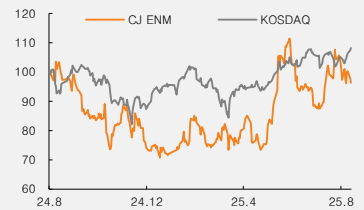


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	100,000원
현재주가(25/9/9)	70,700원
상승여력	41.4%

영업이익(25F,십억원)	134
Consensus 영업이익(25F,십억원)	136
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	22.7
P/E(25F,x)	293.9
MKT P/E(25F,x)	12.0
KOSDAQ	824.82
시가총액(십억원)	1,550
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	51.7
외국인 보유비중(%)	17.9
베타(12M) 일간수익률	0.52
52주 최저가(원)	51,900
52주 최고가(원)	81,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.0	18.6	-6.9
상대주가	-1.9	4.7	-19.3



[미디어/엔터테인먼트]

김규연

gyuyeon.kim@miraesasset.com

장다현

dahyun.jang@miraesasset.com

CJ ENM

K-컬처 플랫폼은 바로 여기

목표주가 100,000원, 매수 의견 유지

26년 영업이익 2,075억원에 Target EV/EBIT 19x를 적용한 100,000원 목표주가를 유지한다. 이와 함께 1) 하반기 영화드라마 사업부를 중심으로 한 실적 개선과 2) 아시아 지역 내 미국 vs. 중국 OTT 경쟁이 심화되는 환경에서 K-콘텐츠를 앞세운 글로벌 OTT와의 협력 증대와 3) K-컬처 플랫폼 육성 공약을 중심으로 한 한국 정부의 지원 정책 가능성으로 매수 의견을 유지한다.

K-콘텐츠의 근본, 영화드라마 부활

동사의 영화드라마 사업부는 크게 1) 별도: 영화/뮤지컬, 2) 스튜디오드래곤, 3) 피프스 시즌으로 구성돼있다. 23년부터 ▲ 영화 관람객 감소, ▲ 드라마 편성 감소와 비용 증가, ▲ 할리우드 작가 파업의 삼중고로 적자를 기록해왔다. 미운오리였던 사업부가 하반기부터 부활한다. 피프스시즌이 가장 먼저 신호탄을 쏘았다. 파업 이후 딜리버리가 정상화되며 적자폭을 축소하고 있다. 스튜디오드래곤 또한 하반기 집중된 매출 인식 일정으로 실적 개선이 가시적이다. 서프라이즈는 영화에서 나올 것으로 기대한다. 9/24 박찬욱 감독의 '어쩔 수가 없다'가 개봉 예정이다. 해당 영화는 수상은 실패했지만 베니스 영화제에서 호평을 받았다. 개봉 전 해외 판매로 순제작비를 초과하는 수익을 거둬 개봉 후 이익 기여가 예상된다.

글로벌 OTT와의 협력 증대

25년 글로벌 OTT와의 콘텐츠 공급 계약 체결 소식이 들려오고 있다. 아시아 지역을 둘러싼 미국과 중국 플랫폼 간 경쟁 환경은 당사에 우호적이다. 당사는 올초부터 티빙의 글로벌화를 추진하며 동남아시아 및 일본 지역에서 PIP(Platform in Platform) 형식의 진출 방향을 제시해왔다. 해당 지역 내에서의 K-콘텐츠의 인기와 그로 인한 서비스 경쟁력 강화를 위해서 글로벌 OTT들이 협력을 제안할 가능성이 있다고 판단한다. 이미 작년부터 브라질 및 멕시코 미디어 기업과의 제휴로 콘텐츠 공급이 이뤄졌고 9월에는 아마존이 인수한 인도의 MX player에 콘텐츠 공급 계약을 체결했다. 일본에서도 20년대 초 TBS, 토에이 애니메이션 등 미디어 기업과 콘텐츠 제작 업무협약을 체결한 바 있다. 현지 자회사 라포네 엔터테인먼트와 올해 광고대행사 하쿠호도와 설립한 합작법인으로 음악 사업 협력도 증가하고 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억원)	4,792	4,368	5,231	5,331	5,606
영업이익 (십억원)	137	-15	104	134	208
영업이익률 (%)	2.9	-0.3	2.0	2.5	3.7
순이익 (십억원)	-120	-316	-503	5	84
EPS (원)	-5,476	-14,405	-22,955	241	3,850
ROE (%)	-3.3	-9.3	-16.7	0.2	3.0
P/E (배)	-	-	-	293.9	18.4
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

