OP 14%. 당사 추정 26년 비중은 매출 16%, OP 23% 전망

한편, K-컬처밸리 사업의 불확실성이 커지는 동안, 7/2 카카오는 서울시와 창동 서울아레나 부지에서 2.8만명을 수용할 수 있는 K-컨텐츠 복합 문화 공간 착공식 진행

ENM이 Mnet 시스템에서 배출한 아티스트들의 성과와 향후 국내외 Mnet 시스템에서 배출될 아티스트들의 역량을 감안하면, K-컬처밸리의 사업재개가 ENM 및 음악시장 성장을 위해서도 바람직하다고 판단

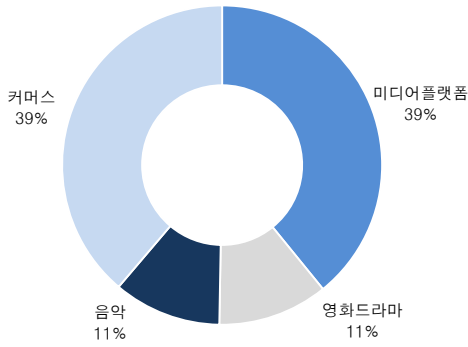
CJ라이브시티의 K-컬처밸리는 서울아레나 대비 8년 먼저 시작한 사업이고, 공항 근처여서 한류팬 수용을 위한 위치도 서울아레나 대비 유리하며, 무엇보다 CJ ENM은 Mnet 이라는 시스템, K-Con, MAMA를 통해 국내외 음악시장에서 중요한 역할 차지

ENM 산하의 주요 아티스트들인 제로베이스원, 케플러, JO1, INI, DXTEEN, ME:I 및 과거 소속 아티스트였던 Wanna One, IOI, 프로미스나인, IZ\*ONE은 대부분 Mnet의 오디션 프로그램에서 탄생

JO1, 엔하이픈등 20년에 데뷔한 그룹들의 음반 소동판매량은 30만장 수준이었으나, 4Q21에 데뷔한 INI는 50만장, 3Q23에 데뷔한 제베1은 미니1집 소동이 182만장, 4Q23의 미니2집 소동은 231만장, 2Q24의 미니3집은 135만장을 달성해서 3연속 밀리언셀러 달성

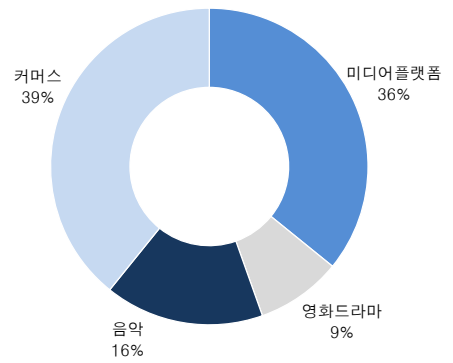
그 동안 콘서트는 관객 동원이 2만명 안팎인 아레나 위주로 이루어졌는데, JO1은 23.11월 5.5만명 수용이 가능한 Kyocera Dome Osaka에서 콘서트를 진행했고, INI 역시 지난 24.2월 Kyocera Dome Osaka에서 콘서트 진행. 빌리프랩 소속으로 지금은 하이브 소속이 된 엔하이픈도 아레나로부터 시작해서 23.1월 Kyocera Dome Osaka, 23.9월 Kyocera Dome Osaka 및 Tokyo Dome 콘서트 진행

그림 1. 21년 매출 비중



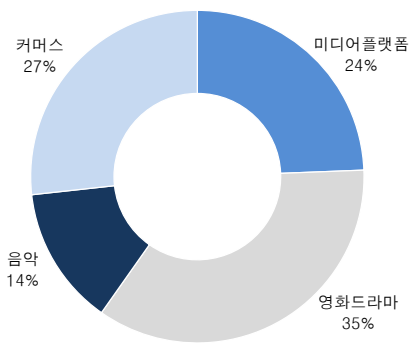
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 2. 21년 이익 비중



