Results Comment

CJ ENM (035760)

본업의 회복 시그널

김회재

hojae.kim@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 60,000
상향

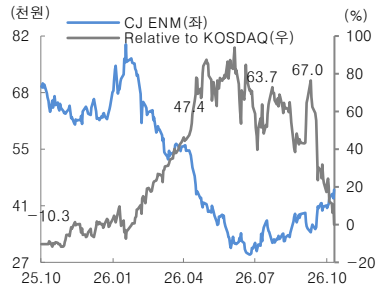
현재주가 44,650
(26.11.05)

미디어업종

- 3Q26 매출 1.2조원(-4% yoy), OP 221억원(+25% yoy). 양호한 실적
- TV 광고 저점 시그널. 티빙은 경상 이익 기준 흑자 기조 유지
- 27년 티빙, F/S 실적 회복에 따른 레버리지로 OP 2천억원대 재진입 전망

KOSDAQ	678.41
시가총액	979십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	80,000원 / 28,850원
120일 평균거래대금	33억원
외국인지분율	10.44%
주요주주	CJ 외 8 인 42.81%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	26.8	38.9	-17.6	-32.6
상대수익률	67.0	63.7	47.4	-10.3



	2025	2026F
주당배당금(DPS) (원)	0	650
수익률(%)	0.0	1.5
총주주환원 (십억원)	0	14
수익률(%)	0.0	1.5

주: 대신증권 Research Center 추정. 추정치는 12M FWD 기준

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 60,000원으로 상향(+20%)

27E EPS 2,841원에 PER 21배(합병 전 평균)적용
3~4Q 일회성 비용 발생으로 EPS 기준을 12M FWD에서 27E EPS로 변경

26E OP 1.1천억원(-16% yoy), 27E OP 2천억원(+81% yoy)
티빙과 F/S의 실적 개선에 따른 이익 레버리지 발생 전망

27E OP 2천억원으로 6년 만에 다시 2천억원대(합병 전 합산 OP 2.5천억원 수준) 진입이 예상되어 타겟 멀티플 21배 적용. 기존 17배 대비 상향

3Q26 Review: 티빙 보상 반영 전 기준으로는 당사 추정 충족

매출 1.2조원(-4% yoy), OP 221억원(+25% yoy). 당사 직전 추정 OP 297억원은 티빙 보상 반영 전 기준. 보상 규모는 정확하게 공개되지 않았으나, 이를 제외하면 297억원을 상회하는 OP를 달성한 것으로 추정

미디어플랫폼 59억원(흑전 / +91억원 y). 음악 -73억원(적전 / -91억원 y)
커머스 67억원(-47% / -59억원 y). 영화/드라마 155억원(+127% / +87억원 y)

[미디어 플랫폼] TV 광고의 저점 시그널과 티빙의 흑자 기조 유지

TV 광고 매출은 638억원(-0.1% yoy)으로 전년 수준 유지
3Q22부터 매분기 하락(4Q24에는 일시적 반등). 3Q22 1.5천억원 대비 58% 감소

ENM 주요 작품의 시청률은 26년 평균 6.7%로 장기평균 5.7%를 상회
1Q 7.3%, 2Q 5.6%, 3Q 6.0%, 4Q 8.0%

견조한 시청률과 협찬광고의 확대를 기반으로 27E +5%의 반등 전망

티빙 -72억원(적지 / +89억원 yoy). 당사 직전 추정 OP는 보상안 반영 전 기준 56억원이었고, 3Q 보상 규모를 제외하면 흑자를 유지했을 것으로 추정

유료가입자의 꾸준한 유입과 광고 매출 증가로 27년 연간 흑자전환 전망
티빙 OP 26E -313억원(적지 / +385억원 yoy), 27E 265억원(흑전 / +578억원)

[영화/드라마] 컨텐츠 경쟁력이 F/S의 공백을 보완

영화/드라마 중. Fifth Season -110억원(적지 / -89억원 yoy)
2Q부터 TV 시리즈 공백으로 적자. 27년 2~3편 공급하면서 실적 개선 전망
F/S OP 26E -279억원(적지 / -223억원 yoy), 27E 70억원(흑전 / +349억원)

F/S을 제외한 영화/드라마 부문 OP는 3Q25부터 흑자 기조 유지

(단위: 십억원, %)

