



2023년 11월 30일 | 기업분석_Update

CJ ENM (035760)

모두 현실화 된다면 상당한 잠재력

BUY (유지)

목표주가(12M) 98,000원(상향)

현재주가(11.29) 80,400원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	822.44
52주 최고/최저(원)	116,100/50,200
시가총액(십억원)	1,763.1
시가총액비중(%)	0.44
발행주식수(천주)	21,929.2
60일 평균 거래량(천주)	99.0
60일 평균 거래대금(십억원)	6.2
외국인지분율(%)	13.01
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5인	42.70

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,443.8	5,008.9
영업이익(십억원)	(39.6)	191.1
순이익(십억원)	(264.4)	38.7
EPS(원)	(9.385)	1.339
BPS(원)	159,040	160,798

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,552.4	4,792.2	4,462.4	5,013.6
영업이익	296.9	137.4	(39.5)	154.8
세전이익	295.9	(327.6)	(239.5)	16.1
순이익	193.5	(120.1)	(214.8)	10.1
EPS	8,822	(5,476)	(9,795)	462
증감율	239.83	적전	적지	흑전
PER	15.73	(19.12)	(7.58)	160.61
PBR	0.75	0.60	0.45	0.45
EV/EBITDA	5.09	3.75	4.77	4.53
ROE	5.36	(3.28)	(6.24)	0.30
BPS	184,453	174,184	164,389	164,850
DPS	2,100	0	0	0



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com

RA 황지원 jiwon.hwang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

N번째 발표된 티빙-웨이브 합병설

언론을 통해 티빙과 웨이브의 합병 추진 가능성이 보도되었으며, 양사는 최소 전략적 제휴를 포함해 협력 방안을 논의 중이라고 설명했다. 합병을 가정한 시너지는 상당히 직관적이다. 가입자는 증가하고 콘텐츠 제작 원가는 절감된다. 티빙은 이미 가격 인상을 발표한 상황이고, 광고요금제도 포함되어 있어 광고에 대한 부분도 상당한 업사이드가 있을 것이다. 물론 이를 기대하기에는 넘어야 될 난관들이 많다. 1) 웨이브의 F인 미래셋벤처투자의 PE본부와 사모펀드(PEF) 운용사 SKS프라이빗에쿼티(PE)가 발행한 2,000억원 규모의 전환사채의 만기가 다가오는데, 누적된 적자로 해결 방법이 쉽지 않다. 2) 공정거래법상 지주사는 비상장 자회사 및 손자회사의 지분을 40% 이상 보유해야 하는데, CJ ENM이 티빙-웨이브 합병 후 지분을 40%를 유지하려면 상당한 추가 자금이 필요하다. 3) 굳이 이런 관점이 아니더라도 양 플랫폼 모두 다양한 S와 F들이 존재해 모두를 충족하는 거래가 쉽지 않다. 이미 내년부터 상당한 적자 축소가 전망되는 티빙이기에 기업 가치나 합병 비율에 있어 웨이브 측의 어느 정도 양보가 필요할 수 밖에 없다. 4) 마지막으로 합병 후 점유율이 30% 이상으로 높기 때문에 공정거래위원회의 기업결합 심사도 통과해야 한다. 그럼에도 불구하고, 특이하게도 양 사간의 합병은 많은 국내 OTT 구독자들의 지지가 예상되며, 합병만 된다면 양 사 모두 지금보다 좋아질 것이라는 점에서는 이견이 없을 것이다. 높아진 점유율로 인해 가격 인상이 제한될 가능성이 높지만, 부차적인 이슈다.

재무구조 개선 방안도 현실화되어야 한다

2조원이 넘는 순차입금에 대한 개선 방안들도 현실화 된다면 상당한 잠재력이 있다. 언론에 따르면, 1) 넷마블 지분(약 22%, 시가 기준 약 1.1조원)을 담보로 한 교환사채 발행을 준비 중인데, 양 사간의 시너지가 거의 없기에 성공한다면 매우 긍정적인 이슈다. 역시 언론을 통해 2) 피프스 시즌의 일부 지분 매각 혹은 SI 투자 유치에 대한 가능성도 보도되었다. 당시에는 적극 부인했지만, 미국 작가/배우들의 파업이 종료되어 정상화가 시작되고 있기에 제값만 받을 수 있다면 이를 검토하지 않을 이유가 없어 보인다. 이 모든 것들이 가능성의 영역이나 연초부터 사측이 적극적인 재무구조 개선 노력을 언급했으며, 현 시점에서는 오히려 많이 늦어진 느낌도 든다. 빌리프랩 지분 매각까지 감안하면 최대 1~1.5조원 수준의 재무구조 개선이 가능하고, 실적 측면에서는 내년 하반기부터 온기 반영될 티빙 가격 인상 및 미국 제작사들의 편성 정상화가 반영될 것이다. 연말 연초에 좋은 뉴스들을 기대해보며, 이런 노력을 제외하더라도 2025년 예상 영업이익 10배 수준인 2.5조원 내외까지는 상승 여력이 충분하다. 최근 넷마블의 지분 가치 상승으로 SOTP 방식을 적용해 목표주가를 98,000원(+9%)으로 상향하며, 미디어 내 최선호주를 유지한다.