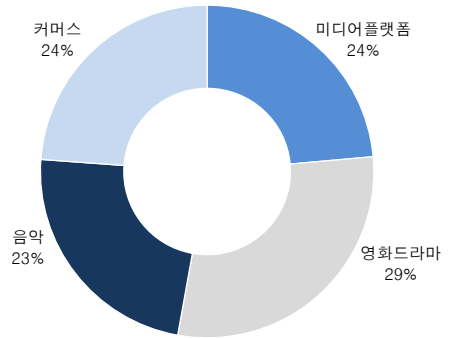
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 3. 26E 매출 비중



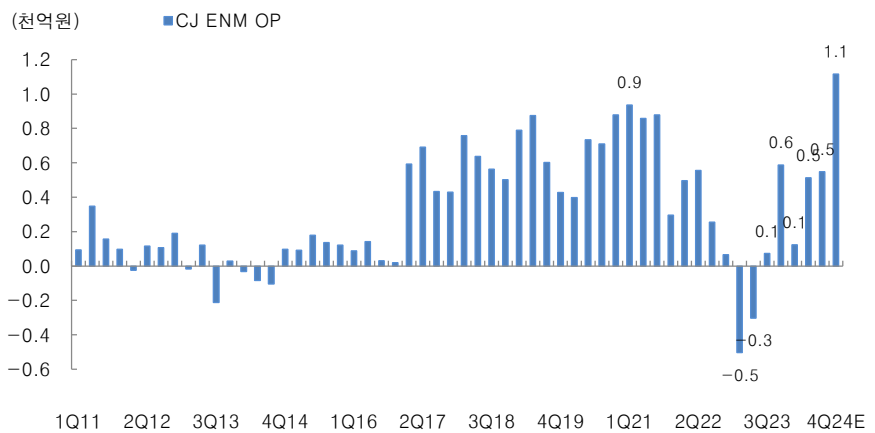
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 26E 이익 비중



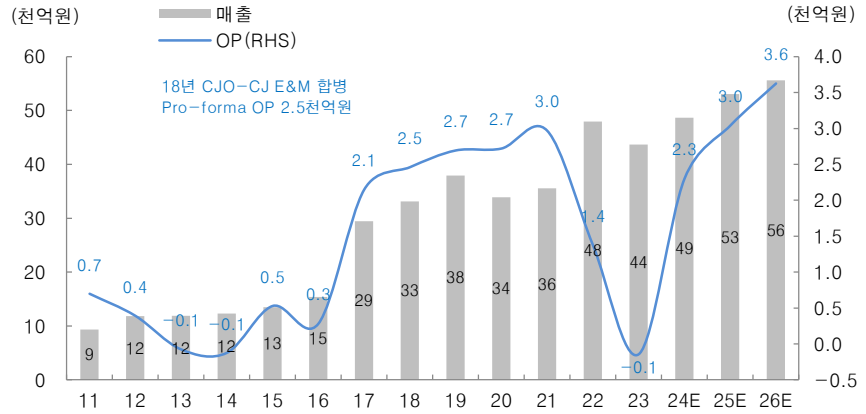
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 1Q23을 저점으로 뚜렷하게 개선되고 있는 실적



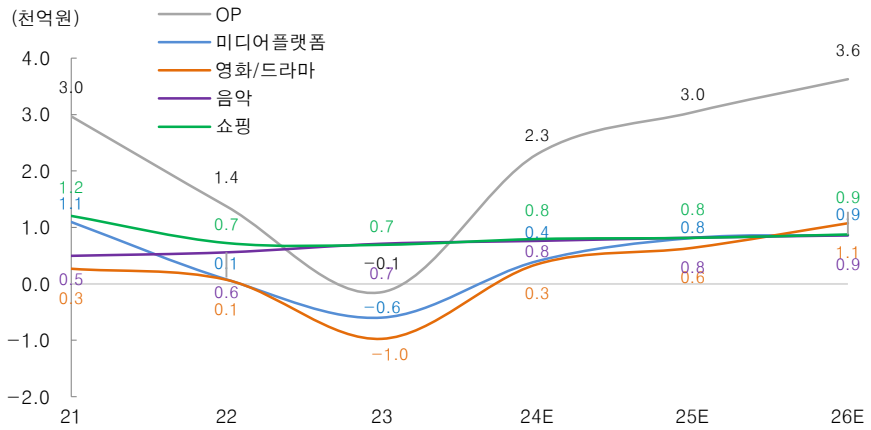
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. tving 과 Fifth Season 의 실적이 개선되면서 턴어라운드 전망



