



BUY (유지)

CJ ENM (035760)

티빙-웨이브 합병 조건부 승인

목표주가(12M) 95,000원(상향)
현재주가(06.10) 77,300원

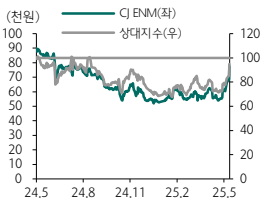
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	771.20
52주 최고/최저(원)	86,900/51,900
시가총액(십억원)	1,695.1
시가총액비중(%)	0.43
발행주식수(천주)	21,929.2
60일 평균 거래량(천주)	78.9
60일 평균 거래대금(십억원)	4.7
외국인지분율(%)	17.09
주요주주 지분율(%)	
CJ외 5인	42.77

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	5,402.3	5,732.9
영업이익(십억원)	170.4	241.6
순이익(십억원)	(47.4)	55.7
EPS(원)	(1,913)	2,277
BPS(원)	131,448	133,650

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,368.4	5,231.4	5,405.6	5,661.2
영업이익	(14.6)	104.5	151.3	235.8
세전이익	(335.1)	(531.9)	(57.8)	42.8
순이익	(315.9)	(503.4)	(91.6)	29.1
EPS	(14,405)	(22,955)	(4,178)	1,327
증감율	적지	적지	적지	흑전
PER	(5.01)	(2.34)	(16.47)	51.85
PBR	0.45	0.38	0.51	0.50
EV/EBITDA	4.86	2.31	2.90	3.54
ROE	(9.30)	(16.69)	(3.34)	1.07
BPS	159,891	139,592	135,332	136,685
DPS	0	0	0	0

목표주가 상향

1) 넷마블 및 스튜디오드래곤의 가치 상승과 2) 미디어 부문(TV광고 및 티빙)의 하반기 실적 및 합병 관련 모멘텀 증가, 그리고 3) <보이즈2플래닛>을 앞두고 음악 부문의 목표 P/E를 상향하여 SOTP 기준 목표주가를 95,000원(+23%)으로 상향한다. 하반기 전망 자료에서 언급했듯이 한한령 완화 기대감이 확산될 때는 중국 없이도 꾸준히 증익이 가능한 기획사를 최선호하지만, 상반기 해당 섹터가 저평가를 어느 정도 해소한 만큼 하반기에는 미디어/드라마 섹터에도 봄이 찾아올 것이다. 오래 기다려왔던 티빙과 웨이브 합병 가시화 및 광고의 회복, 그리고 한한령 완화 기대감 확대가 겹치면서 티빙 투자 확대를 결정한 이후 이어진 오랜 기간 조정이 마무리 될 것이다. 미디어/드라마 섹터 및 CJ ENM에 대한 관심을 확대할 것을 추천한다.

새 정부 관련 높고 직접적인 수혜 예상

이재명 정부의 문화 예술 정책 관련 주요 공약에 따르면 1) K-콘텐츠 창작 전 과정에 대한 국가 지원 강화 및 OTT 등 K-컬처 플랫폼을 육성하고, 2) 문화 재정을 대폭 증액해 문화수출 50조원 달성을 목표로 하고 있다. 때마침, 동사는 10일 티빙과 웨이브의 임원 겸임 기업결합심사가 2026년 12월 31일까지 기존 요금제를 유지하는 조건부로 승인되었다. 이는 통합 조치의 사전 단계라고 해석할 수 있으며, 합병 후 국내 가입자 수 기준으로 넷플릭스(MAU 1,451만명)에 이어 2위(합산 1,128만명)이 될 것이다. 향후 결합 요금제 출시 등을 통해 가입자는 증가하고 제작비는 절감되는 등 높은 시너지가 나타날 것이다. 2027년까지 해외 진출 포함 가입자 1,500만명(2024년 대비 약 3배)도 목표하고 있는데, 정부도 K컬처 글로벌 브랜드화를 목표로 하는 적극적인 지원을 공약으로 제시했다. 자체적으로는 배민클럽(배달의 민족)과 티빙 결합상품을 6월부터 시작했으며, 7월부터는 공유 계정 제한도 시작한다. 또한, 내수 부양을 위한 적극적인 정책이 예상되는데, 하락 폭이 높았던 광고업황도 1분기를 저점으로 가파른 회복이 예상된다.

