



**BUY (유지)**

목표주가(12M) **85,000원**  
현재주가(02.12) **58,500원**

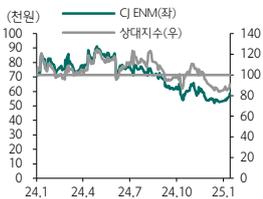
**Key Data**

KOSDAQ 지수 (pt)	745.18
52주 최고/최저(원)	91,100/51,900
시가총액(십억원)	1,282.9
시가총액비중(%)	0.34
발행주식수(천주)	21,929.2
60일 평균 거래량(천주)	74.7
60일 평균 거래대금(십억원)	4.3
외국인지분율(%)	16.04
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5인	42.72

**Consensus Data**

	2024	2025
매출액(십억원)	4,745.1	5,010.7
영업이익(십억원)	133.1	223.3
순이익(십억원)	(524.0)	79.8
EPS(원)	(20,305)	3,119
BPS(원)	133,867	136,772

**Stock Price**



**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,792.2	4,368.4	5,231.4	5,499.8
영업이익	137.4	(14.6)	104.5	212.6
세전이익	(327.6)	(335.1)	(531.2)	42.4
순이익	(120.1)	(315.9)	(502.8)	23.5
EPS	(5,476)	(14,405)	(22,929)	1,069
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(19.12)	(5.01)	(2.34)	54.72
PBR	0.60	0.45	0.39	0.42
EV/EBITDA	3.75	4.86	5.62	5.40
ROE	(3.28)	(9.30)	(16.83)	0.85
BPS	174,184	159,891	136,962	138,052
DPS	0	0	0	0



Analyst 이기훈 [sacredkh@hanafn.com](mailto:sacredkh@hanafn.com)  
RA 김현수 [hyunsookim@hanafn.com](mailto:hyunsookim@hanafn.com)

**하나증권 리서치센터**

2025년 02월 13일 | 기업분석\_Earnings Reveiw

# CJ ENM (035760)

## 기대 반 우려 반

### 단기 주가는 바닥으로 보이거나 확인의 시간이 필요하다

광고의 턴어라운드와 티빙의 성장 전략 등을 고려하면 현 주가 수준은 충분히 매력적이다. 다만, 성장 전략을 실현하기 위한 투자가 필요한데, 현재 실적 및 재무구조에서 (스튜디오드래곤 선 판매 전략과 공존 가능한) 티빙의 해외 진출 및 (SBS 없는) 웨이브와의 합병 시너지, 콘텐츠 투자 확대, 그리고 라이브시티향 차입금 상환 등이 모두 가능한지, 혹은 긍정적인지는 확인의 시간이 다소 필요해 보인다.

### 4Q OP 410억원(-30% YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 1.79조원(+42% YoY)/410억원(-30%)으로 컨센서스(696억원)를 하회했다. 부문별 영업이익은 미디어플랫폼이 15억원(-32%)으로 TV광고 성장률이 17%로 10개 분기 만에 성장을 기록하면서 긍정적이었으나, 네이버 멤버십 제휴 및 KBO 시즌 종료에 따른 가입자 이탈로 티빙 적자가 -140억원을 기록하며 부진했다. 영화/드라마는 7억원(흑전)을 기록했는데, 피프스시즌이 <Severance S2> 등 다수의 달러비리로 매출액/영업이익이 각각 6,027억원/80억원(-59%)을 기록했다. 다만, 매출 규모에 비해서는 이익은 부진했다. 음악은 189억원(-47%)으로 JO1/INI 등 주요 아티스트들의 앨범 및 투어가 진행되었으며, MAMA의 라이브 매출도 긍정적이었다. 커머스는 패션 중심 MLC 거래액이 120% 성장하는 과정에서 제작비가 확대되며 영업이익은 203억원(-22%)으로 부진했다. 영업외비용으로는 콘텐츠 상각비 및 일부 소액 지분 투자 회사들의 지분 평가 손실, 그리고 넷마블 관련 PRS 파생 손실 등이 반영되었다.

