

미디어

시간이 필요해

- “ [CJ ENM] 2분기 매출액은 1조 3,137억원(+0.1%yoy), 영업이익은 275억원(-3.9%yoy)으로 시장 컨센서스 하회 전망
- “ 미디어플랫폼은 월드컵 영향으로 6개 분기 연속 두자릿수의 TV 광고매출 역성장 불가피할 것으로 예상하나, 티빙의 KBO 개막 및 오리지널 콘텐츠 흥행과 광고매출의 견조한 성장세 이어지며 손익분기점 근처까지 수익성 개선될 것으로 전망. 영화드라마는 피프스시즌의 TV시리즈 딜리버리 공백이 생기며 재차 부진한 실적 기록할 것으로 전망하며, 음악은 콘텐츠 제작비 및 엠넷플러스 투자 지속되는 가운데 신인 아티스트 데뷔비용 반영되며 다소 부진한 수익성 기록할 것으로 전망
- “ 실적 추정치와 적용 멀티플을 하향하며 목표주가를 48,000원으로 31.4% 하향 조정. 부진한 업황 속에서도 조금씩 수익성 개선되고 있는 모습은 긍정적이거나 여전히 티빙과 피프스시즌의 분기 실적 변동성 큰 점은 아쉬운 부분. 팬데믹 이후 4년 연속 TV 광고매출 역성장하고 있는 상황에서 관건은 티빙의 가파른 성장인데, 티빙은 다양한 광고주와의 제휴를 통한 디지털 광고전략 혹은 신규 가입자 유치를 위한 다채로운 콘텐츠 수급, 해외 브랜드 관 진출 등으로 점차적으로 외형과 수익성 개선 기대. 다만, 피프스시즌은 연내 딜리버리 예정 TV 시리즈 부재 영향으로 연중 부진한 실적 이어질 것으로 전망. 투자가 실적으로 가시화될 필요
- “ [스튜디오드래곤] 2분기 매출액은 1,411억원(+23.2%yoy), 영업이익은 151억원(흑자전환yoy)으로 시장 컨센서스 부합 전망
- “ 2분기 방영회차는 77회(TV 50회, OTT 27회)로 방영편수는 전년대비 증가. 선판매 작품이 많지 않았지만, <은밀한 감사>의 지역별 판매 호조 영향과 안정적 구작판매가 더해지고, 상반기 대작 부재에 따른 상각비 부담 완화되며 시장 기대치에 부합하는 실적 기록할 것으로 전망
- “ 실적 추정치와 적용 멀티플을 하향함에 따라 목표주가를 31,000원으로 35.4% 하향 조정함. TV광고 시장 회복이 지연됨에 따라 하반기는 상반기 대비 방영편수 감소할 것으로 예상하나, 하반기도 플랫폼 다변화 전략 펼치며 비우호적 업황 이겨내는 가운데, <천천히 강렬하게> 등 다수의 기대작 방영 예정으로 안정적 실적 이어갈 것으로 전망. 더불어 티빙의 해외 브랜드관 진출에 따른 추가 마진 확보 가능성과 제작 효율화에 따른 수익성 개선도 장기적으로 기대할 부분. 연내 최소 3편의 미국 시리즈 오더 예상되며 글로벌 성과도 조금씩 가시화되는 점 긍정적

미디어엔터/레저 이현지

6199/hjlee1@eugenefn.com

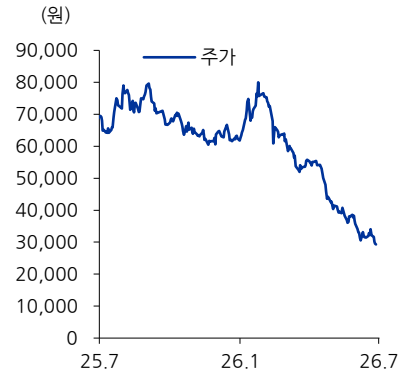
RA 고수영

6162/suek66@eugenefn.com

업종투자 의견

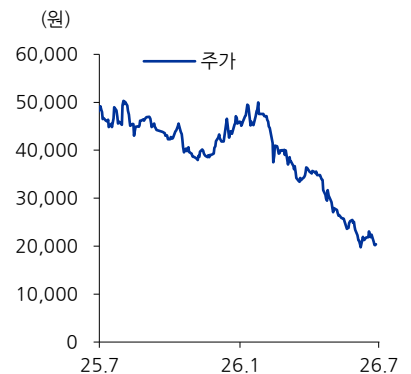
OVERWEIGHT

CJ ENM 주가 추이



자료: 유진투자증권

스튜디오드래곤 주가 추이



자료: 유진투자증권

(원 십억원)	CJ ENM	스튜디오드래곤
투자 의견	BUY (유지)	BUY (유지)
목표주가	48,000 (하향)	31,000 (하향)
영업이익(26E)	107 (▼)	45 (▼)
영업이익(27E)	200 (▼)	55 (▼)

