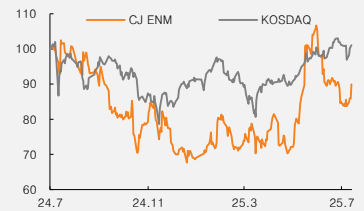


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	100,000원
현재주가(25/8/7)	69,000원
상승여력	44.9%

영업이익(25F, 십억원)	130
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	150
EPS 성장률(25F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(25F, %)	24.0
P/E(25F, x)	305.9
MKT P/E(25F, x)	11.8
KOSDAQ	805.81
시가총액(십억원)	1,513
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	51.8
외국인 보유비중(%)	17.9
베타(12M) 일간수익률	0.40
52주 최저가(원)	51,900
52주 최고가(원)	81,800

(%)	1M	(%)	1M
절대주가	0.6	24.5	-3.1
상대주가	-2.8	14.8	-10.0



[미디어/엔터테인먼트]

김규연
gyuyeon.kim@miraeasset.com

장다현
dahyun.jang@miraeasset.com

035760 · 미디어

CJ ENM

하반기 쏠 사업부 흑자 기대

목표주가 100,000원 유지, 모멘텀과 리스크 사이

EV/EBIT 방식을 적용해 산정한 100,000원 목표주가를 유지한다. 티빙의 부진 지속에 26년 매출 및 영업이익을 각각 6.8%/4.2% 하향했다. 그러나 순차입금 감소와 넷마블 등 지분가치 증가에 따라 영향이 상쇄됐다.

실적 하향조정에도 불구하고 매수의견을 강하게 유지하는 것은 실적 개선 가시성이 높아졌기 때문이다. 「PQC 발라내기 ① C 발라내기(6.23)」보고서에서 언급했듯 동사의 낮은 이익률의 주 원인은 티빙과 피프스 시즌이다. [티빙]의 트래픽은 24년과 비교하면 부진하지만 월별 증가하고 있다. 8월 7일자로 동사의 콘텐츠유통사업본부장이 콘텐츠웹의 대표이사로 선임되며 하반기 두 플랫폼 간 시너지를 낼 수 있는 콘텐츠 전략을 구상하고 있다. 웨이브 최대주주인 SK스퀘어의 지원으로 SKT와의 신규 요금제 등 마케팅 계획도 마련돼 있다. 네이버멤버십플러스 제휴 종료로 인한 이탈의 점진적 회복을 기대할 수 있다. 7월부터는 계정 공유 금지 정책도 본격적으로 시행된다. 티빙 광고 매출은 상반기 247억원을 기록했는데 하반기 353억원 가이던스를 제공했다. 비용 통제 정책까지 더해지며 영업손실이 2분기 24억원에서 3분기 11억원으로 축소될 것이라 추정한다. 회사에서는 흑자 전환을 목표로 하고 있다. [피프스시즌]은 당분기 매출 4,105억원/영업이익 32억원으로 흑자전환했다. 할리우드 작가배우 파업 여파로 인한 부진을 끌어내고 작품 딜리버리가 안정화된 것으로 판단한다. 상반기보다 하반기에 더 많은 딜리버리가 예정돼 있는만큼 영업이익 개선세를 이어갈 것으로 판단한다.

이와 함께 [영화드라마] 사업부의 실적 호조가 예상된다. 자회사 스튜디오드래곤 역시 하반기 영업이익 380억원으로 상반기 13억원과 현저하게 다른 모습을 보여줄 것이다. 하반기 개봉 예정인 영화 두편 또한 긍정적이다. 박찬욱 감독의 「어쩔수가 없다」는 해외 판매를 통해 이미 BEP를 달성한 것으로 파악된다. 정부의 영화 산업 지원 정책의 일환으로 관객수가 증가하고 있는 상황이 계속될 경우 수익의 상방을 기대할 수 있다. 또 다른 작품 「악마가 이사왔다」는 940만 관객을 달성한 「엑시트」의 이상근 감독의 로맨스 코미디로 제작비가 상대적으로 작아 역시 BEP 달성이 가시적이다. 또한 「지구를 지켜라」 리메이크작이 개봉 예정으로 배급을 맡았다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억원)	4,792	4,368	5,231	5,365	5,535
영업이익 (십억원)	137	-15	104	130	205
영업이익률 (%)	2.9	-0.3	2.0	2.4	3.7
순이익 (십억원)	-120	-316	-503	5	83
EPS (원)	-5,476	-14,405	-22,955	226	3,803
ROE (%)	-3.3	-9.3	-16.7	0.2	2.9
P/E (배)	-	-	-	305.9	18.1
P/B (배)	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

24년 폭발적인 인기를 구가하며 관객수 14만명을 돌파한 킹키부츠도 11월부터 공연 예정이다.

