

CJ ENM (035760)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

75,000

하향

현재주가

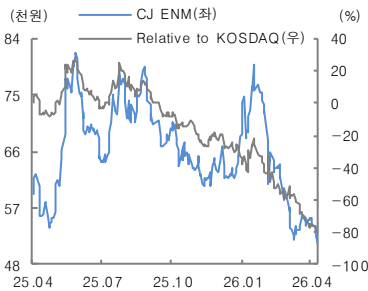
51,300

(26.05.07)

미디어업종

KOSDAQ	1199.18
시가총액	1,125삼억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	111삼억원
52주 최고/최저	81,800원 / 51,300원
120일 평균거래대금	43억원
외국인지분율	15.81%
주요주주	CJ 외 8 인 42.81%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.3	-28.4	-19.3	-15.3
상대수익률	-14.7	-35.4	-41.0	-49.0



광고가 안보인다.

- 1Q26 매출 1.3조원(+17% yoy), OP 15억원(+107% yoy)
- 티빙, Fifth Season의 실적 개선. TV 광고는 예상보다 더 부진
- TV 광고 부진 지속 vs. 티빙 등 디지털 플랫폼의 실적 개선

투자 의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 75,000원으로 -12% 하향

12M FWD EPS 3,968원에 PER 19배 적용

TV 광고 회복 지연을 반영하여 26년과 27년 EPS를 각각 -12%, -1% 하향 합병 전 합산 OP 2.5천억원 수준에 근접하면서 타겟 멀티플을 21배(합병 전 평균) 적용해왔으나, 실적 추정을 하향하면서 타겟 멀티플을 19배로 조정(10% 할인)

1Q26 Review: TV 광고는 예상보다 더 부진. 적자 자회사는 실적 개선

매출 1.3조원(+17% yoy, -8% qoq), OP 15억원(+107% yoy, -98% qoq)

미디어플랫폼 -212억원(적지 / -155억원 y), 음악 -58억원(적전 / -84억원 y) 커머스 239억원(-8% / -20억원 y), 영화/드라마 80억원(흑전 / +312억원 y)

미디어플랫폼 중, 티빙 -192억원(적지 / +65억원 yoy)

영화/드라마 중, Fifth Season -29억원(적지 / +144억원 yoy)

[미디어플랫폼] 시청률은 건조한 반면, TV 광고 회복은 지연

TV 광고는 20년 5.1천억원 대비 25년 2.8천억원으로 -49% 하락

건조한 시청률을 기반으로 TV 광고의 반등을 예상하고 있으나, 지정학적 이슈에 따른 경기 위축 우려를 선반영하여 TV 광고의 부진 지속

26년 TV 광고 성장률 추정을 +7% yoy에서 +2.8%, 다시 +0.8%로 하향 조정 1Q26 TV 광고 -11.7% yoy 전망 대비 -20.7%로 크게 부진

tN 평균 시청률. 1Q25 3.0%, 2Q25 5.9%, 3Q25 8.9%, 4Q25 7.5%, 1Q26 7.3% 시청률은 양호하나, 1Q26 동계올림픽에 따른 시청 분산 영향. 6월말~7월초에도 월드컵 중계에 따른 시청 분산 가능성

[티빙] 가입자의 꾸준한 증가. 높아진 티빙-웨이브 합병은 이제 상수

가입자 540만명(+120만명 yoy, +90만명 qoq) 추정. 배민 제휴, AVOD, 통신사 제휴 확대, SSG 및 롯데 등 제휴 확대. WBC 중계권과 티빙-tN 동시방영 작품의 상각비 반영되면서 비용도 동반 상승. 1Q OP -192억원(적지 / +65억원 yoy)

25년 OP -696억원(+14억원 yoy), 26E OP -219억원(+479억원 yoy)

가입자 증가 및 광고 매출 동반 상승으로 2Q26 OP -21억으로 BEP 근접 전망

[Fifth Season] TV 시리즈 3편 공급. 2Q26 이후 작품은 아직 미정

25년 OP -56억원(+464억원 yoy), 26E OP -49억원(+7억원)

직전 추정 OP 150억원 대비 하향 조정

(단위: 삼억원 %)

