



BUY (유지)

목표주가(12M) 110,000원  
현재주가(5.09) 81,100원

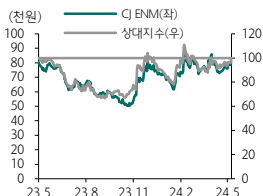
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	870.15
52주 최고/최저(원)	86,200/50,200
시가총액(십억원)	1,778.5
시가총액비중(%)	0.42
발행주식수(천주)	21,929.2
60일 평균 거래량(천주)	111.9
60일 평균 거래대금(십억원)	8.9
외국인지분율(%)	14.45
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5인	42.70

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	4,799.1	5,180.3
영업이익(십억원)	202.8	298.1
순이익(십억원)	15.0	122.7
EPS(원)	553	4,931
BPS(원)	154,461	158,212

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,792.2	4,368.4	4,852.4	5,139.4
영업이익	137.4	(14.6)	175.6	263.0
세전이익	(327.6)	(335.1)	18.7	143.8
순이익	(120.1)	(315.9)	(17.2)	95.4
EPS	(5,476)	(14,405)	(786)	4,349
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(19,12)	(5,01)	(103,18)	18,65
PBR	0.60	0.45	0.51	0.50
EV/EBITDA	3.75	4.86	4.87	4.71
ROE	(3,28)	(9,30)	(0,53)	2,93
BPS	174,184	159,891	159,105	161,919
DPS	0	0	0	2,000



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

하나증권 리서치센터

2024년 05월 10일 | 기업분석\_ Earnings Review

## CJ ENM (035760)

### 3연속 실적 서프라이즈인데 모멘텀도 이제 시작

#### 미디어 내 탑픽 유지

작년 2번의 실적 서프라이즈 요인이었던 인건비 구조가 다시 원래 수준으로 회귀했음에도 1분기에 시장 기대치를 상회했다. 3연속 실적 서프라이즈인데, 티빙과 피프스 시즌의 성장 모멘텀은 하반기에 집중되어 있다. 티빙은 5월 유료 광고 요금제, 6월 (기존 가입자 대상) 가격 인상, 그리고 웨이브 합병 기대도 가시화 되어 있다. 넷플릭스/디즈니 혹은 스포티파이 같이 전세계 주요 콘텐츠 플랫폼이 가격 인상을 결정하고 주가가 상승하지 않은 경우는 없었다. 피프스 시즌도 하반기에 재차 분기 BEP 이상을 목표하고 있으며, 최근 시청 점유율 회복으로 광고도 선방하고 있다. 미디어 내 최선주로 지속 제시한다.

#### 1Q OP 123억원(흑전)

1분기 매출액/영업이익은 각각 1.15조원(+22% YoY)/123억원(흑전)으로 컨센서스(76억원)를 상회했다. 부문별 영업이익은 미디어플랫폼 -35억원으로 시청 점유율이 회복하면서 어려운 업황에도 TV광고가 -3%를 기록했으며, 티빙이 <피라미드 게임>, <환승연애 3> 등 오리지널 편성 확대에 따른 상각비 증가로 영업 적자가 385억원이었음에도 선방한 실적이었다. 영화드라마는 -178억원으로 피프스 시즌이 2편의 딜리버리를 통해 -166억원을 기록했지만, 스튜디오드래곤의 콘텐츠 흥행에 따른 긍정적인 실적(215억원)이 반영되었다. 음악은 48억원으로 신규 아티스트 제작 비용 등으로 부진했으나, ZB1/MEI/INI/JO1 등 아티스트 라인업이 확대되고 있다. 커머스가 262억원(+50%)으로 상당히 좋았는데, '온스타일 프로모션' 개최 외에도 모바일 라이브 커머스의 고성장이 긍정적이었다. 2분기에도 비슷한 흐름이 이어질 것으로 예상된다.

