

CJ ENM (035760)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

94,000

상향

현재주가

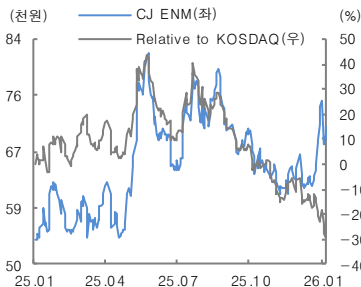
70,900

(26.02.05)

미디어업종

KOSDAQ	1108.41
시가총액	1,555십억원
시가총액비중	0.33%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	81,800원 / 53,900원
120일 평균거래대금	53억원
외국인지분율	17.32%
주요주주	CJ 외 8 인 42.81%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.3	7.1	7.6	31.1
상대수익률	-3.9	-12.9	-22.5	-13.6



26년은 전 사업부 흑자 도전

- 4Q25 매출 1.4조원(-20% yoy), OP 860억원(+110% yoy), 기대 상회
- TV광고 부진에도 불구하고, 티빙 실적 개선으로 미디어 약진. 커머스 양호
- 26년 티빙 이익 창출 가시권 진입, F/S 흑자 전환 전망. 실적 레버리지

투자의견 매수(Buy), 목표주가 94,000원으로 +9% 상향

12M FWD EPS 4,471원에 PER 21배(합병 전 평균) 적용

26E EPS는 보유자산의 손상 가능성 등을 반영하여 -18% 하향 조정

합병 전 합산 OP 2.5천억원 수준에 근접하면서 타겟 멀티플은 21배로 정상화

4Q25 Review: 커머스가 받쳐주고 미디어는 개선

4Q25 매출 1.4조원(-20% yoy, +15% qoq), OP 860억원(+110% y, +389% q)

25년 매출 5.1조원(-2% yoy), OP 1.3천억원(+27% yoy)

26E 매출 5.4조원(+5% yoy), OP 2.2천억원(+63% / +835억원)

미디어 178억원(+162억원 yoy), 25년 8억원(-97%), 26E 538억원(+6,421%)

영화 164억원(+158억원 yoy), 25년 -10억원(적지), 26E 187억원(흑전)

음악 190억원(+2억원 yoy), 25년 407억원(+32%), 26E 462억원(+13%)

커머스 359억원(+156억원 yoy), 25년 958억원(+15%), 26E 1,016억원(+6%)

[미디어플랫폼] 작품 성과 우수. 광고는 아직 부진하나, 1Q26부터 개선 전망

25년 OP 8억원(-245억원 yoy). 티빙을 제외한 실적은 707억원(-266억원 yoy).

광고 -23% yoy. 작품 성과는 좋았으나, TV광고 시장이 아직까지는 부진

광고 매출 21년 5.4천억원, 25년 2.8천억원, -49%. 경제상황, 디지털/옥외 등 다른 광고의 고성장, 견조한 시청률 대비 지나친 하락. 26E +7% yoy 전망

tN 주요 작품들의 평균 시청률 14년 이후 6.3%. 1Q25는 3%로 부진, 2Q 5.9%, 3Q 8.9%, 4Q 7.5%로 25년 평균 6.3%로 마감. 1Q26 6.7%로 좋은 출발

[티빙] 마케팅 다변화로 가입자 꾸준히 증가. 티빙-웨이브 통합으로 비용 절감 가입자 450만명(+20만명 yoy) 추정. 배민 제휴, AVOD, 통신사 제휴 확대, 티빙-웨이브 통합, OTT 3팩 상품 출시 등으로 견조한 증가

티빙-웨이브 통합 광고 플랫폼 도입에 따라 1천만명 기반의 광고 상품 판매로 실적 개선. 25년 OP -698억원(+12억원 yoy), 26E OP -225억원(+473억원 yoy)

[F/S] 일부 작품의 공급 지연. 25년 TV 6편(기존 전망 7편). 그래도 손익은 개선 25년 OP -56억원(+464억원 yoy), 26E OP 150억원(+206억원)

