

2024. 1. 8

## Tech팀

## 최민하

Senior Analyst

minha22.choi@samsung.com

## CJ ENM (035760)

## 점점 나아지는 중

- 4분기 실적은 컨센서스를 밑돌 전망이나 전 분기에 이어 흑자 기초는 이어갈 것. 티빙과 피프스시즌의 손실 규모는 전 분기 대비 축소될 것으로 예상
- 음악 사업은 제로베이스원을 비롯해 일본에서 JO1, INI 등이 좋은 성과를 내고 있으며, 24년 2분기 걸그룹 ME:I가 정식 데뷔해 수익 호전에 힘을 더할 전망
- 투자 의견 BUY 및 목표주가 88,000원 유지

## ▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	88,000원	27.9%
현재주가	68,800원	
시가총액	1.5조원	
Shares (float)	21,929,154주 (51.8%)	
52주 최저/최고	50,200원/116,100원	
60일 평균거래대금	76.4억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
CJ ENM (%)	-9.2	11.9	-31.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-15.9	13.5	-47.2

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	88,000	88,000	0.0%
2023E EPS	-10,422	-9,705	7.4%
2024E EPS	1,543	1,844	-16.3%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	14
Target price	87,357
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## WHAT'S THE STORY?

**4Q23 실적 Preview- 컨센서스 하회:** 4분기 매출액은 1조 3,035억원(-11.0% YoY), 영업이익 260억원(+293.2% YoY)으로 컨센서스(374억원)에 미치지 못할 전망이다. 3분기에 이어 영업흑자 기초는 이어갈 것으로 예상된다. 광고 업황 개선 속도가 당초 기대 대비 더뎠다. TV광고는 전년 동기 대비 -14% 줄어들 전망이다. 상반기 -30%, 3분기 -24% 대비해서는 역성장률은 완화될 것이다. 티빙의 경우 유료 구독자 수가 400만 명에 근접한 것으로 추정되며, 전분기 수준의 제작비 등을 고려할 때 적자 규모는 축소됐을 것이다. 영화드라마 사업은 피프스시즌의 분기 납품 편수가 4편(TV 2편, 영화 1편, 다큐1편)으로 전 분기와 동일하나 납품 콘텐츠의 장르를 감안할 때 전분기(-123억원) 대비 적자 규모는 줄어들 전망이다. 영화 사업은 분기 개봉작의 성과는 미진했으나 부가 매출 등이 이를 상쇄해 제한적인 손실이 예상된다. 음악 사업은 제로베이스원의 미니 2집의 초동 판매량이 213만 장에 달하는 등 좋은 성과를 거두면서 일본에서는 INI의 아레나투어, 케플러의 일본 앨범, K-CON, MAMA 등의 실적이 반영되면서 호실적 기초를 이어갈 것이다. 커머스는 포트폴리오 강화 전략으로 전년 동기 수준의 이익으로 방어했을 것이다. 부문별 영업이익(YoY)은 미디어플랫폼 73억원(흑전, 4Q22 -332억원), 영화드라마 -300억원(적전, 60억원), 음악 169억원(+2,890.8%), 커머스 318억원(-7.0%)으로 전망한다.

**BUY 의견 유지:** 티빙은 구독료 인상 및 광고형(AVOD) 요금제 도입 효과가 금년 중순부터 본격화될 것이며 피프스시즌도 영업 환경 개선에 따른 납품 편수 증가로 전년 대비 이익 개선을 전망한다. 음악 사업은 '프로듀스 101 재팬 더 걸스'를 통해 구성된 일본 걸그룹 ME:I가 4월 데뷔 예정이고, '아이랜드 시즌2(24년 4월 방영 예정)'를 통해 데뷔할 걸그룹이 더해져 성과 확대를 견인할 것이다. 목표주가 88,000원(SOTP 방식, 표8)을 유지한다.

## SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	4,792	4,412	4,842	5,362
영업이익 (십억원)	137	-47	191	247
순이익 (십억원)	-177	-292	44	126
EPS (adj) (원)	-5,476	-10,422	1,543	4,393
EPS (adj) growth (%)	적전	적지	흑전	184.7
EBITDA margin (%)	29.9	29.0	33.1	32.4
ROE (%)	-3.3	-6.8	1.1	2.9
P/E (adj) (배)	n/a	n/a	44.6	15.7
P/B (배)	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	3.8	3.4	2.7	2.5
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.7	1.7

자료: CJ ENM, 삼성증권 추정

표 1. 4분기 실적 전망과 컨센서스

(십억원)	4Q22	3Q23	4Q23E	QoQ (%)	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	1,464.0	1,110.9	1,303.5	17.3	-11.0	1,353.3	-3.7
영업이익	6.6	7.4	26.0	251.3	293.2	37.4	-30.4
영업이익률 (% , %p)	0.5	0.7	2.0	1.3	1.5	2.8	-0.8
세전이익	-261.6	-42.1	-31.0	(적지)	(적지)	-30.6	1.3
지배주주순이익	-48.1	-40.7	-22.2	(적지)	(적지)	2.4	-1,009.8

