리서치센터장, 통신/미디어
황성진
02)739-5937
hsj@heungkuksec.co.kr

(035760)

CJ ENM

BUY(유지)

좋지 못한 출발

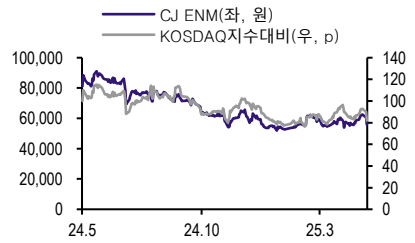
목표주가	80,000원(유지)
현재주가(05/08)	55,800원
상승여력	43.4%
시가총액	12,236억원
발행주식수	21,929천주
52주 최고가 / 최저가	91,100 / 51,900원
3개월 일평균거래대금	49억원
외국인 지분율	16.4%
주요주주	
CJ (외 9인)	42.7%
자사주 (외 1인)	5.5%
강철구 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.0	0.7	-3.5	-29.0
상대수익률 (KOSDAQ)	-13.8	2.5	-1.6	-12.6

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	43,684	52,314	53,447	58,933
영업이익	-146	1,045	1,341	1,920
EBITDA	9,620	17,062	17,824	16,460
지배주주순이익	-3,159	-5,034	-2,037	-26
EPS	-14,405	-22,955	-9,829	-127
순차입금	21,560	18,802	15,700	14,518
PER	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.9	1.8	1.6	1.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-9.3	-16.7	-8.0	-0.1
컨센서스 영업이익	-	-	1,835	2,540
컨센서스 EPS	-	-	1,222	3,972

주가추이



1분기 영업이익, BEP수준에 불과한 부진

1분기 매출액은 1조 1,383억원(-1.4% YoY), 영업이익은 7억원(-94.3 YoY)을 기록하며 부진한 실적을 시현.

미디어플랫폼 부문 매출 2,928억원(-6.8% YoY), 영업손실 57억원(적자전환 YoY)을 기록. 전형적인 비수기 영향과 콘텐츠 시청률 부진 등의 영향으로 TV광고매출 다시 역성장세로 전환(-18% YoY). 1분기 TVING은 프로야구 공백, 네이버 멤버쉽 종료에 따른 가입자 감소, 콘텐츠 상각비 부담 등으로 부진. 매출액은 889억원(+6.6% YoY), 영업손실은 257억원을 기록. AVOD 가입자 비중은 39.2% 수준까지 확대. 2분기 이후 방송 콘텐츠 시청률 회복과 TVN-TVING간 통합광고 솔루션 집행 확대 등을 통해 수익성 개선 도모할 계획

영화드라마 부문 매출 3,159억원(-13.8% YoY), 영업손실 232억원(적자 YoY)을 기록. 5th Season의 일부 드라마 딜리버리에도 불구하고, 드라마 흥행 실패 및 극장 영화 라인업이 없었던 점 등 전반적인 콘텐츠 부족의 영향으로 적자 시현. 참고로 5th Season의 1분기 매출액은 1,460억원, 영업손실은 173억원을 기록. 2분기 이후 5th Season의 OTT향 작품 공급 라인업 확대 기대

음악 부문 매출 1,672억원(+32.9% YoY), 영업이익 27억원(-43.9% YoY)으로 마진은 축소. 콘서트 이익 기여도 확대에도 불구하고, Mnet 콘텐츠 부진과 마케팅 비용 증가 등이 원인. **커머스 부문** 매출 3,623억원(+4.2% YoY), 영업이익 262억원(-0.2% YoY)을 기록하며 선전. MLC 거래액의 성장세가 두드러졌는데(+92.4% YoY), 이러한 추세는 당분간 지속될 전망

