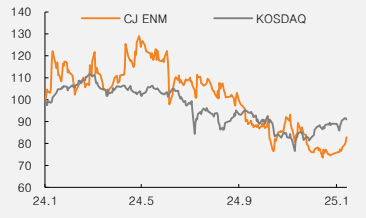
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.2.13

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	80,000원
현재주가(25/2/12)	58,500원
상승여력	36.8%

영업이익(24F,십억원)	104
Consensus 영업이익(24F,십억원)	0
EPS 성장률(24F,%)	적지
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.0
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSDAQ	745.18
시가총액(십억원)	1,283
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	51.8
외국인 보유비중(%)	16.0
베타(12M) 일간수익률	0.09
52주 최저가(원)	51,900
52주 최고가(원)	91,100

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



[미디어/엔터테인먼트]

김규연
gyuyeon.kim@miraeasset.com

035760 · 미디어

CJ ENM

매출 굳 이익 밷

목표주가 80,000원, 매수 의견 유지

목표주가 80,000원 매수 의견을 유지한다(표 5). 피프스시즌의 매출이 25F flat할 것이라는 가이던스를 일부 반영해 25F 영업이익을 254억원으로 1% 상향했으나 순차입금과 비지배주주지분 증가와 지분 가치가 감소했다.

4Q24 Review: 영화드라마 덕분에, 영화드라마 때문에

매출 1.8조원으로 컨센서스 대비 37% 높았으나 영업이익은 410억원으로 컨센서스보다 41% 낮았다.

서프라이즈와 쇼크 모두 영화드라마 사업부의 영향이다. 동 사업부의 매출은 7,992억원으로 스튜디오드래곤과 피프스시즌이 각각 983억원(판매 매출)과 6,027억원으로 높은 실적을 기록했다. 스튜디오드래곤에는 넷플릭스 오리지널 탄금의 작품이 추가 인식됐다. 피프스시즌은 제작비가 큰 세브란스 시즌2 7편이 과반 이상의 매출을 차지하며 가장 크게 기여했다. 400만명, 뮤지컬 킹키부츠의 흥행으로 영화/공연도 669억원의 매출을 올렸다.

다만 비용도 높았다. 무형자산으로 인식됐던 세브란스 시즌2의 제작비가 당분기에 무형자산상각비로 기록됐다. 영화 하얼빈도 매출은 우수했으나 손익분기점을 넘지 못한 탓에 이익에 부정적인 영향을 끼쳤다.

오~ 티빙

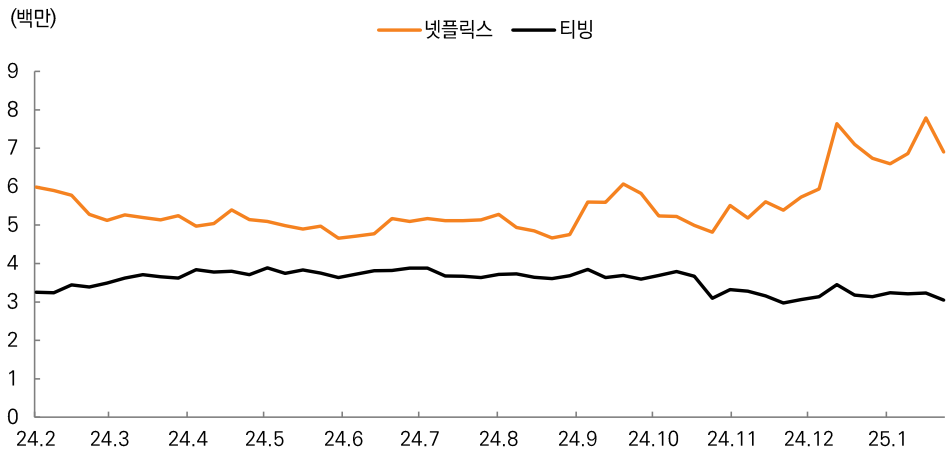
미디어플랫폼은 기대를 상회하는 실적을 보였다. 4Q 광고심리가 회복되며 965억원(+17% YoY/+10% QoQ)을 기록했다. 우려했던 티빙도 매출 1,207억원(QoQ flat)으로 견조했고 적자폭도 14억원으로 줄였다. 매출이 견조했던 이유는 트래픽으로 대변되는 구독자의 감소가 시장의 우려보다 크지 않았기 때문이다. 센서타워의 티빙 4Q 평균 MAU는 640만명으로 QoQ 6% 감소했는데 프로 야구 시즌 종료로 인한 트래픽 감소분이 양호했을뿐더러 구독자 이탈로 이어지지 않음이 확인됐다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	4,792	4,368	5,231	5,449	5,768
영업이익 (십억원)	137	-15	104	254	294
영업이익률 (%)	2.9	-0.3	2.0	4.7	5.1
순이익 (십억원)	-120	-316	-521	-272	-83
EPS (원)	-5,476	-14,405	-23,755	-12,425	-3,800
ROE (%)	-3.3	-9.3	-17.5	-10.6	-3.5
P/E (배)	-	-	-	-	-
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 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