구분	1Q25	4Q25	1Q26		2Q26					
			작전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,138	1,438	1,137	1,330	16.8	-7.5	1,185	1,280	-2.5	-3.8
영업이익	1	86	29	2	107.2	-98.3	25	42	47.8	2,720.0
순이익	-62	-80	9	6	흑전	흑전	0	14	-88.7	135.4

자료: CJ ENM, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,231	5,135	5,468	5,709	5,936
영업이익	104	133	165	251	286
세전순이익	-532	84	83	162	202
총당순이익	-581	17	57	123	153
자배분순이익	-503	30	66	117	146
EPS	-22,955	1,345	3,001	5,321	6,638
PER	NA	48.0	17.7	10.0	8.0
BPS	127,392	127,199	130,200	133,156	136,672
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	-16.7	1.1	2.3	4.0	4.9

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	5,305	5,667	5,468	5,709	3.1	0.7
판매비와 관리비	1,462	1,482	1,530	1,468	4.7	-0.9
영업이익	197	251	165	251	-16.5	-0.1
영업이익률	3.7	4.4	3.0	4.4	-0.7	0.0
영업외손익	-94	-87	-82	-89	적자유지	적자유지
세전순이익	103	163	83	162	-19.9	-1.0
자배분순이익	75	118	66	117	-11.8	-1.0
순이익률	1.5	2.2	1.0	2.2	-0.4	0.0
EPS(자배분순이익)	3,402	5,377	3,001	5,321	-11.8	-1.0

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

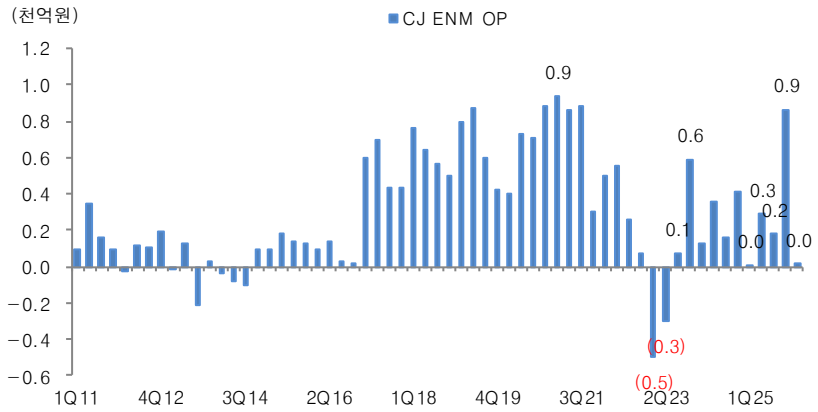
표 1. CJ ENM 실적 추정

(억원 천명 %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	23	24	25	26E	27E
매출	11,383	13,129	12,456	14,378	13,297	12,795	13,134	15,451	43,684	52,314	51,345	54,676	57,089
영업이익	7	286	176	860	15	422	391	817	-146	1,045	1,329	1,645	2,506
미디어플랫폼	-57	-80	-33	178	-212	103	136	173	-600	253	8	200	605
영화드라마	-232	-12	68	164	239	269	132	320	-975	-413	-10	228	297
음악	27	171	19	190	80	-38	21	164	709	309	407	322	560
커머스	258	214	126	359	58	98	113	170	692	831	958	960	1,085
영업이익 증감									-1,520	1,191	284	316	861
TV 광고 성장률(yoy)	-18.9	-18.2	-27.1	-25.4	-20.7	5.7	6.7	9.0	-28.2	-2.0	-22.5	0.8	14.2
티빙 가입자	3,900	4,200	4,300	4,500	5,395	4,750	5,500	5,000	3,800	4,300	4,500	5,000	5,300
티빙 손익	-257	-240	-161	-40	-192	-21	-23	17	-1,420	-710	-698	-219	145
티빙 손익 증감									-228	709	12	479	364
Fifth Season 칸트윈츠 공급	3	3	4	4	3	3	4	4	10편	18편	14편	14편	15편
Fifth Season 손익	-173	32	-21	106	-29	-70	20	30	-655	-520	-56	-49	180
Fifth Season 손익 증감									-266	135	464	7	229