### 2025년 전략은 좋아 보이는데 가능할까?

향후 성장 전략에 있어 가장 중요한 점은 2026년 티빙의 해외진출을 공식화 해 2027년까지 1,500만명(24년 말 대비 약 3배)의 가입자를 목표로한다는 점이다. 이 중 국내 가입자는 7~800만명 수준으로 보는데, 계정 공유 단속 및 웨이브와의 합병 전략까지 포함되어 있다. 웨이브와의 합병 시 시너지를 통해 2024년 약 700억원의 영업적자에서 BEP 수준까지 개선될 수 있고, 이는 보다 공격적인 제작비 투자를 가능하게 해 TVN 수목드라마 슬랏을 재개하여 더 많이 만들겠다는 점이다. 성장 전략은 상당히 좋아 보이거나 2가지 고민이 있다. 1) 티빙의 해외 진출과 스튜디오드래곤의 선 판매 확대 전략이 공존할 수 있는지는 아직 미지수다. 또한, 2) 2024년 말 기준 순차입금 규모가 약 1.7조원인데(수익성을 담보한) 콘텐츠 투자 확대, 웨이브와의 합병, 그리고 라이브시티향 차입금(약 3,800억원 중 올해 2,000억원 만기) 상황이 모두 가능한지 지켜봐야 하겠다. 넷마블 지분 추가 매각이 반드시 필요한데, 현재 넷마블 주가 수준에서는 쉽지 않다.

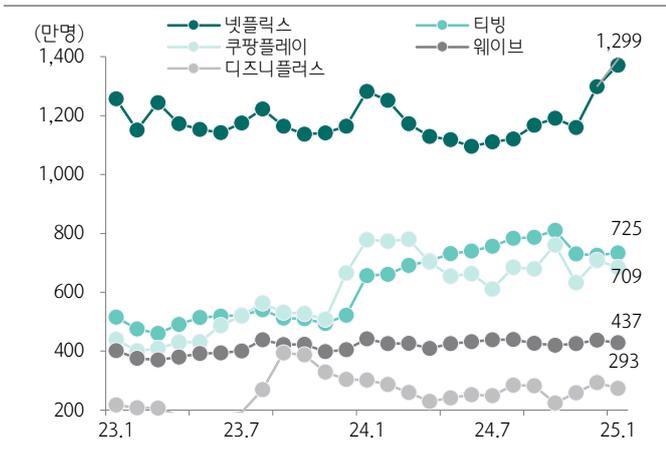
표 1. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	23	24P	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	4,368	5,231	5,500	5,756	1,154	1,165	1,125	1,788	1,206	1,256	1,212	1,825
1. 미디어플랫폼	1,262	1,373	1,461	1,515	314	353	356	350	333	379	380	370
2. 커머스	1,338	1,451	1,503	1,530	348	372	334	398	361	387	345	409
3. 영화/드라마	1,092	1,705	1,776	1,891	366	288	252	799	364	321	285	806
4. 음악	676	702	759	819	126	152	183	241	149	169	202	240
영업이익	(15)	104	213	275	12	35	16	41	19	54	42	97
OPM	0%	2%	4%	5%	1%	3%	1%	2%	2%	4%	4%	5%
1. 미디어플랫폼	(60)	25	66	91	(3)	16	11	2	3	19	19	24
2. 커머스	69	83	96	98	26	27	9	20	27	29	9	31
3. 영화/드라마	(97)	(41)	5	28	(18)	(18)	(6)	1	(15)	(6)	6	21
4. 음악	71	31	49	61	5	5	2	19	4	14	10	21
당기순이익	(397)	(580)	28	119	(35)	10	(531)	(24)	(27)	(8)	(29)	91