7월 <보이즈2플래닛>도 시작

7월에는 한/중 합작 남자 아이돌 오디션도 재개되는데, 워너원/엔하이픈/ZB1 등 동사 제작 남자 아이돌 그룹은 실패한 적이 없다. 이번에는 160명의 연습생을 통해 8명을 최종 선발하는데, 계약 기간도 기존 2년 반에서 5년으로 확대되어 지속성 있는 수익 기여가 예상된다.



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

표 1. CJ ENM 목표주가 상향

지분가치	654	
넷마블	654	지분 16.8%, 25% 할인
영업가치	2,976	
미디어플랫폼	867	26년 NOPAT에 18x 적용
커머스	454	25년 NOPAT에 7x 적용
음악	732	26년 NOPAT에 18x 적용
영화/드라마	923	스튜디오드래곤+쇼박스에 10% 할증
순차입금	1,551	
기업가치	2,079	
발행주식수	21,929	천주
목표 주가	95,000	원
현재 주가	77,300	원
상승 여력	23	%

자료: 하나증권

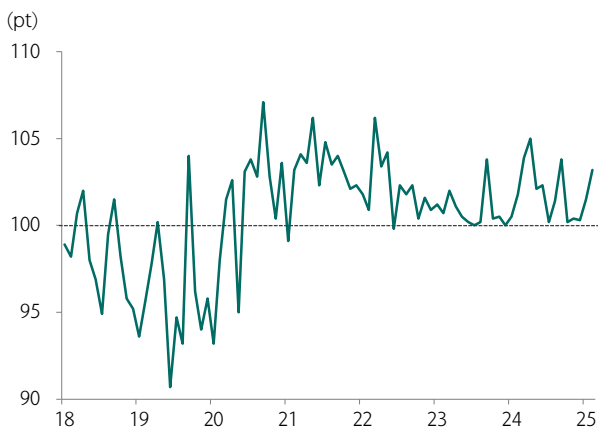
표 2. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	4,368	5,231	5,406	5,661	1,154	1,165	1,125	1,788	1,138	1,210	1,188	1,869
1. 미디어플랫폼	1,262	1,373	1,392	1,447	314	353	356	350	293	338	374	387
2. 커머스	1,338	1,451	1,510	1,538	348	372	334	398	362	387	345	415
3. 영화/드라마	1,092	1,705	1,720	1,831	366	288	252	799	316	321	271	812
4. 음악	676	702	783	845	126	152	183	241	167	164	198	254
영업이익	(15)	104	151	236	12	35	16	41	1	36	36	79
OPM	0%	2%	3%	4%	1%	3%	1%	2%	0%	3%	3%	4%
1. 미디어플랫폼	(60)	25	45	65	(3)	16	11	2	(6)	12	14	24
2. 커머스	69	83	88	92	26	27	9	20	26	28	10	24
3. 영화/드라마	(97)	(41)	(12)	27	(18)	(18)	(6)	1	(23)	(11)	8	14
4. 음악	71	31	35	55	5	5	2	19	3	8	4	20
당기순이익	(397)	(581)	(108)	34	(35)	10	(531)	(25)	(82)	4	(35)	6