사업전략 방향성은 유효, 수익성 감안한 전략시행 필요

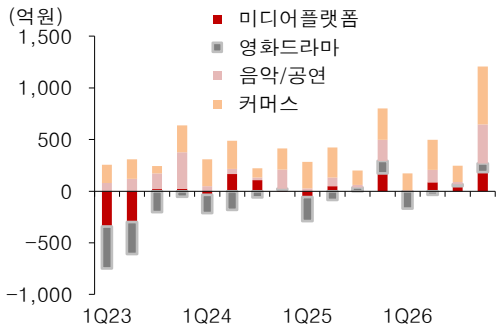
25년 사업전략은 크게 1) 콘텐츠의 양적/질적 성장, 2) 글로벌 가속화, 3) 디지털 플랫폼 강화, 4) 커머스 MLC 전략 강화 등으로 요약. 성장을 위한 리소스 활용 전략 및 방향성은 언제나 긍정적인 것으로 판단되나, 수반되지 않는 수익성이 아쉬운 부분. 콘텐츠 경쟁력 재확보, TV광고 턴어라운드, TVING과 5th Season의 수익성 개선 등 구체적인 성과들을 확인해야 할 필요. 한한령 해제에 따른 수혜는 예측보다는 대응의 이슈인 것으로 판단

표 1 CJ ENM 분기별 실적 추이 (단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	11,541	11,647	11,246	17,879	11,383	12,682	11,454	17,928	52,314	53,447	58,933
미디어플랫폼	3,142	3,529	3,565	3,496	2,928	3,230	3,260	3,364	13,732	12,783	13,821
영화드라마	3,664	2,876	2,516	7,992	3,159	3,758	1,914	7,284	17,047	16,114	16,594
음악/공연	1,258	1,523	1,827	2,413	1,672	2,024	2,429	3,208	7,021	9,333	12,501
커머스	3,478	3,719	3,338	3,979	3,623	3,669	3,852	4,072	14,514	15,217	16,017
영업이익	123	353	158	410	7	339	193	802	1,045	1,341	1,920
영업이익률	1.1%	3.0%	1.4%	2.3%	0.1%	2.7%	1.7%	4.5%	2.0%	2.5%	3.3%
미디어플랫폼	-35	165	108	15	-57	49	-8	172	253	156	317
영화드라마	-178	-182	-60	7	-232	-85	37	120	-413	-159	-100
음악/공연	48	49	24	189	27	81	23	207	309	338	527
커머스	262	275	91	203	258	293	141	303	831	996	1,176
세전이익	-170	294	-4,009	-1,434	-722	-417	-524	484	-5,319	-1,179	-38
세전이익률	-1.5%	2.5%	-35.7%	-8.0%	-6.3%	-3.3%	-4.6%	2.7%	-10.2%	-2.2%	-0.1%
순이익	-348	102	-5,314	-248	-822	-609	-625	382	-5,808	-1,674	-29
순이익률	-3.0%	0.9%	-47.3%	-1.4%	-7.2%	-4.8%	-5.5%	2.1%	-11.1%	-3.1%	0.0%

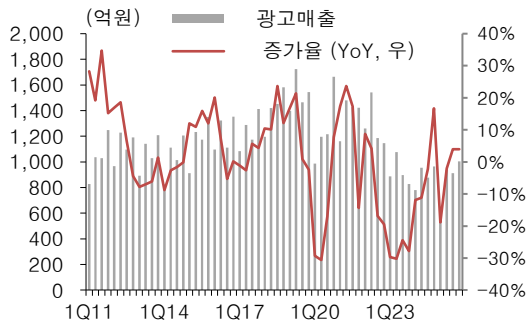
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 1 부문별 영업이익 : 종지 못한 출발



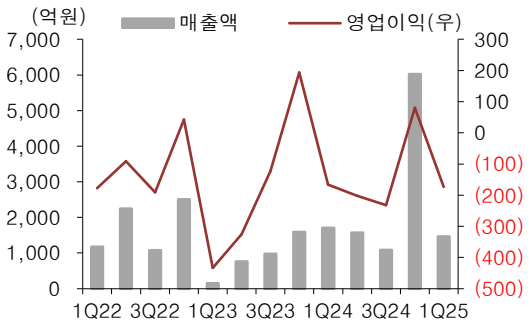
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 2 TV 광고매출 추이 : 다시 (-)로 전환