주: 2023년 1분기부터 사업부문 재분류. 자료: 하나증권

그림 1. 국내 서비스 OTT MAU 추이



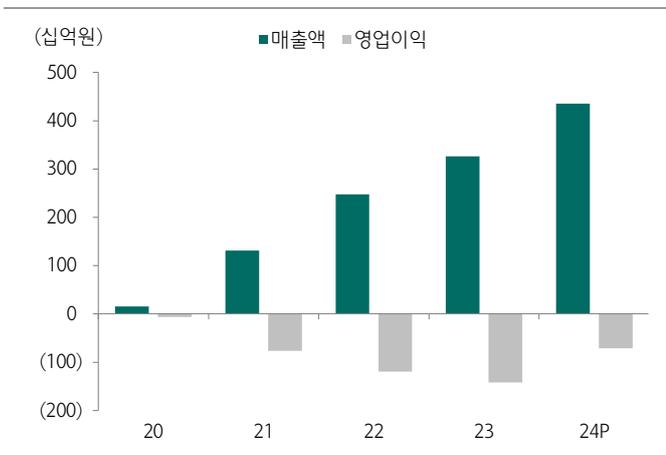
자료: 모바일인덱스, 하나증권

표 2. 국내 주요 OTT별 가격 인상

	기존			광고형	인상 후		
	베이직	스탠다드	프리미엄		베이직	스탠다드	프리미엄
(₩)							
Netflix	9,500	12,000	14,500	5,500	-	13,500	17,000
Disney+	9,900			출시 예정	-	9,900	13,900
TVING	7,900	10,900	13,900	5,500	9,500	13,500	17,000