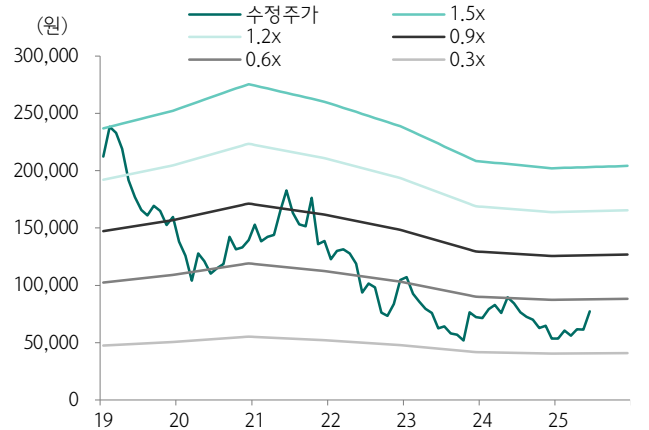
자료: 하나증권

그림 1. 지상파TV KAI 추이



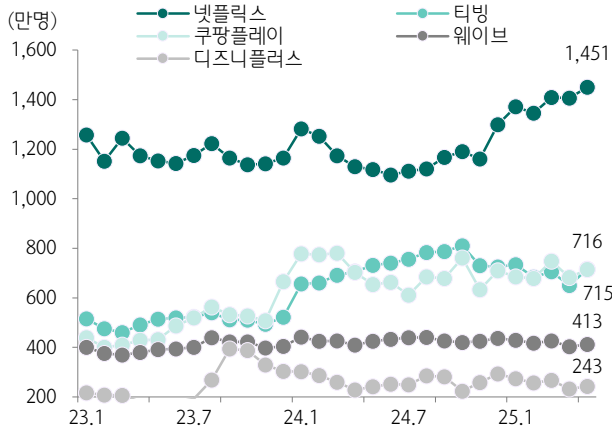
자료: KOBACO, 하나증권

그림 2. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나증권

그림 3. 국내 서비스 OTT MAU 추이



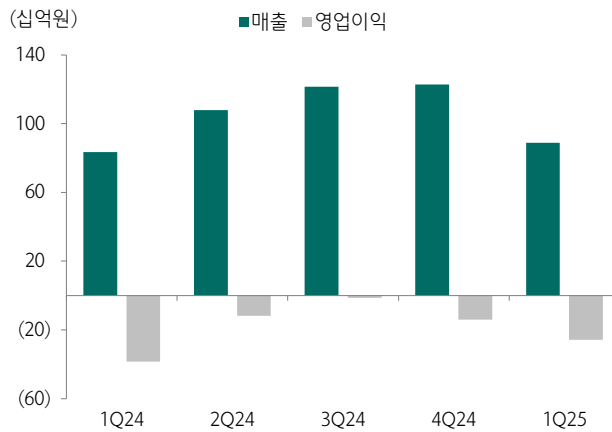
자료: 모바일인덱스, 하나증권

표 3. 국내 주요 OTT별 가격 인상

	기존			인상 후			
	베이직	스탠다드	프리미엄	광고형	베이직	스탠다드	프리미엄
Netflix	9,500	12,000	14,500	7,000	-	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

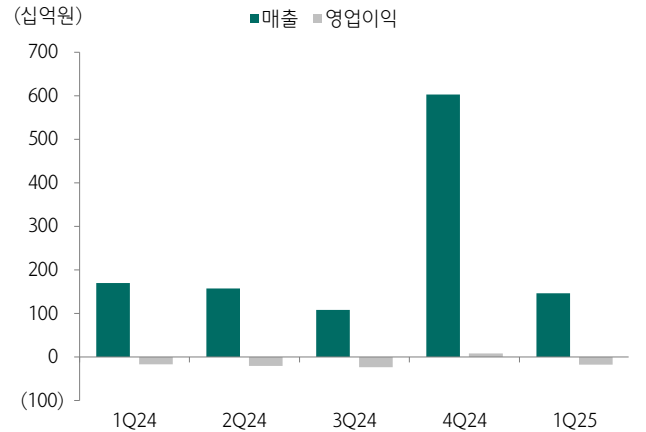
자료: 언론, 하나증권

그림 4. 티빙 분기 실적 추이



자료: CJ ENM, 하나증권

그림 5. 피프스시즌 분기 실적 추이



자료: CJ ENM, 하나증권

그림 6. 티빙 가입자 수 목표



자료: CJ ENM, 하나증권

그림 7. 티빙-배민 결합 상품 출시

배민클럽 + TVING

무제한 무료배달에
티빙 첫달 이용권 100원!