구분	3Q25	2Q26	3Q26					4Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,246	1,203	1,255	1,190	-4.4	-1.1	1,193	1,409	-2.0	18.4
영업이익	18	33	30	22	25.2	-34.2	1	54	-37.1	145.9
순이익	46	24	5	-18	적전	적전	-14	6	흑전	흑전

자료: CJ ENM, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,231	5,135	5,133	5,165	5,438
영업이익	104	133	111	200	251
세전순이익	-532	84	4	89	144
총당기순이익	-581	17	-2	66	107
지배지분순이익	-503	30	18	62	101
EPS	-22,955	1,345	820	2,841	4,627
PER	NA	48.0	54.5	15.7	9.7
BPS	127,392	127,199	128,018	130,859	134,871
PBR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	-16.7	1.1	0.6	2.2	3.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 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	5,281	5,278	5,133	5,165	-2.8	-2.1
판매비와 관리비	1,619	1,549	1,616	1,478	-0.2	-4.6
영업이익	121	208	111	200	-8.2	-3.6
영업이익률	2.3	3.9	2.2	3.9	-0.1	-0.1
영업외손익	-78	-108	-107	-111	적자유지	적자유지
세전순이익	43	100	4	89	-90.1	-11.0
지배지분순이익	45	68	18	62	-60.5	-8.6
순이익률	0.6	1.4	0.0	1.3	적자조정	-0.1
EPS(지배지분순이익)	2,074	3,107	820	2,841	-60.5	-8.6

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

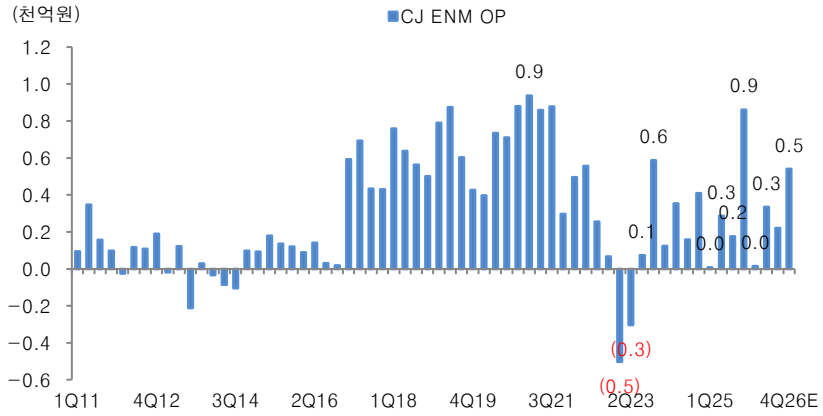
표 1. CJ ENM 실적 추정

(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	12,033	11,904	14,093	43,684	52,314	51,345	51,326	51,651
영업이익	7	286	176	860	15	334	221	541	-146	1,045	1,329	1,110	2,002
미디어플랫폼	-57	-80	-33	178	-212	110	59	44	-600	253	8	1	423
영화드라마	-232	-12	68	164	80	-105	155	53	-975	-413	-10	182	83
음악	27	171	19	190	-58	109	-73	199	709	309	407	178	535
커머스	258	214	126	359	239	260	67	255	692	831	958	821	1,000
영업이익 증감									-1,520	1,191	284	**-219**	**891**
TV 광고 성장률(yoy)	-18.9	-18.2	-27.1	-25.4	-20.7	-20.9	-0.1	9.0	-28.2	-2.0	-22.5	-8.3	4.5
티빙 가입자	3,900	4,200	4,300	4,500	5,395	5,236	5,200	5,000	3,800	4,300	4,500	5,000	5,300
티빙 손익	-257	-240	-161	-40	-192	60	-72	-108	-1,420	-710	-698	-313	265
티빙 손익 증감									-228	709	12	**385**	**578**
Fifth Season 컨텐츠 공급	3	3	4	4	3	3	3	4	10편	18편	14편	14편	15편
Fifth Season 손익	-173	32	-21	106	-29	-80	-110	-60	-655	-520	-56	-279	70
Fifth Season 손익 증감									-266	135	464	**-223**	**349**