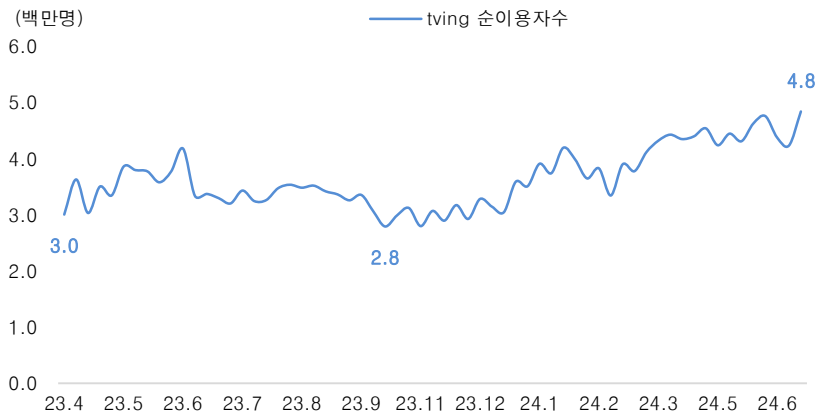
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 티빙(미디어플랫폼)과 Fifth Season(영화드라마)의 실적 개선



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. 티빙 주간 MAU. 6월 셋째주 +61 만명, Record High



자료: 코리아 클릭, 대신증권 Research Center  
 주: 안드로이드, iOS 합산

## 1. 기업개요

### 기업 및 주요 주주 현황

- 2023년 매출 43,684억원 OP -146억원 지배순이익 -3,187억원
- 1Q24 매출 비중 미디어플랫폼 27%, 영화드라마 32%, 음악 11%, 커머스 30%
- 1Q24 기준 주요 주주는 CJ외 5인 42.7%

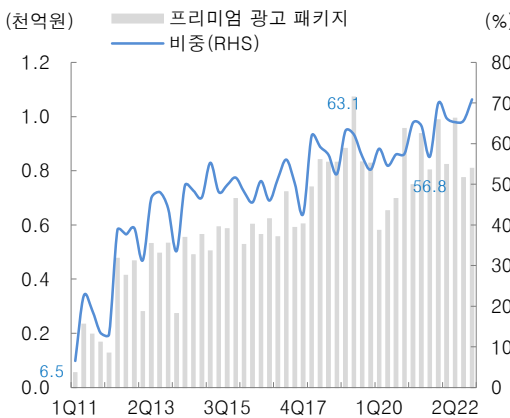
### 주가 변동요인

- 18.2월 CJ E&M-CJO 합병 발표 전 시총 5.4조원 합병 발표 후 급락했지만, 18.8월 신주 상장 후 5.8조원 기록, 이후 실적에 따른 등락을 거듭하다가 최근 넷비플 지분가치 부각에 3조원 수준 기록
- 시장은 방송과 쇼핑의 조합을 경향해보지 못 했기 때문에, 방송과 쇼핑 모두 양호한 실적을 달성하면 상승하고, 한 분야라도 부진하면 하락하는 모습 반복 중

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

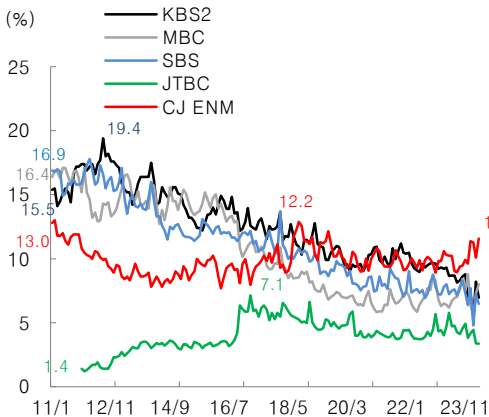
## 2. Earnings Driver

### 프리미엄 광고 패키지(4Q23)



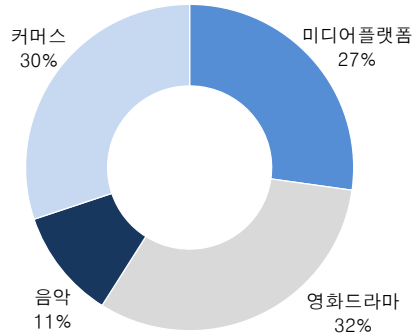
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