배민클럽 이용료	3,990원 1,990원
<input checked="" type="checkbox"/> TVING 이용권 추가	3,500원 100원
지금 결제할 금액	7,490원 2,090원

본 티빙 이용권은 배민클럽 전용 상품입니다. 동시 시청 1대, 프록시 4개, 화질 1080p, 콘텐츠 다운로드 15회, 모바일 태블릿 PC TV 지원, 광고있음

자료: 언론, 하나증권

표 4. OTT별 시장 점유율 (2024)

	넷플릭스	티빙(신고회사)	쿠팡플레이	웨이브 (상대회사)	디즈니+	U+	왓차
이용자 수 기준	33.9% (1위)	21.1% (2위)	20.1% (3위)	12.4% (4위)	7.7% (5위)	3.2% (6위)	1.6% (7위)
	넷플릭스	티빙(신고회사)	웨이브 (상대회사)	쿠팡플레이	디즈니+	U+	왓차
이용시간 기준	39.0% (1위)	26.8% (2위)	19.9% (3위)	9.1% (4위)	3.1% (5위)	1.2% (6위)	1.0% (7위)

자료: 공정위, 하나증권

표 5. 오디션 출신 아이돌 계약 기간

아티스트	데뷔 시기	활동 종료	계약기간	데뷔 프로그램
I.O.I	16.5	17.1	9개월	프로듀스 101
워너원	17.8	19.1	1년 5개월	프로듀스 101
아이즈원	18.8	21.4	2년 6개월	프로듀스 48
Kep1er*	22.1	24.7	2년 6개월	걸스플래닛999
ZB1	23.7	26.1	2년 6개월	보이즈플래닛
보이즈2플래닛	2025년	2030년	5년	보이즈2플래닛

*9명 중 7명 재계약 및 7인조로 재편, 현재 활동 중
자료: 언론, 하나증권

그림 8. 보이즈2플래닛 방영 예정



자료: CJENM, 하나증권

그림 9. 2Q25 주요 라인업

채널 · 티빙

[드라마]

- 《미지의 서울》(tvN) : 박보영 · 박진영 · 이재인 · 임철수
- 《언젠가는 슬기로울 전공의 생활》(tvN) : 고윤정 · 신시아 · 한예지 · 강유석
- 《금주를 부탁해》(tvN) : 최수영 · 공명 · 김성령 · 김상호 · 조윤희
- 《견우와 선녀》(tvN) : 조이현 · 추영우
- 《샤크: 더 스톱》(TVING) : 김민석 · 이현욱 · 배명진 · 이정현
- 《러닝메이트》(TVING) : 윤현식 · 이정식 · 최우성 · 홍화연

[예능]

- 《뽕뽕 지구오락실3》(tvN) : 이은지 · 미미 · 이영지 · 안유진
- 《언니네 산지직송2》(tvN) : 염정아 · 박준면 · 임지연 · 이재욱
- 《월드 오브 스트리트 우먼 파이터》(Mnet) : 시즌1 리더즈 8인
- 《대탈출: 더 스토리》(TVING) : 강호동 · 유병재 · 김동현 · 고경표
- 《아구대표자 : 덕후들의 리그 시즌 2》(TVING) : 엄지윤 · 윤석민 · 우디

해외 오리지널

- 《탄금》(Netflix) : 이재욱 · 조보아 · 정가람 · 엄지원
- 《광장》(Netflix) : 소지섭 · 허준호 · 공명 · 추영우

FIFTH SEASON

[드라마]

- 《The Savant S1》(Apple TV+) Directed by Matthew Heineman, Starring Jessica Chastain
- 《Nine Perfect Strangers S2》(Hulu/Amazon) Starring Nicole Kidman, Henry Golding, Murray Bartlett
- 《Strife S2》(Binge/Foxtel) Directed by Neil Sharma, Starring Asher Keddie, Matt Day

음악

[음반 · 음원]

