



BUY (유지)

목표주가(12M) 100,000원
현재주가(8.08) 78,600원

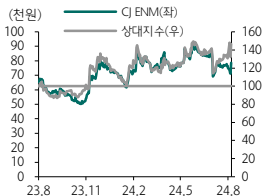
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	745.28
52주 최고/최저(원)	91,100/50,200
시가총액(십억원)	1,723.6
시가총액비중(%)	0.47
발행주식수(천주)	21,929.2
60일 평균 거래량(천주)	88.2
60일 평균 거래대금(십억원)	7.1
외국인지분율(%)	15.08
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5인	42.70

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	4,983.7	5,300.2
영업이익(십억원)	206.2	299.7
순이익(십억원)	(44.9)	160.0
EPS(원)	(1,525)	5,726
BPS(원)	153,801	157,782

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,792.2	4,368.4	4,881.5	5,159.3
영업이익	137.4	(14.6)	185.1	258.5
세전이익	(327.6)	(335.1)	(160.9)	168.4
순이익	(120.1)	(315.9)	(120.4)	111.6
EPS	(5,476)	(14,405)	(5,489)	5,090
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(19.12)	(5.01)	(14.32)	15.44
PBR	0.60	0.45	0.51	0.50
EV/EBITDA	3.75	4.86	4.90	4.80
ROE	(3.28)	(9.30)	(3.79)	3.54
BPS	174,184	159,891	154,402	157,696
DPS	0	0	0	2,000



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 황지원 jiwon.hwang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 08월 09일 | 기업분석_Earnings Reveiw

CJ ENM (035760)

티빙이 곧 흑자를 달성합니다

미디어 내 탑픽 유지

티빙이 예상보다 더 빠른 성장을 보여주면서 하반기에 분기 BEP 이상이 가능할 것이며, 2025년에 오리지널 텐트폴 드라마 확대와 같은 전략이 없다면 연간 흑자 전환이 확실하다. 웨이브와의 합병 이슈는 최소 중립 이상으로 작용할 것이며, 비핵심자산 매각을 통해 재원을 확보한다면 상당히 좋은 흐름이 예상된다. 파업 정상화에 따른 피프스 시즌의 추가적인 실적 개선 가능성도 여전하며, 음악에서도 첫 자체 IP를 확보한 걸그룹이 데뷔를 앞둔 만큼 향후 영업이나 영업외적으로 모두 긍정적인 흐름을 예상한다. 미디어 내 탑픽을 계속 유지한다.

2Q OP 353억원(흑전)

2분기 매출액/영업이익은 각각 1.16조원(+11% YoY)/353억원(흑전)으로 컨센서스(423억원)를 하회했다. 부문별 영업이익은 미디어플랫폼이 165억원(흑전)으로 TV광고가 -16% 역성장했음에도 티빙이 유료가입자 및 광고 매출 성장으로 영업손실이 117억원까지 축소했다. 영화드라마는 -182억원(적지)으로 피프스시즌이 -202억원을 기록했고, 국내 영화는 개봉작이 부재했다. 3분기에는 유통 매출 회복 가능성이 있고, <베테랑2> 개봉에 대한 기대까지 감안하면 적자를 추가로 축소할 가능성이 높다. 커머스는 275억원(+47%)으로 1분기에 이어 호조를 보였으며, 음악은 49억원(-59%)으로 부진했지만 하반기에는 ZB1을 포함한 아티스트들의 컴백과 신인 그룹들의 데뷔로 성장할 것이다. 영업외적으로는 넷마블 지분 매각 관련 손익이 400억원 이상 반영되면서 9개 분기 만에 순이익이 흑자 전환했다.