도표 1. CJ ENM 목표주가 산정(SOTP) 방식

(단위: 십억원)

항목	가치	비고
지분가치(넷마블)	826	지분 22%, 30%할인
영업가치	3,675	
- 미디어플랫폼	1,020	24년 NOPAT에 22X 적용
- 커머스	356	NOPAT에 6X 적용
- 음악	1,199	NOPAT에 24X 적용
- 영화/드라마	1,100	스튜디오드래곤 + 쇼박스에 10% 할증
순차입금	2,358	빌리프랩 매각 차익 반영
기업가치	2,142	
발행주식수	21,929	천주
목표주가	98,000	원
현재주가	80,400	원
상승 여력	22	%

자료: 하나증권

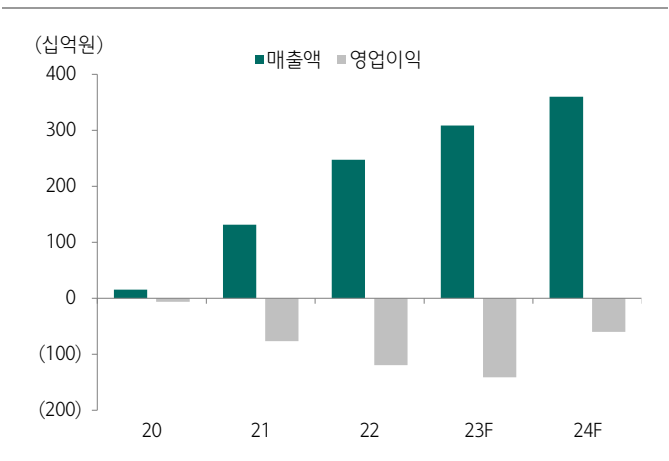
도표 2. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	21	22	23F	24F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F
매출액	3,552	4,792	4,462	5,014	957	1,192	1,179	1,464	949	1,049	1,111	1,354
1. 미디어플랫폼	1,391	1,428	1,291	1,381	333	388	343	364	278	343	314	356
2. 커머스	1,379	1,355	1,330	1,359	317	352	309	377	316	346	300	368
3. 영화/드라마	395	1,424	1,195	1,563	216	339	357	512	236	230	326	404
4. 음악	388	585	646	711	91	115	169	211	119	131	170	226
영업이익	297	137	(39)	155	50	56	26	7	(50)	(30)	7	34
OPM	8%	3%	-1%	3%	5%	5%	2%	0%	-5%	-3%	1%	2%
1. 미디어플랫폼	110	8	(65)	35	28	13	(0)	(33)	(34)	(30)	2	(2)
2. 커머스	27	72	77	80	13	20	6	34	18	19	7	34
3. 영화/드라마	50	7	(108)	(23)	(3)	11	(7)	6	(41)	(31)	(20)	(15)
4. 음악	120	56	56	68	14	12	29	1	8	12	15	20
당기순이익	228	(177)	(275)	12	2	(25)	(56)	(98)	(89)	(123)	(52)	(11)

