

2025. 2. 13



▲ 통신/우주/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 박건영

02. 6454-4903

geonyoung@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)적정주가 (12개월) **80,000 원**현재주가 (2.12) **58,500 원**상승여력 **36.8%**

KOSDAQ 745.18pt

시가총액 12,829억원

발행주식수 2,193만주

유동주식비율 51.81%

외국인비중 16.01%

52주 최고/최저가 91,100원/51,900원

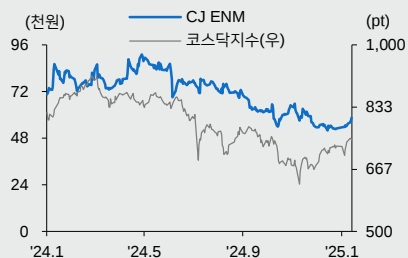
평균거래대금 43.2억원

주요주주(%)

CJ 외 7 인 42.72

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.1	-25.0	-32.1
상대주가	4.2	-22.2	-24.7

주가그래프

**CJ ENM** 035760**오랜만에 전 사업부 흑자 기록**

- ✓ 4Q24 연결 영업이익 410억원(-30.2% YoY)으로 시장 컨센서스(697억원) 하회
- ✓ Tving은 -140억원의 영업적자를 기록한 반면, 피프스시즌은 80억원 영업이익 기록
- ✓ 음악과 커머스 모두 콘서트/컨벤션 성과 및 MLC 취급고 증가로 양호한 실적 기록
- ✓ 2025년 연결 매출액 5.25조원(+0.3% YoY), 영업이익 1,958억원(+87.4% YoY) 전망
- ✓ Tving은 합병을 통한 가입자 확대 예상. 피프스시즌은 딜리버리 작품 증가로 수익성 개선

4Q24 Review: 시장 컨센서스 하회

4Q24 연결 매출액 1조 7,879억원(+41.9% YoY), 영업이익 410억원(-30.2% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 697억원)를 하회했다. **[미디어플랫폼]**은 TV광고 매출(+16.6% YoY) 회복에도 콘텐츠 상각비 증가로 매출액 3,496억원(+6.9% YoY), 영업이익 15억원(-32.2% YoY)을 기록했다. 4Q24 영업적자 -140억원을 기록한 Tving은 네이버 제휴 종료에 따른 가입자 이탈에도 양호한 트랙픽을 유지했다. **[영화드라마]** 실적은 매출액 7,992억원(+166.3% YoY), 영업이익 7억원(흑전 YoY)을 기록했다. 피프스시즌의 딜리버리 작품수 증가로 콘텐츠판매 매출이 크게 증가하면서 피프스시즌은 80억원의 영업이익을 기록했다. **[음악]**은 〈INI〉, 〈JO1〉 앨범 판매 및 콘서트 성과와 〈MAMA〉 등 컨벤션 매출 호조로 매출액 2,413억원(-6.0% YoY)과 영업이익 189억원(-46.7% YoY)을 기록했다. 성수기를 맞이한 **[커머스]**는 패션 중심의 MLC 취급고 가 고성장(+120% YoY)하며 203억원(-21.9% YoY)의 영업이익을 기록했다.

2025년 연결 영업이익 1,958억원(+87.4% YoY) 전망

2025년 연결 매출액은 5조 2,485억원(+0.3% YoY), 영업이익 1,958억원(+87.4% YoY)을 전망한다. **[미디어플랫폼]** Tving은 Wavve와의 합병을 통한 가입자 확대가 기대되며, 통신사 프로모션과 콘텐츠 공동비 절감을 통한 외형 성장 및 수익성 개선이 기대된다. **[영화드라마]**는 피프스시즌의 2025년 딜리버리 편수가 두 배 가까이 증가하며 안정적 수익성 확보에 주력할 전망이다. **[음악]** 멀티 레이블 구축 및 중동, 중화권 콘서트/컨벤션 확대를 통한 성장이 기대된다. 투자자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 비영업가치 및 순차입금 변경을 감안해 기존 90,000원에서 80,000원으로 -11.1% 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	4,792.2	137.4	-120.1	-5,476	적전	161,984	-19.1	0.6	3.8	-3.3	137.8
2023	4,368.4	-14.6	-315.9	-14,405	적지	147,691	-5.0	0.5	4.9	-9.3	138.2
2024P	5,231.4	106.5	-462.4	-21,087	적지	126,604	-2.5	0.4	4.3	-15.4	171.2
2025E	5,248.5	195.8	50.1	2,285	흑전	127,755	25.6	0.5	4.1	1.8	168.3
2026E	5,435.2	257.5	95.5	4,353	90.5	130,596	13.4	0.4	3.9	3.4	166.0

