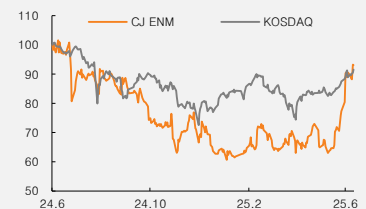


투자여건(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 100,000원
현재주가(25/6/20)	79,700원
상승여력	25.5%

영업이익(25F,십억원)	137
Consensus 영업이익(25F,십억원)	169
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.7
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	11.0
KOSDAQ	791.53
시가총액(십억원)	1,748
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	51.8
외국인 보유비중(%)	16.9
베타(12M) 일간수익률	0.26
52주 최저가(원)	51,900
52주 최고가(원)	86,300
(%)	1M 6M 12M
절대주가	47.0 34.2 -6.0
상대주가	32.9 13.3 1.8



[미디어/엔터테인먼트]

김규연

gyuyeon.kim@miraeasset.com

CJ ENM

K-OTT 정책의 유일한 후보자

K-OTT 정책의 유일한 후보자

이재명 정부는 당선 이전 문화강국의 중요성을 역설하며 K-OTT 육성의 필요성을 언급한 바 있다. K OTT 육성 경우의 수로 1) 새로운 플랫폼 출시와 2) 기존 플랫폼 지원이 있는데 전자는 사업성이 떨어진다.

그렇다면 후보는 두 개로 추릴 수 있는데 티빙과 웨이브다. CJ ENM이 통합 플랫폼 출범을 추진중이므로 어떠한 방향이건 동사의 단일 플랫폼이 유일한 후보가 된다. 가장 뚜렷한 정책적 지원은 국가 정책 차원의 통합 플랫폼 출범 추진이다. 가장 먼저 티빙의 주요 주주와의 이견 차이를 해소할 수 있는 방안을 정부에서 제시할 가능성이 높다.

동사의 이익을 저하시키는 것은 티빙과 영화드라마 사업부다. 미디어플랫폼 손익을 분석해보면 CJ ENM 별도 방송부문(tvN 사업부)에서는 10%대의 영업이익률을 유지하나 티빙이 적자를 보고 있다. K-OTT 육성 정책은 티빙 흑자 전환 및 성장에 대한 기대감을 야기할 것이다.

다만 통합 플랫폼 출범과 지원 정책이 실제 실적 개선으로 이어지기까지는 정책의 내용과 티빙의 경쟁력을 면밀히 파악할 필요가 있다고 판단한다. 네이버멤버십플러스와의 협력을 중단한 데 따른 여파로 티빙 트래픽은 1년 전보다 20% 이상 감소한 수치를 보이고 있다. 한국 드라마와 예능 등 K-콘텐츠 전문 채널로 글로벌 시장에서 자리를 매기기 위해서는 1위 사업자인 넷플릭스 등 해당 지역에서 이미 과반 이상의 점유율을 확보하고 있는 플랫폼과의 차별화가 필요하다. 24년 선재업고 튀어와 정년 이 등 tvN + 티빙 오리지널 콘텐츠의 효율적인 운영 전략과 정책의 시너지를 가늠해 볼 필요가 있다.

목표주가 100,000원으로 상향

목표주가를 기존 75,000원에서 100,000원으로 상향한다. 목표주가 산정에 적용되는 영업이익을 26년으로 전환해 2,143억원, Target EV/EBIT을 티빙 흑자전환 기대감이 반영되던 1Q23-1Q25 평균 19x로 적용했다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억원)	4,792	4,368	5,231	5,577	5,940
영업이익 (십억원)	137	-15	104	137	214
영업이익률 (%)	2.9	-0.3	2.0	2.5	3.6
순이익 (십억원)	-120	-316	-503	-62	8
EPS (원)	-5,476	-14,405	-22,955	-2,810	373
ROE (%)	-3.3	-9.3	-16.7	-2.2	0.3
P/E (배)	-	-	-	-	213.8
P/B (배)	0.6	0.5	0.4	0.6	0.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