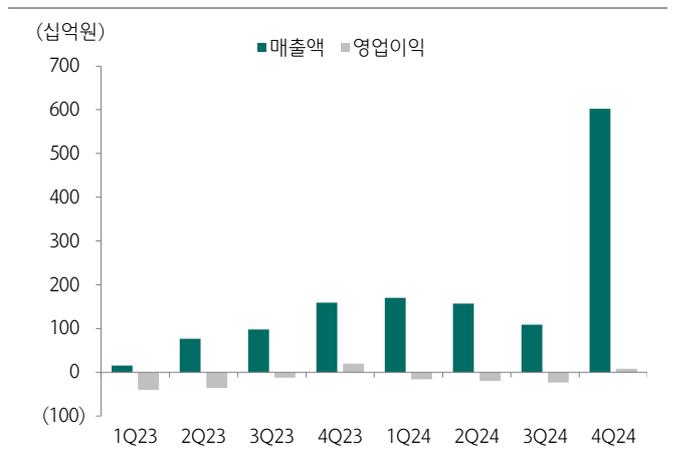
자료: 언론, 하나증권

그림 2. 티빙 연간 실적 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 하나증권

그림 3. 피프스 시즌 분기 실적 추이



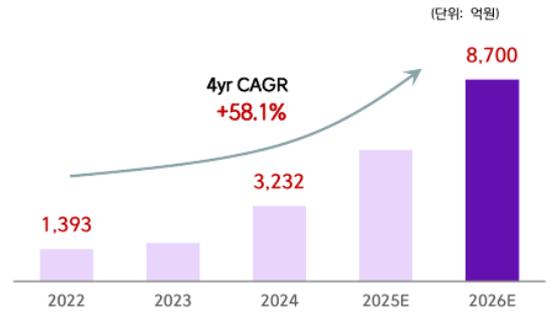
자료: CJ ENM, 하나증권

그림 4. 티빙 가입자 수 목표



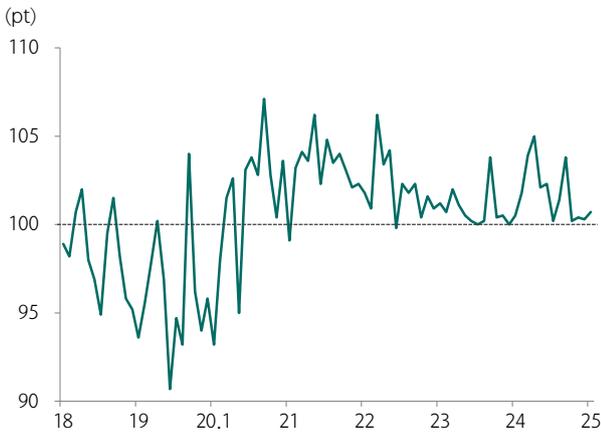
자료: CJ ENM, 하나증권

그림 5. 커머스 부문 MLC 거래액 가이드런스



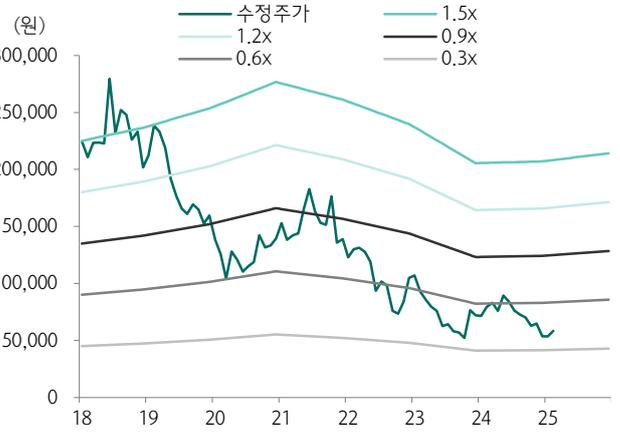
자료: CJ ENM, 하나증권

그림 6. 지상파TV KAI 추이



자료: KOBACO, 하나증권

그림 7. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나증권

그림 8. 2H24년 주요 라인업

(단위: 십억원)

<p><b>채널 · 티빙</b></p> <p><b>[드라마]</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>《감자연구소》(tvN) : 이선빈 · 강태오 · 이학주 · 김가은 · 신현승</li> <li>《언젠가는 슬기로울 전공의생활》(tvN) : 고윤정 · 신시아 · 한예지 · 강유석</li> <li>《폭군의 셰프》(tvN) : 임윤아 · 이재민</li> <li>《태풍상사》(tvN) : 이준호 · 김민하</li> <li>《내가 죽기 일주일 전》(TVING) : 공명 · 김민하</li> <li>《친애하는 X》(TVING) : 김유정 · 김영대</li> </ul> <p><b>[예능]</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>《식스센스: 시티투어》(tvN) : 유재석 · 송은이 · 고경표 · 미미</li> <li>《뽕뽕 지구오락실3》(tvN) : 이은지 · 미미 · 이영지 · 안유진</li> <li>《월드 오브 스트리트 우먼 파이터》(Mnet) : 시즌1 리더즈 8인</li> <li>《대탈출: 더스토리》(TVING) : 강호동 · 김동현 · 유병재 · 백현</li> <li>《환승연애 4》(TVING)</li> </ul> <p><b>영화</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>《어쩔수가 없다》: 박찬욱 감독, 이병헌 · 손예진</li> <li>《악마가 이사왔다》: 이상근 감독, 윤아 · 안보현 · 성동일 · 주현영</li> </ul>	<p><b>FIFTH SEASON</b></p> <p><b>[드라마]</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>《The Savant S1》(Apple TV+) Directed by Matthew Heineman, Starring Jessica Chastain</li> <li>《Nine Perfect Strangers S2》(Hulu) Starring Nicole Kidman, Henry Golding, Murray Bartlett</li> <li>《East of Eden》(Netflix) Directed by Garth Davis, Starring Florence Pugh, Christopher Abbott</li> </ul> <p><b>[영화 · 다큐멘터리]</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>《She Rides Shotgun》, 《Andy Kaufman Is Me》, 《Avedon》 등</li> </ul> <p><b>음악</b></p> <p><b>[음반 · 음원]</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>《ZB1》, 《izna》, 《JO1》, 《INI》, 《IS:SUE》, 《Kep1er》 등</li> <li>드라마 및 Mnet 예능 OST</li> </ul> <p><b>[콘서트 · 컨벤션]</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>《KCON JAPAN 2025》, 《KCON LA 2025》 (2025 MAMA AWARDS)</li> <li>《ZB1》, 《JO1》, 《INI》, 《ME:I》, 《Dynamicduo》</li> </ul>
---	---