자료: CJ ENM, WiseFn, 삼성증권

표 2. CJ ENM: 실적 추이와 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	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	949.0	1,048.9	1,110.9	1,303.5	3,552.4	4,792.2	4,412.3	4,842.2
미디어플랫폼	302.2	355.0	354.4	379.1	333.1	387.7	342.7	364.1	277.9	342.8	314.3	359.9	1,390.7	1,427.6	1,294.8	1,506.5
영화드라마	86.1	109.7	97.7	101.9	216.2	338.6	357.3	512.3	236.1	229.6	326.2	349.1	395.4	1,424.3	1,141.0	1,265.3
음악	72.8	85.8	89.6	139.5	90.7	114.5	169.1	210.7	119.0	130.8	170.0	221.0	387.8	585.0	640.8	713.2
커머스	330.8	357.4	315.8	374.6	317.3	351.7	309.5	376.9	316.1	345.7	300.3	373.5	1,378.5	1,355.3	1,335.6	1,357.1
매출총이익	404.4	418.5	421.4	399.7	413.4	454.3	417.0	464.2	352.2	376.2	358.1	486.5	1,634.7	1,748.8	1,573.0	1,900.7
영업이익	95.6	86.1	92.9	31.6	49.6	55.6	25.5	6.6	-50.3	-30.4	7.4	26.0	296.9	137.4	-47.3	191.1
미디어플랫폼	32.3	42.9	49.8	-15.2	28.0	13.3	-0.3	-33.2	-34.3	-29.9	1.9	7.3	109.8	7.8	-55.0	-2.3
영화드라마	18.7	10.5	5.5	-8.0	-2.7	10.8	-7.0	6.0	-40.7	-31.1	-20.4	-30.0	26.7	7.1	-122.2	30.9
음악	10.9	2.8	10.6	25.4	14.2	12.2	28.8	0.6	8.1	12.0	15.5	16.9	49.6	55.7	52.5	83.3
커머스	33.7	29.9	27.0	29.4	12.9	19.5	5.7	34.2	17.5	18.7	7.1	31.8	120.1	72.4	75.1	79.1
세전이익	100.3	72.1	101.5	21.9	4.0	-23.0	-46.9	-261.6	-80.4	-113.3	-42.1	-31.0	295.9	-327.6	-266.9	56.5
지배주주순이익	73.6	31.9	66.9	21.2	6.7	-23.9	-54.9	-48.1	-68.7	-97.1	-40.7	-22.2	193.5	-120.1	-228.6	33.8
매출총이익률	51.1	46.1	49.1	40.2	43.2	38.1	35.4	31.7	37.1	35.9	32.2	37.3	46.0	36.5	35.7	39.3
영업이익률	12.1	9.5	10.8	3.2	5.2	4.7	2.2	0.5	-5.3	-2.9	0.7	2.0	8.4	2.9	-1.1	3.9
순이익률	9.3	3.5	7.8	2.1	0.7	-2.0	-4.7	-3.3	-7.2	-9.3	-3.7	-1.7	5.4	-2.5	-5.2	0.7
(% YoY)																
매출액	-2.3	8.4	7.4	5.4	20.9	31.3	37.4	47.1	-0.9	-12.0	-5.7	-11.0	4.8	34.9	-7.9	9.7
미디어플랫폼	-	-	-	-	10.2	9.2	-3.3	-3.9	-16.6	-11.6	-8.3	-1.1	-12.6	2.7	-9.3	16.4
영화드라마	-	-	-	-	151.1	208.6	265.7	402.7	9.2	-32.2	-8.7	-31.8	179.3	260.2	-19.9	10.9
음악	-	-	-	-	24.5	33.5	88.7	51.0	31.2	14.2	0.5	4.9	115.1	50.9	9.5	11.3
커머스	-	-	-	-	-4.1	-1.6	-2.0	0.6	-0.4	-1.7	-2.9	-0.9	-6.8	-1.7	-1.5	1.6
매출총이익	19.2	14.4	15.5	-5.4	2.7	8.6	0.2	16.7	-14.8	-17.2	-14.1	4.8	10.2	7.0	-10.1	20.8
영업이익	135.7	16.9	23.6	-66.3	-47.0	-35.2	-70.9	-77.7	적전	적전	-71.0	293.2	9.1	-53.7	적전	흑전
미디어플랫폼	-	-	-	-	-13.6	-68.9	적전	적지	적전	적전	흑전	흑전	9.9	-92.9	적전	적지
영화드라마	-	-	-	-	적전	2.5	적전	흑전	적지	적전	적지	적전	흑전	-73.5	적전	흑전
음악	-	-	-	-	30.1	337.4	172.6	-97.8	-43.2	-1.1	-46.3	2,890.8	658.7	12.3	-5.9	58.8
커머스	-	-	-	-	-61.6	-34.7	-78.8	16.2	35.8	-4.2	22.9	-7.0	-33.0	-39.7	3.8	5.3
세전이익	156.8	41.3	96.3	2,555.3	-96.0	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	107.4	적전	적지	흑전
지배주주순이익	173.7	-6.1	133.6	흑전	-90.8	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	239.8	적전	적지	흑전
매출총이익률	9.2	2.4	3.4	-4.5	-7.6	-8.0	-13.2	-8.3	-6.1	-2.2	-3.1	5.6	2.3	-9.5	-0.8	3.6
영업이익률	6.9	0.7	1.3	-6.3	-6.6	-4.8	-8.1	-2.5	-10.5	-7.6	-1.5	1.5	0.3	-5.5	-3.9	5.0
순이익률	6.0	-0.5	4.2	5.6	-8.6	-5.5	-12.5	-5.4	-7.9	-7.3	1.0	1.6	3.8	-8.0	-2.7	5.9

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

자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 1. 티빙 오리지널 드라마  
〈이재, 곧 죽습니다〉 (12/15)



자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 2. 티빙 오리지널 예능  
〈환승연애3〉 (12/29)