꾸준한 작품 공급, 비용 구조 개선, 통상 3년 정도의 판권 판매 계약 종료 후 회수한 판권의 재판매 수익 발생 등 손익 구조 개선

[음악] 4Q 제베원 월드 투어 12회차 인식 등 연말 효과

[커머스] 성수기 효과, MLC 중심 순조로운 디지털 전환

(단위: 십억원 %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25				1Q26			
			작성추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ	
매출액	1,788	1,246	1,371	1,438	-19.6	15.4	1,457	1,179	3.6	-18.0
영업이익	41	18	47	86	109.8	389.4	48	46	6,358.5	-47.1
순이익	-26	46	14	-80	적지	적전	-18	22	흑전	흑전

자료: CJ ENM, FInGuide, Daishin증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,135	5,395	5,722
영업이익	-15	104	133	216	268
세전순이익	-335	-532	84	124	195
총당기순이익	-397	-581	17	94	148
지배지분순이익	-316	-503	29	90	141
EPS	-14,405	-22,955	1,345	4,083	6,411
PER	NA	NA	48.0	15.8	10.1
BPS	147,691	127,392	128,737	132,820	136,866
PBR	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
ROE	-9.3	-16.7	1.1	3.1	4.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	5,068	5,124	5,135	5,395	1.3	5.3
판매비와 관리비	1,543	1,403	1,487	1,455	-3.6	3.7
영업이익	94	195	133	216	42.1	10.9
영업이익률	1.8	3.8	2.6	4.0	0.7	0.2
영업외손익	60	-45	-49	-92	적자조정	적자유지
세전순이익	154	150	84	124	-45.3	-17.5
지배지분순이익	124	109	29	90	-76.1	-17.5
순이익률	2.5	2.2	0.3	1.7	-2.2	-0.5
EPS(지배지분순이익)	5,637	4,951	1,345	4,083	-76.1	-17.5

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

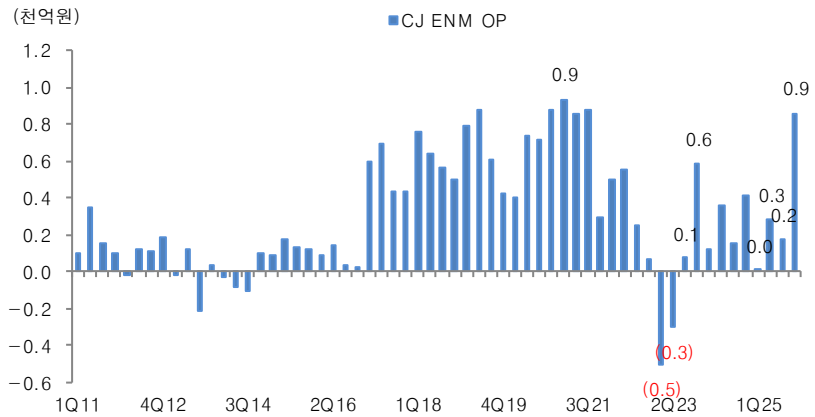
표 1. CJ ENM 실적 추정

(억원, 천명, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	23	24	25	26E	27E
매출	11,383	13,129	12,456	14,378	11,794	12,864	13,226	16,065	43,684	52,314	51,345	53,949	57,216
영업이익	7	286	176	860	456	456	395	856	-146	1,045	1,329	2,164	2,680
미디어플랫폼	-57	-80	-33	178	92	138	136	173	-600	253	8	538	753
영화드라마	-232	-12	68	164	35	-39	22	170	-975	-413	-10	187	298
음악	27	171	19	190	64	98	113	188	709	309	407	462	563
커머스	258	214	126	359	276	269	135	336	692	831	958	1,016	1,106
영업이익 증감									-1,520	1,191	284	835	516
TV 광고 성장률(yoy)	-18.9	-18.2	-27.1	-25.4	4.6	5.7	6.7	9.0	-28.2	-2.0	-22.5	6.5	8.0
티빙 가입자	3,900	4,200	4,300	4,500	4,600	4,750	5,500	5,000	3,800	4,300	4,500	5,000	5,300
티빙 손익	-257	-240	-161	-41	-85	-23	-25	-91	-1,418	-720	-698	-225	-100
티빙 손익 증감									-227	699	21	473	125
Fifth Season 콘텐츠 공급	3	3	4	4	3	3	4	4	10편	18편	14편	14편	15편
Fifth Season 손익	-173	32	-21	1-6	30	-20	40	100	-655	-520	-56	150	230
Fifth Season 손익 증감									-266	135	464	206	80