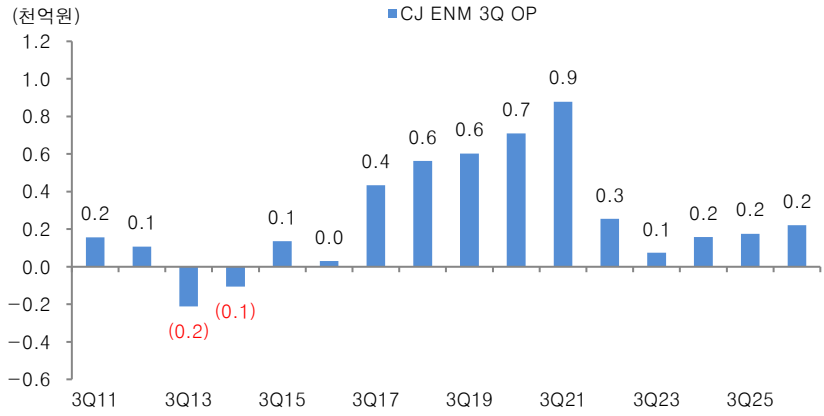
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 1. 3Q23 부터 흑자 유지. 조금씩 속도가 붙는 중



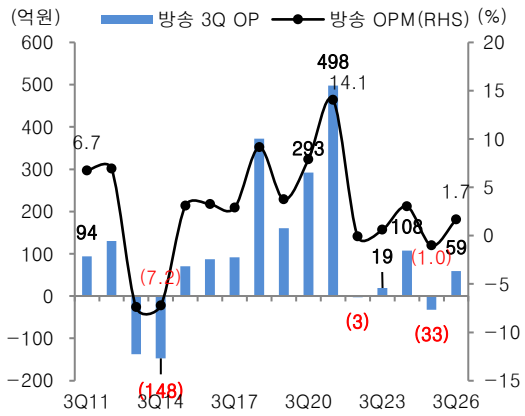
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 3Q26 OP 221 억원(+25% / +45 억원 yoy). 티빙 보상 일부 반영



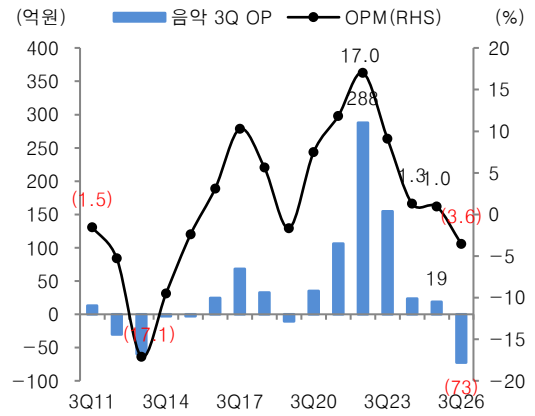
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 미디어플랫폼 OP 59 억원(흑전 / +91 억원 yoy)



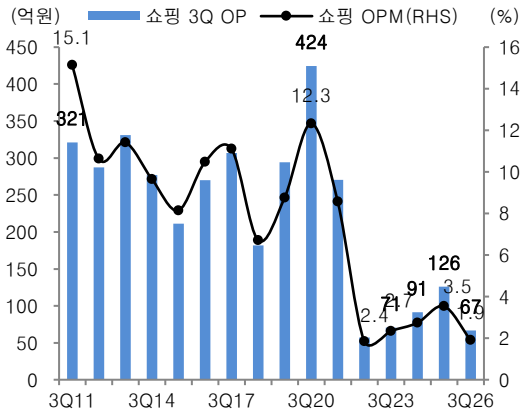
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 4. 음악 OP −73 억원(적전 / −91 억원 yoy)



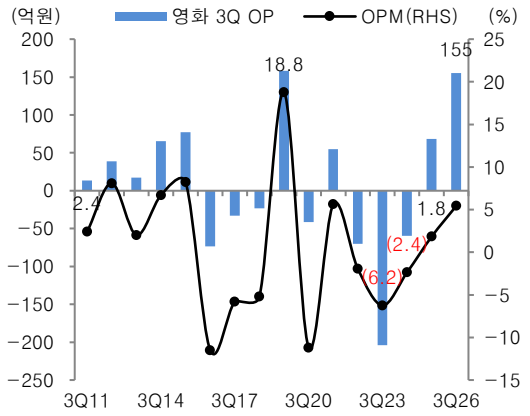
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 5. 커머스 OP 67 억원(-47% / -59 억원 yoy)