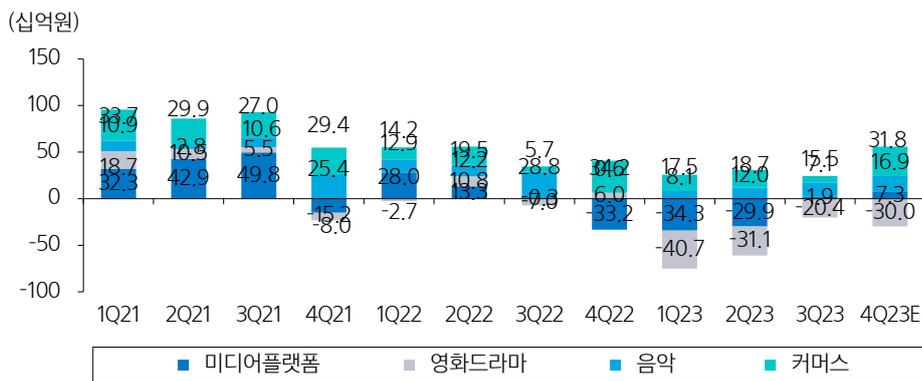
자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 3. 티빙 오리지널 드라마  
〈LTNS〉 (1/19)



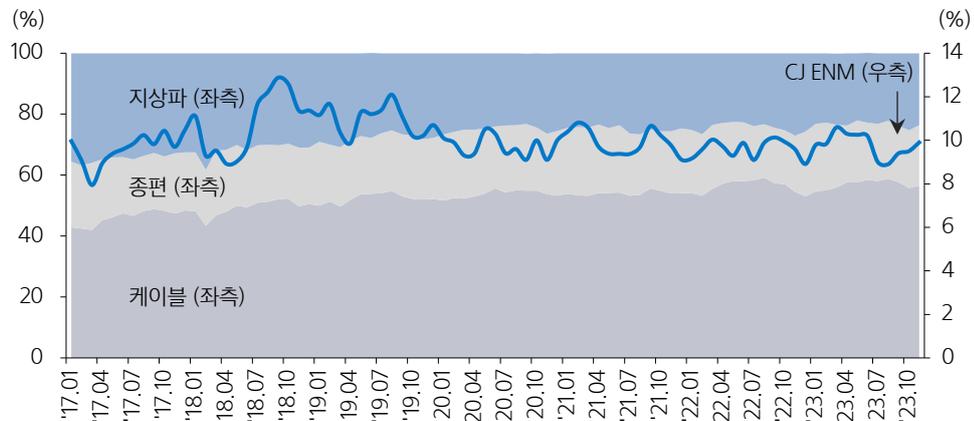
자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 4. CJ ENM: 부문별 영업이익



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

그림 5. 시청자 점유율 추이



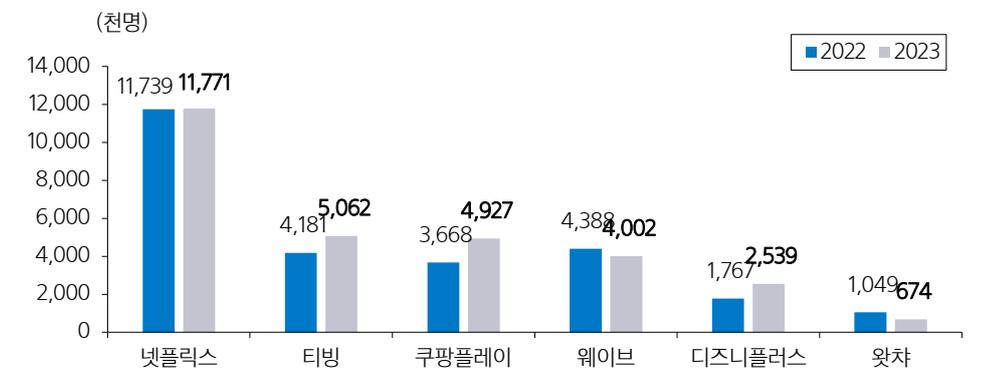
자료: CJ ENM, 삼성증권

표 3. 티빙(TVING)의 오리지널 콘텐츠 라인업(4Q23~)