표1 CJ ENM 4Q24 실적 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	1,787.9	1,259.6	41.9	1,124.6	59.0	1,301.7	37.4	1,391.6	28.5
영업이익	41.0	58.7	-30.2	15.8	158.8	69.7	-41.2	75.0	-45.3
세전이익	-142.7	-99.2	적확	-400.9	적축	-2.6	적확	-30.6	적확
순이익	-24.2	-132.3	적축	-531.4	적축	-39.4	적축	-23.8	적확

표2 CJ ENM 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2024E	2025E	2024P	2025E	2024P	2025E
매출액	4,835.0	5,057.9	5,231.4	5,248.5	8.2%	3.8%
영업이익	138.5	211.5	104.5	195.8	-24.6%	-7.4%
세전이익	-419.0	100.8	-531.2	82.6	적확	-18.1%
당기순이익	-579.9	81.1	-580.2	60.3	적확	-25.6%

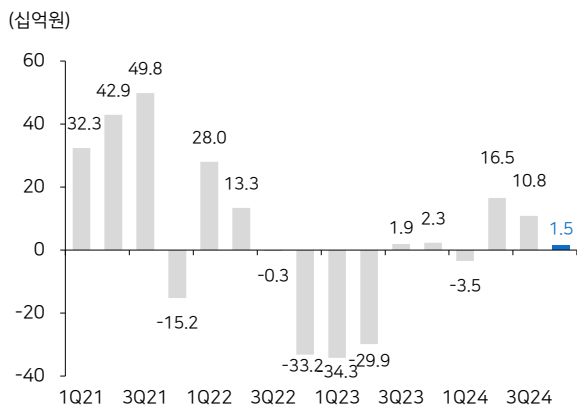
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 CJ ENM SOTP Valuation

	12MF 세후영업이익 (십억원)	Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
영업가치			2,238.1	
미디어플랫폼	26.9	20.0	538.4	미디어업종 평균 PER
영화드라마	22.3	20.0	446.6	미디어업종 평균 PER
커머스	67.4	10.0	674.2	유통업종 평균 PER
음악	28.9	20.0	579.0	엔터업종 평균 PER
비영업가치			1,177.7	
넷마블 지분가치			589.7	지분율 16%, 할인율 30% 적용
스튜디오드래곤 지분가치			482.8	지분율 55%, 할인율 30% 적용
네이버 지분가치			79.9	지분율 0.3%, 할인율 30% 적용
삼성생명 지분가치			25.4	지분율 0.2%, 할인율 30% 적용
순차입금 (D)			1,670.5	2024년 말 기준
총기업가치 (E=A+B+C-D)			1,745.4	
발행주식수 (F/만주)			2,193	
적정가치 (E/F)			79,592	
적정주가			80,000	

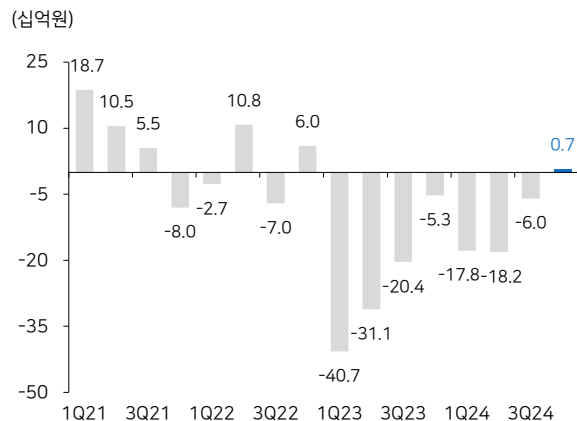
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 미디어플랫폼 사업 분기 영업이익 추이