#### 티빙의 광고 요금제(5월), 가격 인상(6월), 그리고 웨이브 합병 기대까지

티빙의 1분기 적자는 작년 4분기 대비 오히려 확대되었지만, 하반기부터 가파른 성장 모멘텀이 기대된다. KBO 중계 이후 MAU가 700만명을 돌파했으며, 유료가입자도 430만명을 넘어서고 있는 것으로 추정된다. 5월 광고요금제가 유료로 전환되면서 일부 트래픽이 감소했으나 유료가입자 성장은 1주일만에 눈에 띄는 성과를 내고 있으며 작년에 미미했던 티빙의 광고 매출은 올해 10배 가까운 성장이 예상된다고도 밝혔다. 6월에는 기존 가입자 대상 가격 인상도 진행된다. 또한, 언론에 따르면 최근 KBO 중계권 확보 이후 티빙의 급상승한 가입자 및 기업 가치에 맞춰 합병 비율을 조율하느라 합병이 늦어졌다고 언급했는데, 사실이라면 더욱 긍정적인 부분이다.

도표 1. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	22	23	24F	25F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출액	4,792	4,368	4,852	5,139	949	1,049	1,111	1,260	1,154	1,164	1,232	1,302
1. 미디어플랫폼	1,428	1,262	1,314	1,357	278	343	314	327	314	347	332	321
2. 커머스	1,355	1,338	1,378	1,395	316	346	300	376	348	353	306	372
3. 영화/드라마	1,424	1,092	1,407	1,561	236	230	326	300	366	309	389	343
4. 음악	585	676	753	826	119	131	170	257	126	155	206	267
영업이익	137	(15)	176	263	(50)	(30)	7	59	12	36	52	75
OPM	3%	0%	4%	5%	-5%	-3%	1%	5%	1%	3%	4%	6%
1. 미디어플랫폼	8	(60)	26	81	(34)	(30)	2	2	(3)	6	15	9
2. 커머스	72	69	85	88	18	19	7	26	26	25	9	26
3. 영화/드라마	7	(97)	(11)	11	(41)	(31)	(20)	(5)	(18)	(9)	8	8
4. 음악	56	71	79	87	8	12	15	35	5	16	22	37
당기순이익	(177)	(397)	(31)	112	(89)	(123)	(53)	(132)	(35)	(24)	11	17

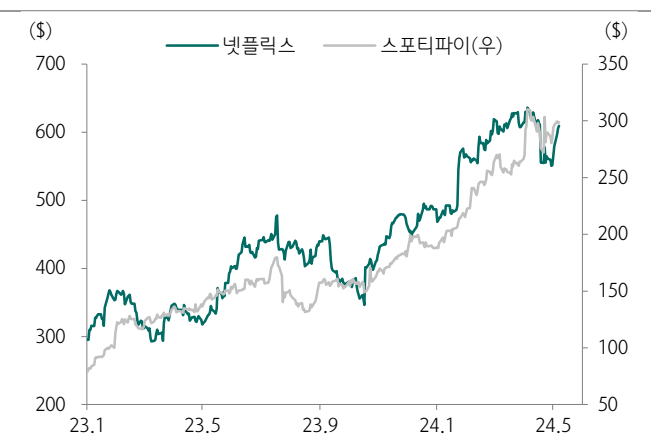
주: 2023년 1분기부터 사업부문 재분류. 자료: 하나증권

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		

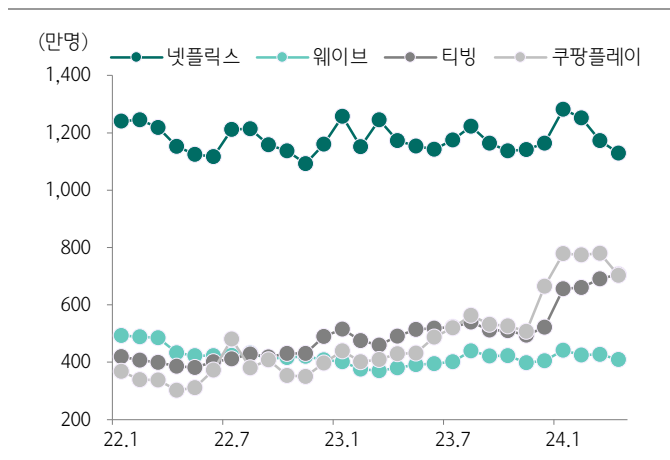
주: 2023년 12월 1일 신규 구독자 대상 구독료 인상. 기존 구독자 2024년 6월부터 적용  
자료: 티빙, 하나증권