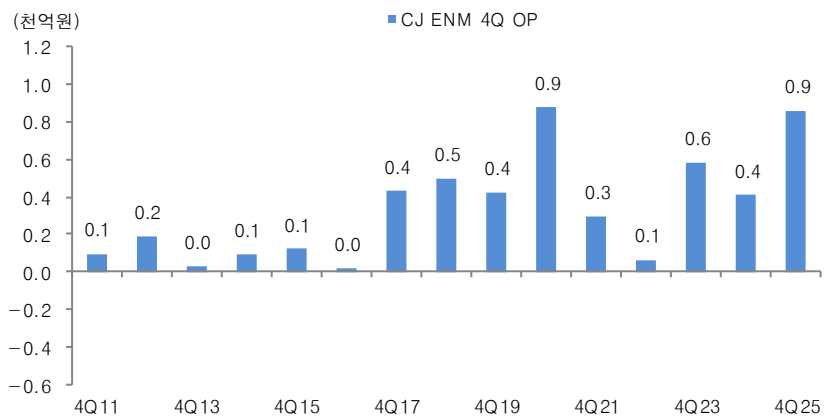
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 1. 3Q23 부터 흑자 유지 중이나, 예상보다 더딘 회복 속도, 방향은 우상향



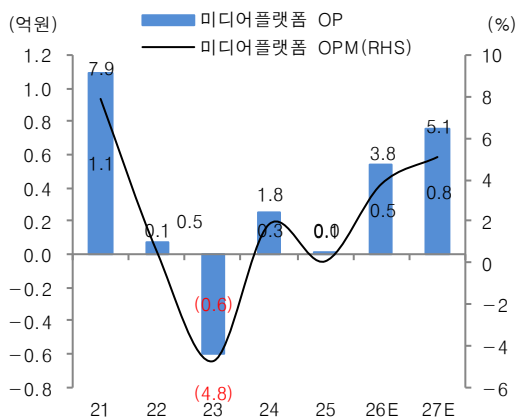
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 4Q25 OP 860억원(+110% / +450억원 yoy). 미디어 약진, 커머스 양호



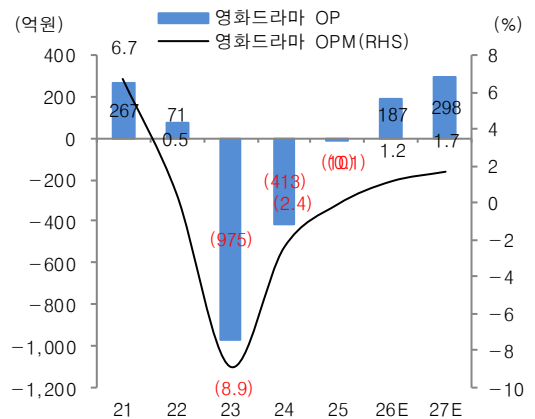
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 미디어플랫폼 25년 OP 8억원(-245억원 yoy)



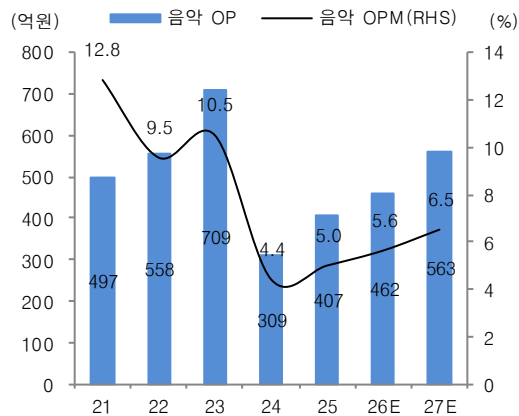
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 영화드라마 25년 OP -10억원(+403억원 yoy)



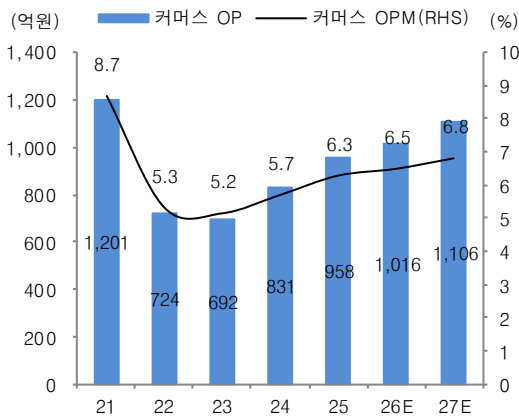
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 음악 25년 OP 407억원(+98억원 yoy)