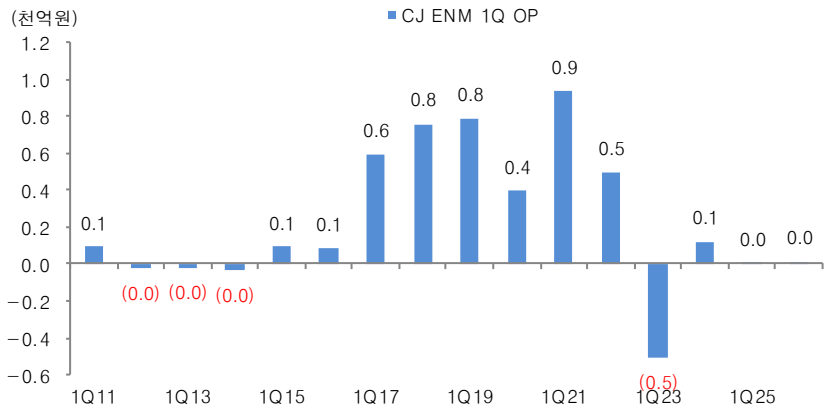
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 1. 3Q23 부터 흑자 유지, 완만한 회복 속도



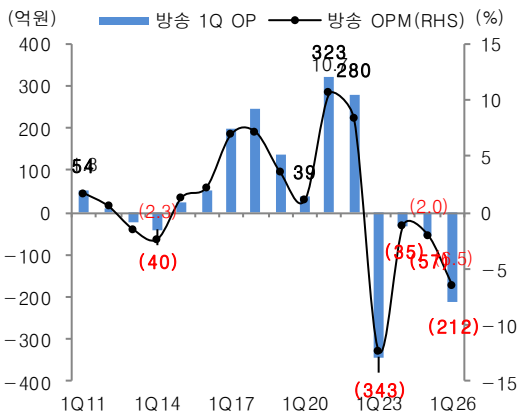
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 1Q26 OP 15 억원(+107% / +8 억원 yoy)



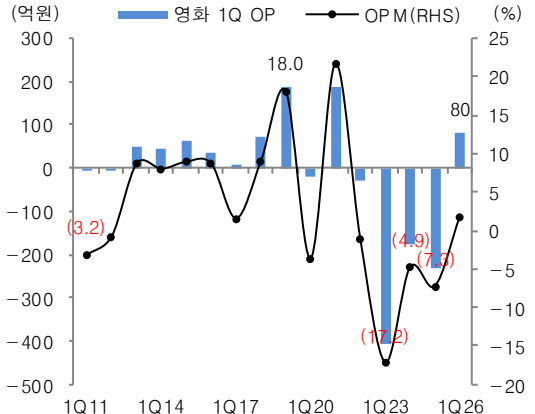
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 미디어플랫폼 OP -212 억원(적지 / -155 억원 yoy)



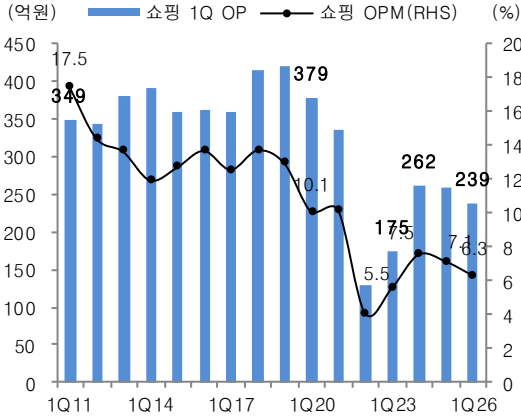
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 영화드라마 OP 80 억원(흑전 / +312 억원 yoy)



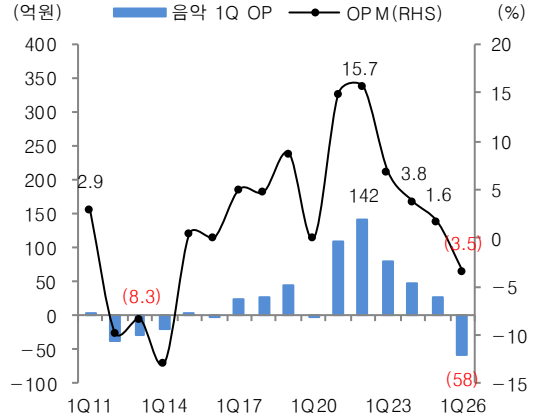
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 커머스 OP 239억원(-8% / -19억원 yoy)