도표 3. 넷플릭스/스포티파이 주가 추이



자료: CJ ENM, 하나증권

도표 4. 국내 서비스 OTT MAU 추이 - 티빙 4월 706만명으로 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
TVING	7,900	10,900	13,900	5,500	9,500	13,500	17,000

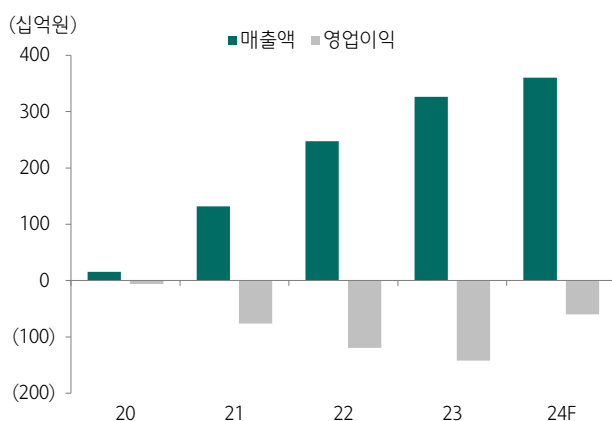
자료: 언론, 하나증권

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	-
	러닝메이트	윤현수, 이정식	에이스메이커무비웍스	9	<기생충> 각본의 한진원 연출
	샤크: 더 스톰	김민석, 이현욱	SLL, 투유드림	6	카카오웹툰 원작
	스터디그룹	황민현, 한지은	스튜디오드래곤, 와이랩플렉스	10	네이버웹툰 원작
	우씨왕후	전종서, 김무열	CJ ENM 스튜디오스	8	-
	종거나 나쁜 동재	이준혁, 박성웅	스튜디오드래곤, 에이스팩토리	-	<비밀의 숲> 시핀오프
	춘화연애담	고아라, 장률	비온드제이, SLL	-	-
				-	-