타이틀	유형	방송일	에피소드	극본	연출	주연
<b>TVING 오리지널</b>						
소년 소녀 연애하다	예능	10.5~11.30	10	이연주	박희연, 이희선	재재, 문상훈, 권정열
스우파2: 월드와이드로그	예능	11.13	4			
플레이 플리 (최초 공개/ Hulu)	드라마	11.18	8	박윤성	김종창	김향기, 신현승
운수 오진 날 (파라마운트+)	드라마	11.24	10	김민성, 송한나	필감성	이성민, 유연석, 이정은
미래엔딩	다큐멘터리	11.30	5	유승열	허진, 한경훈	박해수, 백다혜
이제 곧 죽습니다 Part 1 (아마존 프라임)	드라마	12.15	4	하병훈	하병훈	서인국, 박소담
환승연애3	예능	12.29~		이인순 등	김인하	사이먼 도미닉, 김예원 등
이제 곧 죽습니다 Part 2 (아마존 프라임)	드라마	'24.1.5	4	하병훈	하병훈	서인국, 박소담
LTNS	드라마	1.19	6	전고운, 임대형	임대형, 전고운	이솜, 안재홍
크라임씬 리턴즈	예능	1Q24	13		윤현준	장진, 박지윤, 장동민
샤크: 더 스톱	드라마	2024년	6	-	채여준	김민석
러닝메이트	드라마	2024년	9	한진원, 홍지수	한진원	윤현수, 이정식
나노리스트	애니메이션	2024년	12			
여고추리반3	예능	2024년				
테러맨	애니메이션	2024년				박지윤, 장도연, 재재
피라미드 게임 (파라마운트+)	드라마	2024년	10	최수이	박소연	김지연, 장다아
춘화연애담	드라마	2024년		서은정	이광영	고아성, 장률
우씨왕후 (파라마운트+)	드라마	2024년	8	이병학	정세교	전중서
종거나 나쁜 동재 (파라마운트+)	드라마	2024년		김상원, 황하정	진창규	이준혁, 박성웅
스터디그룹	드라마	2024년	10	엄선호	이장훈	황만현, 한지은
나는 대놓고 신데렐라를 꿈꾼다 (파라마운트+)	드라마	2024년	10	유자	백미경	표예진, 이준영
라이프라인	다큐멘터리	2024년				
사면: 귀신전	다큐멘터리	2024년				
사랑의 안단테 (SBS Fil)	드라마	2024년	12	김연아	윤류해	권현빈, 송지우
원경 (tvN x TVING)	드라마	2024년		이영미	김상호	차주영, 이현욱, 이성민
졸업 (tvN x TVING)	드라마	2024년			안판석	정려원, 위하준
손해 보기 싫어서 (tvN x TVING)	드라마	2024년		김혜영	김정식	신민아, 김영대, 이상아
내가 죽기 일주일 전	드라마	2025년		송현주, 장인정	최하나	공명, 김민하
빌런즈	드라마	TBD	16	김형준	진혁	유지태, 곽도원, 이범수, 이민정
<b>TVING Only (독점)</b>						
UFC	스포츠	23.1.15~				
분데스리가	스포츠	23.1.21~				
스우파2: On The Stage	콘서트	23.12.3				

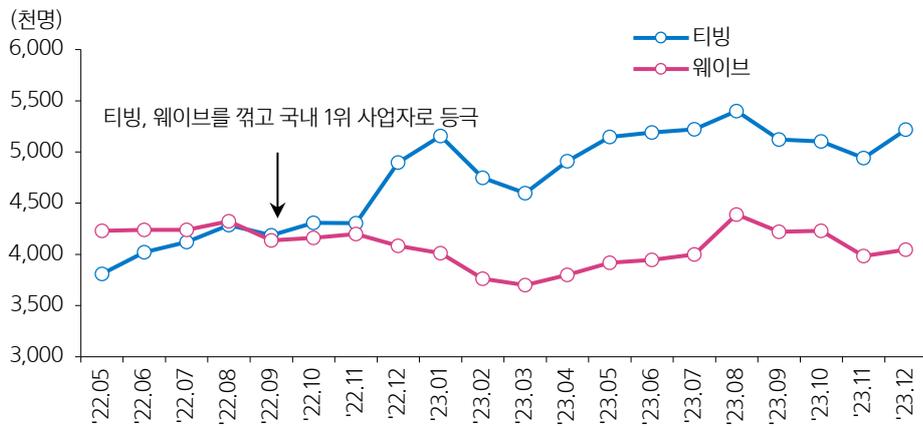
자료: CJENM, 티빙, 언론 보도, 삼성증권

그림 6. 국내 OTT 앱의 2022~2023년 MAU (월간 활성 이용자 수)