[음악] 당분기 매출 1,972억원/영업이익 171억원을 기록하며 8.7%의 높은 영업이익률을 기록했다. 일본 라포네의 JO1, ME:I, IS:SUE, DXTEEN이 신보 발매와 콘서트 등 활발한 활동을 전개했다. 3분기에는 제로베이스원의 정규 앨범이, 4분기에는 월드투어가 예정돼 있는만큼 호실적이 지속될 것으로 예상된다.

보이그룹 오디션 프로그램 보이즈II플래닛은 9월 방송 종료 후 보이그룹 데뷔가 예정돼 있다. 한국 버전(K)과 중국 버전(C)가 통합되며 중국 시장을 주로 공략하는 그룹의 활동이 무산된 것으로 보였는데, 이번 실적발표에서 데뷔조에 포함되지 않은 멤버들로 구성된 그룹 결성과 그들의 중국 내 콘서트 등 활동 가능성이 언급됐다.

애플TV+에서 제작한 KPOPPED의 수혜 역시 모멘텀으로 작용할 수 있다. 최근 넷플릭스의 K-POP 데몬헌터스의 인기에 힘입어 K-POP 키워드에 관심이 집중된만큼 전세계적 흥행 가능성이 존재한다. 해당 프로그램에는 미국의 원로 가수와 한국의 K-POP 가수가 팀을 이뤄 경연을 진행하는데 CJ ENM 자회사 소속의 JO1(라포네), Ke1er(웨이크원)이 출연 예정이다. 해당 프로그램은 서울에서 촬영하며 라이브 공연의 현장 관객 투표로 우승자가 결정되는 구조이다. 이미경 CJ 부회장이 총괄 제작을 맡고 동사 음악콘텐츠본부장 및 PD 등 주요 인사가 참여한만큼 공연 진행을 담당할 확률이 높다. 해당 프로그램은 애플TV와 티빙에서 방영돼 흥행에 따라 티빙 트래픽 증가라는 간접적 수혜를 받게 된다.

[커머스]는 매출 3,858억원과 영업이익 214억원으로 약 6%의 안정적인 이익률을 지속하고 있다. 3분기 계절성으로 이익률이 낮을 수 있겠으나 단가가 높은 4분기 수익성이 제고될 것으로 기대한다.

다만 K-컬처밸리 복합개발사업 지체상금과 관련된 리스크는 남아있다. 당사는 지체상금을 약 1천억원으로 추산하여 충당금을 설정하고 있다. 그러나 7월 23일 경기도에서 3,144억원의 지체상금을 통보함에 따라 소송이 예정돼 있다.

표 1. 실적 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액												
연결	1,154	1,165	1,125	1,788	1,138	1,313	1,256	1,658	4,368	5,231	5,365	5,535
미디어플랫폼	314	353	356	350	293	319	332	350	1,262	1,373	1,294	1,370
영화드라마	366	288	252	799	316	411	441	633	1,092	1,705	1,801	1,896
음악	126	152	183	241	167	197	146	262	676	702	772	886
커머스	348	372	334	398	362	386	338	412	1,338	1,451	1,498	1,551
YoY 성장률(%)												
연결	21.6	11.0	1.2	41.9	-1.4	12.7	11.7	-7.3	-8.8	19.8	2.6	3.2
미디어플랫폼	13.1	3.0	13.4	6.9	-6.8	-9.5	-6.9	0.3	-11.6	8.8	(5.7)	5.8
영화드라마	55.2	25.3	-22.9	166.3	-13.8	42.7	75.2	-20.8	-23.3	56.1	5.7	5.3
음악	5.7	16.4	7.4	-6.0	32.9	29.5	-20.1	8.5	15.6	3.8	10.0	14.8
커머스	10.0	7.6	11.2	5.9	4.2	3.7	1.2	3.6	-1.3	8.5	3.2	3.5
영업이익												
연결	12	35	16	41	0.7	29	30	71	-15	104	130	205
미디어플랫폼	-3.5	16.5	10.8	1.5	-5.7	-8.0	6.1	13.2	-60	25	6	54
영화드라마	-17.8	-18.2	-6.0	0.7	-23.2	-1.2	7.5	4.4	-97	-41	-12	19
음악	4.8	4.9	2.4	18.9	2.7	17.1	7.6	28.3	71	31	56	39
커머스	26.2	27.5	9.1	20.3	25.8	21.4	8.6	24.8	69	83	81	93
YoY 성장률(%)												
연결	흑전	흑전	114	-30	-94	-19	88	72	적전	흑전	24	58
미디어플랫폼	적지	흑전	472	-32	적지	적전	-44	753	적전	흑전	(78)	869
영화드라마	적지	적지	적지	흑전	적지	-94	흑전	569	적전	적지	(70)	(253)
음악	-41	-59	-85	-47	-44	249	222	50	10	-54	80	(30)
커머스	50	47	30	-22	-1	-22	-6	22	5	39	(3)	15
영업이익률(%)												
연결	1.0	2.6	1.2	2.1	0.1	2.2	2.4	4.3	-0.3	2.5	2.4	3.7
미디어플랫폼	-1.1	4.7	3.0	0.4	-2.0	-2.5	1.8	3.8	-4.7	2.7	0.4	4.0
영화드라마	-4.9	-6.3	-2.4	0.1	-7.3	-0.3	1.7	0.7	-8.9	-2.9	-0.7	1.0
음악	3.8	3.2	1.3	7.8	1.6	8.7	5.2	10.8	10.5	4.1	7.2	4.4
커머스	7.5	7.4	2.7	5.1	7.1	5.6	2.5	6.0	5.2	6.6	5.4	6.0