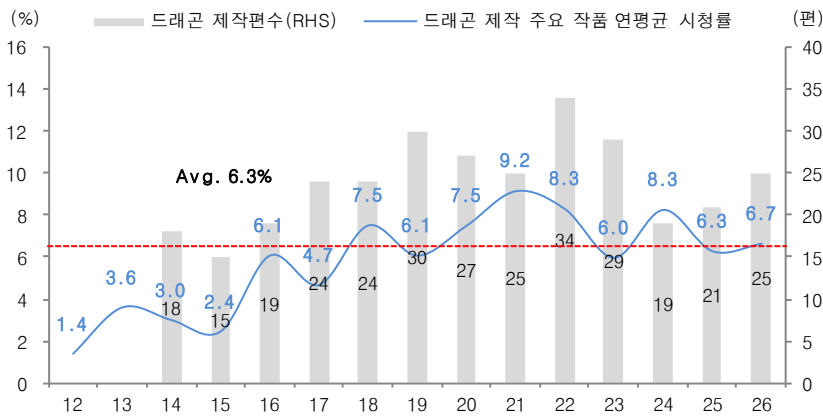
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 커머스 25년 OP 958억원(+126억원 yoy)



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 견조한 수요, 광고도 회복 전망



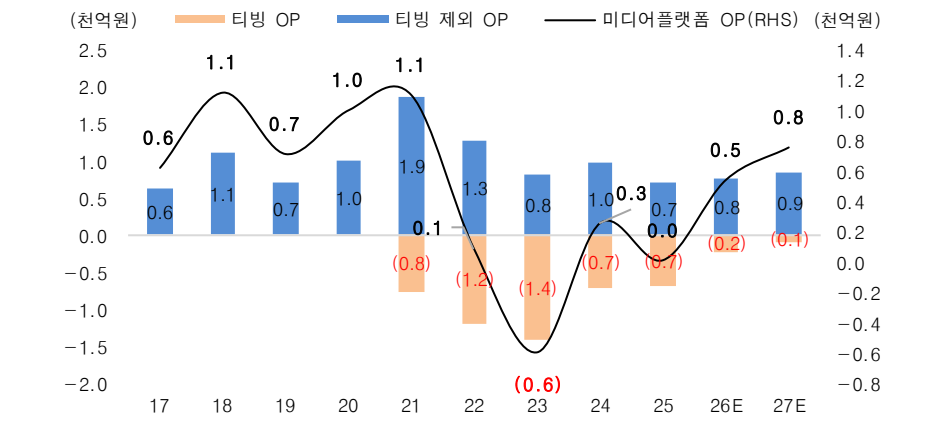
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 8. 1Q25 방영 예정 작품. <언더커버 미쓰홍>, <우주를 즐겨>, <스프링 피버>, <세이렌>, <대한민국에서 건물주 되는 법> 등