티빙의 예상보다 더 빠른 성장과 여전한 재무구조 개선 기대

KBO가 역대급 흥행 속도를 보이면서 티빙의 MAU는 750만명 돌파, 분기 매출 1,000억 원에 안착했다. 실적 레버리지 효과로 적자를 빠르게 축소하고 있는데, 2분기는 KBO 중계권 상각이 온기로 반영된 것임에도 상당히 좋았다. 3분기는 기존 가입자 대상 가격 인상 효과가 반영되면서 BEP에 근접한 수준이 예상된다. 광고 매출도 100억원을 돌파했는데, 신규 가입자 중 30~40%가 광고요금제를 선택하고 있다. 4분기에는 배구 등 타 스포츠 중계권 확보를 통해 가입자 성장을 도모할 계획이다. 재무적으로는 라이브시티에 하반기 약 1,000억원 정도의 자본 투입 및 2026년까지 순차적인 채무 상환 계획을 가지고 있다. 연내 웨이브와의 합병 가능성도 여전하나, 합병이 안 되더라도 절대 악재는 아니다. 2가지 이슈를 고려해볼 때 넷마블의 추가적인 지분 매각이 필요할 것으로 예상되는데, 비핵심자산 매각은 무조건적인 호재다.

도표 1. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	22	23	24F	25F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F
매출액	4,792	4,368	4,882	5,159	949	1,049	1,111	1,260	1,154	1,165	1,233	1,330
1. 미디어플랫폼	1,428	1,262	1,355	1,405	278	343	314	327	314	353	344	344
2. 커머스	1,355	1,338	1,417	1,435	316	346	300	376	348	372	311	386
3. 영화/드라마	1,424	1,092	1,381	1,533	236	230	326	300	366	288	378	348
4. 음악	585	676	729	786	119	131	170	257	126	152	199	251
영업이익	137	(15)	185	258	(50)	(30)	7	59	12	35	50	88
OPM	3%	0%	4%	5%	-5%	-3%	1%	5%	1%	3%	4%	7%
1. 미디어플랫폼	8	(60)	54	84	(34)	(30)	2	2	(3)	16	20	22
2. 커머스	72	69	99	100	18	19	7	26	26	27	17	28
3. 영화/드라마	7	(97)	(37)	3	(41)	(31)	(20)	(5)	(18)	(18)	(4)	2
4. 음악	56	71	62	75	8	12	15	35	5	5	18	34
당기순이익	(177)	(397)	(219)	131	(89)	(123)	(53)	(132)	(35)	10	9	(203)

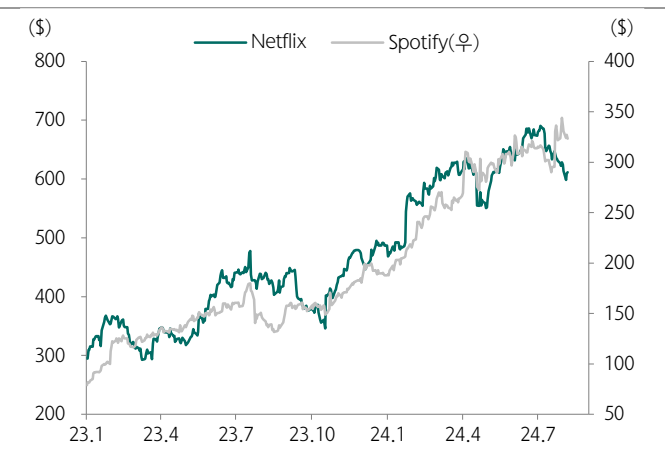
주: 2023년 1분기부터 사업부문 재분류. 자료: 하나증권

도표 2. 티빙 월간 이용권 구독료 변경

(기존 구독자)	WEB		APP
이용권	기존	변경	기존 구독료 유지
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		

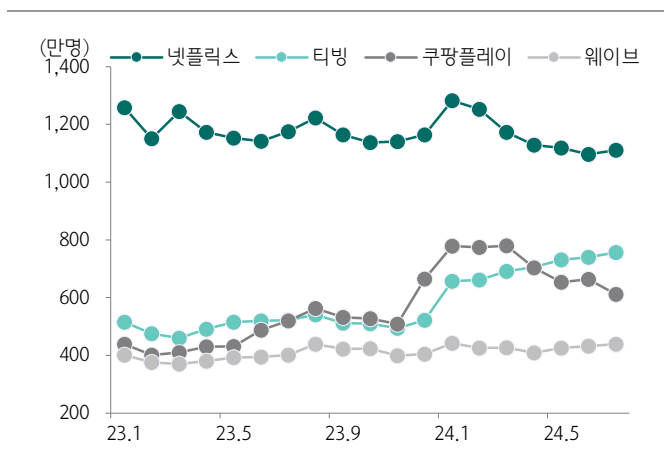
주: 2023년 12월 1일 신규 구독자 대상 구독료 인상. 기존 구독자 2024년 6월부터 적용
자료: 티빙, 하나증권