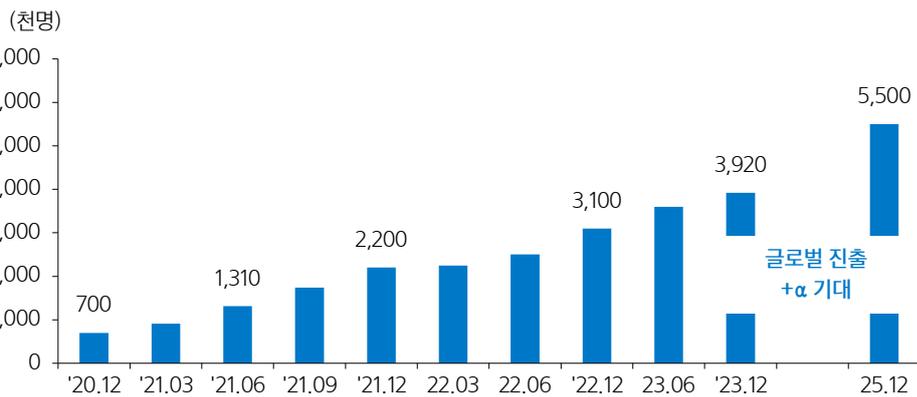
참고: iOS+안드로이드 기준 / 자료: 모바일인덱스, 삼성증권

그림 7. 티빙, 웨이브의 MAU 비교



참고: iOS+안드로이드 기준  
자료: 모바일인덱스, 삼성증권

그림 8. 티빙의 유료 구독자 수 추이와 전망



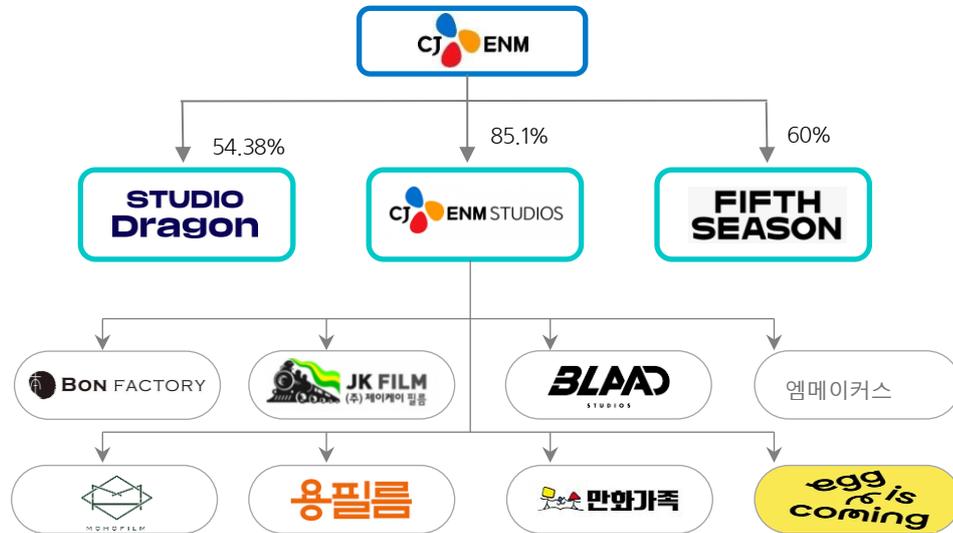
자료: CJ ENM, 삼성증권

표 4. 티빙 요금제 가격 인상

(원)	현재	변경 (신규 가입자)	변경 (기존 가입자)	비고
광고 요금제	-	5,500	5,500	24년 1분기 출시 예정
베이직	7,900	9,500	9,000	
스탠다드	10,900	13,500	12,500	
프리미엄	13,900	17,000	16,000	

참고: 신규 가입자는 23년 12월 1일, 기존 가입자는 24년 3월부터 인상 예정, 구독료 변경 사전 동의 시 6월부터 인상  
자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 9. CJ ENM의 멀티스튜디오 체제



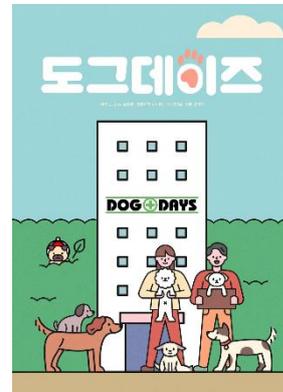
참고: 1. 엔데버 콘텐츠(Endeavor Content)가 '피프스시즌(FIFTH SEASON)'으로 사명 변경(22년 9월)  
 2. 피프스시즌이 일본 TOHO를 2대 주주로 유지하면서 CJ ENM의 지분율 80%→ 60%로 변경(23년 12월)  
 자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 10. 넷플릭스 오리지널 영화 <독전> 용필름 제작



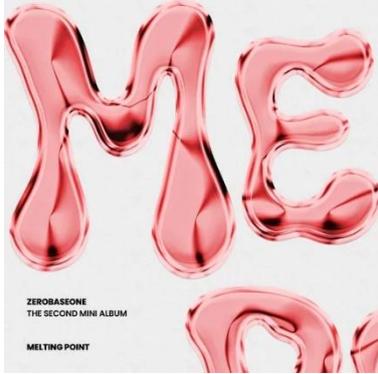
참고: 23년 8월 18일 공개  
 자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 11. 영화 <도그데이즈> 제이케이필름 제작



참고: 24년 2월 7일 개봉 예정  
 자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 12. ZB1 미니 2집 <MELTING POINT> (11/6)



자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 13. DXTEEN 싱글 3집 <Snowin> (1/31)



자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 14. INI 정규 2집 <MATCH UP> (2/14)



자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 15. ME:I, 프로듀스101 재팬 더 걸스 데뷔 그룹 확정 (12/16)



자료: CJ ENM, 라포네엔터, 삼성증권

그림 16. JO1·INI·DXTEEN, LAPOSTA 2024 개최 (1/20~1/21)



자료: CJ ENM, 라포네엔터, 삼성증권

표 5. 라포네엔터테인먼트 활동 일정

일자	아티스트	구분	타이틀	비고
10월 5일~12월 16일	ME:I	서바이벌 프로	Produce 101 Japan The Girls	걸그룹 데뷔 론칭 프로젝트
10월 11일	INI	음반	TAG ME	싱글 5집
11월 1일~	JO1	공연	JO1 1st 아시아 투어	자카르타, 방콕, 타이페이, 상하이
11월 4일~12월 21일	INI	공연	INI 2nd 아레나 라이브 투어	도쿄, 미야기, 아이치, 후쿠오카, 요코하마, 히로시마, 오사카
11월 24일~25일	JO1	공연	JO1 2nd 아레나 라이브 투어	오사카 교세라 돔 공연 추가
24년 1월 20일~21일	JO1, INI, DXTEEN	공연	LAPOSTA 2024	K아레나 요코하마
1월 31일	DXTEEN	음반	Snowin	싱글 3집
2월 14일	INI	음반	MATCH UP	정규 2집
3월 20일	제로베이스원	음반	하늘하늘-운명익꽃	일본 데뷔 싱글
3월 중	제로베이스원	공연	ZB1 1st 일본 팬미팅	일본 팬미팅
4월 17일	ME:I	음반	TBD (데뷔 앨범)	23년 12월 16일 결성