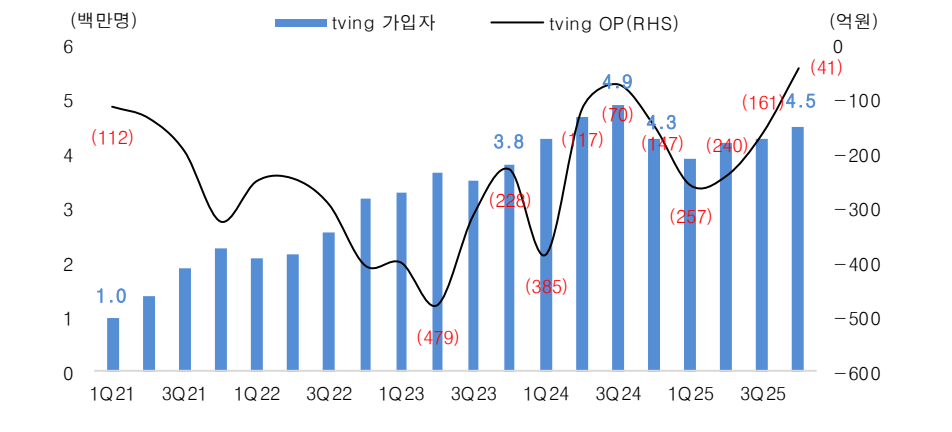
자료: 대신증권 Research Center

그림 9. 티빙을 제외한 미디어플랫폼 실적은 17년 이후 연평균 1천억원 수준



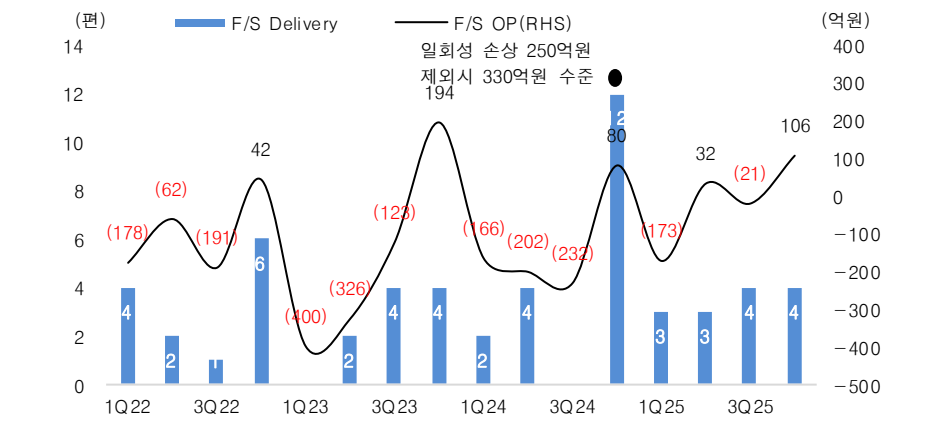
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 10. tving 가입자 및 실적. 25년 OP -698억원(+12억원), 26E OP -225억원(+473억원)



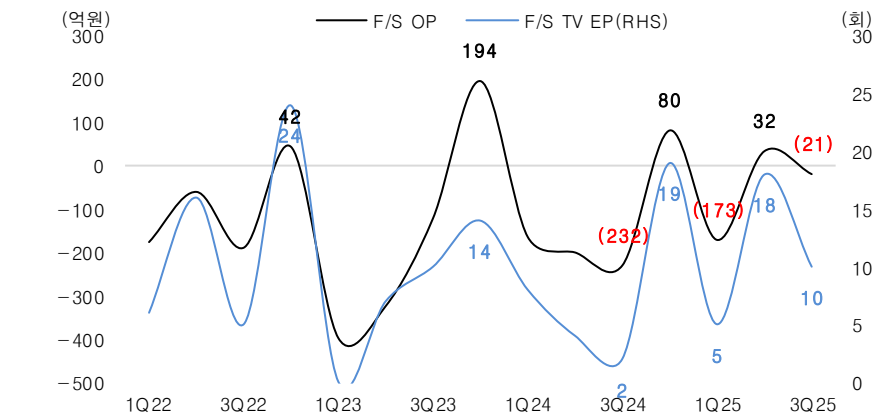
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 11. F/S 공급 편수 및 실적. 25년 -56억원(+464억원), 26E 150억원(+206억원)



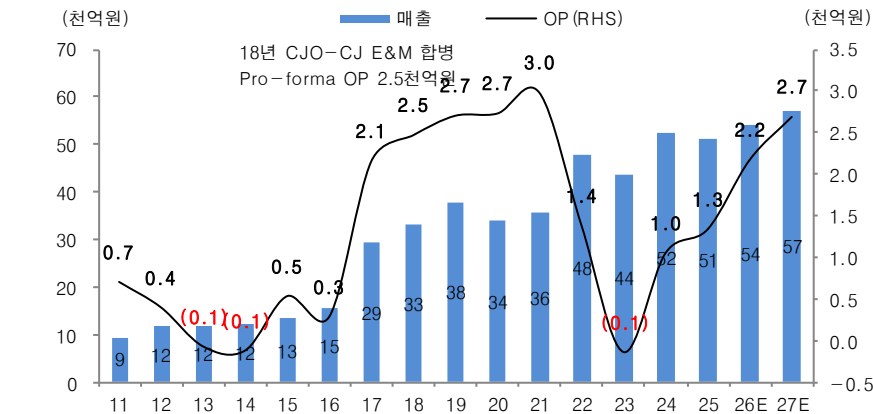
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 12.F/S TV 에피소드 및 실적