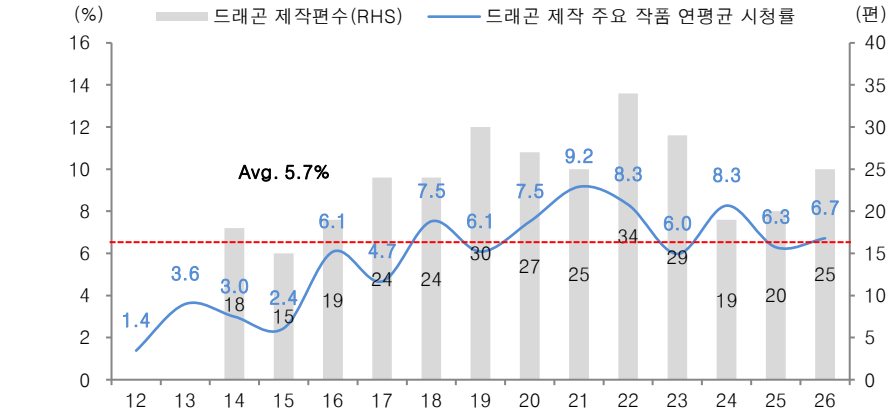
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 6. 영화드라마 OP 155 억원(+127%/ +87 억원 yoy)



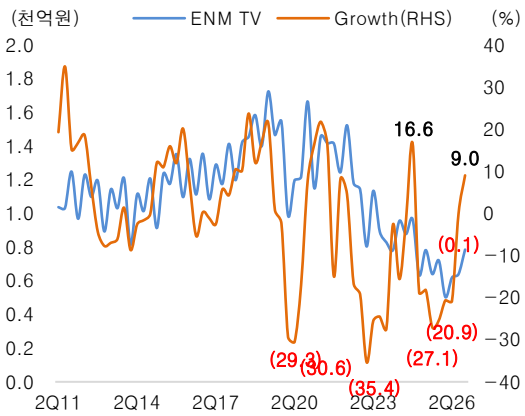
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 7. 견조한 시청률



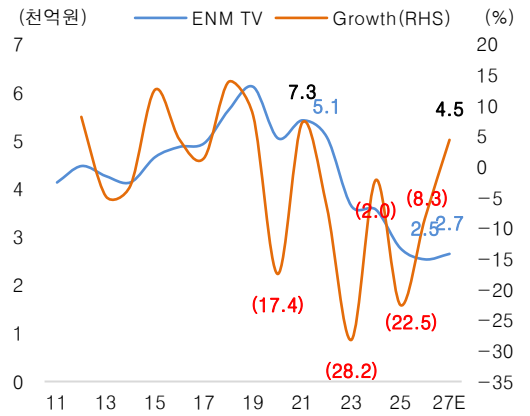
자료: AGB Nielson, CJ ENM, 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 8. TV 광고의 반등 시그널



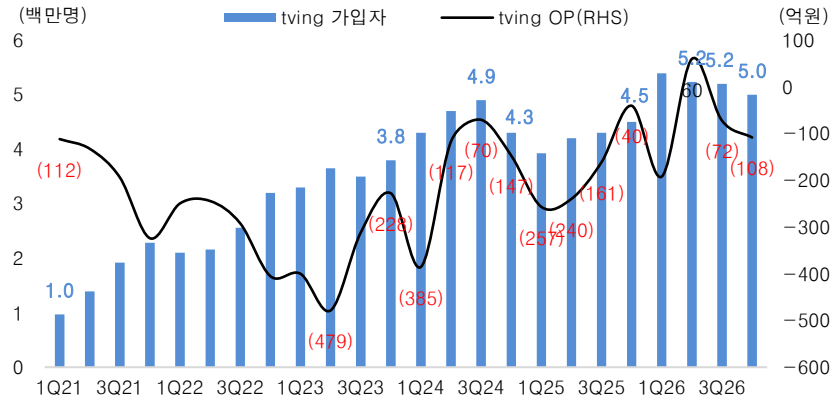
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. TV 광고의 반등 시그널