도표 3. 넷플릭스/스포티파이 주가 추이



자료: CJ ENM, 하나증권

도표 4. 국내 서비스 OTT MAU 추이 - 티빙 7월 756만명으로 2위



자료: 모바일인덱스, 하나증권

도표 5. 국내 주요 OTT별 가격 인상

	기존			인상 후			
(₩)	베이직	스탠다드	프리미엄	광고형	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

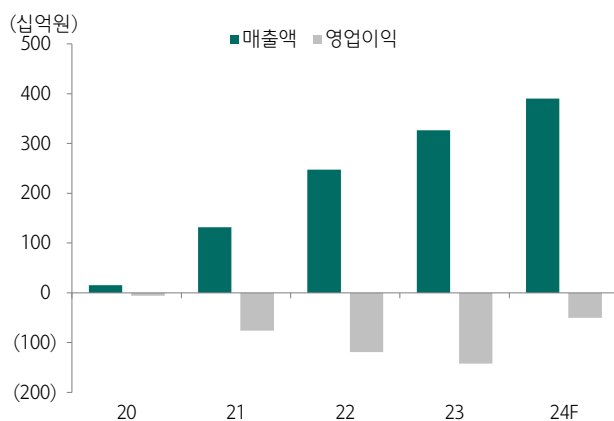
자료: 언론, 하나증권

도표 6. 티빙 오리지널 드라마 라인업

방영일	작품명	출연진	제작사	회차	비고
2023년	아일랜드 파트2	김남길, 이다희	스튜디오드래곤	6	네이버웹툰 원작
	방과 후 전쟁활동	신현수, 이순원	스튜디오드래곤, 지티스트	6	네이버웹툰(하일권) 원작
	우리가 사랑했던 모든 것	오세훈, 장여빈	CJ ENM, 스튜디오 HIM	8	-
	잔혹한 인턴	라미란, 엄지원	CJ ENM, 래몽래인	12	-
	운수 오진 날	이성민, 유연석	스튜디오드래곤, 더그레이트쇼, 스튜디오N	10	네이버웹툰 원작, tvN 선공개
	이재, 곧 죽습니다	서인국, 박소담	SLL, 사람엔터테인먼트	8	네이버웹툰 원작
2024년	LTNS	이솜, 안재홍	바른손스튜디오	6	-
	피라미드 게임	김지연, 장다아	필름몬스터, CJ ENM 스튜디오스	10	네이버웹툰 원작
	나는 대놓고 신데렐라를 꿈꾼다	표예진, 이준영	CJ ENM, 키이스트, 스토리픽닉스	10	-
	손해 보기 싫어서	신민아, 김명대	CJ ENM	12	tvN 동시 방송
	우씨왕후	전종서, 김무열	CJ ENM 스튜디오스	8	-
	샤크: 더 스톱	김민석, 이현욱	SLL, 투유드림	6	카카오페이 원작
	러닝메이트	윤현수, 이정식	에이스메이커무비웍스	9	<기생충> 각본의 한진원 연출
	춘화연애담	고아라, 장률	비온드제이, SLL	-	-
	종거나 나쁜 동재	이준혁, 박성웅	스튜디오드래곤, 에이스팩토리	-	<비밀의 숲> 시핀오프
	스터디그룹	황민현, 한지은	스튜디오드래곤, 와이랩플렉스	10	네이버웹툰 원작