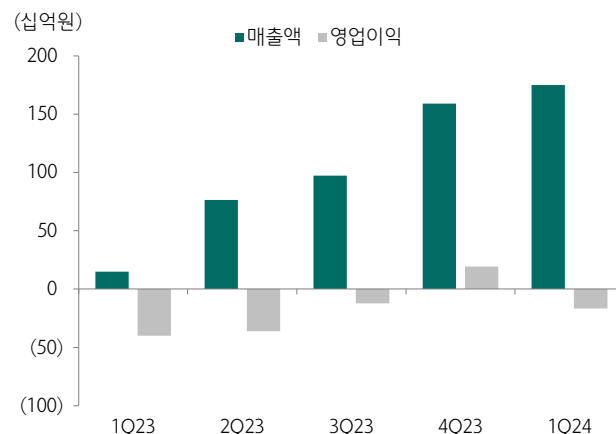
자료: 티빙, 하나증권

도표 7. 티빙 연간 실적 추이 및 전망



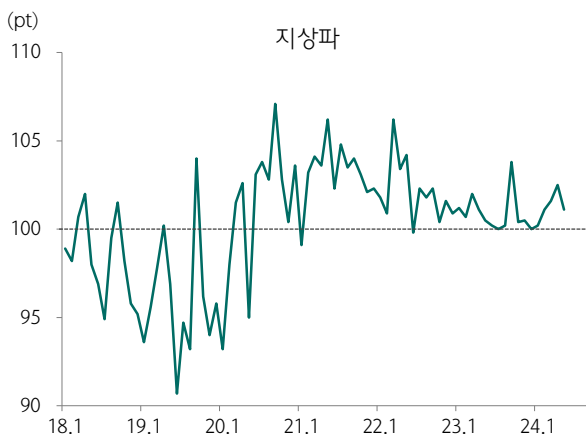
자료: CJ ENM, 하나증권

도표 8. 피프스 시즌 분기 실적 추이



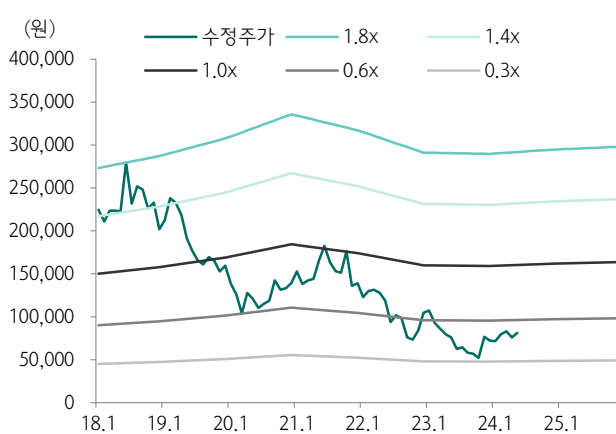
자료: CJ ENM, 하나증권

도표 9. 지상파TV KAI 추이



자료: KOBACO, 하나증권

도표 10. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나증권

도표 11. 2Q24년 주요 라인업

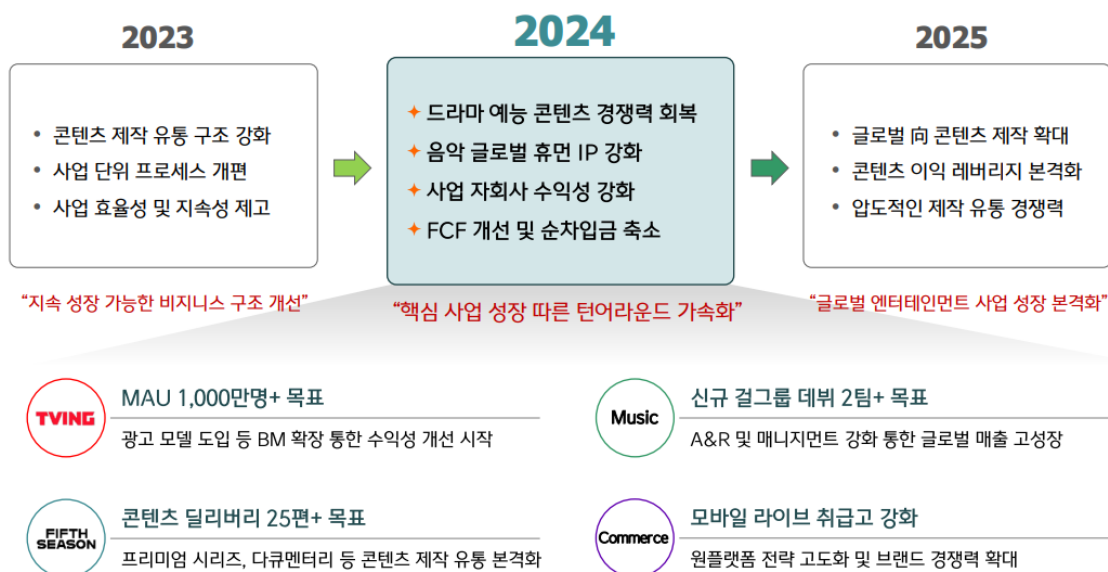
(단위: 십억원)