### 방송사 점유율(24.4)



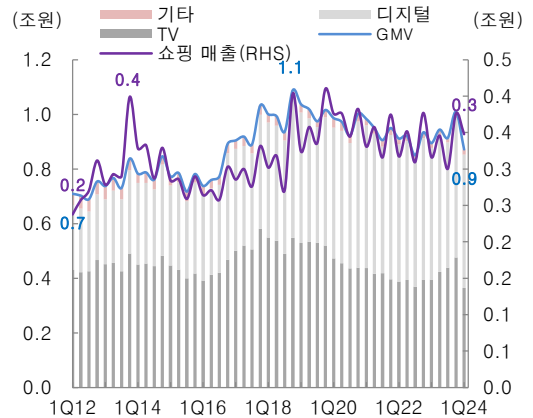
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

### 매출 비중(1Q24)



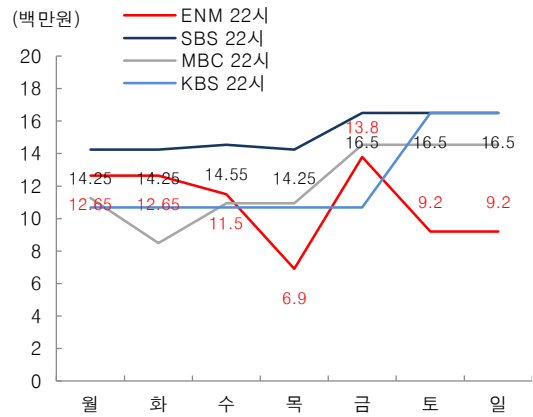
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

### 분기별 GMV 및 쇼핑 매출 (1Q24)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

### 방송사별 22시 평균 광고단가(24.5)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,792	4,368	4,866	5,307	5,561
매출원가	3,043	2,851	3,389	3,737	3,958
매출총이익	1,749	1,517	1,477	1,570	1,603
판매비와관리비	1,611	1,532	1,247	1,266	1,241
영업이익	137	-15	230	304	363
영업외수익	29	-0.3	47	5.7	6.5
EBITDA	1,431	962	1,588	1,541	1,531
영업외손익	-465	-321	-117	-95	-50
관계기업손익	-182	-59	15	28	46
금융수익	78	72	89	73	72
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-145	-239	-172	-165	-145
외환평가손실	44	25	0	0	0
기타	-215	-95	-48	-31	-23
법인세비용차감전순이익	-328	-335	113	209	313
법인세비용	151	-62	-19	-46	-69
계속사업순이익	-177	-397	94	163	244
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-177	-397	94	163	244
당기순이익	-3.7	-9.1	1.9	3.1	4.4
비재계분순이익	-57	-81	-12	8	12
재계분순이익	-120	-316	106	155	232
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-75	-61	-61	-61	-61
포괄손익	-252	-458	32	101	183
비재계분포괄이익	-82	-78	-4	5	9
재계분포괄이익	-170	-380	37	96	173

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-5,476	-14,405	4,836	7,057	10,572
PER	NA	NA	18.0	12.3	8.2
BPS	161,984	147,691	152,527	159,585	168,550
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	65,244	43,868	72,416	70,257	69,796
EV/EBITDA	3.8	4.9	2.9	2.8	2.7
SPS	218,533	199,203	221,896	242,013	253,610
PSR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
CFPS	67,740	47,181	80,427	78,368	78,254
DPS	0	0	0	1,700	2,500

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	349	-88	11.4	9.1	4.8
영업이익 증/감	-53.7	작전	흑전	32.2	19.3
순이익 증/감	작전	작지	흑전	73.7	49.8
수익성					
ROIC	2.0	-0.4	4.4	5.6	6.7
ROA	1.5	-0.1	2.4	3.1	3.7
ROE	-3.3	-9.3	3.2	4.5	6.4
안정성					
부채비율	137.8	138.2	122.1	119.8	105.9
순차입금비율	52.5	51.6	42.0	33.9	26.0
이자보상비율	1.5	-0.1	1.4	2.0	2.7