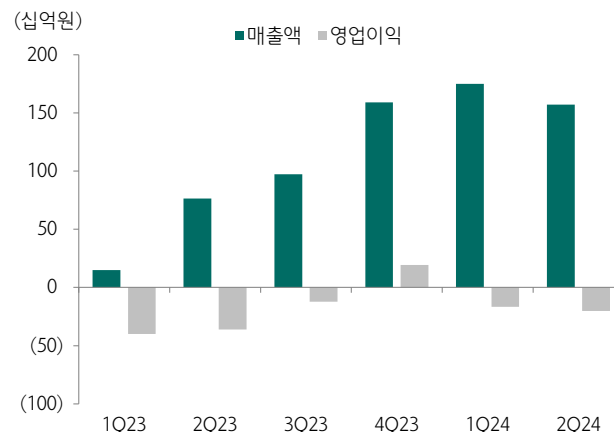
자료: 티빙, 하나증권

도표 7. 티빙 연간 실적 추이 및 전망



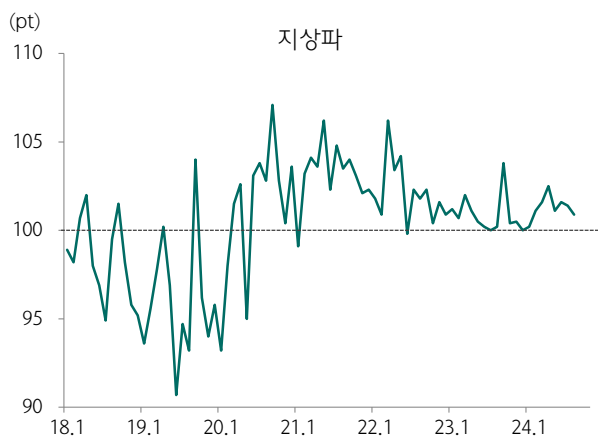
자료: CJ ENM, 하나증권

도표 8. 피프스 시즌 분기 실적 추이



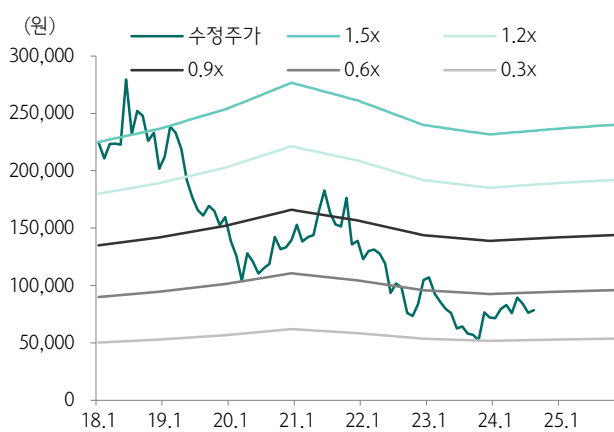
자료: CJ ENM, 하나증권

도표 9. 지상파TV KAI 추이



자료: KOBACO, 하나증권

도표 10. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나증권

도표 11. 2H24년 주요 라인업

(단위: 십억원)

채널 · 티빙	FIFTH SEASON
[드라마] <ul style="list-style-type: none"> ★ 〈엄마 친구 아들〉 (tvN) : 정해인 · 정소민 ★ 〈손해 보기 싫어서〉 (tvN) : 신민아 · 김영대 · 이상아 · 한지현 ★ 〈정년이〉 (tvN) : 김태라 · 신예은 · 라미란 · 문소리 · 정은채 ★ 〈사랑은 외나무다리에서〉 (tvN) : 주지훈 · 정유미 ★ 〈종거나 나쁜 동재〉 (TVING) : 이준혁 · 박성용 [예능] <ul style="list-style-type: none"> ★ 〈삼시세끼 라이트편〉 (tvN) : 차승원 · 유해진 ★ 〈텐트 밖은 유럽 5〉 (tvN) : 라미란 · 곽선영 · 이주빈 · 이세영 ★ 〈스테이지 파이터〉 (Mnet) : 강다니엘 · 출연자 댄서 60인 ★ 〈아구대표자 : 덕후들의 리그〉 (TVING) : 이태호 · 유희관 · 지상렬 등 	[드라마] <ul style="list-style-type: none"> ★ 〈Severance S2〉 (Apple TV+) Directed by Ben Stiller, Starring Adam Scott · Britt Lower · Zach Cherry ★ 〈Chief of War〉 (Apple TV+) Produced by Thomas Pa'a Sibbett, Starring Jason Momoa · Cliff Curtis [영화 · 다큐멘터리] <ul style="list-style-type: none"> ★ 〈She Rides Shotgun〉, 〈Rodney 101〉 등
영화 · 공연	음악
[영화] <ul style="list-style-type: none"> ★ 〈베테랑 2〉 (9/13) : 류승완 감독, 황정민 · 정해인 · 장윤주 · 정만석 · 신승환 ★ 〈하얼빈〉 (12월) : 우민호 감독, 현빈 · 박정민 · 조우진 · 전여빈 · 박훈 [공연] <ul style="list-style-type: none"> ★ 〈강키부츠〉 (9월 ~ 11월) : 김호영 · 이석훈 · 최재림 · 강홍석 	[음반 · 음원] <ul style="list-style-type: none"> ★ 〈ZEROBASEONE〉, 〈JO1〉, 〈ME:I〉, 〈DXTEEN〉 등 ★ 드라마 및 Mnet 예능 OST [콘서트 · 컨벤션] <ul style="list-style-type: none"> ★ 〈KCON LA 2024〉, 〈MAMA 2024〉 등 ★ 〈ZEROBASEONE〉, 〈Kep1er〉, 〈INI〉, 〈RIIZE〉 등