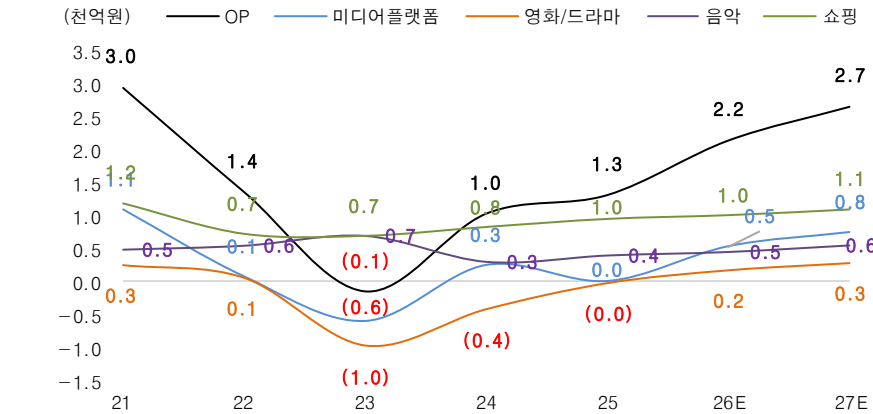
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 13.tving과 Fifth Season의 정상화가 실적 개선 견인



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 14.tving과 Fifth Season의 정상화가 실적 개선 견인



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

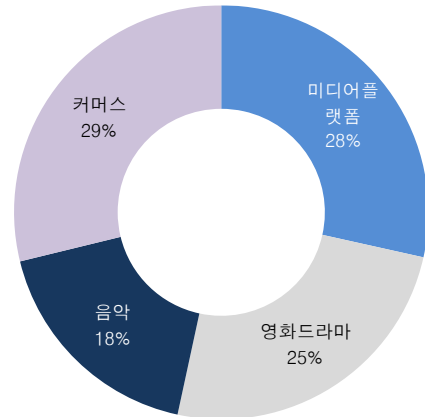
- 2025년 매출 51,345억원 OP 1,329억원 지배순이익 295억원
- 4Q25 매출 비중 미디어플랫폼 28%, 영화드라마 25%, 음악 18%, 커머스 29%
- 4Q25 기준 주요 주주는 CJ외 8인 42.8%

주가 변동요인

- 18.2월 CJ E&M-CJO 합병 발표 전 시총 5.4조원 합병 발표 후 급락했지만, 18.8월 신주 상장 후 5.8조원 기록. 이후 실적에 따른 등락을 거듭하다가 최근 넷미블 지분가치 부각에 3조원 수준 기록
- 시장은 방송과 쇼핑의 조합을 경향해보지 못 했기 때문에 방송과 쇼핑 모두 양호한 실적을 달성하면 상승하고, 한 분야라도 부진하면 하락하는 모습 반복 중

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

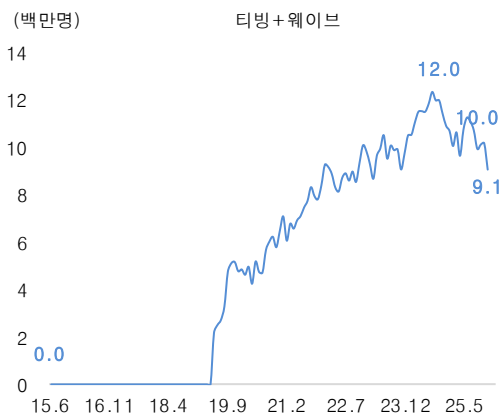
매출 비중(4Q25)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