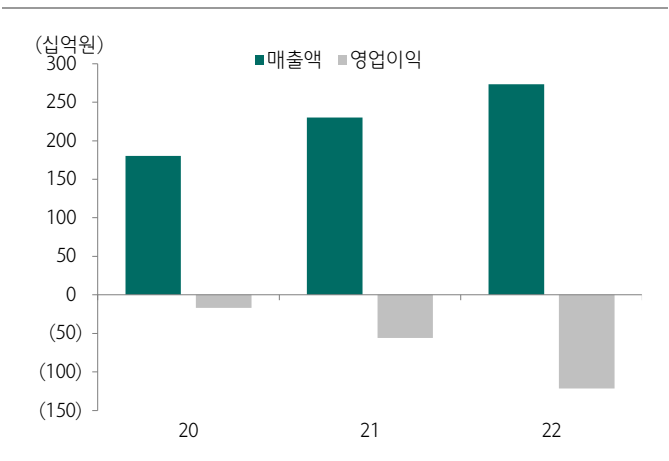
주: 2023년 1분기부터 사업부문 재분류. 자료: 하나증권

도표 3. 티빙 연간 실적 추이 및 전망



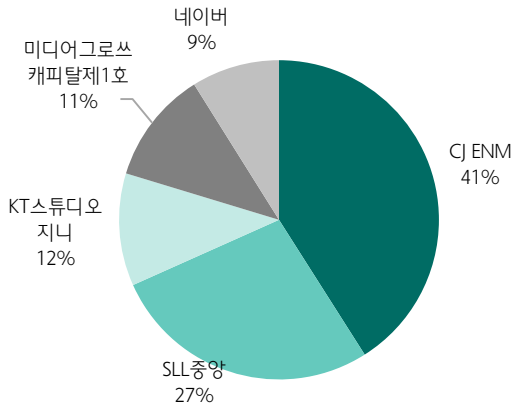
자료: 티빙, 하나증권

도표 4. 콘텐츠웨이브 연간 실적 추이



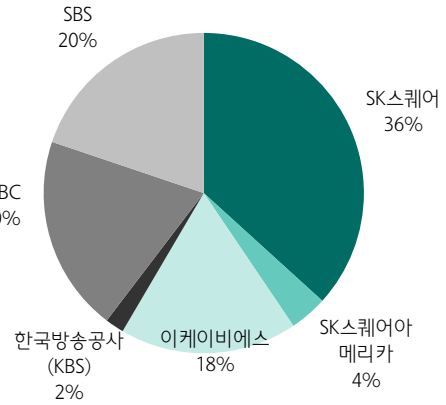
자료: 콘텐츠웨이브, 하나증권

도표 5. 티빙 주주구성 (향후 CB 전환시 기준)



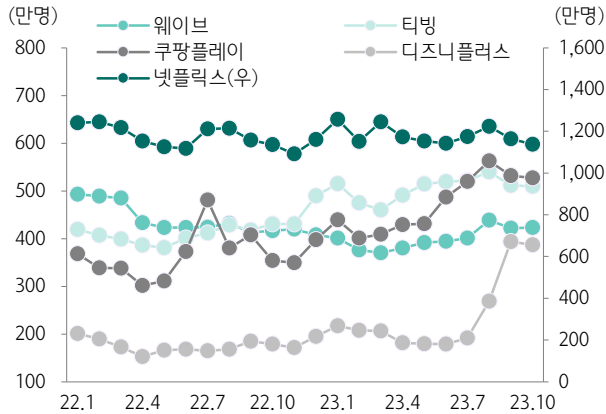
자료: 티빙, 하나증권

도표 6. 콘텐츠웨이브 주주구성



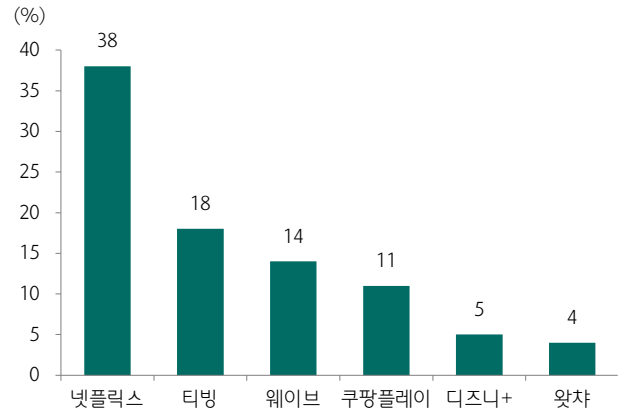
자료: 콘텐츠웨이브, 하나증권

도표 7. 국내 주요 OTT MAU 추이



자료: 모바일인덱스, 하나증권

도표 8. 국내 OTT 시장 점유율 (2022년 기준)



자료: 공정거래위원회, 하나증권

도표 9. 티빙 월간 이용권 구독료 변경

(기존 구독자)	WEB		APP
	기존	변경	기존 구독료 유지
이용권			
베이직	7,900원	9,000원	9,000원
스탠다드	10,900원	12,500원	12,500원
프리미엄	13,900원	16,000원	16,000원
(신규 구독자)	통합		
베이직		9,500원	
스탠다드		13,500원	
프리미엄		17,000원	