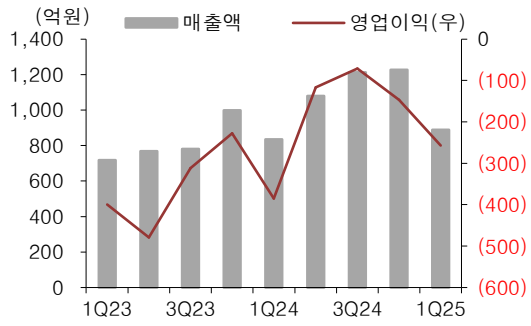
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 3 FIFTH SEASON 영업실적 : 1분기 비수기



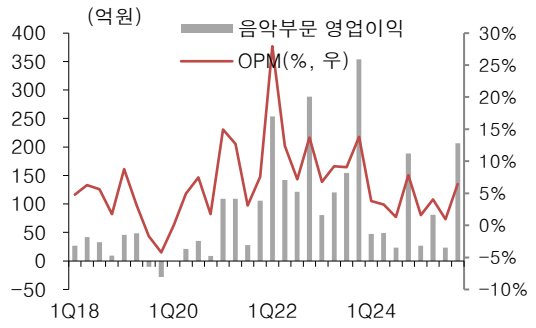
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 4 티빙 영업실적 : 야구 비시즌 가입자 이탈과 수익성 저하



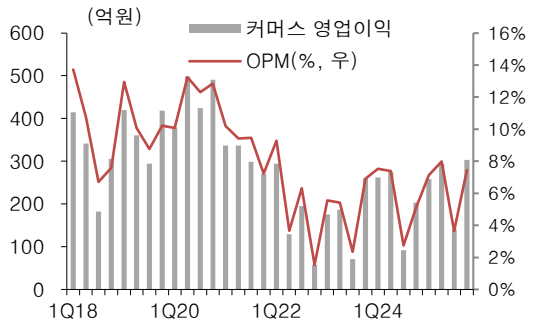
자료: 티빙, 흥국증권 리서치센터

그림 5 음악 부문 영업실적 : 비교적 견조



자료: FiFTH SEASON, 흥국증권 리서치센터

그림 6 커머스 영업실적 : 유일한 선전



자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

표 2 CJ ENM 25년 사업전략

경영 계획	세부 전략		상세 내용
콘텐츠 양적/질적 성장	콘텐츠 편성 전략 강화	드라마	분기별 텐트폴 전진배치를 통한 제 2의 '눈물의 여왕' 창출 수/목 드라마 블록 재개/안착 下 타이틀 양적/질적 확대
		예능	검증된 시청률과 화제성, 시즌제 예능 확대 스포츠, 라이프스타일 등 차별화 신규 예능 활성화 글로벌內 기획/유통 확대로 K-예능 Presence 강화
	신규 콘텐츠 및 BM 확대	통합광고	채널+ TVING 결합 상품 및 업프론트 확대 콘텐츠 커머스 시너지 광고 상품 개발 및 세일즈 강화
		쇼츠/숏폼	특화 광고 개발 및 커머스 도입 등 신규 수익 확보 콘텐츠 트래픽 유입, 결제 구독 확대 통한 매출 성장
글로벌 가속화 원년	콘텐츠	제작	한국, 일본, 미국 스튜디오 통한 제작 강화 Scripted 콘텐츠 중심 기획/제작, 편성 확대
		유통	티빙 글로벌 연계한 최적 글로벌/로컬 파트너 확보 인도/남미/중동 등 신규 지역 확대 (티빙 추후 진입)
	티빙 글로벌 진출	-	티빙 해외 진출 및 콘텐츠 글로벌 유통 시너지 강화 글로벌 진출의 원년으로서, 일본/동남아/미국 진출
	음악	HIP	한국/일본/중화권 등 지역별 HIP 확대 멀티 레이블 구축 및 부가사업 수익 강화
		라이브컨벤션	MAMA, 중화권/중동 등 신시장 확장 KCON, 북미/일본 중심 구조적 경쟁력 확보
디지털 플랫폼 강화	티빙	가입자 성장	글로벌 진출, 전략적 제휴, 상품 다양화 통해 K 콘텐츠 허브로 진화
		이용률 확대	스포츠, 뉴스 등 Live 서비스 강화 숏폼 콘텐츠 등 소비자 경험 확대 제공
	엠넷플러스	플랫폼 수익화	영상·참여형 콘텐츠 강화 기반 글로벌 트래픽 확보 및 콘텐츠 수익화
		BM 고도화	HIP 라인업 강화로 커머스 사업 및 디지털 부가사업 확장
	온스타일	콘텐츠 커머스	콘텐츠 제작역량 기반 대형MLC, 미드폼, 숏폼 IP 활용한 멀티포맷 콘텐츠 커머스 강화
		고객 활동성 증대	팬덤·신규 브랜드 확보로 고객 유입 효과 확대 및 구매 지표 활성화
커머스 부분 MLC 전략	-	상품 경쟁력	데이터 중심 트렌드 캐칭 역량 기반 '팬덤' 브랜드 소싱 및 'One Platform 전략' 고도화
		대형 IP 기획	전체 채널 통합형 '대형IP' 다수 육성 및 해당 콘텐츠 다각화
		외부채널 결합	매체별 특성에 맞는 콘텐츠/디지털 마케팅 역량 기반 플랫폼, 오프라인 고객 경험 확장
		콘텐츠 커머스	엔터 부문과 IP 공동 기획, IP 활용 단독 상품 개발 등 시너지 본격화