채널 · 티빙	FIFTH SEASON
<b>[드라마]</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>《선재 업고 튀어》(tvN) : 김혜윤, 변우석</li> <li>《출업》(tvN) : 정려원, 위아준</li> <li>《플레이어 2: 꾀들의 전쟁》(tvN) : 송승헌, 오연서, 이시연</li> <li>《나는 대놓고 신데렐라를 꿈꾼다》(TVING) : 표예진, 이준영</li> </ul> <b>[예능]</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>《밥이나 한잔해》(tvN) : 김희선, 이수근, 이은지, 영훈</li> <li>《백패커 2》(tvN) : 백종원, 이수근, 허경환, 안보현, 고경표</li> <li>《지라의 뒤편방》(tvN) : 이은지, 미미, 어영지, 안유진</li> <li>《지금, 이 순간》(tvN STORY) : 율종신, 백지영</li> <li>《I-LAND 2 : N/α》(Mnet) : 송강, 태양, 24, 비비엔, 모니카, 리정</li> <li>《여고추리반 3》(TVING) : 박지윤, 장도연, 재재, 비비, 최예나</li> <li>《2024 KBO 리그》(TVING)</li> </ul>	<b>[드라마]</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>《Severance S2》(AppleTV+)                Directed by Ben Stiller, Aoife McArdle/Starring Adam Scott, Britt Lower             </li> <li>《Lady in the Lake》(AppleTV+)                Produced by Alma Har'el/Starring Natalie Portman, David Corenswet             </li> </ul> <b>[다큐멘터리]</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>《Going Varsity in Mariachi》, 《Omnivore》, 《Aum》</li> </ul>
<b>공연</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>《어쩌면 해피엔딩》(6월 ~ 9월) 예스24 스테이지</li> </ul>	<b>음악</b> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>[음반 · 음원]</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>《ZEROBASEONE》, 《JO1》, 《ME:I》, 《Kep1er》, 《IS:SUE》 등</li> <li>드라마 및 Mnet 예능 OST</li> </ul> </li> <li><b>[콘서트 · 컨벤션]</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>《KCON JAPAN 2024》, 《월드디제이페스티벌》 등</li> <li>《ME:I》, 《임영웅》, 《RIIZE》 등</li> </ul> </li> </ul>

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	4,852.4	5,139.4	5,352.2
매출원가	3,043.4	2,851.4	3,063.5	3,187.8	3,290.7
매출총이익	1,748.8	1,517.0	1,788.9	1,951.6	2,061.5
판매비	1,611.4	1,531.5	1,613.3	1,688.7	1,766.7
영업이익	137.4	(14.6)	175.6	263.0	294.9
금융손익	(67.6)	(167.1)	(124.4)	(103.4)	(102.4)
종속/관계기업손익	(182.1)	(58.7)	(28.7)	(28.7)	(28.7)
기타영업외손익	(215.3)	(94.8)	(3.8)	12.9	26.5
세전이익	(327.6)	(335.1)	18.7	143.8	190.3
법인세	(150.8)	61.7	50.0	31.6	41.9
계속사업이익	(176.8)	(396.8)	(31.3)	112.2	148.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(176.8)	(396.8)	(31.3)	112.2	148.5
비배주주지분 순이익	(56.7)	(80.9)	(14.1)	50.5	66.8
지배주주순이익	(120.1)	(315.9)	(17.2)	95.4	126.2
지배주주지분포괄이익	(169.9)	(379.8)	(26.0)	93.0	123.1
NOPAT	74.2	(17.3)	(294.9)	205.1	230.0
EBITDA	1,430.7	962.0	985.7	957.3	782.3
성장성(%)					
매출액증가율	34.90	(8.84)	11.08	5.91	4.14
NOPAT증가율	(67.50)	적전	적지	흑전	12.14
EBITDA증가율	75.89	(32.76)	2.46	(2.88)	(18.28)
영업이익증가율	(53.72)	적전	흑전	49.77	12.13
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	32.29
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	32.31
수익성(%)					
매출총이익률	36.49	34.73	36.87	37.97	38.52
EBITDA이익률	29.85	22.02	20.31	18.63	14.62
영업이익률	2.87	(0.33)	3.62	5.12	5.51
계속사업이익률	(3.69)	(9.08)	(0.65)	2.18	2.77

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(5,476)	(14,405)	(786)	4,349	5,754
BPS	174,184	159,891	159,105	161,919	163,752
CFPS	67,740	47,181	43,530	43,414	35,568
EBITDAPS	65,244	43,868	44,950	43,654	35,674
SPS	218,533	199,203	221,276	234,365	244,069
DPS	0	0	0	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	(19.12)	(5.01)	(103.18)	18.65	14.09
PBR	0.60	0.45	0.51	0.50	0.50
PCFR	1.55	1.53	1.86	1.87	2.28
EV/EBITDA	3.75	4.86	4.87	4.71	5.15
PSR	0.48	0.36	0.37	0.35	0.33
재무비율(%)					
ROE	(3.28)	(9.30)	(0.53)	2.93	3.82
ROA	(1.31)	(3.11)	(0.18)	0.98	1.26
ROIC	2.43	(0.44)	(7.91)	6.14	7.93
부채비율	137.83	138.16	132.56	132.69	132.06
순부채비율	52.47	51.65	47.87	38.65	25.23
이자보상배율(배)	1.50	(0.08)	1.14	1.84	2.07