유진투자증권 

2Q26 Preview

(십억원, %, %p)	2Q26E				3Q26E			2025	2026E		2027E	
	예상치	qoq	yoy	시장 전망치	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	1,314	-1.2	0.1	1,306	1,316	0.2	5.7	5,135	5,448	6.1	5,663	4.0
영업이익	27	1,783.0	-3.9	31	14	-48.5	-19.4	133	107	-19.5	200	87.1
세전이익	31	18,410.6	-74.9	27	13	-56.6	-84.4	84	41	-51.5	142	247.2
순이익	29	흑전	-74.7	29	13	-56.6	-84.2	17	33	91.1	106	226.8
OP Margin	2.1	2.0	-0.1	2.4	1.1	-1.0	-0.3	2.6	2.0	-0.6	3.5	1.6
NP Margin	2.2	2.7	-6.5	2.2	1.0	-1.3	-5.4	0.3	0.6	0.3	1.9	1.3
EPS(원)	4,760	330.9	-79.3	2,554	2,065	-56.6	-75.3	1,345	1,861	38.4	4,362	134.4
BPS(원)	129,525	0.9	1.5	157,896	130,042	0.4	-2.4	127,199	129,921	2.1	134,283	3.4
ROE(%)	3.7	2.8	-14.3	1.6	1.6	-2.1	-4.7	1.1	1.4	0.4	3.3	1.9
PER(X)	6.2	-	-	11.5	14.2	-	-	48.0	15.7	-	6.7	-
PBR(X)	0.2	-	-	0.2	0.2	-	-	0.5	0.2	-	0.2	-

자료: CJ ENM, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

CJ ENM 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	1,138	1,313	1,246	1,438	1,330	1,314	1,316	1,488	5,135	5,448	5,663
YoY (%)	-1.4%	12.7%	10.8%	-19.6%	16.8%	0.1%	5.7%	3.5%	-1.9%	6.1%	4.0%
미디어플랫폼	293	319	320	410	327	356	359	423	1,342	1,464	1,545
커머스	362	386	356	414	379	392	358	418	1,518	1,547	1,577
영화드라마	316	411	373	358	457	357	375	374	1,457	1,563	1,608
음악	167	197	197	256	167	210	224	273	818	874	933
영업이익	1	29	18	86	1	27	14	64	133	107	200
YoY (%)	-94.3%	-19.0%	11.0%	109.8%	107.2%	-3.9%	-19.4%	-25.7%	27.2%	-19.5%	87.1%
미디어플랫폼	-6	-8	-3	18	-21	4	3	11	1	-2	37
커머스	26	21	13	36	24	25	13	37	96	99	102
영화드라마	-23	-1	7	16	8	-11	-9	-3	-1	-15	14
음악	3	17	2	19	-6	10	7	18	41	29	48
영업이익률(%)	0%	2%	1%	6%	0%	2%	1%	4%	3%	2%	4%
미디어	-2%	-3%	-1%	4%	-6%	1%	1%	3%	0%	0%	2%
커머스	7%	6%	4%	9%	6%	6%	4%	9%	6%	6%	6%
영화	-7%	0%	2%	5%	2%	-3%	-2%	-1%	0%	-1%	1%
음악	2%	9%	1%	7%	-3%	5%	3%	7%	5%	3%	5%
당기순이익	-82	115	80	-95	-6	29	13	-3	17	33	106
지배주주순이익	-82	126	46	-80	-6	26	11	-3	9	29	96