자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**43,684**	**52,314**	**53,447**	**58,933**	**65,960**
증가율 (Y-Y,%)	(8.8)	19.8	2.2	10.3	11.9
영업이익	**(146)**	**1,045**	**1,341**	**1,920**	**2,619**
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	28.3	43.2	36.4
EBITDA	9,620	17,062	17,824	16,460	16,117
영업외손익	(3,205)	(6,364)	(2,519)	(1,958)	(2,183)
순이자수익	(1,387)	(1,429)	(1,816)	(1,672)	(1,772)
외화관련손익	6	24	0	0	0
지분법손익	900	(698)	(800)	0	0
세전계속사업손익	(3,351)	(5,319)	(1,179)	(38)	436
당기순이익	**(3,968)**	**(5,808)**	**(1,674)**	**(29)**	**336**
지배기업당기순이익	**(3,159)**	**(5,034)**	**(2,037)**	**(26)**	**302**
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	흑전
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.8	13.8	3.7	10.5	8.0
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(29.4)	(0.8)	n/a	35.8
EBITDA증가율(3Yr)	7.8	28.0	7.6	19.6	(1.9)
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(0.3)	2.0	2.5	3.3	4.0
EBITDA마진(%)	22.0	32.6	33.3	27.9	24.4
순이익률 (%)	(9.1)	(11.1)	(3.1)	(0.0)	0.5
NOPLAT	**(106)**	**757**	**972**	**1,392**	**2,017**
(+) Dep	9,766	16,017	16,483	14,540	13,498
(-) 운전자본투자	(2,003)	1,560	(566)	(4)	8
(-) Capex	1,001	634	647	714	799
OpFCF	10,662	14,581	17,374	15,222	14,707

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	27,824	29,095	30,624	31,210	35,837
현금성자산	11,400	10,744	12,993	11,743	14,336
매출채권	11,251	12,429	11,498	12,964	14,599
재고자산	1,160	1,370	1,396	1,574	1,773
비유동자산	71,675	64,071	56,862	55,697	55,702
투자자산	29,572	28,827	25,841	26,890	27,982
유형자산	13,533	8,607	8,615	8,686	8,834
무형자산	28,569	26,637	22,406	20,120	18,886
자산총계	**99,499**	**93,166**	**87,485**	**86,907**	**91,539**
유동부채	34,009	38,142	39,048	42,225	50,615
매입채무	10,747	12,174	11,683	13,173	14,834
유동성이자부채	13,910	17,676	18,737	20,074	26,437
비유동부채	23,712	18,244	16,369	12,640	8,580
비유동이자부채	19,049	11,870	9,957	6,187	2,085
부채총계	**57,721**	**56,386**	**55,418**	**54,865**	**59,195**
자본금	1,106	1,106	1,106	1,106	1,106
자본잉여금	24,562	24,324	24,324	24,324	24,324
이익잉여금	8,523	3,795	1,758	1,731	2,034
자본조정	(1,803)	(1,289)	(3,964)	(3,964)	(3,964)
자기주식	(2,675)	(2,675)	(2,675)	(2,675)	(2,675)
자본총계	**41,778**	**36,781**	**32,068**	**32,042**	**32,344**
투하자본	41,728	36,372	31,934	30,082	29,384
순차입금	21,560	18,802	15,700	14,518	14,186
ROA	(3.1)	(5.2)	(2.3)	(0.0)	0.3
ROE	(9.3)	(16.7)	(8.0)	(0.1)	1.3
ROIC	(0.3)	1.9	2.8	4.5	6.8