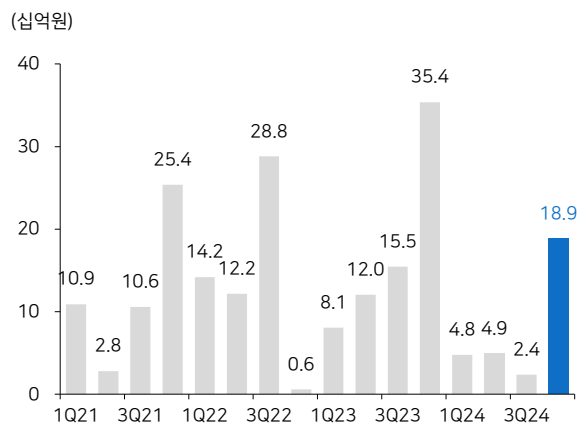
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림2 영화드라마 사업 분기 영업이익 추이



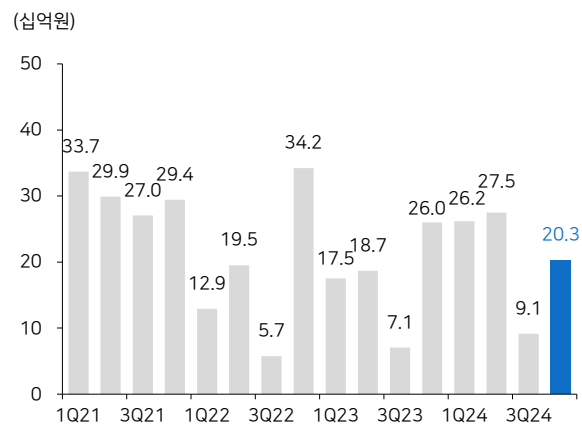
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림3 음악 사업 분기 영업이익 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림4 커머스 사업 분기 영업이익 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