자료: 유진투자증권

CJ ENM 목표주가 산정 식

구분	12MF NOPLAT(십억원)	Multiple	산정가치(십억원)	세부사항
(A) 영업가치			1,928	(A)=①+②+③+④
① 미디어플랫폼 가치	29	14.0	408	글로벌 Peer 평균 PER 40% 할인 적용, 플랫폼 고려
② 영화드라마 가치	46	14.0	641	스튜디오드래곤 적용
③ 커머스 가치	79	5.0	396	국내 홈쇼핑 업체 평균 PER
④ 음악 가치	37	13.0	483	국내 엔터사 평균 PER
(B) 지분가치			293	(B)=(a)+(b)
(a) 넷마블			293	전일 시가총액의 40% 할인
(C) 사업가치			2,221	(C)=(A)+(B)
(D) 순차입금			1,158	
주식수(천주)			21,929	
주당 적정가치(원)			48,473	
⑥ 목표주가(원)			48,000	
상승여력(%)			63.8%	
현재주가(원)			29,300	

자료: 유진투자증권

참고: 2026.07.16 종가 기준

2Q26 Preview

(십억원, %, %p)	2Q26E				3Q26E			2025	2026E		2027E	
	예상치	qoq	yoy	시장 전망치	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	141	-9.1	23.2	149	141	0.2	3.6	531	587	10.6	646	10.1
영업이익	15	136.1	흑전	14	13	-12.1	27.2	30	45	49.1	55	21.8
세전이익	16	86.6	흑전	13	14	-9.7	22.3	12	47	306.2	59	24.7
순이익	13	94.3	흑전	10	12	-9.7	29.3	10	37	261.9	47	25.6
OP Margin	10.7	6.6	13.3	9.4	9.4	-1.3	1.7	5.7	7.7	2.0	8.5	0.8
NP Margin	9.0	4.8	12.3	6.6	8.1	-0.9	1.6	1.9	6.4	4.4	7.3	0.9
EPS(원)	1,695	94.3	흑전	1,497	1,531	-9.7	29.3	343	1,243	261.9	1,560	25.6
BPS(원)	25,519	1.7	-0.1	25,424	25,901	1.5	-9.2	26,623	26,119	-1.9	27,680	6.0
ROE(%)	6.6	3.2	8.6	5.9	5.9	-0.7	1.8	1.3	4.7	3.4	5.8	1.1
PER(X)	12.0	-	-	13.6	13.3	-	-	124.5	16.4	-	13.1	-
PBR(X)	0.8	-	-	0.8	0.8	-	-	1.6	0.8	-	0.7	-

자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	134	114	137	146	155	141	141	149	531	587	646
YoY(%)	-30.3%	-16.5%	51.1%	11.7%	16.0%	23.2%	3.6%	2.3%	-3.5%	10.6%	10.1%
편성매출	33	17	28	37	48	37	38	39	115	163	178
판매매출	98	92	106	103	105	99	100	105	400	409	452
기타매출	2	5	3	6	2	5	4	5	16	16	16
영업이익	4	-3	10	19	6	15	13	10	30	45	55
YoY(%)	-80.1%	적전	흑전	246.3%	50.1%	흑전	27.2%	-43.8%	-16.6%	49.1%	21.8%
OPM(%)	3.2%	-2.5%	7.7%	12.7%	4.1%	10.7%	9.4%	7.0%	5.7%	7.7%	8.5%
당기순이익	2	-4	9	3	7	13	12	7	10	37	47

자료: 유진투자증권

스튜디오드래곤 목표주가 산정 식

구분	산정가치(십억원)	세부사항
① 12MF 순이익	37	
② 적용 PER(배)	25	
③ 기업가치	934	
④ 주식수(천주)	30,058	
⑤ 주당 적정가치(원)	31,065	
⑥ 목표주가(원)	31,000	
상승여력(%)	52.0%	
현재주가(원)	20,400	

자료: 유진투자증권

참고: 2026.07.16 종가 기준

CJ ENM(035760.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
자산총계	9,950	9,317	8,667	8,785	8,378
유동자산	2,782	2,909	2,552	3,003	2,916
현금성자산	1,140	1,069	884	1,102	923
매출채권	1,125	1,243	1,126	1,336	1,415
재고자산	116	137	143	162	171
비유동자산	7,168	6,407	6,115	5,782	5,462
투자자산	2,957	2,883	2,944	3,088	3,214
유형자산	1,353	861	849	807	763
기타	2,857	2,664	2,321	1,887	1,485
부채총계	5,772	5,639	5,221	5,316	4,814
유동부채	3,401	3,814	3,201	3,473	2,966
매입채무	1,075	1,217	1,173	1,449	1,535
유동성이자부채	1,391	1,768	1,282	1,270	670
기타	935	829	746	753	761
비유동부채	2,371	1,824	2,020	1,843	1,848
비유동이자부채	1,905	1,187	1,350	1,411	1,411
기타	466	637	670	432	437
자본총계	4,178	3,678	3,446	3,469	3,564
지배지분	3,239	2,794	2,789	2,849	2,945
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,456	2,432	2,431	2,429	2,429
이익잉여금	852	380	412	453	548
기타	(180)	(129)	(164)	(143)	(143)
비지배지분	939	884	656	620	620
자본총계	4,178	3,678	3,446	3,469	3,564
총차입금	3,296	2,955	2,631	2,681	2,081
순차입금	2,156	1,886	1,747	1,579	1,158