- 《JO1》, 《INI》, 《ME:I》, 《IS:SUE》, 《DXTEEN》 등
- 드라마 및 Mnet 예능 OST

[콘서트 · 컨벤션]

- 《ZB1》, 《INI》 콘서트, 《KCON JAPAN 2025》
- 《2025 World DJ Festival》, 《2025 서울 파크 뮤직 페스티벌》

자료: CJ ENM, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368.4	5,231.4	5,405.6	5,661.2	5,933.2
매출원가	2,851.4	3,520.2	3,573.0	3,665.6	3,817.5
매출총이익	1,517.0	1,711.2	1,832.6	1,995.6	2,115.7
판매비	1,531.5	1,606.7	1,681.3	1,759.8	1,842.4
영업이익	(14.6)	104.5	151.3	235.8	273.3
금융손익	(167.1)	(142.6)	(170.2)	(129.2)	(128.2)
종속/관계기업손익	(58.7)	(0.3)	46.4	1.4	1.4
기타영업외손익	(94.8)	(493.4)	(85.4)	(65.2)	(49.1)
세전이익	(335.1)	(531.9)	(57.8)	42.8	97.4
법인세	61.7	48.9	50.0	8.6	9.7
계속사업이익	(396.8)	(580.8)	(107.8)	34.2	87.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(396.8)	(580.8)	(107.8)	34.2	87.7
비배주주지분 순이익	(80.9)	(77.5)	(14.4)	4.6	11.7
지배주주순이익	(315.9)	(503.4)	(91.6)	29.1	74.5
지배주주지분포괄이익	(379.8)	(447.7)	(100.6)	31.9	81.8
NOPAT	(17.3)	114.1	282.3	188.6	246.0
EBITDA	962.0	1,706.2	1,224.1	836.0	616.9
성장성(%)					
매출액증가율	(8.84)	19.76	3.33	4.73	4.80
NOPAT증가율	적전	흑전	147.41	(33.19)	30.43
EBITDA증가율	(32.76)	77.36	(28.26)	(31.70)	(26.21)
영업이익증가율	적전	흑전	44.78	55.85	15.90
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	156.01
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	156.14
수익성(%)					
매출총이익률	34.73	32.71	33.90	35.25	35.66
EBITDA이익률	22.02	32.61	22.65	14.77	10.40
영업이익률	(0.33)	2.00	2.80	4.17	4.61
계속사업이익률	(9.08)	(11.10)	(1.99)	0.60	1.48

투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(14,405)	(22,955)	(4,178)	1,327	3,399
BPS	159,891	139,592	135,332	136,685	140,151
CFPS	47,181	79,099	51,698	33,540	23,631
EBITDAPS	43,868	77,806	55,821	38,122	28,131
SPS	199,203	238,557	246,502	258,158	270,561
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(5.01)	(2.34)	(16.47)	51.85	20.24
PBR	0.45	0.38	0.51	0.50	0.49
PCFR	1.53	0.68	1.33	2.05	2.91
EV/EBITDA	4.86	2.31	2.90	3.54	4.17
PSR	0.36	0.23	0.28	0.27	0.25
재무비율(%)					
ROE	(9.30)	(16.69)	(3.34)	1.07	2.69
ROA	(3.11)	(5.23)	(1.02)	0.33	0.84
ROIC	(0.44)	3.12	9.33	8.03	13.44
부채비율	138.16	153.30	142.03	144.28	144.58
순부채비율	51.61	51.12	37.45	20.38	9.13
이자보상배율(배)	(0.08)	0.58	1.01	1.79	2.07