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 2Q25 실적 비교

(십억원)

	2Q24	1Q25	2Q25P				
			잠정치	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	1,165	1,138	1,313	1,244	+5.5%	1,246	+5.4%
영업이익	35	0.7	29	40	-2.8%	35	-1.7%
영업이익률 (%)	2.6	0.1	2.2	2.9	-0.7%p	2.8	-0.6%p

자료: CJ ENM, QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. 실적 변경표

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	5,577	5,940	5,365	5,535	-3.8%	-6.8%	티빙 26년 사용자 가정 변경
영업이익	137	214	130	205	-5.1%	-4.2%	

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

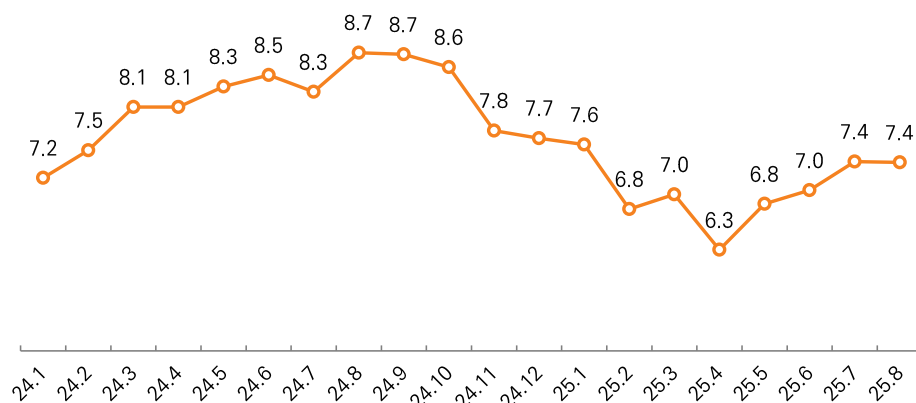
표 4. 미디어 플랫폼 사업부 실적 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
미디어 플랫폼	314	353	356	350	293	319	369	375	1,262	1,373	1,294	1,522
1) TV 광고	78	96	88	96	63	78	93	97	365	358	318	376
2) 유선방송	74	69	69	69	73	70	69	65	261	276	276	276
3) 기타	162	189	200	189	156	171	207	214	636	739	700	978
티빙	83	108	121	121	89	100	127	138	326	433	406	597
MAU	6.0	6.6	6.8	6.4	5.8	6.7	6.8	6.1	4.5	6.4	6.3	7.5
티빙 외	79	81	79	68	67	71	80	76	310	306	333	381
영업이익	-3	16	11	1.5	-6	19	16	7	-60	25	6	54
티빙	-39	-12	-7	-14	-26	-24	-11	-14	-142	-71	-75	27