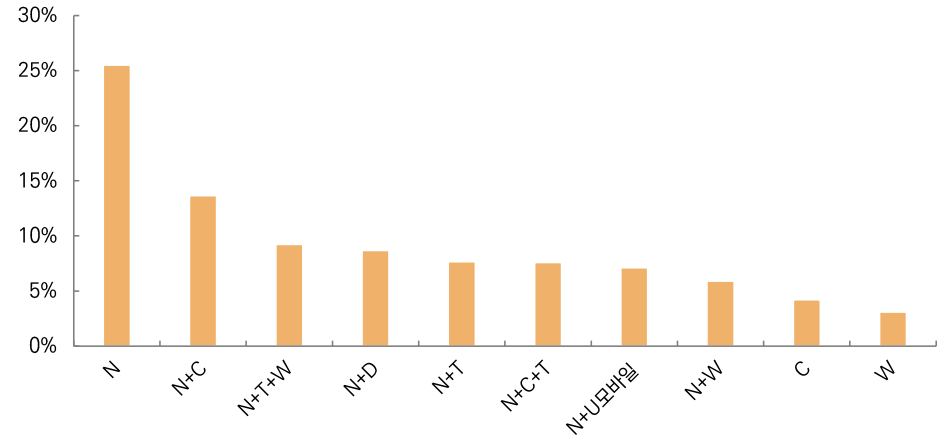
야구 시즌이 시작되면 트래픽 증가는 추가적인 광고 매출을 창출할 것이다. 3월부터 네이버와의 제휴가 완전히 종료되며 사용자 이탈 리스크가 존재한다. 그러나 티빙 단독 가입자수는 그 비중이 매우 작은 점, 넷플릭스와 티빙 동시 가입자는 두 개 이상의 OTT를 구독하는 콘텐츠 헤비 유저일 가능성이 높은 점을 고려할 때 그 이탈이 시장 우려 대비 크지 않을 수 있다. 또한 티빙 단독 또는 타 제휴 요금제로 전환하는 가입자의 ARPU 상승 효과가 최소 20% 이상으로 추정됨에 따라 현재 주가의 가장 핵심적인 요소인 티빙 실적에 긍정적으로 기여할 수 있다.