K-컬처 플랫폼 육성 공약

동사의 글로벌 전략은 한국 정부의 정책과도 일맥상통한다. 이재명 정부는 당선 전부터 대한민국의 전략 산업으로 K-콘텐츠 육성을 꼽았다. 공약으로는 K-콘텐츠 시장 300조원 시대와 K-OTT 플랫폼 필요성을 강조했다. 공약집에서는 OTT 콘텐츠 제작 정책자금 지원 확대 및 오리지널 콘텐츠 제작 펀드 조성 운용, OTT 콘텐츠 제작 투자자에 대한 세제 지원 추진, K-OTT 콘텐츠 및 플랫폼의 해외 시장 진출 활성화 정책 추진, K-OTT 콘텐츠의 IP 확보 및 국내외 불법유통 등 저작권 침해 방지 등이 언급됐다. 이어 문화체육관광부 최취영 장관은 취임 후 9월 열린 기자간담회에서 해외 OTT에 대한 종속이 아닌 자체적인 플랫폼의 필요성을 강조한 바 있다.

동사는 티빙과 웨이브 두 플랫폼의 통합을 추진하고 있다. 6월에는 두 플랫폼을 같이 이용할 수 있는 더블 이용권을 출시하기도 했다. 한국은 본 보고서에서 분석한 4사분면 시장에 속한다. 1인당 GDP에 비해 OTT 침투율이 낮다는 특성이 있다. 그 이유로는 IPTV가 이미 자리를 잡고 있기 때문인데 오리지널 콘텐츠를 앞세워 서비스 차별화를 꾀할 경우 침투율 일 높일 수 있을 것으로 판단한다. 다만 오리지널 콘텐츠 제작에 따른 비용 부담으로 재무 지표 개선이 급한 25년에는 오리지널 콘텐츠를 축소하며 트래픽이 작년보다 부진한 모습을 보이고 있다. 정부에서 OTT 콘텐츠 제작 관련 지원을 확대할 경우 재무 구조 개선과 오리지널 콘텐츠를 통한 서비스 차별화를 동시에 추진할 수 있을 것이다.

또한 K-콘텐츠가 성과를 공유할 수 있는 형태로 수출이 가능한 티빙의 PIP(Platform in Platform) 글로벌 전략에 정부의 국제적 네트워킹이 뒷받침될 수 있는 가능성 역시 존재한다.

표 18. 실적 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액												
연결	1,154	1,165	1,125	1,788	1,138	1,313	1,290	1,590	4,368	5,231	5,331	5,606
미디어플랫폼	314	353	356	350	293	319	332	350	1,262	1,373	1,294	1,371
영화드라마	366	288	252	799	316	411	467	558	1,092	1,705	1,751	1,959
음악	126	152	183	241	167	197	150	267	676	702	782	897
커머스	348	372	334	398	362	386	341	415	1,338	1,451	1,504	1,557
YoY 성장률(%)												
연결	21.6	11.0	1.2	41.9	-1.4	12.7	14.7	-11.0	(9)	19.8	1.9	5.2
미디어플랫폼	13.1	3.0	13.4	6.9	-6.8	-9.5	-6.9	0.3	(12)	8.8	(5.7)	5.9
영화드라마	55.2	25.3	-22.9	166.3	-13.8	42.7	85.5	-30.2	(23)	56.1	2.7	11.9
음악	5.7	16.4	7.4	-6.0	32.9	29.5	-17.6	10.6	16	3.8	11.4	14.8
커머스	10.0	7.6	11.2	5.9	4.2	3.7	2.1	4.3	(1)	8.5	3.6	3.5
영업이익												
연결	12	35	16	41	0.7	29	34	70	-15	104	134	208
미디어플랫폼	-3.5	16.5	10.8	1.5	-5.7	-8.0	6.1	7.2	-60	25	0	55
영화드라마	-17.8	-18.2	-6.0	0.7	-23.2	-1.2	11.4	9.3	-97	-41	-4	20
음악	4.8	4.9	2.4	18.9	2.7	17.1	7.8	28.8	71	31	56	39
커머스	26.2	27.5	9.1	20.3	25.8	21.4	8.7	24.9	69	83	81	93
YoY 성장률(%)												
연결	흑전	흑전	114	-30	-94	-19	115	71	적전	흑전	28	55
미디어플랫폼	적지	흑전	472	-32	적지	적전	-44	366	적전	흑전	적전	흑전
영화드라마	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	1307	적전	적지	적지	흑전
음악	-41	-59	-85	-47	-44	249	232	53	10	-54	83	(30)
커머스	50	47	30	-22	-1	-22	-5	23	5	39	(3)	15
영업이익률(%)												
연결	1.0	2.6	1.2	2.1	0.1	2.2	2.5	4.4	-0.3	2.5	2.5	3.7
미디어플랫폼	-1.1	4.7	3.0	0.4	-2.0	-2.5	1.8	2.1	-4.7	2.7	0.4	4.0
영화드라마	-4.9	-6.3	-2.4	0.1	-7.3	-0.3	2.2	1.6	-8.9	-2.9	-0.6	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 19. Valuation