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

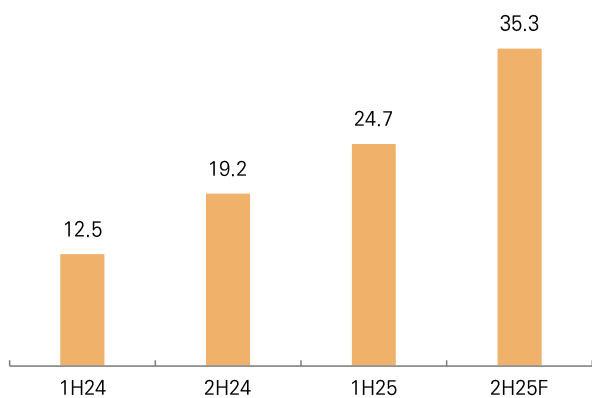
그림 1. 티빙 MAU: 반등 중이나 24년 대비 저조



주: 단위 백만명

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

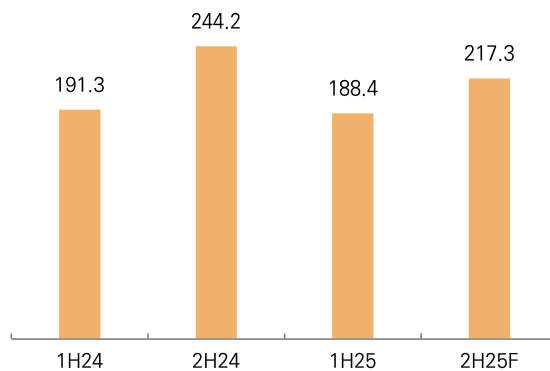
그림 2. 티빙 광고 매출 지속 증가



주: 단위 십억원

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 티빙 구독 매출은 전년 대비 부진



주: 단위 십억원

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 5. 영화드라마 사업부 실적 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
영화드라마	314	353	356	350	293	319	369	375	1,262	1,373	1,294	1,522
1) 콘텐츠판매	78	96	88	96	63	78	93	97	365	358	318	376
2) 영화/공연	74	69	69	69	73	70	69	65	261	276	276	276
3) 기타	162	189	200	189	156	171	207	214	636	739	700	978
영업이익	-3	16	11	1.5	-6	19	16	7	-60	25	5.6	54.2

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 박찬욱 감독 영화 어쩔수가 없다

그림 5. 24년 관객수 14만을 돌파



자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터



자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

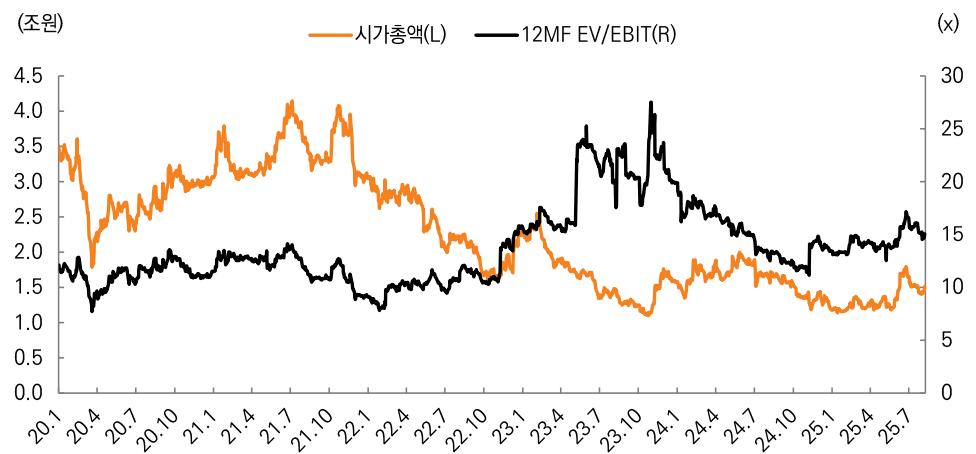
표 6. Valuation

(십억원)

항목	값	비고
26F EBIT	205.2	
Target EV/EBIT	19.0x	티빙 흑자전환에 대한 기대감이 존재하던 1Q23~1Q25 평균
(- 순차입금)	1,680	
(-비지배주주지분)	863	
(+지분가치)	678	
넷마블	587	발간 당일 기준 60일 평균 수정종가에 거래 비용을 감안한 할인률 30% 적용
기타	91	
적정 기업가치	2,032	
희석주식수(천주)	21,370	
목표주가(원)	100,000	천익자리 반올림
현재주가(원)	69,000	
상승여력	44.9%	

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. CJ ENM 시가총액 및 12MF EV/EBIT 추이