그림 1. 넷플릭스와 티빙의 국내 WAU



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. OTT 구독 행태



주: N = 넷플릭스, C = 쿠팡플레이, T = 티빙, W = 웨이브, D = 디즈니플러스,
자료: KISDI, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 실적 추정 (십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P	2025F	2026F
매출액												
연결	**949**	**1,049**	**1,111**	**1,260**	**1,154**	**1,165**	**1,125**	**1,788**	**4,368**	**5,231**	**5,449**	**5,768**
미디어플랫폼	278	343	314	327	314	353	356	350	1,262	1,373	1,473	1,563
영화드라마	236	230	326	300	366	288	252	799	1,092	1,705	1,581	1,725
음악	119	131	170	257	126	152	183	241	676	702	980	1,122
커머스	316	346	300	376	348	372	334	398	1,338	1,451	1,558	1,560
YoY 성장률(%)												
연결	*-0.9*	*-12.0*	*-5.7*	*-14.0*	*21.6*	*11.0*	*1.2*	*41.9*	*-8.8*	*19.8*	*4.2*	*5.9*
미디어플랫폼	*-16.6*	*-11.6*	*-8.3*	*-10.2*	*13.1*	*3.0*	*13.4*	*6.9*	*-11.6*	*8.8*	*7.3*	*6.1*
영화드라마	*9.2*	*-32.2*	*-8.7*	*-41.4*	*55.2*	*25.3*	*-22.9*	*166.3*	*-23.3*	*56.1*	*(7.3)*	*9.1*
음악	*31.2*	*14.2*	*0.5*	*21.8*	*5.7*	*16.4*	*7.4*	*-6.0*	*15.6*	*3.8*	*39.6*	*14.5*
커머스	*-0.4*	*-1.7*	*-2.9*	*-0.3*	*10.0*	*7.6*	*11.2*	*5.9*	*-1.3*	*8.5*	*7.4*	*0.1*
영업이익												
연결	**-50.3**	**-30.4**	**7.4**	**58.7**	**12.3**	**35.3**	**15.8**	**41.0**	**-15**	**104**	**254**	**294**
미디어플랫폼	-34.3	-29.9	1.9	2.3	-3.5	16.5	10.8	1.5	-60	25	59	88
영화드라마	-40.7	-31.1	-20.4	-5.3	-17.8	-18.2	-6.0	0.7	-97	-41	32	35
음악	8.1	12.0	15.5	35.4	4.8	4.9	2.4	18.9	71	31	56	64
커머스	17.5	18.7	7.1	26.0	26.2	27.5	9.1	20.3	69	83	108	108
YoY 성장률(%)												
연결	***적전***	***적전***	***-71***	***788***	***흑전***	***흑전***	***114***	***-30***	***적전***	***흑전***	***143***	***16***
미디어플랫폼	*적전*	*적전*	*흑전*	*흑전*	*적지*	*흑전*	*472*	*-32*	*적전*	*흑전*	*132*	*50*
영화드라마	*적지*	*적전*	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*	*적전*	*적지*	*흑전*	*9*
음악	*-43*	*-1*	*-46*	*6,155*	*-41*	*-59*	*-85*	*-47*	*10*	*-54*	*81*	*14*
커머스	*36*	*-4*	*23*	*-24*	*50*	*47*	*30*	*-22*	*5*	*39*	*29*	*0*
영업이익률(%)												
연결	-4.4	-2.5	0.6	4.1	1.0	2.6	1.2	2.1	-0.3	2.5	4.7	5.1
미디어플랫폼	-12.3	-8.7	0.6	0.7	-1.1	4.7	3.0	0.4	-4.7	2.7	4.0	5.6
영화드라마	-17.2	-13.6	-6.2	-1.8	-4.9	-6.3	-2.4	0.1	-8.9	-2.9	2.0	2.0
음악	6.8	9.2	9.1	13.8	3.8	3.2	1.3	7.8	10.5	4.1	5.7	5.7
커머스	5.5	5.4	2.4	6.9	7.5	7.4	2.7	5.1	5.2	6.6	6.9	6.9

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 4Q24 실적 비교 (십억원)

	4Q23	3Q24	4Q24P				
			잠정치	추정치	괴리율	컨센서스	괴리율
매출액	1,260	1,047	1,788	1,366	31%	1,344	37%
영업이익	59	6	41	84	-51%	65	-41%
영업이익률 (%)	4.7	0.6	2.1	6.4	-4.3%p	5.4	-3.2%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	5,218	5,441	5,449	5,768	4.4%	6.3%	피프스 시즌 가이던스 반영해 영화드라마 매출 상향
영업이익	251	28	254	294	1.2%	4.3%	피프스 시즌 매출 비중 확대에 따라 매출원가율
영업이익률	4.8	5.2	4.7	5.1	-0.1%p	-0.1%p	상승 가정