주: 2023년 12월 1일 신규 구독자 대상 구독료 인상. 기존 구독자 2024년 6월부터 적용
 자료: 티빙, 하나증권

도표 10. 콘텐츠웨이브 투자 유치 내역

	주요 내용
재무적투자자	미래에셋벤처투자PE, SKS프라이빗에쿼티
투자시기	2019.11.29
투자금액	2,000억원(CB)
만기	5년
지분율	보통주 전환 시 14%
표면이자율	0.5%
만기이자율	3.8%
투자 약정	2023.11.28까지 기업공개(IPO) 작업 착수 의무 미이행 시 만기보장수익률->내부수익률(IRR) 9%로 변경

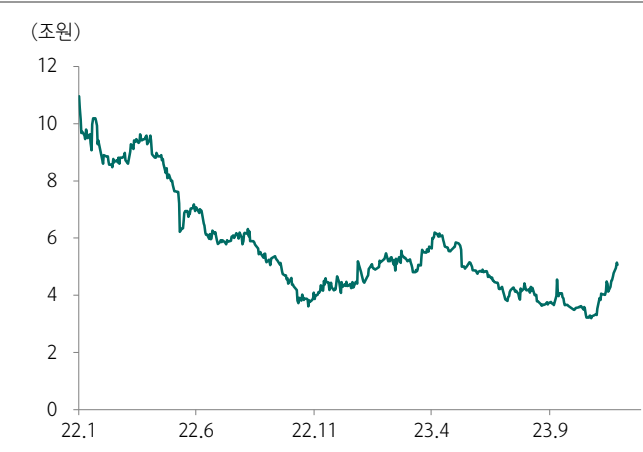
자료: 콘텐츠웨이브, 하나증권

도표 11. 티빙 오리지널 드라마 라인업

방영일	작품명	출연진	제작사	회차	비고
2023년	아일랜드 pt.2	김남길, 이다희, 차은우	스튜디오드래곤	6	네이버웹툰 원작
	방과 후 전쟁활동 pt.1	신현수, 이순원	스튜디오드래곤, 지티스트	6	네이버웹툰(하일권) 원작
	방과 후 전쟁활동 pt.2	신현수, 이순원	스튜디오드래곤, 지티스트	4	네이버웹툰(하일권) 원작
	우리가 사랑했던 모든 것	오세훈, 장여빈	CJ ENM, 스튜디오 HIM	8	-
	잔혹한 인턴	라미란, 엄지원	CJ ENM, 래몽래인	12	-
2024년	운수 오진 날	이성민, 유연석	스튜디오드래곤, 더그레이트쇼, 스튜디오N	10	네이버웹툰 원작, tvN 선공개
	이재, 곧 죽습니다	서인국, 박소담	SLL, 사람엔터테인먼트	8	네이버웹툰 원작
	LTNS	이솜, 안재홍	바른손스튜디오	6	-
	샤크: 더 스톰	김민석, 이현욱	SLL, 투유드림	6	카카오페이 원작
	러닝메이트	윤현수, 이정식	에이스메이커무비웍스	9	<기생충> 각본의 한진원 연출
	피라미드 게임	김지연, 장다아	필름몬스터, CJ ENM 스튜디오스	10	네이버웹툰 원작
	춘화연애담	고아라, 장률	비온드제이, SLL	-	-
	우씨왕후	전종서, 김무열	CJ ENM 스튜디오스	8	-
	나는 대놓고 신데렐라를 꿈꾼다	표예진, 이준영	키이스트, 스토리픽닉스	10	-
	종거나 나쁜 동재	이준혁	스튜디오드래곤, 에이스팩토리	-	<비밀의 숲> 시핀오프
	스터디그룹	황민연, 한지은	스튜디오드래곤, 와이랩플렉스	10	네이버웹툰 원작