자료: 퀀타와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,368	5,231	5,365	5,535
매출원가	2,851	3,520	3,580	3,650
매출총이익	1,517	1,711	1,785	1,885
판매비와관리비	1,532	1,607	1,655	1,680
조정영업이익	-15	104	130	205
영업이익	-15	104	130	205
비영업손익	-320	-636	-73	-13
금융손익	-140	-144	-109	-101
관계기업등 투자손익	-59	0	10	10
세전계속사업손익	-335	-532	57	192
계속사업법인세비용	62	49	51	96
계속사업이익	-397	-581	6	96
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-397	-581	6	96
지배주주	-316	-503	5	83
비지배주주	-81	-77	1	13
총포괄이익	-458	-480	6	96
지배주주	-380	-448	5	90
비지배주주	-78	-32	0	6
EBITDA	962	1,706	1,736	1,836
FCF	1,195	1,339	1,594	1,664
EBITDA 마진율 (%)	22.0	32.6	32.4	33.2
영업이익률 (%)	-0.3	2.0	2.4	3.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-7.2	-9.6	0.1	1.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,782	2,909	2,576	2,515
현금 및 현금성자산	1,033	973	663	542
매출채권 및 기타채권	1,120	1,241	1,211	1,249
재고자산	116	137	130	134
기타유동자산	513	558	572	590
비유동자산	7,168	6,407	6,415	6,459
관계기업투자등	1,657	1,392	1,392	1,392
유형자산	1,353	861	801	801
무형자산	2,857	2,664	2,729	2,771
자산총계	9,950	9,317	8,991	8,974
유동부채	3,401	3,814	3,467	3,433
매입채무 및 기타채무	661	681	699	721
단기금융부채	1,391	1,768	1,369	1,271
기타유동부채	1,349	1,365	1,399	1,441
비유동부채	2,371	1,824	1,841	1,761
장기금융부채	1,905	1,187	1,187	1,087
기타비유동부채	466	637	654	674
부채총계	5,772	5,639	5,307	5,194
지배주주지분	3,239	2,794	2,799	2,882
자본금	111	111	111	111
자본잉여금	2,456	2,432	2,432	2,432
이익잉여금	852	380	384	468
비지배주주지분	939	884	885	898
자본총계	4,178	3,678	3,684	3,780

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,295	1,403	1,614	1,744
당기순이익	-397	-581	6	96
비현금수익비용가감	1,431	2,315	1,676	1,817
유형자산감가상각비	77	81	80	80
무형자산상각비	899	1,521	1,527	1,550
기타	455	713	69	187
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	485	-148	93	28
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	253	-95	66	-33
재고자산 감소(증가)	-26	-23	7	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	31	6	8
법인세납부	-81	-48	-51	-96
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,266	-936	-1,616	-1,677
유형자산처분(취득)	-98	106	-20	-80
무형자산감소(증가)	-1,367	-1,147	-1,592	-1,592
장단기금융자산의 감소(증가)	135	-29	-4	-6
기타투자활동	64	134	0	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-127	-569	-398	-198
장단기금융부채의 증가(감소)	-348	-341	-398	-198
자본의 증가(감소)	43	-24	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	178	-204	0	0
현금의 증가	-101	-59	-310	-121
기초현금	1,134	1,033	973	663
기말현금	1,033	973	663	542

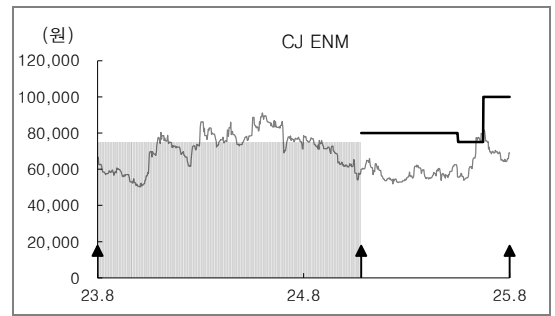
자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	305.9	18.1
P/CF (x)	1.5	0.7	0.9	0.8
P/B (x)	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	4.9	2.3	2.4	2.2
EPS (원)	-14,405	-22,955	226	3,803
CFPS (원)	47,181	79,099	76,678	87,244
BPS (원)	159,891	139,592	139,818	143,621
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	2.6	3.2
EBITDA증가율 (%)	-32.8	77.4	1.7	5.8
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	24.2	58.1
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	1,586.0
매출채권 회전율 (회)	4.2	5.1	5.0	5.2
재고자산 회전율 (회)	41.0	41.4	40.2	42.0
매입채무 회전율 (회)	10.0	14.2	14.0	13.9
ROA (%)	-3.9	-6.0	0.1	1.1
ROE (%)	-9.3	-16.7	0.2	2.9
ROIC (%)	-0.4	2.6	0.3	2.5
부채비율 (%)	138.2	153.3	144.1	137.4
유동비율 (%)	81.8	76.3	74.3	73.3
순차입금/자기자본 (%)	51.6	51.1	48.6	45.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.1	0.6	0.9	1.7

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

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		-	-



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 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.