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업현금	1,295	1,403	1,166	1,110	847
당기순이익	(397)	(581)	17	33	106
자산상각비	977	1,602	1,254	1,311	878
기타비현금성손익	455	714	226	(365)	(400)
운전자본증감	485	(148)	(179)	(106)	1
매출채권감소(증가)	253	(95)	99	(133)	(79)
재고자산감소(증가)	(26)	(23)	(17)	(21)	(10)
매입채무증가(감소)	9	31	(13)	50	85
기타	249	(61)	(248)	(3)	4
투자현금	(1,266)	(936)	(1,023)	(933)	(432)
단기투자자산감소	142	2	18	(23)	(5)
장기투자증권감소	76	178	(3)	37	53
설비투자	100	63	29	31	32
유형자산처분	2	170	5	0	0
무형자산처분	(1,367)	(1,147)	(924)	(719)	(400)
재무현금	(127)	(569)	(330)	6	(600)
차입금증가	(408)	(543)	(330)	7	(600)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(101)	(59)	(191)	193	(184)
기초현금	1,134	1,033	973	782	975
기말현금	1,033	973	782	975	791
Gross Cash flow	1,035	1,735	1,497	1,260	847
Gross Investment	923	1,086	1,221	1,016	426
Free Cash Flow	111	648	276	244	421

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	4,368	5,231	5,135	5,448	5,663
증가율(%)	(8.8)	19.8	(1.9)	6.1	4.0
매출원가	2,851	3,520	3,429	3,693	3,705
매출총이익	1,517	1,711	1,706	1,755	1,958
판매 및 일반관리비	1,532	1,607	1,573	1,648	1,758
기타영업손익	(5)	5	(2)	5	7
영업이익	(15)	104	133	107	200
증가율(%)	적전	흑전	27.2	(19.5)	87.1
EBITDA	962	1,706	1,387	1,418	1,078
증가율(%)	(32.8)	77.4	(18.7)	2.3	(24.0)
영업외손익	(321)	(636)	(49)	(66)	(58)
이자수익	35	36	30	22	31
이자비용	173	179	172	0	0
지분법손익	90	(70)	136	131	131
기타영업외손익	(272)	(424)	(42)	(220)	(221)
세전순이익	(335)	(532)	84	41	142
증가율(%)	적지	적지	흑전	(51.5)	247.2
법인세비용	62	49	67	8	35
당기순이익	(397)	(581)	17	33	106
증가율(%)	적지	적지	흑전	91.1	226.8
지배주주지분	(316)	(503)	30	41	96
증가율(%)	적지	적지	흑전	38.4	134.4
비지배지분	(81)	(77)	(12)	(8)	11
EPS(원)	(14,405)	(22,955)	1,345	1,861	4,362
증가율(%)	적지	적지	흑전	38.4	134.4
수정EPS(원)	(14,405)	(22,955)	1,345	1,861	4,362
증가율(%)	적지	적지	흑전	38.4	134.4

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS	(14,405)	(22,955)	1,345	1,861	4,362
BPS	147,691	127,392	127,199	129,921	134,283
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	21.8	15.7	6.7
PBR	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/ EBITDA	3.9	1.8	1.7	1.6	1.7
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	1.5	0.7	0.4	0.5	0.8
수익성(%)					
영업이익율	(0.3)	2.0	2.6	2.0	3.5
EBITDA이익율	22.0	32.6	27.0	26.0	19.0
순이익율	(9.1)	(11.1)	0.3	0.6	1.9
ROE	(9.3)	(16.7)	1.1	1.4	3.3
ROIC	(0.3)	1.9	0.8	2.7	5.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	51.6	51.3	50.7	45.5	32.5
유동비율	81.8	76.3	79.7	86.5	98.3
이자보상배율	(0.1)	0.6	0.8	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
매출채권회전율	3.6	4.4	4.3	4.4	4.1
재고자산회전율	41.0	41.4	36.7	35.8	34.1
매입채무회전율	3.8	4.6	4.3	4.2	3.8