자료: CJ ENM, 하나증권

도표 12. 2024년 사업 전략

(단위: 십억원)



자료: CJ ENM, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
매출액	4,792.2	4,368.4	4,881.5	5,159.3	5,370.4	
매출원가	3,043.4	2,851.4	3,080.7	3,209.3	3,304.2	
매출총이익	1,748.8	1,517.0	1,800.8	1,950.0	2,066.2	
판매비	1,611.4	1,531.5	1,615.8	1,691.5	1,769.9	
영업이익	137.4	(14.6)	185.1	258.5	296.3	
금융손익	(67.6)	(167.1)	(93.4)	(103.4)	(92.4)	
종속/관계기업손익	(182.1)	(58.7)	1.3	1.3	1.3	
기타영업외손익	(215.3)	(94.8)	(253.8)	11.9	25.7	
세전이익	(327.6)	(335.1)	(160.9)	168.4	231.0	
법인세	(150.8)	61.7	58.0	37.0	50.8	
계속사업이익	(176.8)	(396.8)	(218.9)	131.3	180.2	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	(176.8)	(396.8)	(218.9)	131.3	180.2	
비지배주주지분 순이익	(56.7)	(80.9)	(98.5)	59.1	81.1	
지배주주순이익	(120.1)	(315.9)	(120.4)	111.6	153.1	
지배주주지분포괄이익	(169.9)	(379.8)	(181.4)	108.9	149.3	
NOPAT	74.2	(17.3)	251.8	201.6	231.1	
EBITDA	1,430.7	962.0	995.2	952.8	783.7	
성장성(%)						
매출액증가율	34.90	(8.84)	11.75	5.69	4.09	
NOPAT증가율	(67.50)	적전	흑전	(19.94)	14.63	
EBITDA증가율	75.89	(32.76)	3.45	(4.26)	(17.75)	
영업이익증가율	(53.72)	적전	흑전	39.65	14.62	
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	37.19	
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	37.19	
수익성(%)						
매출총이익률	36.49	34.73	36.89	37.80	38.47	
EBITDA이익률	29.85	22.02	20.39	18.47	14.59	
영업이익률	2.87	(0.33)	3.79	5.01	5.52	
계속사업이익률	(3.69)	(9.08)	(4.48)	2.54	3.36	

투자지표		2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)						
EPS	(5,476)	(14,405)	(5,489)	5,090	6,983	
BPS	174,184	159,891	154,402	157,696	160,324	
CFPS	67,740	47,181	35,466	44,764	37,621	
EBITDAPS	65,244	43,868	45,382	43,450	35,740	
SPS	218,533	199,203	222,604	235,271	244,899	
DPS	0	0	0	2,000	2,000	
주가지표(배)						
PER	(19.12)	(5.01)	(14.32)	15.44	11.26	
PBR	0.60	0.45	0.51	0.50	0.49	
PCFR	1.55	1.53	2.22	1.76	2.09	
EV/EBITDA	3.75	4.86	4.90	4.80	5.20	
PSR	0.48	0.36	0.35	0.33	0.32	
대무비율(%)						
ROE	(3.28)	(9.30)	(3.79)	3.54	4.76	
ROA	(1.31)	(3.11)	(1.24)	1.16	1.55	
ROIC	2.43	(0.44)	6.75	6.03	7.95	
부채비율	137.83	138.16	139.04	138.21	136.35	
순부채비율	52.47	51.65	55.25	44.67	29.58	
이자보상배율(배)						
	1.50	(0.08)	1.20	1.81	2.08	