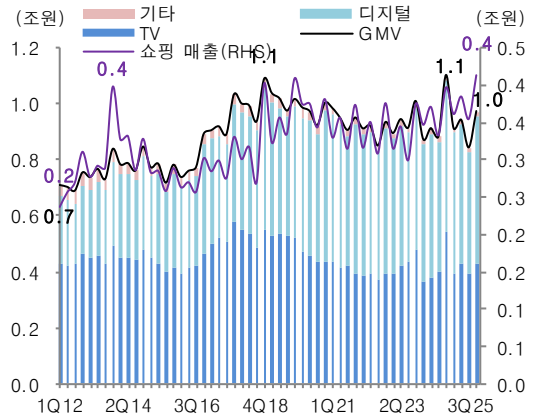
2. Earnings Driver

그림 1. 티빙+웨이브 순이용자(25.12)



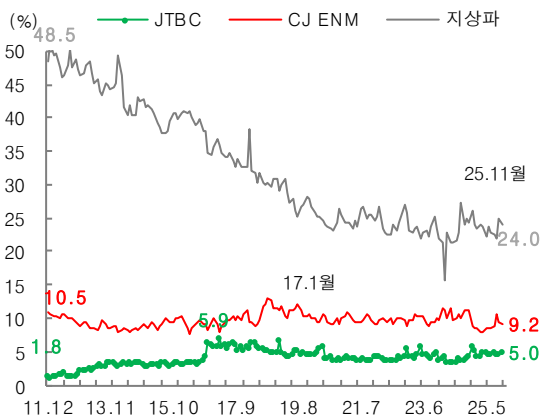
자료: 코리안블록, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기별 GMV 및 쇼핑 매출 (4Q25)



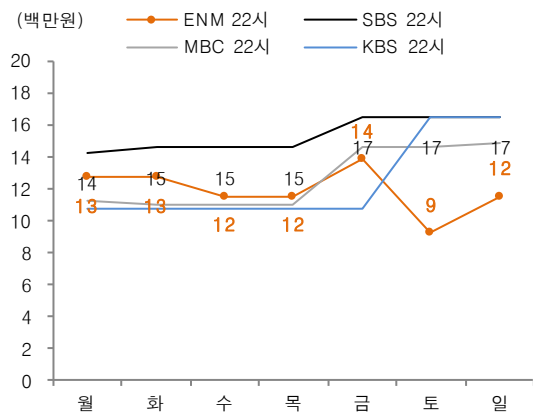
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 3. 방송사 점유율(25.11)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 4. 방송사별 22시 평균 광고단가(25.12)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,135	5,395	5,722
매출원가	2,851	3,520	3,515	3,723	3,987
매출총이익	1,517	1,711	1,620	1,672	1,734
판매비와관리비	1,532	1,607	1,487	1,455	1,466
영업이익	-15	104	133	216	268
영업외수익	-0.3	2.0	2.6	4.0	4.7
EBITDA	962	1,706	1,409	1,402	1,402
영업외손익	-321	-636	-49	-92	-73
관계기업손익	-59	0	37	67	68
금융수익	72	150	131	119	113
외환포함이익	0	0	0	0	0
금융비용	-239	-292	-237	-210	-196
외환포함손실	25	63	28	28	28
기타	-95	-493	21	-68	-58
법인세비용차감전순이익	-335	-532	84	124	195
법인세비용	-62	-49	-67	-30	-47
계속사업순이익	-397	-581	17	94	148
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-397	-581	17	94	148
당기순이익률	-9.1	-11.1	0.3	1.7	2.6
비재계분순이익	-81	-77	-12	5	7
재계분순이익	-316	-503	29	90	141
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-61	101	101	101	101
포괄순이익	-458	-480	118	195	249
비재계분포괄이익	-78	-32	-87	10	12
재계분포괄이익	-380	-448	205	185	236

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-14,405	-22,955	1,345	4,083	6,411
PER	NA	NA	48.0	15.8	10.1
BPS	147,691	127,392	128,737	132,820	136,866
PBR	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	43,868	77,806	64,233	63,921	63,911
EV/EBITDA	4.9	2.3	2.9	2.8	2.8
SPS	199,203	238,557	234,143	246,015	260,917
PSR	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
CFPS	47,181	79,099	78,304	74,335	74,512
DPS	0	0	0	2,500	3,300