스튜디오드래곤(253450.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
자산총계	1,092	926	1,034	1,008	1,064
유동자산	405	394	283	363	415
현금성자산	158	178	63	138	175
매출채권	149	101	75	79	92
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	688	532	752	645	649
투자자산	316	315	512	507	527
유형자산	12	12	11	9	7
기타	359	205	229	129	114
부채총계	384	186	234	223	232
유동부채	368	169	210	209	218
매입채무	71	46	48	46	53
유동성이자부채	172	3	24	24	24
기타	125	120	138	139	141
비유동부채	16	16	25	14	14
비유동이자부채	10	6	6	6	6
기타	7	10	18	8	8
자본총계	708	740	800	785	832
지배지분	708	740	800	785	832
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	285	322	369
기타	(23)	(24)	27	(25)	(25)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	708	740	800	785	832
총차입금	182	9	30	30	30
순차입금	23	(169)	(33)	(108)	(145)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업현금	45	180	(10)	115	191
당기순이익	30	33	10	37	47
자산상각비	186	147	135	143	150
기타비현금성손익	30	12	21	0	0
운전자본증감	(179)	4	(173)	(66)	(5)
매출채권감소(증가)	15	68	23	0	(13)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	(18)	(27)	1	(2)	7
기타	(175)	(37)	(196)	(64)	(0)
투자현금	(1)	10	(123)	(46)	(154)
단기투자자산감소	3	(1)	(118)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	8	0	(8)	(11)
설비투자	3	1	1	1	1
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	0	(1)	2	(30)	(132)
재무현금	(9)	(175)	19	(1)	0
차입금증가	(1)	(170)	20	(0)	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	35	20	(115)	69	37
기초현금	124	158	178	63	132
기말현금	158	178	63	132	170
Gross Cash flow	246	192	166	183	197
Gross Investment	183	(14)	178	111	159
Free Cash Flow	63	206	(12)	71	38

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	753	550	531	587	646
증가율(%)	7.9	(27.0)	(3.5)	10.6	10.1
매출원가	665	482	474	512	558
매출총이익	88	68	57	75	88
판매 및 일반관리비	32	32	27	30	33
기타영업손익	(8)	(1)	(16)	12	11
영업이익	56	36	30	45	55
증가율(%)	(14.3)	(34.9)	(16.6)	49.1	21.8
EBITDA	242	183	165	188	205
증가율(%)	10.7	(24.4)	(9.7)	13.9	8.8
영업외손익	(19)	(8)	(19)	2	3
이자수익	6	6	5	3	5
이자비용	9	5	1	0	0
지분법손익	0	(0)	(0)	0	0
기타영업외손익	(16)	(10)	(22)	(2)	(2)
세전순이익	37	28	12	47	59
증가율(%)	(36.5)	(24.2)	(59.0)	306.2	24.7
법인세비용	7	(5)	1	10	12
당기순이익	30	33	10	37	47
증가율(%)	(40.5)	11.3	(69.2)	261.9	25.6
지배주주지분	30	33	10	37	47
증가율(%)	(40.5)	11.3	(69.2)	261.9	25.6
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,001	1,114	343	1,243	1,560
증가율(%)	(40.5)	11.3	(69.2)	261.9	25.6
수정EPS(원)	1,001	1,114	343	1,243	1,560
증가율(%)	(40.5)	11.3	(69.2)	261.9	25.6

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS	1,001	1,114	343	1,243	1,560
BPS	23,546	24,606	26,623	26,119	27,680
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	51.5	38.6	59.4	16.4	13.1
PBR	2.2	1.7	0.8	0.8	0.7
EV/ EBITDA	6.5	6.1	3.5	2.7	2.3
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	6.3	6.7	3.7	3.4	3.1
수익성(%)					
영업이익율	7.4	6.6	5.7	7.7	8.5
EBITDA이익율	32.1	33.3	31.1	32.1	31.7
순이익율	4.0	6.1	1.9	6.4	7.3
ROE	4.4	4.6	1.3	4.7	5.8
ROIC	8.0	5.4	6.3	8.4	10.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	3.3	(22.8)	(4.1)	(13.7)	(17.5)
유동비율	109.9	232.4	134.8	173.9	190.6
이자보상배율	6.4	7.8	25.3	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
매출채권회전율	5.2	4.4	6.0	7.6	7.6
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	9.5	9.4	11.3	12.5	13.0