주요투자지표

(단위:억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(14,405)	(22,955)	(9,829)	(127)	1,459
BPS	147,691	127,392	105,901	105,781	107,160
DPS	0	0	0	0	1,000
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	38.2
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/ EBITDA	3.9	1.8	1.6	1.6	1.6
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8
PCR	1.5	0.7	1.1	1.2	1.2
PSR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	138.2	153.3	172.8	171.2	183.0
Net debt/Equity	51.6	51.1	49.0	45.3	43.9
Net debt/EBITDA	224.1	110.2	88.1	88.2	88.0
유동비율	81.8	76.3	78.4	73.9	70.8
이자보상배율	n/a	0.7	0.7	1.1	1.5
이자비용/매출액	4.0	3.4	4.1	3.5	3.3
자산구조					
투하자본(%)	50.5	47.9	45.1	43.8	41.0
현금+투자자산(%)	49.5	52.1	54.9	56.2	59.0
자본구조					
차입금(%)	44.1	44.5	47.2	45.0	46.9
자기자본(%)	55.9	55.5	52.8	55.0	53.1

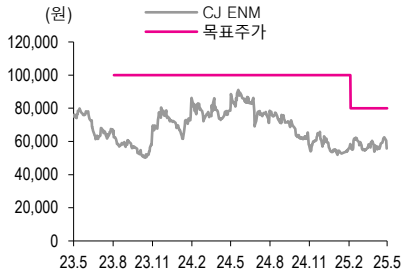
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**12,948**	**14,026**	**12,175**	**10,558**	**9,834**
당기순이익	(3,968)	(5,808)	(1,674)	(29)	336
자산상각비	9,766	16,017	16,483	14,540	13,498
운전자본증감	4,847	(1,480)	566	4	(8)
매출채권감소(증가)	2,534	(946)	932	(1,466)	(1,635)
재고자산감소(증가)	(261)	(229)	(26)	(178)	(199)
매입채무증가(감소)	86	306	(491)	1,490	1,661
투자현금	**(12,664)**	**(9,358)**	**(10,053)**	**(13,395)**	**(13,544)**
단기투자자산감소	1,416	24	21	(20)	(41)
장기투자증권감소	765	1,782	2,576	(643)	(669)
설비투자	(1,001)	(634)	(647)	(714)	(799)
유무형자산감소	(13,644)	(9,775)	(11,612)	(11,612)	(11,612)
재무현금	**(1,275)**	**(5,694)**	**148**	**1,568**	**6,262**
차입금증가	(4,076)	(5,431)	148	1,568	6,262
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(1,011)	(594)	2,270	(1,270)	2,552
총현금흐름(Gross CF)	**10,346**	**17,346**	**11,609**	**10,554**	**9,842**
(-) 운전자본증가(감소)	(2,003)	1,560	(566)	(4)	8
(-) 설비투자	1,001	634	647	714	799
(+) 자산매각	(13,644)	(9,775)	(11,612)	(11,612)	(11,612)
Free Cash Flow	(2,296)	5,376	(84)	(1,768)	(2,577)
(-) 기타투자	(765)	(1,782)	(2,576)	643	669
잉여현금	(1,531)	7,158	2,492	(2,411)	(3,246)

CJ ENM - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-09-07	담당자변경			
2023-08-11	Buy	100,000	(30.9)	(8.9)
2025-02-13	Buy	80,000	(27.8)	(21.9)
2025-05-09	Buy	80,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -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 (2025년 03월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286