표4 CJ ENM 연결 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	1,154.1	1,164.7	1,124.6	1,787.9	1,176.2	1,171.6	1,212.8	1,687.9	5,231.4	5,248.5	5,435.2
% YoY	21.6%	11.0%	1.2%	41.9%	1.9%	0.6%	7.8%	-5.6%	19.8%	0.3%	3.6%
미디어플랫폼	314.2	352.9	356.5	349.6	342.9	353.6	350.8	367.2	1,373.2	1,414.5	1,464.4
TV광고	78.1	95.5	87.7	96.5	85.5	96.3	90.5	88.1	357.7	360.3	369.7
수신료	74.1	68.8	68.9	64.6	72.3	70.1	69.4	66.6	276.3	278.4	280.5
기타	162.0	188.6	199.9	188.5	185.1	187.2	190.9	212.5	739.1	775.8	814.2
영화드라마	366.4	287.6	251.6	799.2	363.9	287.1	348.2	692.4	1,704.7	1,691.6	1,802.2
콘텐츠 판매	326.0	271.6	149.8	651.8	316.4	262.8	303.4	596.1	1,399.1	1,478.7	1,590.6
영화/공연	18.9	11.0	48.8	66.9	25.3	18.7	35.3	44.5	145.6	123.8	120.5
기타	21.4	5.0	53.0	80.5	22.2	5.7	9.5	51.8	159.9	89.2	91.0
음악	125.8	152.3	182.7	241.3	142.5	169.2	186.9	208.5	702.1	707.1	728.3
음반/음원	22.2	28.2	24.4	20.8	22.7	28.8	24.9	21.2	95.6	97.5	99.5
콘서트	17.6	46.2	53.1	55.0	19.8	22.3	50.4	53.1	171.9	145.6	152.9
기타	86.0	77.9	105.2	165.6	100.0	118.1	111.6	134.2	434.6	464.0	475.9
커머스	347.8	371.9	333.8	397.9	326.9	361.7	326.9	419.7	1,451.4	1,435.2	1,440.4
TV	115.9	114.9	111.1	117.8	102.2	102.3	104.5	137.6	459.7	446.5	440.9
디지털	186.9	187.9	168.0	214.1	180.7	193.6	169.7	220.8	756.8	764.8	783.5
기타	45.0	69.2	54.7	66.0	44.0	65.8	52.8	61.4	234.8	223.9	216.0
영업비용	1,141.8	1,129.4	1,108.7	1,744.9	1,135.6	1,136.5	1,189.0	1,588.4	5,124.9	5,049.4	5,174.0
% YoY	14.3%	4.6%	0.5%	45.3%	-0.5%	0.6%	7.2%	-9.0%	16.9%	-1.5%	2.5%
미디어플랫폼	317.7	336.5	345.7	348.0	335.2	345.6	345.7	352.6	1,347.8	1,379.1	1,397.6
영화드라마	384.2	305.8	257.5	798.5	371.2	294.3	351.2	645.6	1,746.0	1,662.3	1,753.3
음악	121.0	147.4	180.3	222.5	130.1	157.6	183.2	198.1	671.2	669.0	686.0
커머스	321.6	344.4	324.7	377.6	301.1	340.7	310.8	393.9	1,368.3	1,346.5	1,344.5
영업이익	12.3	35.3	15.8	41.0	40.2	34.7	22.5	98.4	104.5	195.8	257.5
% YoY	흑전	흑전	113.8%	-30.2%	225.9%	-1.8%	42.1%	140.2%	흑전	87.4%	31.5%
미디어플랫폼	-3.5	16.5	10.8	1.5	7.8	8.0	5.1	14.6	25.3	35.4	66.8
영화드라마	-17.8	-18.2	-6.0	0.7	-7.3	-7.2	-3.0	46.9	-41.3	29.4	49.0
음악	4.8	4.9	2.4	18.9	12.4	11.6	3.7	10.4	30.9	38.1	42.3
커머스	26.2	27.5	9.1	20.3	25.8	20.9	16.2	25.8	83.1	88.7	95.8
법인세차감전순이익	-17.0	29.4	-400.9	-142.7	30.6	17.4	9.4	25.2	-531.2	82.6	161.8
법인세비용	17.8	19.3	130.5	-118.5	6.7	3.8	2.2	9.5	49.1	22.3	45.1
당기순이익	-34.8	10.2	-531.4	-24.2	23.9	13.6	7.1	15.7	-580.2	60.3	116.7
이익률 (%)											
영업이익률	1.1	3.0	1.4	2.3	3.4	3.0	1.9	5.8	2.0	3.7	4.7
당기순이익률	-3.0	0.9	-47.3	-1.4	2.0	1.2	0.6	0.9	-11.1	1.1	2.1