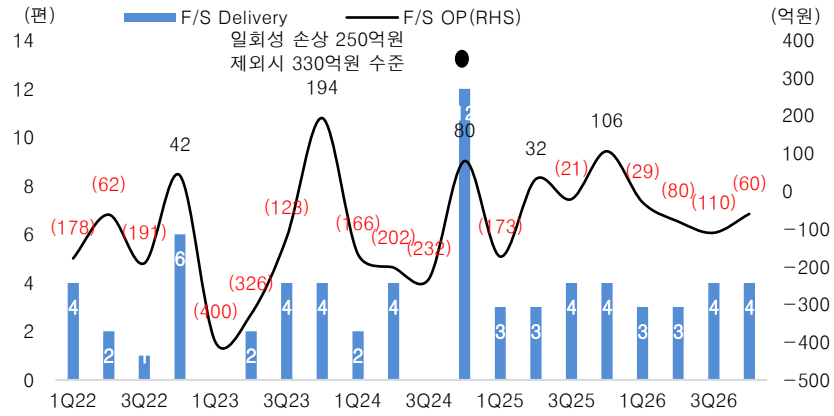
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 10. tving 가입자 및 실적. OP 26E -313 억원(+385 억원), 27E 265 억원(+578 억원)



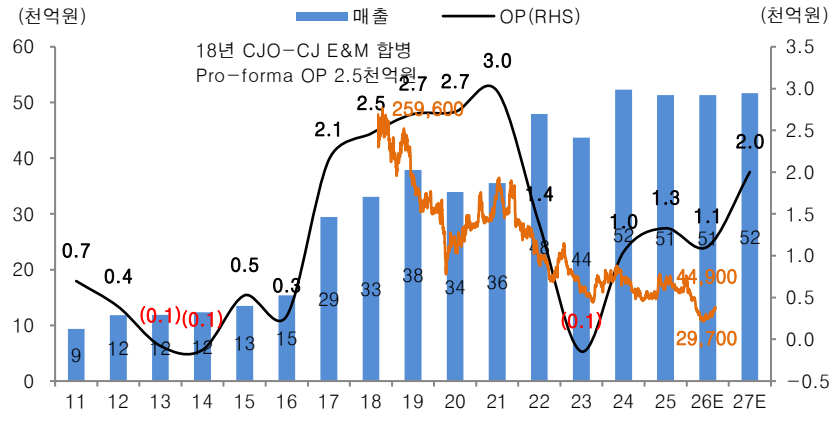
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 11. F/S 공급 편수 및 실적. OP 26E -279 억원(-223 억원), 27E 70 억원(+349 억원)



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 12. OP 2 천억원대 안착시 밸류에이션도 정당화 가능



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

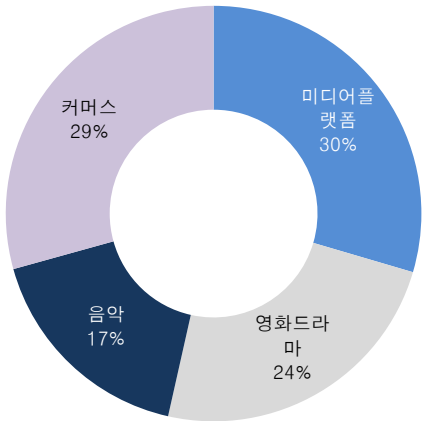
- 2025년 매출 51,345억원, OP 1,329억원, 지배순이익 295억원
- 3Q26 매출 비중 미디어플랫폼 30%, 영화드라마 24%, 음악 17%, 커머스 29%
- 3Q26 기준 주요 주주는 CJ 외 8인 42.8%

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 넷마블 지분가치 부각에 3조원 수준 기록
- 시장은 방송과 쇼핑의 조합을 경험해보지 못 했기 때문에, 방송과 쇼핑 모두 양호한 실적을 달성하면 상승하고, 한 분야라도 부진하면 하락하는 모습 반복 중

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

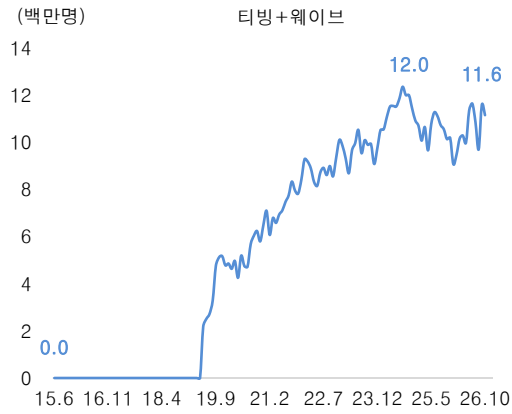
매출 비중(3Q26)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