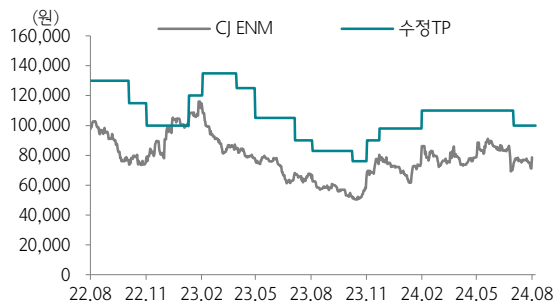
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	3,108.0	2,782.4	2,506.9	2,973.4	3,630.6	
금융자산	1,364.4	1,138.3	670.4	1,032.7	1,610.7	
현금성자산	1,133.7	1,032.6	552.2	907.8	1,480.7	
매출채권	1,161.2	930.6	1,039.9	1,099.0	1,144.0	
재고자산	97.2	116.0	129.6	137.0	142.6	
기타유동자산	485.2	597.5	667.0	704.7	733.3	
비유동자산	7,224.2	7,167.5	6,956.4	6,769.9	6,364.4	
투자자산	2,381.2	2,198.7	2,397.8	2,505.6	2,587.5	
금융자산	564.8	541.7	546.1	548.5	550.4	
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	758.5	758.5	758.5	
자산총계	10,332.2	9,949.9	9,463.3	9,743.3	9,995.0	
유동부채	4,269.2	3,400.9	3,078.5	3,197.5	3,288.0	
금융부채	2,358.3	1,391.0	952.7	954.9	956.6	
매입채무	327.0	244.5	273.2	288.8	300.6	
기타유동부채	1,583.9	1,765.4	1,852.6	1,953.8	2,030.8	
비유동부채	1,718.7	2,371.2	2,425.9	2,455.6	2,478.1	
금융부채	1,285.7	1,904.9	1,904.9	1,904.9	1,904.9	
기타비유동부채	433.0	466.3	521.0	550.7	573.2	
부채총계	5,987.9	5,772.1	5,504.4	5,653.1	5,766.1	
지배주주지분	3,552.1	3,238.8	3,118.4	3,190.6	3,248.2	
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	732.0	804.2	861.8	
비지배주주지분	792.2	939.0	840.5	899.6	980.7	
자본총계	4,344.3	4,177.8	3,958.9	4,090.2	4,228.9	
순금융부채	2,279.5	2,157.6	2,187.2	1,827.1	1,250.9	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,650.8	1,296.0	650.1	911.5	732.8
당기순이익	(176.8)	(396.8)	(218.9)	131.3	180.2
조정	1,476.3	1,208.1	810.2	694.4	487.3
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	0.1	0.1	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	351.3	484.7	58.8	85.8	65.3
투자활동 현금흐름	(3,006.8)	(1,267.6)	(611.5)	(514.5)	(87.0)
투자자산감소(증가)	291.1	1,204.4	(199.1)	(107.8)	(81.9)
자본증가(감소)	(189.0)	(100.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(3,108.9)	(2,371.9)	(412.4)	(406.7)	(5.1)
재무활동 현금흐름	1,203.4	(304.8)	(438.4)	2.3	(39.7)
금융부채증가(감소)	1,469.0	(348.0)	(438.4)	2.3	1.7
자본증가(감소)	(124.8)	43.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(97.3)	(0.0)	0.0	0.0	0.1
배당지급	(43.5)	0.0	0.0	0.0	(41.5)
현금의 증감	(152.6)	(276.4)	(307.2)	355.6	572.8
Unlevered CFO	1,485.5	1,034.6	777.7	981.6	825.0
Free Cash Flow	1,451.3	1,195.9	650.1	911.5	732.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ ENM



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.9	BUY	100,000		
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%
23.4.7	BUY	125,000	-35.18%	-32.40%
23.2.10	BUY	135,000	-33.50%	-23.33%

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 2024년 8월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2024년 8월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 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 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	93.55%	5.99%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 08월 06일