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	4,792.2	4,368.4	5,231.4	5,248.5	5,435.2
매출액증가율(%)	34.9	-8.8	19.8	0.3	3.6
매출원가	3,043.4	2,851.4	3,177.4	3,130.7	3,207.9
매출총이익	1,748.8	1,517.0	2,054.0	2,117.8	2,227.3
판매관리비	1,611.5	1,531.6	1,947.5	1,918.8	1,966.1
영업이익	137.4	-14.6	106.5	195.8	257.5
영업이익률(%)	2.9	-0.3	2.0	3.8	4.8
금융손익	-67.6	-167.1	-142.6	-34.0	-36.0
종속/관계기업손익	-182.1	-58.7	0.4	15.2	17.6
기타영업외손익	-215.3	-94.8	-493.4	-94.4	-77.3
세전계속사업이익	-327.6	-335.1	-529.2	82.6	161.8
법인세비용	-150.8	61.7	48.9	23.2	46.2
당기순이익	-176.8	-396.8	-578.0	60.3	116.7
지배주주지분 순이익	-120.1	-315.9	-462.4	50.1	95.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,650.8	1,296.1	739.6	971.7	1,071.8
당기순이익(손실)	-176.8	-396.8	-578.0	62.6	119.3
유형자산상각비	73.5	77.5	91.4	92.3	92.4
무형자산상각비	1,219.8	899.1	896.6	853.8	812.5
운전자본의 증감	351.4	484.7	329.6	-37.0	47.7
투자활동 현금흐름	-3,006.8	-1,267.7	-1,255.7	-869.7	-896.4
유형자산의증가(CAPEX)	-199.5	-100.1	-95.0	-97.9	-93.0
투자자산의감소(증가)	-73.1	123.8	-334.8	-6.6	-72.5
재무활동 현금흐름	1,203.4	-127.5	-98.7	-51.5	-71.8
차입금의 증감	1,469.0	-348.0	-98.7	-51.5	-46.9
자본의 증가	-124.8	43.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-153.7	-101.1	-614.8	50.6	103.6
기초현금	1,287.4	1,133.7	1,032.6	417.8	468.3
기말현금	1,133.7	1,032.6	417.8	468.3	572.0

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	3,108.0	2,782.4	2,348.0	2,420.7	2,578.7
현금및현금성자산	1,133.7	1,032.6	417.8	468.3	572.0
매출채권	1,161.2	930.6	949.2	968.2	987.5
재고자산	97.2	116.0	138.9	139.3	144.3
비유동자산	7,224.2	7,167.5	7,414.3	7,337.5	7,324.6
유형자산	1,266.6	1,353.4	1,357.0	1,362.6	1,363.2
무형자산	2,768.4	2,856.9	2,765.3	2,676.3	2,590.3
투자자산	2,381.2	2,198.7	2,533.5	2,540.2	2,612.6
자산총계	10,332.3	9,949.9	9,762.3	9,758.3	9,903.4
유동부채	4,269.2	3,400.9	3,734.5	3,723.9	3,794.0
매입채무	327.0	244.5	292.8	293.8	304.2
단기차입금	1,984.8	912.9	932.9	935.9	938.6
유동성장기부채	339.0	442.5	352.0	330.4	310.3
비유동부채	1,718.7	2,371.2	2,428.1	2,396.8	2,385.7
사채	728.9	769.5	753.0	737.2	722.0
장기차입금	406.0	984.2	965.5	948.3	932.5
부채총계	5,987.9	5,772.1	6,162.6	6,120.7	6,179.7
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
기타포괄이익누계액	189.7	161.1	161.1	161.1	161.1
이익잉여금	1,180.3	852.3	389.9	415.2	477.5
비지배주주지분	792.2	939.0	823.4	836.0	859.8
자본총계	4,344.3	4,177.8	3,599.7	3,637.5	3,723.7

Key Financial Data

	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	218,533	199,203	238,557	239,338	247,853
EPS(지배주주)	-5,476	-14,405	-21,087	2,285	4,353
CFPS	67,740	47,181	27,233	53,520	55,065
EBITDAPS	65,244	43,868	49,910	52,217	53,171
BPS	161,984	147,691	126,604	127,755	130,596
DPS	0	0	0	1,200	1,600
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	2.1	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	-19.1	-5.0	-2.5	25.6	13.4
PCR	1.5	1.5	2.0	1.1	1.1
PSR	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
PBR	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4
EBITDA(십억원)	1,430.7	962.0	1,094.5	1,145.1	1,166.0
EV/EBITDA	3.8	4.9	4.3	4.1	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.3	-9.3	-15.4	1.8	3.4
EBITDA 이익률	29.9	22.0	20.9	21.8	21.5
부채비율	137.8	138.2	171.2	168.3	166.0
금융비용부담률	1.9	4.0	3.1	3.0	2.9
이자보상배율(x)	1.5	-0.1	0.7	1.3	1.7
매출채권회전율(x)	4.9	4.2	5.6	5.5	5.6
재고자산회전율(x)	52.5	41.0	41.1	37.7	38.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ ENM (035760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