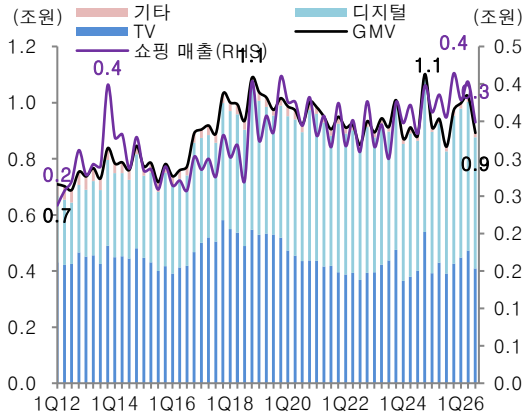
2. Earnings Driver

그림 1. 티빙+웨이브 순이용자(26.10)



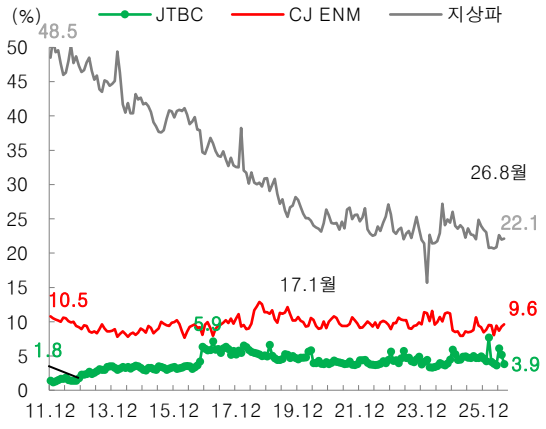
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기별 GMV 및 쇼핑 매출 (3Q26)



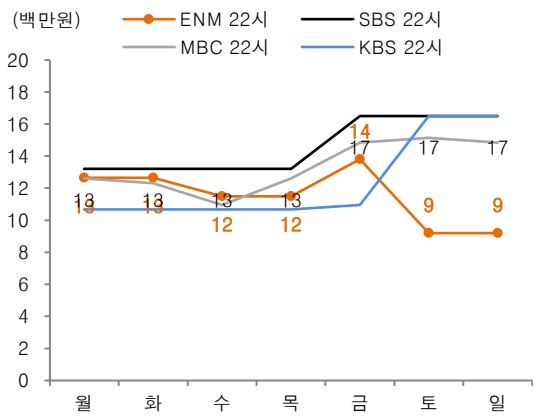
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 3. 방송사 점유율(26.8)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 4. 방송사별 22시 평균 광고단가(26.9)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,231	5,135	5,133	5,165	5,438
매출원가	3,520	3,429	3,406	3,488	3,744
매출총이익	1,711	1,706	1,727	1,678	1,694
판매비와관리비	1,607	1,573	1,616	1,478	1,443
영업이익	104	133	111	200	251
영업이익률	2.0	2.6	2.2	3.9	4.6
EBITDA	1,706	1,387	1,306	1,445	1,528
영업외손익	-636	-49	-107	-111	-107
관계기업손익	0	37	85	41	43
금융수익	150	131	100	109	104
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-292	-237	-234	-204	-203
외환관련손실	63	32	27	29	29
기타	-493	21	-58	-57	-52
법인세비용차감전순손익	-532	84	4	89	144
법인세비용	-49	-67	-6	-23	-38
계속사업순손익	-581	17	-2	66	107
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-581	17	-2	66	107
당기순이익률	-11.1	0.3	0.0	1.3	2.0
비지배지분순이익	-77	-12	-19	3	5
지배지분순이익	-503	30	18	62	101
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	101	-10	-10	-10	-10
포괄순이익	-480	7	-11	56	97
비지배지분포괄이익	-32	-11	-146	3	5
지배지분포괄이익	-448	19	135	53	92