(십억원)

항목	값	비고
26F EBIT	207.5	
Target EV/EBIT	19.0x	티빙 흑자전환에 대한 기대감이 존재하던 1Q23~1Q25 평균
(- 순차입금)	1,680	
(-비지배주주지분)	863	
(+지분가치)	672	
넷마블	581	발간 당일 기준 60일 평균 수정종가에 거래 비용을 감안한 할인률 30% 적용
기타	91	
적정 기업가치	2,071	
회석주식수(천주)	21,370	
목표주가(원)	100,000	천의자리 반올림
현재주가(원)	70,700	
상승여력	41.4%	

자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 미디어 플랫폼 사업부 실적 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
미디어 플랫폼	314	353	356	350	293	319	332	350	1,262	1,373	1,294	1,371
1) TV 광고	78	96	88	96	63	78	80	96	365	358	318	319
2) 유선방송	74	69	69	69	73	70	70	62	261	276	276	276
3) 기타	162	189	200	189	156	171	181	192	636	739	700	775
티빙	83	108	121	121	89	100	101	116	326	433	406	470
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	294	305
영업이익	-3	16	11	1.5	-6	-8	6	7	-60	25	-0.4	55
영업이익률	-1%	5%	3%	0%	-2%	-3%	2%	2%	-5%	2%	0%	4%
별도	36.7	27.0	20.0	24.2	18.1	13.1	17.3	29.3	185.9	107.9	77.9	102.6
영업이익률	15%	11%	8%	10%	9%	6%	8%	12%	19%	11%	9%	11%
티빙	-39	-12	-7	-14	-26	-24	-11	-20	-142	-71	-81	-48

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 22. 영화 드라마 사업부 실적 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
영화드라마	366	288	252	799	316	411	467	558	1,092	1,705	1,751	1,959
1) 콘텐츠판매	318	272	150	652	233	385	377	445	912	1,391	1,440	1,609
2) 영화/공연	19	11	49	67	30	9	58	88	96	146	185	203
3) 기타	162	189	200	189	156	171	207	214	84	168	126	147
영업이익	-18	-18	-6	1	-23	-1	11	9	-97	-41	-4	20
별도	-15	-3	8	5	1	-1	6	6	-60	-6	13	17
영업이익률	-78%	-31%	15%	7%	3%	-9%	11%	7%	-63%	-4%	7%	8%
피프스시즌												
매출	170	157	108	603	146	253	202	407	348	1,039	1,034	1,137
영업이익	-17	-20	-23	8	-17	3	-8	5	-66	-52	-31	-14

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 23. 음악 사업부 실적 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
영화드라마	126	152	183	241	167	197	150	267	676	702	782	897
1) 음반/음원	22	28	24	21	22	21	30	51	118	96	124	143
2) 콘서트	18	46	53	55	61	30	30	72	134	172	192	260
3) 기타	86	78	105	166	85	146	90	144	424	435	465	495
영업이익	4.8	4.9	2.4	18.9	2.7	17.1	7.8	28.8	70.9	30.9	56.4	39.5
영업이익률	4%	3%	1%	8%	2%	9%	5%	11%	10%	4%	7%	4%

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 24. 커머스 사업부 실적 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
영화드라마	348	372	334	398	362	386	341	415	1,338	1,451	1,504	1,557
1) TV	116	115	111	118	114	116	113	133	462	460	476	405
2) 디지털	187	188	168	214	197	212	176	199	699	757	784	778
3) 기타	45	69	55	66	51	58	52	82	177	235	243	311
영업이익	26.2	27.5	9.1	20.3	25.8	21.4	8.7	24.9	69.3	83.1	80.9	93.4
영업이익률	7.5%	7.4%	2.7%	5.1%	7.1%	5.6%	2.5%	6.0%	5.2%	5.7%	5.4%	6.0%