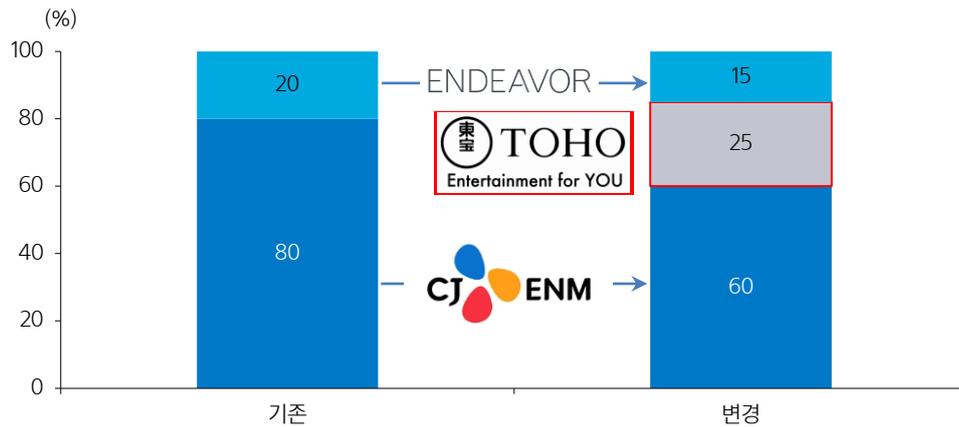
자료: 라포네엔터테인먼트, 삼성증권

표 6. 투자배급 영화 라인업

연도	No.	영화명	개봉일	장르	출연배우	관객수 (천명)
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: 인터내셔널	9월 7일	액션, 코미디	현빈, 유해진, 임윤아	6,983
	5	영웅	12월 21일	뮤지컬, 드라마	정성화, 김고은, 나문희, 배정남	3,267
2023	1	유령	1월 18일	액션	설경구, 이하늬, 박소담	664
	2	카운트	2월 22일	드라마	진선규, 성유빈	397
	3	더 문	8월 2일	드라마, SF	설경구, 도경수	516
	4	천박사 퇴마 연구소 : 설경의 비밀	9월 27일	판타지	강동원, 허준호, 이솜	1,916
	5	소년들	11월 1일	범죄, 액션	설경구, 유준상	471
2024	1	외계+인 (2부)	1월 10일	SF, 액션, 판타지	류준열, 김우빈, 김태리	
	2	도그데이즈	2월 7일	드라마	유해진, 윤여정	
	3	베테랑2	TBD	범죄, 액션	황정민, 정해인	
	4	하얼빈	TBD	첩보, 액션	현빈, 박정민	
	5	2시의 데이트	TBD	로맨스, 코미디	임윤아, 안보현	
	6	탈출: 프로젝트 사일런스	TBD	액션	이선균, 주지훈	

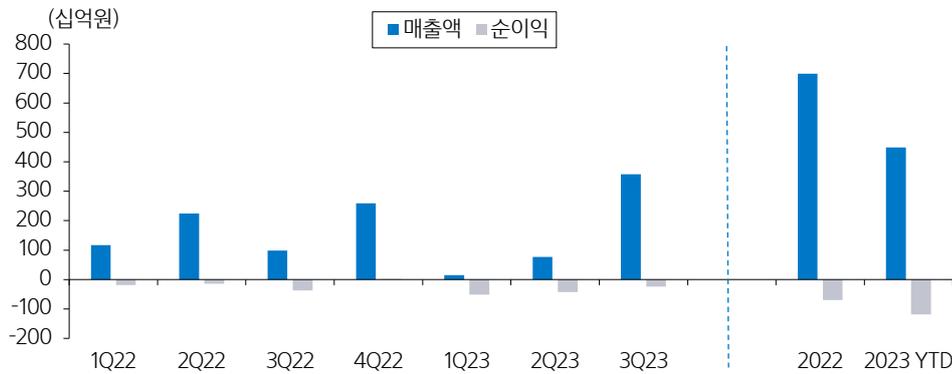
참고: 24년 1월 5일 기준 누적 관객 수  
자료: 언론자료, 영화진흥위원회, 삼성증권

그림 17. TOHO로부터 투자 유치에 따른 피프스시즌 지분율 변화



자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 18. 피프스시즌의 재무 실적



참고: 22년 1분기부터 연결 계상 / 자료: CJ ENM, DART, 삼성증권

표 7. 보유 지분 현황

회사명	보유 지분율 (%)	보유 지분 가치 (십억원)	최초 취득일
넷마블 (251270)	21.8	1,039.0	2011년 11월
스튜디오드래곤 (253450)	54.4	825.4	2016년 5월
NAVER (035420)	0.3	114.6	2020년 10월
지니뮤직 (043610)	15.4	30.7	2018년 10월
텍스터 (206560)	6.8	15.8	2020년 3월
에이스토리 (241840)	10.5	13.6	2011년 3월
와이랩 (432430)	9.7	14.9	2021년 8월
합계	-	2,039.1	-
자사주	5.5	82.5	-

참고: 1. LG헬로비전(구 CJ헬로) 보유 지분율은 LG유플러스와 주식양수도 계약으로 53.92%에서 3.92%로 변동(19년 12월 24일), 22년 3분기 중에 2.46% 지분(10,786주)을 추가 처분해 보유 지분율은 1.46%로 낮아짐. 23년 1분기 중 매각 완료