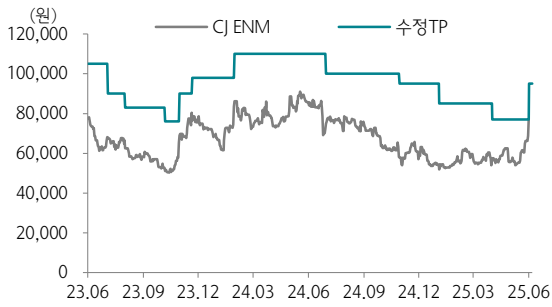
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,782.4	2,909.5	2,858.1	3,550.5	4,043.4
금융자산	1,140.0	1,074.4	964.0	1,569.7	1,970.4
현금성자산	1,032.6	973.2	859.4	1,460.2	1,855.7
매출채권	930.6	1,115.2	1,152.4	1,206.9	1,264.8
채고자산	116.0	137.0	141.6	148.3	155.4
기타유동자산	595.8	582.9	600.1	625.6	652.8
비유동자산	7,167.5	6,407.1	5,783.2	5,254.5	4,987.0
투자자산	2,198.7	1,993.6	2,042.3	2,113.9	2,190.0
금융자산	541.7	601.5	603.9	607.5	611.3
유형자산	1,353.3	860.7	789.5	726.8	671.7
무형자산	2,856.9	2,663.7	2,062.2	1,524.6	1,236.1
기타비유동자산	758.6	889.1	889.2	889.2	889.2
자산총계	9,949.9	9,316.6	8,641.3	8,805.0	9,030.5
유동부채	3,400.9	3,814.2	3,225.4	3,323.7	3,428.4
금융부채	1,391.0	1,767.6	1,114.0	1,117.2	1,120.7
매입채무	244.5	252.9	261.4	273.7	286.9
기타유동부채	1,765.4	1,793.7	1,850.0	1,932.8	2,020.8
비유동부채	2,371.2	1,824.4	1,845.6	1,876.8	1,909.9
금융부채	1,904.9	1,187.0	1,187.0	1,187.0	1,187.0
기타비유동부채	466.3	637.4	658.6	689.8	722.9
부채총계	5,772.1	5,638.6	5,071.0	5,200.5	5,338.3
지배주주지분	3,238.8	2,793.6	2,700.2	2,729.8	2,805.8
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,456.2	2,432.4	2,432.4	2,432.4	2,432.4
자본조정	(341.4)	(341.4)	(341.4)	(341.4)	(341.4)
기타포괄이익누계액	161.1	212.5	212.5	212.5	212.5
이익잉여금	852.3	379.5	286.1	315.8	391.8
비지배주주지분	939.0	884.5	870.1	874.7	886.4
자본총계	4,177.8	3,678.1	3,570.3	3,604.5	3,692.2
순금융부채	2,156.0	1,880.2	1,337.0	734.5	337.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,294.8	1,402.6	1,020.7	716.2	518.3
당기순이익	(396.8)	(580.8)	(107.8)	34.2	87.7
조정	1,206.9	2,131.4	1,072.8	600.3	343.6
감가상각비	976.6	1,601.7	1,072.8	600.2	343.6
외환거래손익	2.0	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(90.0)	69.8	0.0	0.0	0.0
기타	318.3	459.5	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	484.7	(148.0)	55.7	81.7	87.0
투자활동 현금흐름	(1,266.4)	(935.8)	(452.1)	(76.5)	(81.4)
투자자산감소(증가)	1,204.4	1,145.1	(48.8)	(71.6)	(76.1)
자본증가(감소)	(100.1)	(63.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(2,370.7)	(2,017.5)	(403.3)	(4.9)	(5.3)
재무활동 현금흐름	(304.8)	(365.1)	(653.6)	3.2	3.4
금융부채증가(감소)	(348.0)	(341.4)	(653.6)	3.2	3.4
자본증가(감소)	43.2	(23.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	0.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(276.4)	101.7	(101.7)	600.7	395.5
Unlevered CFO	1,034.6	1,734.6	1,133.7	735.5	518.2
Free Cash Flow	1,194.7	1,339.2	1,020.7	716.2	518.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ ENM



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.6.11	BUY	95,000		
25.4.11	BUY	77,000	-23.76%	0.39%
25.1.13	BUY	85,000	-33.41%	-26.59%
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%

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 6월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2025년 6월 11일 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	95.45%	4.55%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 06월 10일