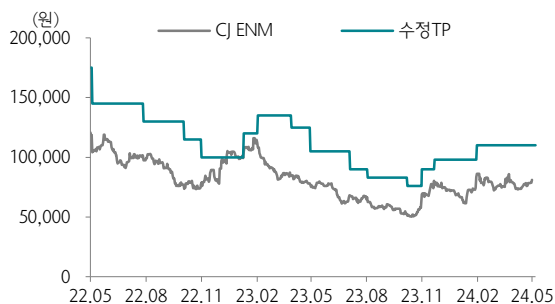
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,108.0	2,782.4	2,697.9	3,147.2	3,773.3
금융자산	1,364.4	1,138.3	872.3	1,213.9	1,760.2
현금성자산	1,133.7	1,032.6	754.9	1,089.5	1,630.6
매출채권	1,161.2	930.6	1,033.7	1,094.8	1,140.1
재고자산	97.2	116.0	128.8	136.4	142.1
기타유동자산	485.2	597.5	663.1	702.1	730.9
비유동자산	7,224.2	7,167.5	6,945.1	6,762.2	6,357.3
투자자산	2,381.2	2,198.7	2,386.5	2,497.8	2,580.4
금융자산	564.8	541.7	545.9	548.4	550.2
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	758.6	758.5
자산총계	10,332.2	9,949.9	9,643.1	9,909.4	10,130.6
유동부채	4,269.2	3,400.9	3,073.8	3,197.3	3,288.8
금융부채	2,358.3	1,391.0	952.4	954.8	956.5
매입채무	327.0	244.5	271.6	287.7	299.6
기타유동부채	1,583.9	1,765.4	1,849.8	1,954.8	2,032.7
비유동부채	1,718.7	2,371.2	2,422.8	2,453.4	2,476.2
금융부채	1,285.7	1,904.9	1,904.9	1,904.9	1,904.9
기타비유동부채	433.0	466.3	517.9	548.5	571.3
부채총계	5,987.9	5,772.1	5,496.7	5,650.8	5,765.0
지배주주지분	3,552.1	3,238.8	3,221.5	3,283.2	3,323.4
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	835.1	896.8	937.0
비지배주주지분	792.2	939.0	924.9	975.4	1,042.2
자본총계	4,344.3	4,177.8	4,146.4	4,258.6	4,365.6
순금융부채	2,279.5	2,157.6	1,985.0	1,645.8	1,101.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,650.8	1,296.0	836.4	895.7	702.0
당기순이익	(176.8)	(396.8)	(31.3)	112.2	148.5
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	57.6	89.2	66.1
투자활동 현금흐름	(3,006.8)	(1,267.6)	(599.5)	(518.3)	(87.7)
투자자산감소(증가)	291.1	1,204.4	(187.8)	(111.4)	(82.6)
자본증가(감소)	(189.0)	(100.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(3,108.9)	(2,371.9)	(411.7)	(406.9)	(5.1)
재무활동 현금흐름	1,203.4	(304.8)	(438.6)	2.3	(39.7)
금융부채증가(감소)	1,469.0	(348.0)	(438.6)	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)	(104.5)	334.6	541.1
Unlevered CFO	1,485.5	1,034.6	954.6	952.0	780.0
Free Cash Flow	1,451.3	1,195.9	836.4	895.7	702.0

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## CJ ENM



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.8	BUY	110,000		
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%
23.1.18	BUY	120,000	-8.77%	-3.25%

## 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 5월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2024년 5월 10일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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	94.20%	5.36%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 05월 07일