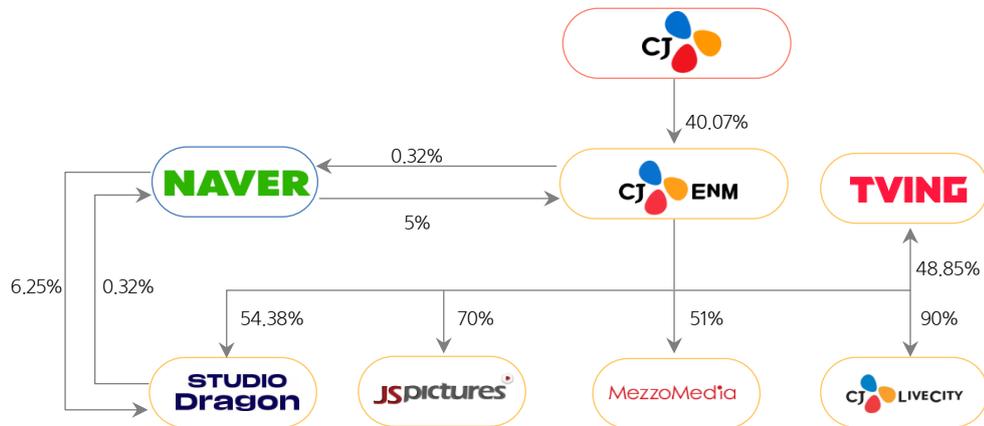
2. 자사주는 18년 7월 1일 합병에 따른 주식매수청구권 행사 주식을 취득, 20년 10월 27일 NAVER와 상호 자기주식 교환

3. 와이랩은 23년 7월 20일 신규 상장

4. 보유 지분율은 23년 3분기 분기보고서 기준, 보유 지분 가치는 24년 1월 5일 종가 기준

자료: Dart, WiseFn, 삼성증권

그림 19. CJ ENM: 지배구조



참고: 1. 빌리프랩은 10월 31일 보유 지분 전량을 하이브에 처분해 연결 자회사에서 제외

2. 와이랩은 해당 기업에 대한 유의적인 영향력 상실로 관계기업에서 매도가능 금융자산으로 분류 (기준 9.67%)

자료: CJ ENM, 삼성증권

표 8. 목표주가 산정방식 (SOTP)

(십억원)	NOPLAT	Multiple (배)	가치	설명
영업가치 (a)			2,653	2024년 기준
미디어플랫폼	44	20	891	
드라마영화	26	20	529	스튜디오드래곤 가치 제외
음악	78	10	784	자체 아티스트 IP 등
커머스	64	7	449	국내 홈쇼핑업체 12개월 선행 PER
지분가치 (b)			1,195	
스튜디오드래곤			498	시가총액의 40% 할인, 지분율 54.5%
넷미블			628	시가총액의 40% 할인, 지분율 22.9%
네이버			69	시가총액의 40% 할인, 지분율 0.32%
사업가치			3,848	
순차입금 (c)			2,005	
적정 가치			1,843	=(a)+(b)-(c)
주식 수 (천주)			21,929	
주당 적정가치(원)			84,061	
목표주가 (원)			88,000	
현재 주가 (1/5)			68,800	
Upside (%)			27.9	

참고: 상장사 보유 지분 가치는 1월 5일 종가 기준

자료: Fnguide, 삼성증권

표 9. 이익 추정치 변경

(십억원)	2023E			2024E		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	4,526.3	4,412.3	-2.5	4,996.9	4,842.2	-3.1
영업이익	-36.9	-47.3	(적지)	205.1	191.1	-6.8
영업이익률 (% , %p)	-0.8	-1.1	-0.3	4.1	3.9	-0.2
세전이익	-256.5	-266.9	(적지)	65.3	56.5	-13.4
지배주주순이익	-212.8	-228.6	(적지)	40.4	33.8	-16.3

자료: 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,552	4,792	4,412	4,842	5,362
매출원가	1,918	3,043	2,839	2,941	3,286
매출총이익	1,635	1,749	1,573	1,901	2,076
(매출총이익률, %)	46.0	36.5	35.7	39.3	38.7
판매 및 일반관리비	1,338	1,611	1,620	1,710	1,828
영업이익	297	137	-47	191	247
(영업이익률, %)	8.4	2.9	-1.1	3.9	4.6
영업외손익	-1	-465	-220	-135	-92
금융수익	51	78	81	82	90
금융비용	50	145	199	165	139
지분법손익	68	-182	-33	-22	-20
기타	-70	-215	-69	-29	-23
세전이익	296	-328	-267	57	156
법인세	68	-151	25	13	29
(법인세율, %)	23.1	46.0	-9.4	22.3	18.9
계속사업이익	228	-177	-292	44	126
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	228	-177	-292	44	126
(순이익률, %)	6.4	-3.7	-6.6	0.9	2.4
지배주주순이익	193	-120	-229	34	96
비지배주주순이익	34	-57	-63	10	30
EBITDA	813	1,431	1,281	1,603	1,737
(EBITDA 이익률, %)	22.9	29.9	29.0	33.1	32.4
EPS (지배주주)	8,822	-5,476	-10,422	1,543	4,393
EPS (연결기준)	10,377	-8,063	-13,312	2,002	5,768
수정 EPS (원)*	8,822	-5,476	-10,422	1,543	4,393

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	782	1,651	1,350	1,557	1,770
당기순이익	228	-177	-292	44	126
현금유출입이없는 비용 및 수익	619	1,662	1,472	1,524	1,619
유형자산 감가상각비	64	74	68	63	58
무형자산 상각비	452	1,220	1,260	1,349	1,431
기타	102	369	143	112	130
영업활동 자산부채 변동	-32	351	280	79	134
투자활동에서의 현금흐름	-727	-3,007	-1,292	-1,471	-1,757
유형자산 증감	-173	-189	-96	-95	-84
장단기금융자산의 증감	269	-21	-15	-14	-79
기타	-824	-2,797	-1,181	-1,363	-1,594
재무활동에서의 현금흐름	957	1,203	-816	134	164
차입금의 증가(감소)	970	1,469	-816	134	174
자본금의 증가(감소)	51	-125	0	0	0
배당금	-54	-44	0	0	-10
기타	-11	-97	0	0	0
현금증감	1,018	-154	-555	125	127
기초현금	270	1,287	1,134	579	704
기말현금	1,287	1,134	579	704	831
Gross cash flow	846	1,485	1,180	1,568	1,746
Free cash flow	609	1,451	1,254	1,462	1,685