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감률	-8.8	19.8	-1.9	5.1	6.1
영업이익 증/감률	작전	흑전	27.2	62.8	23.9
순이익 증/감률	작지	작지	흑전	454.1	57.0
수익성					
ROIC	-0.4	2.7	0.7	4.3	5.4
ROA	-0.1	1.1	1.5	2.5	3.1
ROE	-9.3	-16.7	1.1	3.1	4.8
안정성					
부채비율	138.2	153.3	133.8	127.4	119.0
순차입금비율	51.6	51.1	43.8	38.9	36.0
이자보상비율	-0.1	0.6	0.8	1.4	1.9

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,782	2,909	2,465	2,563	2,510
현금및현금성자산	1,033	973	567	602	471
매출채권 및 기타채권	1,125	1,243	1,222	1,278	1,347
재고자산	116	137	134	141	150
기타유동자산	509	556	542	542	542
비유동자산	7,168	6,407	6,225	6,158	6,143
유형자산	1,353	861	843	822	804
관계기업투자금	1,657	1,392	1,429	1,496	1,563
기타비유동자산	4,157	4,154	3,954	3,840	3,776
자산총계	9,950	9,317	8,690	8,721	8,653
유동부채	3,401	3,814	3,149	3,162	3,078
매입채무 및 기타채무	1,075	1,217	1,213	1,225	1,241
차입금	913	1,046	941	941	841
유동상채무	443	656	100	100	100
기타유동부채	971	895	895	895	895
비유동부채	2,371	1,824	1,824	1,724	1,624
차입금	1,754	1,010	1,010	910	810
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	617	814	814	814	814
부채총계	5,772	5,639	4,974	4,886	4,702
자본부분	3,239	2,794	2,823	2,913	3,001
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,456	2,432	2,432	2,432	2,432
이익잉여금	852	380	409	499	587
기타자본변동	-180	-129	-129	-129	-129
비재계분	939	884	894	922	950
자본총계	4,178	3,678	3,717	3,835	3,952
순차입금	2,156	1,880	1,626	1,491	1,422

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,295	1,403	1,479	1,368	1,357
당기순이익	-397	-581	17	94	148
비현금항목의기감	1,431	2,315	1,700	1,536	1,486
감가상각비	977	1,602	1,276	1,185	1,134
외환손익	2	0	-3	-3	-3
지분법평가손익	59	0	-37	-67	-68
기타	394	713	464	420	423
자산부채의증감	485	-148	-43	-111	-123
기타현금흐름	-225	-184	-195	-151	-154
투자활동 현금흐름	-1,266	-936	-1,164	-1,188	-1,189
투자자산	63	173	-37	-67	-68
유형자산	-98	106	-57	-51	-51
기타	-1,231	-1,214	-1,070	-1,070	-1,070
재무활동 현금흐름	-127	-569	-729	-169	-320
단기차입금	-1,078	104	-105	0	-100
사채	339	300	0	-100	0
장기차입금	1,039	-71	0	0	-100
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-52
기타	-427	-902	-624	-69	-69
현금의증감	-101	-59	-407	35	-131
기초 현금	1,134	1,033	973	567	602
기말 현금	1,033	973	567	602	471
NOPLAT	-17	114	27	164	204
FCF	-508	505	245	298	286

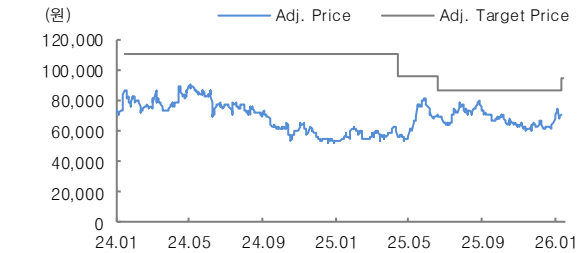
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

CJ ENM(035760) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.02.06	26.01.15	25.07.15	25.05.11	25.02.08	24.08.08
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	6개월 경과	6개월 경과
목표주가	94,000	86,000	86,000	96,000	110,000	110,000
과다율(평균%)		(21.40)	(20.80)	(29.36)	(47.58)	(42.48)
과다율(최대/최소%)		(13.02)	(7.44)	(14.79)	(43.18)	(29.09)

제시일자	24.02.08
투자의견	Buy
목표주가	110,000
과다율(평균%)	(27.74)
과다율(최대/최소%)	(17.18)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20260203)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.4%	11.6%	0.0%

산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상