자료: CJ ENM, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,792.2	4,368.4	5,231.4	5,499.8	5,755.7
매출원가	3,043.4	2,851.4	3,520.2	3,605.9	3,721.3
매출총이익	1,748.8	1,517.0	1,711.2	1,893.9	2,034.4
판매비	1,611.4	1,531.5	1,606.7	1,681.3	1,759.8
영업이익	137.4	(14.6)	104.5	212.6	274.7
금융손익	(67.6)	(167.1)	(142.6)	(120.2)	(79.2)
종속/관계기업손익	(182.1)	(58.7)	0.4	0.4	0.4
기타영업외손익	(215.3)	(94.8)	(493.4)	(50.4)	(37.2)
세전이익	(327.6)	(335.1)	(531.2)	42.4	158.6
법인세	(150.8)	61.7	49.1	14.9	39.7
계속사업이익	(176.8)	(396.8)	(580.2)	27.6	119.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(176.8)	(396.8)	(580.2)	27.6	119.0
비배주주지분 손이익	(56.7)	(80.9)	(77.4)	3.7	15.9
지배주주순이익	(120.1)	(315.9)	(502.8)	23.5	101.1
지배주주지분포괄이익	(169.9)	(379.8)	(481.0)	22.9	98.6
NOPAT	74.2	(17.3)	114.1	138.2	206.0
EBITDA	1,430.7	962.0	914.6	907.0	762.1
성장성(%)					
매출액증가율	34.90	(8.84)	19.76	5.13	4.65
NOPAT증가율	(67.50)	적전	흑전	21.12	49.06
EBITDA증가율	75.89	(32.76)	(4.93)	(0.83)	(15.98)
영업이익증가율	(53.72)	적전	흑전	103.44	29.21
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	330.21
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	331.34
수익성(%)					
매출총이익률	36.49	34.73	32.71	34.44	35.35
EBITDA이익률	29.85	22.02	17.48	16.49	13.24
영업이익률	2.87	(0.33)	2.00	3.87	4.77
계속사업이익률	(3.69)	(9.08)	(11.09)	0.50	2.07

투자지표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(5,476)	(14,405)	(22,929)	1,069	4,611
BPS	174,184	159,891	136,962	138,052	142,753
CFPS	67,740	47,181	18,904	39,738	35,123
EBITDAPS	65,244	43,868	41,708	41,358	34,751
SPS	218,533	199,203	238,557	250,798	262,470
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(19.12)	(5.01)	(2.34)	54.72	12.69
PBR	0.60	0.45	0.39	0.42	0.41
PCFR	1.55	1.53	2.84	1.47	1.67
EV/EBITDA	3.75	4.86	5.62	5.40	5.73
PSR	0.48	0.36	0.23	0.23	0.22
재무비율(%)					
ROE	(3.28)	(9.30)	(16.83)	0.85	3.60
ROA	(1.31)	(3.11)	(5.25)	0.25	1.07
ROIC	2.43	(0.44)	3.05	4.10	7.02
부채비율	137.83	138.16	155.59	158.24	156.75
순부채비율	52.47	51.65	75.75	68.18	51.55
이자보상배율(배)	1.50	(0.08)	0.68	1.49	1.92