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

CJ ENM (035760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,368	5,231	5,331	5,606
매출원가	2,851	3,520	3,559	3,672
매출총이익	1,517	1,711	1,772	1,934
판매비와관리비	1,532	1,607	1,639	1,727
조정영업이익	-15	104	134	208
영업이익	-15	104	134	208
비영업손익	-320	-636	-73	-13
금융손익	-140	-144	-110	-101
관계기업등 투자손익	-59	0	10	10
세전계속사업손익	-335	-532	61	195
계속사업법인세비용	62	49	55	97
계속사업이익	-397	-581	6	97
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-397	-581	6	97
지배주주	-316	-503	5	84
비지배주주	-81	-77	1	13
총포괄이익	-458	-480	6	97
지배주주	-380	-448	6	91
비지배주주	-78	-32	0	7
EBITDA	962	1,706	1,719	1,864
FCF	1,195	1,339	1,568	1,708
EBITDA 마진율 (%)	22.0	32.6	32.2	33.3
영업이익률 (%)	-0.3	2.0	2.5	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	2,538	2,557
현금 및 현금성자산	1,033	973	637	558
매출채권 및 기타채권	1,120	1,241	1,203	1,265
재고자산	116	137	129	136
기타유동자산	513	558	569	598
비유동자산	7,168	6,407	6,436	6,455
관계기업투자등	1,657	1,392	1,392	1,392
유형자산	1,353	861	801	800
무형자산	2,857	2,664	2,751	2,767
자산총계	9,950	9,317	8,974	9,012
유동부채	3,401	3,814	3,453	3,460
매입채무 및 기타채무	661	681	694	730
단기금융부채	1,391	1,768	1,369	1,272
기타유동부채	1,349	1,365	1,390	1,458
비유동부채	2,371	1,824	1,837	1,770
장기금융부채	1,905	1,187	1,187	1,087
기타비유동부채	466	637	650	683
부채총계	5,772	5,639	5,290	5,231
지배주주지분	3,239	2,794	2,799	2,884
자본금	111	111	111	111
자본잉여금	2,456	2,432	2,432	2,432
이익잉여금	852	380	385	469
비지배주주지분	939	884	885	898
자본총계	4,178	3,678	3,684	3,782

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,295	1,403	1,588	1,788
당기순이익	-397	-581	6	97
비현금수익비용가감	1,431	2,315	1,658	1,844
유형자산감가상각비	77	81	80	81
무형자산상각비	899	1,521	1,506	1,576
기타	455	713	72	187
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	485	-148	87	45
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	253	-95	73	-54
재고자산 감소(증가)	-26	-23	8	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	31	5	13
법인세납부	-81	-48	-55	-97
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,266	-936	-1,615	-1,680
유형자산처분(취득)	-98	106	-20	-80
무형자산감소(증가)	-1,367	-1,147	-1,592	-1,592
장단기금융자산의 감소(증가)	135	-29	-3	-9
기타투자활동	64	134	0	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-127	-569	-399	-197
장단기금융부채의 증가(감소)	-348	-341	-399	-197
자본의 증가(감소)	43	-24	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	178	-204	0	0
현금의 증가	-101	-59	-336	-79
기초현금	1,134	1,033	973	637
기말현금	1,033	973	637	558

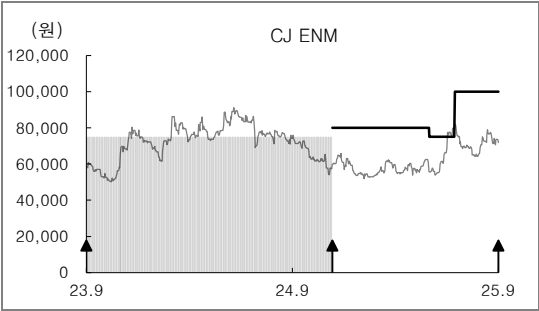
자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	293.9	18.4
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	2.5	2.2
EPS (원)	-14,405	-22,955	241	3,850
CFPS (원)	47,181	79,099	75,903	88,549
BPS (원)	159,891	139,592	139,833	143,683
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	1.9	5.2
EBITDA증가율 (%)	-32.8	77.4	0.7	8.5
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	27.8	55.4
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	1,500.4
매출채권 회전율 (회)	4.2	5.1	4.9	5.2
재고자산 회전율 (회)	41.0	41.4	40.1	42.4
매입채무 회전율 (회)	10.0	14.2	13.9	13.9
ROA (%)	-3.9	-6.0	0.1	1.1
ROE (%)	-9.3	-16.7	0.2	3.0
ROIC (%)	-0.4	2.6	0.3	2.5
부채비율 (%)	138.2	153.3	143.6	138.3
유동비율 (%)	81.8	76.3	73.5	73.9
순차입금/자기자본 (%)	51.6	51.1	49.3	44.8
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		-	-



* 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 악화

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
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.