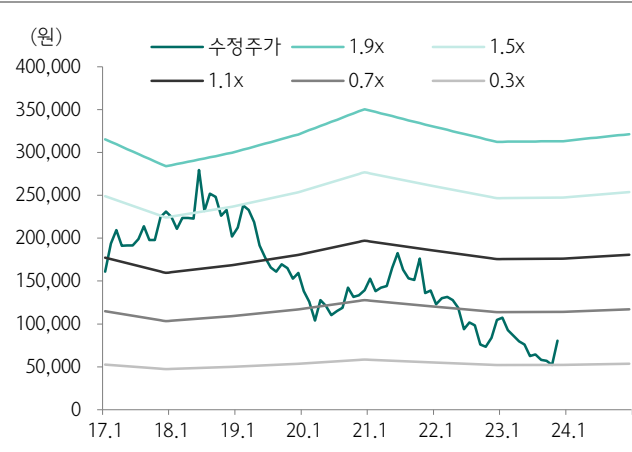
자료: 티빙, 하나증권

도표 12. 넷마블 시가총액 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 13. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,552.4	4,792.2	4,462.4	5,013.6	5,359.9
매출원가	1,917.7	3,043.4	2,944.0	3,222.3	3,402.9
매출총이익	1,634.7	1,748.8	1,518.4	1,791.3	1,957.0
판매비	1,337.8	1,611.4	1,557.8	1,636.5	1,712.9
영업이익	296.9	137.4	(39.5)	154.8	244.1
금융손익	1.4	(67.6)	(120.0)	(79.0)	(58.0)
종속/관계기업손익	68.1	(182.1)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
기타영업외손익	(70.5)	(215.3)	(70.0)	(49.7)	(33.4)
세전이익	295.9	(327.6)	(239.5)	16.1	142.7
법인세	68.3	(150.8)	35.9	4.2	32.8
계속사업이익	227.6	(176.8)	(275.4)	11.9	109.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	227.6	(176.8)	(275.4)	11.9	109.9
비지배주주지분 손이익	34.1	(56.7)	(60.6)	1.8	16.5
지배주주순이익	193.5	(120.1)	(214.8)	10.1	93.4
지배주주지분포괄이익	331.3	(169.9)	(185.6)	8.0	74.0
NOPAT	228.3	74.2	(45.4)	114.5	187.9
EBITDA	813.4	1,430.7	868.5	873.9	849.4
성장성(%)					
매출액증가율	4.75	34.90	(6.88)	12.35	6.91
NOPAT증가율	82.49	(67.50)	적전	흑전	64.10
EBITDA증가율	5.82	75.89	(39.30)	0.62	(2.80)
영업이익증가율	9.11	(53.72)	적전	흑전	57.69
(지배주주)순이익증가율	240.07	적전	적지	흑전	824.75
EPS증가율	239.83	적전	적지	흑전	821.65
수익성(%)					
매출총이익률	46.02	36.49	34.03	35.73	36.51
EBITDA이익률	22.90	29.85	19.46	17.43	15.85
영업이익률	8.36	2.87	(0.89)	3.09	4.55
계속사업이익률	6.41	(3.69)	(6.17)	0.24	2.05

투자지표					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	8,822	(5,476)	(9,795)	462	4,258
BPS	184,453	174,184	164,389	164,850	169,109
CFPS	38,588	67,740	34,488	37,098	37,398
EBITDAPS	37,093	65,244	39,607	39,849	38,734
SPS	161,994	218,533	203,490	228,625	244,420
DPS	2,100	0	0	0	2,000
주가지표(배)					
PER	15.73	(19.12)	(7.58)	160.61	17.43
PBR	0.75	0.60	0.45	0.45	0.44
PCFR	3.60	1.55	2.15	2.00	1.98
EV/EBITDA	5.09	3.75	4.77	4.53	4.41
PSR	0.86	0.48	0.36	0.32	0.30
재무비율(%)					
ROE	5.36	(3.28)	(6.24)	0.30	2.75
ROA	2.72	(1.31)	(2.15)	0.10	0.95
ROIC	11.05	2.43	(1.28)	3.80	7.08
부채비율	88.91	137.83	137.74	139.26	135.01
순부채비율	15.91	52.47	43.80	39.13	32.76
이자보상배율(배)	13.19	1.50	(0.36)	1.54	2.59