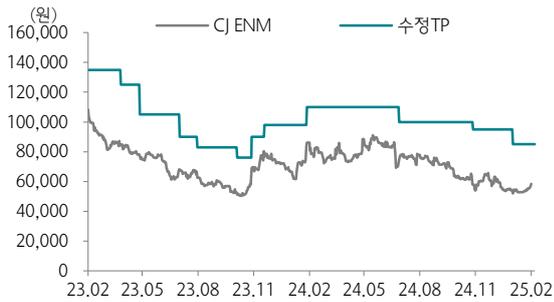
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,108.0	2,782.4	2,102.9	2,459.5	3,099.0
금융자산	1,364.4	1,138.3	135.2	391.1	934.5
현금성자산	1,133.7	1,032.6	8.5	258.0	795.2
매출채권	1,161.2	930.6	1,114.4	1,171.6	1,226.1
재고자산	97.2	116.0	138.9	146.0	152.8
기타유동자산	485.2	597.5	714.4	750.8	785.6
비유동자산	7,224.2	7,167.5	7,092.2	6,902.0	6,513.9
투자자산	2,381.2	2,198.7	2,533.5	2,637.7	2,736.9
금융자산	564.8	541.7	549.2	551.5	553.7
유형자산	1,266.6	1,353.3	1,285.1	1,225.0	1,172.1
무형자산	2,768.4	2,856.9	2,515.0	2,280.8	1,846.3
기타비유동자산	808.0	758.6	758.6	758.5	758.6
자산총계	10,332.2	9,949.9	9,195.1	9,361.5	9,612.9
유동부채	4,269.2	3,400.9	3,134.3	3,244.5	3,349.6
금융부채	2,358.3	1,391.0	955.5	957.7	959.8
매입채무	327.0	244.5	292.8	307.9	322.2
기타유동부채	1,583.9	1,765.4	1,886.0	1,978.9	2,067.6
비유동부채	1,718.7	2,371.2	2,463.3	2,491.9	2,519.2
금융부채	1,285.7	1,904.9	1,904.9	1,904.9	1,904.9
기타비유동부채	433.0	466.3	558.4	587.0	614.3
부채총계	5,987.9	5,772.1	5,597.5	5,736.4	5,868.8
지배주주지분	3,552.1	3,238.8	2,735.9	2,759.8	2,862.9
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,413.0	2,456.2	2,456.2	2,456.2	2,456.2
자본조정	(341.4)	(341.4)	(341.4)	(341.4)	(341.4)
기타포괄이익누계액	189.7	161.1	161.1	161.1	161.1
이익잉여금	1,180.3	852.3	349.5	373.4	476.5
비지배주주지분	792.2	939.0	861.6	865.3	881.2
자본총계	4,344.3	4,177.8	3,597.5	3,625.1	3,744.1
순금융부채	2,279.5	2,157.6	2,725.3	2,471.5	1,930.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,650.8	1,296.0	302.7	800.0	680.9
당기순이익	(176.8)	(396.8)	(580.2)	27.6	119.0
조정	1,476.3	1,208.1	810.1	694.3	487.4
감가상각비	1,293.4	976.6	810.1	694.3	487.4
외환거래손익	22.2	2.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	182.0	(90.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(21.3)	319.5	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	351.3	484.7	72.8	78.1	74.5
투자활동 현금흐름	(3,006.8)	(1,267.6)	(755.7)	(510.6)	(105.5)
투자자산감소(증가)	291.1	1,204.4	(334.8)	(104.1)	(99.3)
자본증가(감소)	(189.0)	(100.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(3,108.9)	(2,371.9)	(420.9)	(406.5)	(6.2)
재무활동 현금흐름	1,203.4	(304.8)	(435.5)	2.2	2.1
금융부채증가(감소)	1,469.0	(348.0)	(435.5)	2.2	2.1
자본증가(감소)	(124.8)	43.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(97.3)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(43.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(152.6)	(276.4)	(850.9)	249.4	537.3
Unlevered CFO	1,485.5	1,034.6	414.6	871.4	770.2
Free Cash Flow	1,451.3	1,195.9	302.7	800.0	680.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ ENM



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.13	BUY	85,000		
24.11.8	BUY	95,000	-38.06%	-30.74%
24.7.9	BUY	100,000	-28.87%	-21.40%
24.2.8	BUY	110,000	-27.02%	-17.18%
23.11.30	BUY	98,000	-26.90%	-14.90%
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%

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 2025년 2월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2025년 2월 13일 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 신뢰 할 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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	93.15%	6.39%	0.46%	100%

\* 기준일: 2025년 02월 10일