표 60. 실적 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액												
연결	1,154	1,165	1,125	1,788	1,138	1,244	1,300	1,895	4,368	5,231	5,577	5,940
미디어플랫폼	314	353	356	350	292.8	377	369	371	1,262	1,373	1,410	1,630
영화드라마	366	288	252	799	315.9	297	413	841	1,092	1,705	1,866	2,044
음악	126	152	183	241	167.2	181	180	274	676	702	802	943
커머스	348	372	334	398	362.3	389	338	409	1,338	1,451	1,498	1,551
YoY 성장률(%)												
연결	21.6	11.0	1.2	41.9	-1.4	6.8	15.6	6.0	-8.8	19.8	6.6	6.5
미디어플랫폼	13.1	3.0	13.4	6.9	-6.8	6.7	3.5	6.2	-11.6	8.8	2.7	15.6
영화드라마	55.2	25.3	-22.9	166.3	-13.8	3.3	64.2	5.2	-23.3	56.1	9.5	9.5
음악	5.7	16.4	7.4	-6.0	32.9	18.8	-1.5	13.6	15.6	3.8	14.3	17.5
커머스	10.0	7.6	11.2	5.9	4.2	4.7	1.2	2.7	-1.3	8.5	3.2	3.5
영업이익												
연결	12.3	35.3	15.8	41.0	0.7	40	35	61	-15	104	137	214
미디어플랫폼	-3.5	16.5	10.8	1.5	-5.7	6.5	8.1	27.0	-60	25	37	57
영화드라마	-17.8	-18.2	-6.0	0.7	-23.2	-9.3	-12.9	6.7	-97	-41	-39	10
음악	4.8	4.9	2.4	18.9	2.7	8.5	16.0	25.8	71	31	53	54
커머스	26.2	27.5	9.1	20.3	25.8	34.6	23.6	1.8	69	83	86	93
YoY 성장률(%)												
연결	흑전	흑전	114	-30	-94	14	120	49	적전	흑전	31	56
미디어플랫폼	적지	흑전	472	-32	적지	-61	-25	1640	적전	흑전	45	54
영화드라마	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전
음악	-41	-59	-85	-47	-44	73	580	37	10	-54	71	3
커머스	50	47	30	-22	-1	26	158	-91	5	39	3	8
영업이익률(%)												
연결	1.0	2.6	1.2	2.1	0.1	2.9	2.4	2.9	-0.3	2.5	2.5	3.6
미디어플랫폼	-1.1	4.7	3.0	0.4	-2.0	1.7	2.2	7.3	-4.7	2.7	2.6	3.5
영화드라마	-4.9	-6.3	-2.4	0.1	-7.3	-3.1	-3.1	0.8	-8.9	-2.9	-2.1	0.5
음악	3.8	3.2	1.3	7.8	1.6	4.7	8.9	9.4	10.5	4.1	6.6	5.8
커머스	7.5	7.4	2.7	5.1	7.1	8.9	7.0	0.4	5.2	6.6	5.7	6.0

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 61. 실적 변경표

	변경전		변경후		변경률(%)		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	5,639	5,976	5,577	5,940	-1.1%	-0.6%	티빙 트랙픽 부진으로 인한 실적 하향
영업이익	241	285	137	214	-43.2%	-24.9%	자회사 아티스트 콘서트 매출 하향

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 62. Valuation

(십억원)

항목	값	
26F EBIT	214	
Target EV/EBIT	19.0x	티빙 흑자전환에 대한 기대감이 존재하던 1Q23~1Q25 평균
(- 순차입금)	1,551	
(-비지배주주지분)	863	
(+지분가치)	563	
넷마블	484	발간 당일 기준 60일 평균 수정종가에 거래 비용을 감안한 할인률 30% 적용
기타	112	
적정 시가총액	2,221	
희석주식수(천주)	21,370	
목표주가(원)	100,000	천의자리 반올림
현재주가(원)	79,700	
상승여력	25.5%	