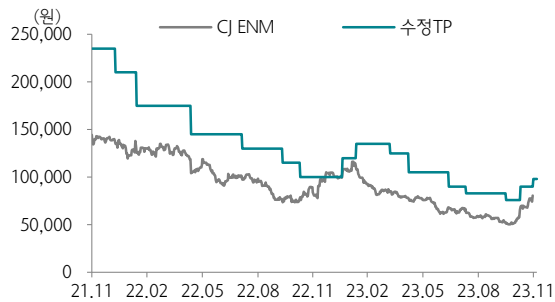
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
유동자산	2,660.4	3,108.0	3,185.7	3,380.5	3,535.8	
금융자산	1,506.3	1,364.4	1,520.2	1,509.7	1,536.0	
현금성자산	1,287.4	1,133.7	1,305.4	1,268.3	1,277.9	
매출채권	800.2	1,161.2	1,081.3	1,214.9	1,298.8	
재고자산	85.4	97.2	90.5	101.7	108.7	
기타유동자산	268.5	485.2	493.7	554.2	592.3	
비유동자산	5,280.2	7,224.2	6,487.8	6,383.3	6,312.8	
투자자산	2,490.2	2,381.2	2,252.8	2,467.4	2,602.2	
금융자산	659.3	564.8	561.4	567.1	570.7	
유형자산	1,112.4	1,266.6	1,201.5	1,143.8	1,092.8	
무형자산	1,321.9	2,768.4	2,225.5	1,964.1	1,809.8	
기타비유동자산	355.7	808.0	808.0	808.0	808.0	
자산총계	7,940.6	10,332.2	9,673.4	9,763.8	9,848.6	
유동부채	2,322.9	4,269.2	3,915.6	3,944.2	3,887.9	
금융부채	1,129.2	2,358.3	2,016.9	1,820.9	1,623.4	
매입채무	250.7	327.0	304.5	342.1	365.8	
기타유동부채	943.0	1,583.9	1,594.2	1,781.2	1,898.7	
비유동부채	1,414.5	1,718.7	1,688.9	1,738.7	1,770.0	
금융부채	1,045.8	1,285.7	1,285.7	1,285.7	1,285.7	
기타비유동부채	368.7	433.0	403.2	453.0	484.3	
부채총계	3,737.3	5,987.9	5,604.5	5,682.9	5,657.9	
지배주주지분	3,777.3	3,552.1	3,337.3	3,347.5	3,440.9	
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	
자본조정	(341.4)	(341.4)	(341.4)	(341.4)	(341.4)	
기타포괄이익누계액	136.6	189.6	189.6	189.6	189.6	
이익잉여금	1,333.8	1,180.3	965.5	975.6	1,069.0	
비지배주주지분	426.0	792.2	731.6	733.4	749.8	
자본총계	4,203.3	4,344.3	4,068.9	4,080.9	4,190.7	
순금융부채	668.7	2,279.5	1,782.3	1,596.8	1,373.1	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	782.2	1,650.8	611.4	896.1	818.9
당기순이익	227.6	(176.8)	(275.4)	11.9	109.9
조정	586.3	1,476.3	908.1	719.1	605.3
감가상각비	516.5	1,293.4	908.0	719.1	605.3
외환거래손익	(0.8)	22.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(95.3)	182.0	0.0	0.0	0.0
기타	165.9	(21.3)	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(31.7)	351.3	(21.3)	165.1	103.7
투자활동 현금흐름	(727.1)	(3,006.8)	(155.7)	(641.2)	(551.5)
투자자산감소(증가)	(286.0)	291.1	128.4	(214.6)	(134.9)
자본증가(감소)	(172.7)	(189.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(268.4)	(3,108.9)	(284.1)	(426.6)	(416.6)
재무활동 현금흐름	957.0	1,203.4	(341.4)	(196.0)	(197.5)
금융부채증가(감소)	970.5	1,469.0	(341.4)	(196.0)	(197.5)
자본증가(감소)	51.3	(124.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(31.6)	(97.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(33.2)	(43.5)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	1,012.2	(152.6)	169.6	(37.1)	9.6
Unlevered CFO	846.2	1,485.5	756.3	813.5	820.1
Free Cash Flow	608.5	1,451.3	611.4	896.1	818.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ ENM



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.30	BUY	98,000		
23.11.9	BUY	90,000	-20.17%	-10.67%
23.10.16	BUY	76,000	-29.54%	-14.08%
23.8.11	BUY	83,000	-30.57%	-24.58%
23.7.13	BUY	90,000	-27.40%	-24.89%
23.5.8	BUY	105,000	-31.43%	-24.00%
23.4.7	BUY	125,000	-35.18%	-32.40%
23.2.10	BUY	135,000	-33.50%	-23.33%
23.1.18	BUY	120,000	-8.77%	-3.25%
22.11.9	BUY	100,000	-7.42%	5.20%
21.11.25	BUY	235,000	-40.35%	-36.60%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 11월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2023년 11월 30일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.44%	5.09%	0.46%	100%

* 기준일: 2023년 11월 27일