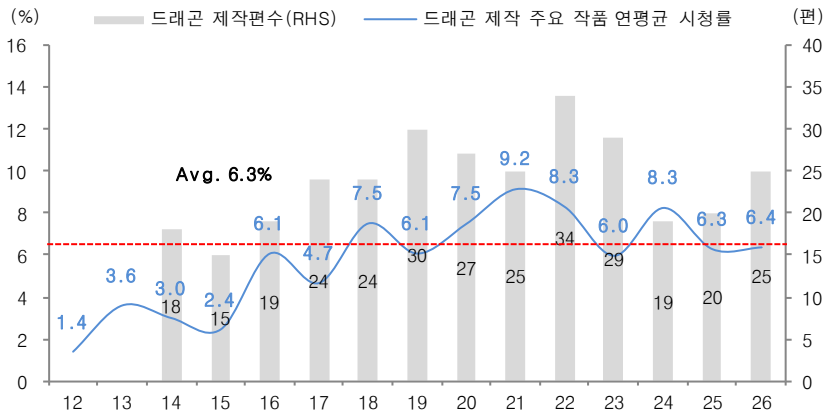
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 음악 OP -58억원(적전 / -84억원 yoy)



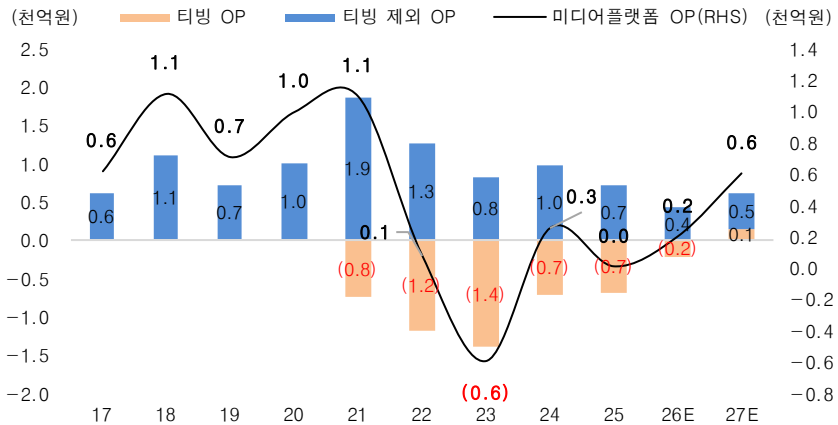
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 견조한 시청률. 지정학적 이슈로 TV 광고 회복은 지연



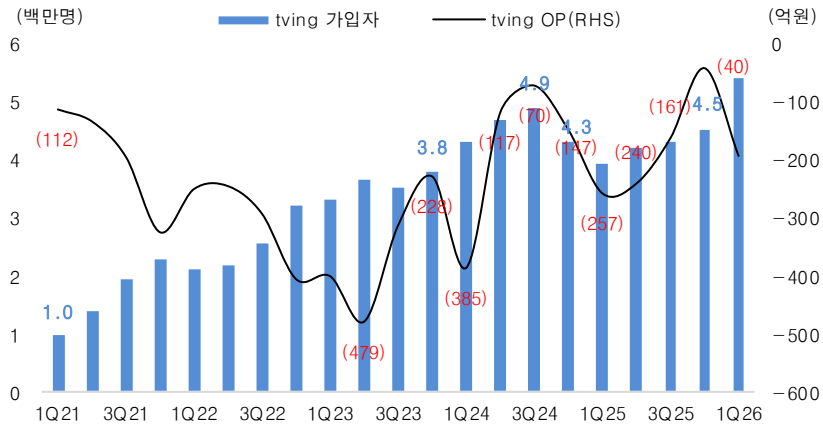
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 8. 티빙의 적자 축소, TV 광고만 회복되면 미디어플랫폼 실적 레버리지 효과 발생