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. 미디어 플랫폼 사업부 실적 추정 (십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P	2025F	2026F
미디어 플랫폼	**278**	**343**	**314**	**327**	**314**	**353**	**356**	**350**	**1,262**	**1,373**	**1,473**	**1,563**
1) TV 광고	**80**	**113**	**89**	**83**	**78**	**96**	**88**	**96**	**365**	**358**	**369**	**375**
2) 유선방송	**67**	**66**	**66**	**61**	**74**	**69**	**69**	**69**	**261**	**276**	**286**	**292**
3) 기타	**131**	**163**	**159**	**184**	**162**	**189**	**200**	**189**	**636**	**739**	**818**	**896**
티빙	72	77	78	100	83	108	121	121	326	433	511	588
MAU	4.1	4.5	4.9	4.7	6.0	6.6	6.8	6.4	4.5	6.4	7.1	8.5
기타	7.5	6.5	5.8	25.8	4.6	2.0	8.5	19.3	45.6	25.4	37.0	36.5
티빙 외	59	86	81	84	79	81	79	68	310	306	308	308
영업이익	**-34**	**-30**	**2**	**2**	**-3**	**16**	**11**	**1.5**	**-60**	**37**	**59**	**88**
티빙	-40	-48	-31	-23	-39	-12	-7	-1.4	-142	-15	7	27

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 5. Valuation (십억원)

항목	값	
25F EBIT	254	
Target EV/EBIT	14.5x	영업이익 흑자를 기록한 가장 최근 3년인 20-22년 12MF EV/EBIT 평균
(- 순차입금)	1,670	
(-비지배주주지분)	884	
(+지분가치)	592	
넷마블	506	발간 당일 기준 60일 평균 수정종가에 거래 비용을 감안한 할인률 30% 적용
기타	115	
적정 시가총액	1,717	
희석주식수(천주)	21,370	
목표주가(원)	80,000	천의자리 반올림
현재주가(원)	58,500	
상승여력	36.8%	