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,660	3,108	2,273	2,492	2,880
현금 및 현금등가물	1,287	1,134	579	704	831
매출채권	800	1,161	970	1,007	1,135
재고자산	85	97	88	88	100
기타	487	716	637	693	815
비유동자산	5,280	7,224	6,817	6,940	7,167
투자자산	2,490	2,381	2,025	2,102	2,140
유형자산	1,112	1,267	1,295	1,326	1,352
무형자산	1,322	2,768	2,826	2,954	3,073
기타	356	808	671	558	602
자산총계	7,941	10,332	9,090	9,432	10,047
유동부채	2,323	4,269	3,378	3,774	4,130
매입채무	251	327	331	361	405
단기차입금	954	1,985	1,485	1,485	1,660
기타 유동부채	1,118	1,957	1,562	1,929	2,065
비유동부채	1,414	1,719	1,781	1,682	1,826
사채 및 장기차입금	941	1,114	1,007	987	987
기타 비유동부채	473	605	774	695	839
부채총계	3,737	5,988	5,158	5,456	5,955
지배주주지분	3,777	3,552	3,203	3,237	3,323
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,538	2,413	2,413	2,413	2,413
이익잉여금	1,334	1,180	952	986	1,072
기타	-205	-152	-272	-272	-272
비지배주주지분	426	792	729	739	769
자본총계	4,203	4,344	3,932	3,976	4,092
순부채	669	2,280	2,005	2,005	1,982

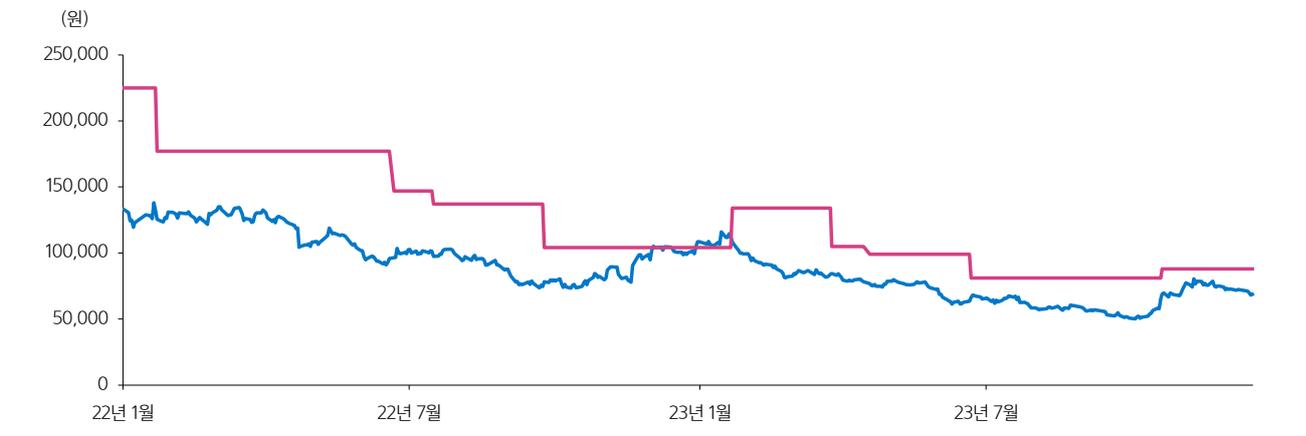
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	4.8	34.9	-7.9	9.7	10.7
영업이익	9.1	-53.7	적전	흑전	29.5
순이익	246.7	적전	적지	흑전	188.1
수정 EPS**	239.8	적전	적지	흑전	184.7
주당지표					
EPS (지배주주)	8,822	-5,476	-10,422	1,543	4,393
EPS (연결기준)	10,377	-8,063	-13,312	2,002	5,768
수정 EPS**	8,822	-5,476	-10,422	1,543	4,393
BPS	182,220	171,357	154,513	156,146	160,293
DPS (보통주)	2,100	0	0	500	1,200
Valuations (배)					
P/E***	15.7	n/a	n/a	44.6	15.7
P/B***	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.1	3.8	3.4	2.7	2.5
비율					
ROE (%)	5.4	-3.3	-6.8	1.1	2.9
ROA (%)	3.2	-1.9	-3.0	0.5	1.3
ROIC (%)	9.0	2.0	-1.1	3.4	4.5
배당성향 (%)	22.5	0.0	0.0	30.6	25.8
배당수익률 (보통주, %)	1.5	0.0	0.0	0.7	1.7
순부채비율 (%)	15.9	52.5	51.0	50.4	48.4
이자보상배율 (배)	13.2	1.5	-0.5	2.1	2.6

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 1월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 1월 5일 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	2021/8/6	2022/2/11	7/11	8/5	10/14	2023/2/10	4/14	5/8	7/11	11/9
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	225000	177000	147000	137000	104000	134000	105000	99000	81000	88000
과리율 (평균)	-32.74	-33.17	-31.60	-34.47	-11.43	-33.60	-23.51	-27.05	-27.25	
과리율 (최대/최소)	-17.38	-23.73	-29.66	-24.89	11.63	-22.76	-19.81	-19.39	-15.93	

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

\* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

**기업**

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -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

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2023.12.31 기준

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / 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