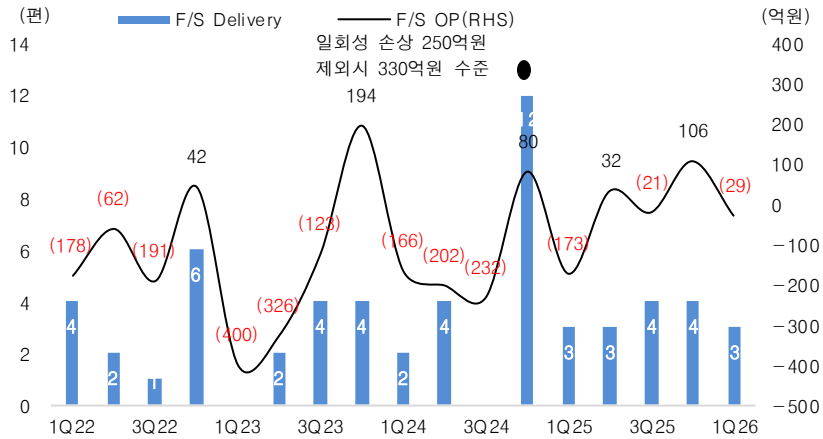
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. tving 가입자 및 실적, 25년 OP -698 억원(+12 억원), 26E OP -219 억원(+479 억원)



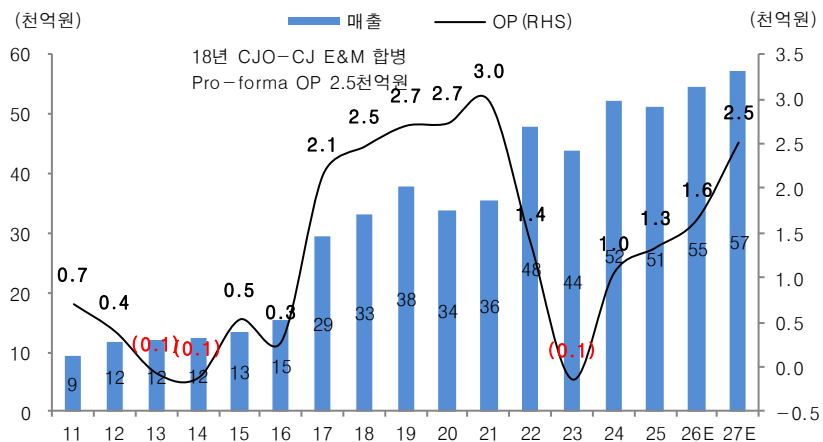
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 10. F/S 공급 편수 및 실적, 25년 -56 억원(+464 억원), 26E -49 억원(+7 억원)



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 11. tving 과 Fifth Season 의 실적 개선으로 전사 실적은 회복



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

- 2025년 매출 51,345억원 OP 1,329억원 지배순이익 295억원
- 1Q26 매출 비중 미디어플랫폼 25%, 영화드라마 34%, 음악 13%, 커머스 28%
- 4Q25 기준 주요 주주는 CJ외 8인 42.8%

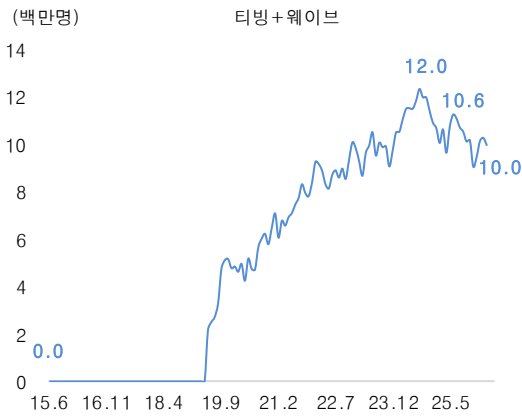
주가 변동요인

- 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 자본가치 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

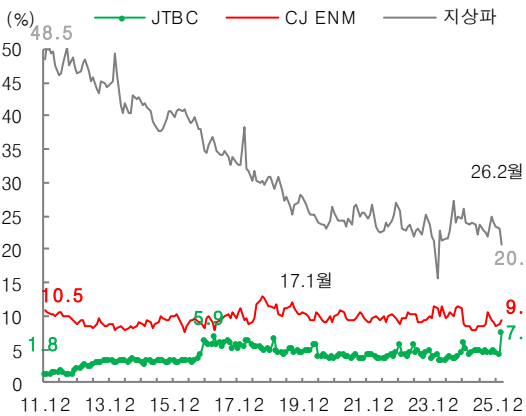
2. Earnings Driver

그림 1. 티빙+웨이브 순이용자(26.4)