자료: 쿼티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,368	5,231	5,577	5,940
매출원가	2,851	3,520	3,699	3,898
매출총이익	1,517	1,711	1,878	2,042
판매비와관리비	1,532	1,607	1,741	1,828
조정영업이익	-15	104	137	214
영업이익	-15	104	137	214
비영업손익	-320	-636	-153	-152
금융손익	-140	-144	-108	-97
관계기업등 투자손익	-59	0	10	10
세전계속사업손익	-335	-532	-16	62
계속사업법인세비용	62	49	55	52
계속사업이익	-397	-581	-71	9
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-397	-581	-71	9
지배주주	-316	-503	-62	8
비지배주주	-81	-77	-9	1
총포괄이익	-458	-480	-71	9
지배주주	-380	-448	-66	9
비지배주주	-78	-32	-5	1
EBITDA	962	1,706	1,847	2,016
FCF	1,195	1,339	1,735	1,780
EBITDA 마진율 (%)	22.0	32.6	33.1	33.9
영업이익률 (%)	-0.3	2.0	2.5	3.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-7.2	-9.6	-1.1	0.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,782	2,909	2,708	2,828
현금 및 현금성자산	1,033	973	720	711
매출채권 및 기타채권	1,120	1,241	1,259	1,341
재고자산	116	137	135	144
기타유동자산	513	558	594	632
비유동자산	7,168	6,407	6,314	6,190
관계기업투자등	1,657	1,392	1,392	1,392
유형자산	1,353	861	797	791
무형자산	2,857	2,664	2,630	2,507
자산총계	9,950	9,317	9,023	9,018
유동부채	3,401	3,814	3,549	3,591
매입채무 및 기타채무	661	681	726	774
단기금융부채	1,391	1,768	1,372	1,277
기타유동부채	1,349	1,365	1,451	1,540
비유동부채	2,371	1,824	1,867	1,811
장기금융부채	1,905	1,187	1,187	1,087
기타비유동부채	466	637	680	724
부채총계	5,772	5,639	5,416	5,402
지배주주지분	3,239	2,794	2,732	2,740
자본금	111	111	111	111
자본잉여금	2,456	2,432	2,432	2,432
이익잉여금	852	380	318	326
비지배주주지분	939	884	875	876
자본총계	4,178	3,678	3,607	3,616

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,295	1,403	1,755	1,860
당기순이익	-397	-581	-71	9
비현금수익비용가감	1,431	2,315	1,863	1,941
유형자산감가상각비	77	81	84	86
무형자산상각비	899	1,521	1,626	1,716
기타	455	713	153	139
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	485	-148	127	59
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	253	-95	25	-71
재고자산 감소(증가)	-26	-23	2	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	31	17	18
법인세납부	-81	-48	-55	-52
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,266	-936	-1,623	-1,683
유형자산처분(취득)	-98	106	-20	-80
무형자산감소(증가)	-1,367	-1,147	-1,592	-1,592
장단기금융자산의 감소(증가)	135	-29	-11	-12
기타투자활동	64	134	0	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-127	-569	-396	-195
장단기금융부채의 증가(감소)	-348	-341	-396	-195
자본의 증가(감소)	43	-24	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	178	-204	0	0
현금의 증가	-101	-59	-253	-9
기초현금	1,134	1,033	973	720
기말현금	1,033	973	720	711

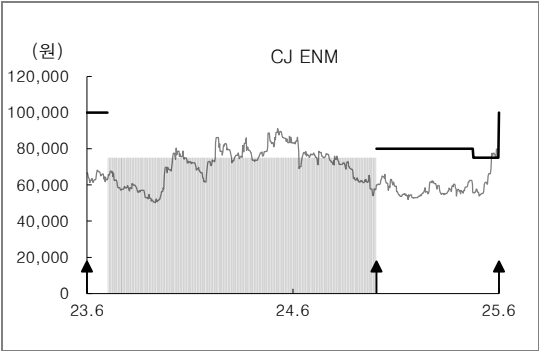
자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	-	213.8
P/CF (x)	1.5	0.7	1.0	0.9
P/B (x)	0.5	0.4	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	4.9	2.3	2.4	2.1
EPS (원)	-14,405	-22,955	-2,810	373
CFPS (원)	47,181	79,099	81,692	88,929
BPS (원)	159,891	139,592	136,783	137,155
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-8.8	19.8	6.6	6.5
EBITDA증가율 (%)	-32.8	77.4	8.2	9.2
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	31.1	56.5
EPS증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전
매출채권 회전율 (회)	4.2	5.1	5.1	5.3
재고자산 회전율 (회)	41.0	41.4	41.0	42.7
매입채무 회전율 (회)	10.0	14.2	14.2	14.0
ROA (%)	-3.9	-6.0	-0.8	0.1
ROE (%)	-9.3	-16.7	-2.2	0.3
ROIC (%)	-0.4	2.6	15.1	0.9
부채비율 (%)	138.2	153.3	150.1	149.4
유동비율 (%)	81.8	76.3	76.3	78.8
순차입금/자기자본 (%)	51.6	51.1	48.0	42.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.1	0.6	1.0	1.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
CJ ENM (035760)				
2025.06.23	매수	100,000	-	-
2025.05.09	매수	75,000	-13.98	6.40
2024.11.18	매수	80,000	-27.97	-17.75
2023.07.31	분석 대상 제외		-	-
2023.04.13	매수	100,000	-27.42	-15.50



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.