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**4,368**	**5,231**	**5,449**	**5,768**
매출원가	**2,851**	**3,520**	**3,462**	**3,615**
매출총이익	**1,517**	**1,711**	**1,987**	**2,153**
판매비와관리비	**1,532**	**1,607**	**1,733**	**1,859**
조정영업이익	**-15**	**104**	**254**	**294**
영업이익	**-15**	**104**	**254**	**294**
비영업손익	**-320**	**-703**	**-515**	**-382**
금융손익	-140	-151	-169	-174
관계기업등 투자손익	-59	-61	30	30
세전계속사업손익	-335	-599	-261	-88
계속사업법인세비용	62	55	81	16
계속사업이익	-397	-654	-342	-105
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-397**	**-654**	**-342**	**-105**
지배주주	-316	-521	-272	-83
비지배주주	-81	-133	-70	-21
총포괄이익	**-458**	**-654**	**-342**	**-105**
지배주주	-380	-542	-284	-87
비지배주주	-78	-112	-59	-18
EBITDA	962	1,078	1,256	1,348
FCF	1,196	28	859	915
EBITDA 마진율 (%)	22.0	20.6	23.1	23.4
영업이익률 (%)	-0.3	2.0	4.7	5.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-7.2	-10.0	-5.0	-1.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**2,782**	**3,173**	**2,783**	**2,601**
현금 및 현금성자산	1,033	1,146	929	639
매출채권 및 기타채권	1,120	1,312	1,109	1,174
재고자산	116	100	104	110
기타유동자산	513	615	641	678
비유동자산	**7,168**	**6,810**	**6,918**	**7,103**
관계기업투자등	1,657	1,381	1,438	1,523
유형자산	1,353	1,330	1,310	1,291
무형자산	2,857	2,858	2,926	3,042
자산총계	**9,950**	**9,983**	**9,701**	**9,704**
유동부채	**3,401**	**3,826**	**3,848**	**3,900**
매입채무 및 기타채무	661	710	740	783
단기금융부채	1,391	2,308	2,267	2,226
기타유동부채	1,349	808	841	891
비유동부채	**2,371**	**2,634**	**2,671**	**2,727**
장기금융부채	1,905	1,721	1,721	1,721
기타비유동부채	466	913	950	1,006
부채총계	**5,772**	**6,460**	**6,520**	**6,628**
지배주주지분	**3,239**	**2,717**	**2,445**	**2,362**
자본금	111	111	111	111
자본잉여금	2,456	2,456	2,456	2,456
이익잉여금	852	331	59	-24
비지배주주지분	**939**	**806**	**736**	**715**
자본총계	**4,178**	**3,523**	**3,181**	**3,077**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,296**	**79**	**910**	**966**
당기순이익	-397	-654	-342	-105
비현금수익비용가감	1,431	1,239	1,221	1,212
유형자산감가상각비	77	74	72	69
무형자산상각비	899	899	931	984
기타	455	266	218	159
영업활동으로인한자산및부채의변동	485	-301	279	48
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	253	-188	211	-53
재고자산 감소(증가)	-26	16	-4	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	63	13	19
법인세납부	-81	-55	-81	-16
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,268**	**-979**	**-1,058**	**-1,161**
유형자산처분(취득)	-98	-51	-51	-51
무형자산감소(증가)	-1,367	-900	-1,000	-1,100
장단기금융자산의 감소(증가)	137	-28	-7	-10
기타투자활동	60	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-127**	**733**	**-41**	**-40**
장단기금융부채의 증가(감소)	-348	733	-41	-40
자본의 증가(감소)	43	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	178	0	0	0
현금의 증가	**-101**	**114**	**-217**	**-290**
기초현금	1,134	1,033	1,146	929
기말현금	1,033	1,146	929	639

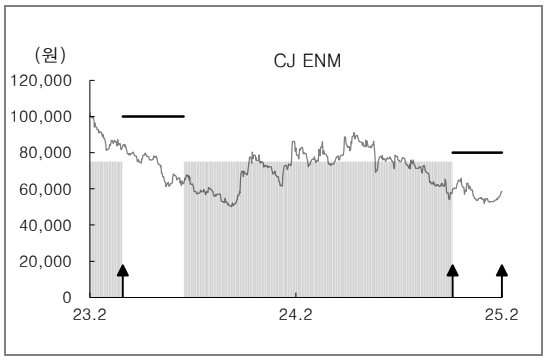
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	-	-
P/CF (x)	1.5	2.0	1.5	1.2
P/B (x)	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	4.9	4.4	3.9	3.8
EPS (원)	-14,405	-23,755	-12,425	-3,800
CFPS (원)	47,181	26,676	40,089	50,505
BPS (원)	159,891	136,136	123,711	119,911
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	4.2	5.9
EBITDA증가율 (%)	-32.8	12.1	16.5	7.3
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	142.9	16.0
EPS증가율 (%)	적지	적지	적지	적지
매출채권 회전율 (회)	4.2	5.1	5.4	6.2
재고자산 회전율 (회)	41.0	48.4	53.4	53.8
매입채무 회전율 (회)	10.0	12.7	11.0	11.0
ROA (%)	-3.9	-6.6	-3.5	-1.1
ROE (%)	-9.3	-17.5	-10.6	-3.5
ROIC (%)	-0.4	3.8	6.5	6.9
부채비율 (%)	138.2	183.3	204.9	215.4
유동비율 (%)	81.8	82.9	72.3	66.7
순차입금/자기자본 (%)	51.6	78.2	92.0	103.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.1	0.6	1.3	1.5

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
CJ ENM (035760)				
2024.11.18	매수	80,000	-	-
2023.07.31	분석 대상 제외		-	-
2023.04.13	매수	100,000	-27.42	-15.50



* 괴리율 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
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 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.