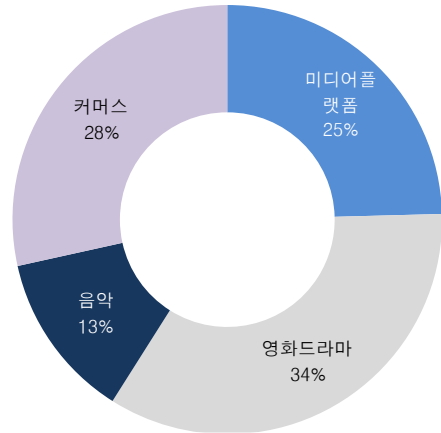
자료: 코리아인블릭, 대신증권 Research Center

그림 3. 방송사 점유율(26.2)



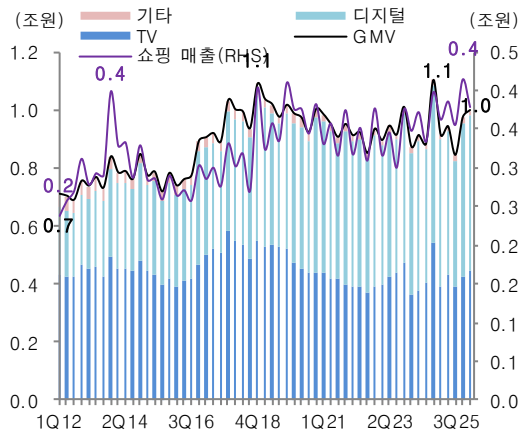
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

매출 비중(1Q26)



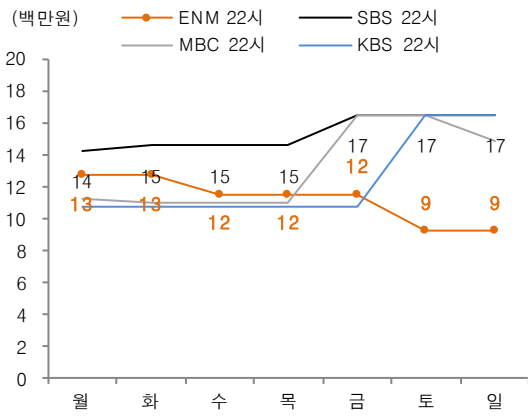
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기별 GMV 및 쇼핑 매출 (1Q26)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 4. 방송사별 22시 평균 광고단가(26.3)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,231	5,135	5,468	5,709	5,936
매출원가	3,520	3,429	3,773	3,990	4,190
매출총이익	1,711	1,706	1,695	1,719	1,746
판매비와판매비	1,607	1,573	1,530	1,468	1,460
영업이익	104	133	165	251	286
영업외수익	20	26	30	44	48
EBITDA	1,706	1,387	1,360	1,496	1,563
영업외손익	-636	-49	-82	-89	-84
관계기업손익	0	37	72	58	61
금융수익	150	131	119	112	108
외환포괄이익	0	0	0	0	0
금융비용	-292	-237	-205	-196	-195
외환포괄손실	63	32	27	27	27
기타	-493	21	-68	-63	-57
법인세비용차감전순이익	-532	84	83	162	202
법인세비용	-49	-67	-26	-39	-48
계속사업순이익	-581	17	57	123	153
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-581	17	57	123	153
당기순이익	-11.1	0.3	1.0	2.2	2.6
비재계분순이익	-77	-12	-9	6	8
재계분순이익	-503	30	66	117	146
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	101	-10	-10	-10	-10
포괄순이익	-480	7	47	113	143
비재계분포괄이익	-32	-11	-8	6	7
재계분포괄이익	-448	19	55	107	136

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-22,955	1,345	3,001	5,321	6,638
PER	NA	48.0	17.7	10.0	8.0
BPS	127,392	127,199	130,200	133,156	136,672
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDAPS	77,806	63,230	62,001	68,197	71,261
EV/EBITDA	2.3	2.8	2.5	2.1	1.9
SPS	238,557	234,141	249,335	260,334	270,672
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
CFPS	79,099	68,246	64,188	70,498	73,576
DPS	0	0	2,500	3,300	3,900