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,108	2,782	2,701	3,206	3,187
현금및현금성자산	1,134	1,033	842	1,242	1,162
매출채권 및 기타채권	1,299	1,127	1,233	1,327	1,381
재고자산	97	116	129	141	148
기타유동자산	579	507	496	496	496
비유동자산	7,224	7,168	6,880	6,716	6,630
유형자산	1,267	1,353	1,388	1,409	1,419
관계기업투자지분	1,816	1,657	1,620	1,596	1,590
기타비유동자산	4,141	4,157	3,872	3,711	3,620
자산총계	10,332	9,950	9,581	9,923	9,817
유동부채	4,269	3,401	2,895	3,037	2,878
매입채무 및 기타채무	1,224	1,052	1,080	1,105	1,119
차입금	1,985	913	822	739	666
유동상채무	339	443	0	200	100
기타유동부채	722	993	993	993	993
비유동부채	1,719	2,371	2,371	2,371	2,171
차입금	1,135	1,754	1,754	1,754	1,554
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	584	617	617	617	617
부채총계	5,988	5,772	5,266	5,409	5,049
자본부분	3,552	3,239	3,345	3,500	3,696
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,413	2,456	2,456	2,456	2,456
이익잉여금	1,180	852	958	1,113	1,310
기타자본변동	-152	-180	-180	-180	-180
비재계분	792	939	970	1,015	1,072
자본총계	4,344	4,178	4,315	4,514	4,768
순차입금	2,280	2,158	1,814	1,532	1,238

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651	1,296	1,775	1,720	1,748
당기순이익	-177	-397	94	163	244
비현금항목의기감	1,662	1,431	1,670	1,556	1,472
감가상각비	1,293	977	1,358	1,237	1,168
외환손익	22	2	0	0	0
지분법평가손익	182	59	-15	-28	-46
기타	165	394	327	347	350
자산부채의증감	351	485	157	168	202
기타현금흐름	-186	-223	-146	-167	-170
투자활동 현금흐름	-3,007	-1,268	-1,078	-1,081	-1,089
투자자산	-161	63	37	24	6
유형자산	-189	-98	-108	-97	-87
기타	-2,656	-1,233	-1,008	-1,008	-1,008
재무활동 현금흐름	1,203	-127	-290	362	-165
단기차입금	1,033	-1,078	-91	-82	-74
사채	209	339	0	0	-100
장기차입금	494	1,039	0	0	-100
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-44	0	0	0	-35
기타	-490	-427	-198	444	144
현금의증감	-154	-101	-190	400	-80
기초 현금	1,287	1,134	1,033	842	1,242
기말 현금	1,134	1,033	842	1,242	1,162
NOPLAT	74	-17	191	237	283
FCF	-350	-508	439	375	362

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

**CJ ENM(035760) 투자의견 및 목표주가 변경 내용**

제시일자	2407.04	24.06.04	24.05.09	24.05.06	24.04.12	24.04.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
과다율(평균%)		(26.72)	(27.61)	(29.39)	(29.48)	(28.84)
과다율(최대/최소%)		(17.18)	(17.18)	(21.82)	(21.82)	(21.82)

제시일자	24.02.29	24.02.23	24.02.08	24.01.18	23.12.02	23.11.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000	82,000	82,000	82,000
과다율(평균%)	(28.83)	(27.04)	(27.08)	(12.48)	(12.30)	(11.51)
과다율(최대/최소%)	(21.82)	(24.64)	(24.64)	1.71	(1.95)	(1.95)

제시일자	23.10.22	23.08.10	23.07.11	23.05.11	23.05.05	23.04.13
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	70,000	70,000	79,000	79,000	79,000	88,000
과다율(평균%)	(22.44)	(18.55)	(11.30)	(8.45)	(4.09)	(8.39)
과다율(최대/최소%)	(6.71)	(10.57)	1.01	1.01	(2.66)	(3.98)

제시일자	23.02.10	22.11.09	22.08.05	22.07.15	22.07.07	00.06.29
투자의견	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy	
목표주가	110,000	91,000	160,000	160,000	160,000	
과다율(평균%)	(19.00)	6.08	(44.06)	(37.44)	(38.48)	
과다율(최대/최소%)	(26.09)	27.58	(35.38)	(35.38)	(35.38)	

**투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240701)**

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	94.9%	5.1%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상