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증/감	198	-1.9	6.5	4.4	4.0
영업이익 증/감	흑전	27.2	23.9	52.2	14.0
순이익 증/감	착지	흑전	233.5	116.5	24.7
수익성					
ROIC	2.7	0.7	3.1	5.5	6.6
ROA	1.1	1.5	1.9	3.0	3.4
ROE	-16.7	1.1	2.3	4.0	4.9
안정성					
부채비율	153.3	151.5	137.9	132.4	124.0
순차입금비율	51.1	50.7	45.3	38.9	31.3
이자보상비율	0.6	0.8	1.0	1.5	1.8

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,909	2,552	2,371	2,522	2,617
현금및현금성자산	973	782	555	652	695
매출채권 및 기타채권	1,243	1,126	1,193	1,240	1,286
재고자산	137	143	152	159	165
기타유동자산	556	501	471	471	471
비유동자산	6,407	6,115	6,021	5,863	5,675
유형자산	861	849	806	768	735
관계기업투자금	1,392	1,247	1,326	1,391	1,458
기타비유동자산	4,154	4,019	3,889	3,704	3,482
자산총계	9,317	8,667	8,392	8,385	8,293
유동부채	3,814	3,201	2,845	2,858	2,771
매입채무 및 기타채무	1,217	1,173	1,192	1,205	1,217
차입금	1,046	763	763	763	663
유동상채무	656	475	100	100	100
기타유동부채	895	791	791	791	791
비유동부채	1,824	2,020	2,020	1,920	1,820
차입금	1,010	1,197	1,197	1,097	997
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	814	822	822	822	822
부채총계	5,639	5,221	4,865	4,778	4,590
자본부분	2,794	2,789	2,855	2,920	2,997
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,432	2,431	2,431	2,431	2,431
이익잉여금	380	412	478	542	619
기타보전비	-129	-164	-164	-164	-164
비재계분	884	656	672	687	705
자본총계	3,678	3,446	3,527	3,607	3,702
순차입금	1,880	1,747	1,599	1,403	1,159

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,403	1,166	939	1,085	1,147
당기순이익	-581	17	57	123	153
비현금항목의 기감	2,315	1,480	1,351	1,423	1,460
감가상각비	1,602	1,254	1,195	1,245	1,277
외환손익	0	-12	4	4	4
지분법평가손익	0	-37	-72	-58	-61
기타	713	275	224	232	240
자산부채의 증감	-148	-179	-305	-289	-287
기타현금흐름	-184	-151	-163	-171	-179
투자활동 현금흐름	-936	-1,023	-1,185	-1,171	-1,173
투자자산	173	-9	-79	-65	-68
유형자산	106	-25	-22	-22	-22
기타	-1,214	-989	-1,084	-1,084	-1,084
재무활동 현금흐름	-569	-330	-417	-194	-311
단기차입금	104	-268	0	0	-100
사채	300	504	0	0	-100
장기차입금	-71	-28	0	-100	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-52	-68
기타	-902	-537	-417	-42	-42
현금의 증감	-59	-191	-227	97	44
기초 현금	1,033	973	782	555	652
기말 현금	973	782	555	652	695
NOPLAT	114	27	113	190	217
FCF	505	328	281	409	468

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 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	26.05.08	26.04.07	26.02.06	26.01.15	25.07.15	25.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	75,000	85,000	94,000	86,000	86,000	96,000
과다율(평균%)		(36.15)	(30.74)	(21.10)	(20.80)	(29.36)
과다율(최대/최소%)		(34.35)	(14.89)	(13.02)	(7.44)	(14.79)

제시일자	25.05.09	24.11.09	24.05.09
투자의견	6개월 경과	6개월 경과	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000
과다율(평균%)		(47.69)	(31.54)
과다율(최대/최소%)		(100.00)	(40.18)

제시일자	25.05.09
투자의견	6개월 경과
목표주가	110,000
과다율(평균%)	(47.69)
과다율(최대/최소%)	(100.00)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260505)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.9%	9.1%	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