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,909	2,552	2,841	2,994	3,123
현금및현금성자산	973	782	1,101	1,247	1,314
매출채권 및 기타채권	1,243	1,126	1,126	1,132	1,187
재고자산	137	143	143	144	151
기타유동자산	556	501	471	471	471
비유동자산	6,407	6,115	5,833	5,659	5,454
유형자산	861	849	806	768	735
관계기업투자금	1,392	1,247	1,338	1,387	1,437
기타비유동자산	4,154	4,019	3,689	3,504	3,282
자산총계	9,317	8,667	8,674	8,653	8,577
유동부채	3,814	3,201	3,427	3,428	3,343
매입채무 및 기타채무	1,217	1,173	1,173	1,175	1,190
차입금	1,046	763	763	763	663
유동성채무	656	475	100	100	100
기타유동부채	895	791	1,391	1,391	1,391
비유동부채	1,824	2,020	1,780	1,680	1,580
차입금	1,010	1,197	1,197	1,097	997
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	814	822	582	582	582
부채총계	5,639	5,221	5,206	5,108	4,923
지배지분	2,794	2,789	2,807	2,870	2,958
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,432	2,431	2,431	2,431	2,431
이익잉여금	380	412	430	492	580
기타자본변동	-129	-164	-164	-164	-164
비지배지분	884	656	661	675	696
자본총계	3,678	3,446	3,468	3,545	3,654
순차입금	1,880	1,747	1,054	807	541

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-22,955	1,345	820	2,841	4,627
PER	NA	48.0	54.5	15.7	9.7
BPS	127,392	127,199	128,018	130,859	134,871
PBR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	77,806	63,230	59,552	65,894	69,692
EV/EBITDA	2.3	2.8	2.1	1.7	1.5
SPS	238,557	234,141	234,056	235,540	247,976
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
CFPS	79,099	68,246	60,134	68,355	72,249
DPS	0	0	0	650	1,050

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,403	1,166	928	1,086	1,116
당기순이익	-581	17	-2	66	107
비현금항목의 가감	2,315	1,480	1,320	1,433	1,478
감가상각비	1,602	1,254	1,195	1,245	1,277
외환손익	0	-12	6	9	9
지분법평가손익	0	-37	-85	-41	-43
기타	713	275	204	221	235
자산부채의 증감	-148	-179	-248	-254	-295
기타현금흐름	-184	-151	-143	-160	-174
투자활동 현금흐름	-936	-1,023	-1,197	-1,154	-1,156
투자자산	173	-9	-92	-48	-50
유형자산	106	-25	-22	-22	-22
기타	-1,214	-989	-1,084	-1,084	-1,084
재무활동 현금흐름	-569	-330	-417	-142	-256
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	0	-13
기타	-902	-537	-417	-42	-42
현금의 증감	-59	-191	319	146	67
기초 현금	1,033	973	782	1,101	1,247
기말 현금	973	782	1,101	1,247	1,314
NOPLAT	114	27	-39	148	186
FCF	505	328	129	367	437

재무비율

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	19.8	-1.9	0.0	0.6	5.3
영업이익 증가율	흑전	27.2	-16.5	80.3	25.6
순이익 증가율	적지	흑전	적전	흑전	62.9
수익성					
ROIC	2.7	0.7	-1.2	5.3	7.2
ROA	1.1	1.5	1.3	2.3	2.9
ROE	-16.7	1.1	0.6	2.2	3.5
안정성					
부채비율	153.3	151.5	150.1	144.1	134.7
순차입금비율	51.1	50.7	30.4	22.8	14.8
이자보상배율	0.6	0.8	0.7	1.2	1.5

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

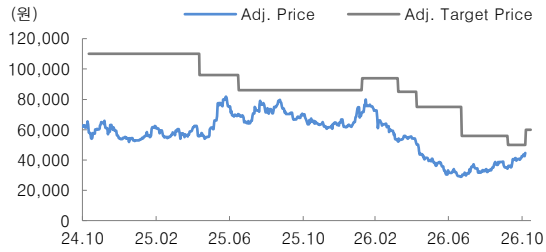
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김회재)

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	26.11.06	26.10.07	26.07.22	26.05.08	26.04.07	26.02.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	60,000	50,000	56,000	75,000	85,000	94,000
괴리율(평균,%)		(19.14)	(38.90)	(51.55)	(36.15)	(30.37)
괴리율(최대/최소,%)		(10.70)	(30.36)	(36.00)	(34.35)	(14.89)
제시일자	26.01.15	25.07.15	25.05.11	25.05.07	24.11.07	
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	
목표주가	86,000	86,000	96,000	110,000	110,000	
괴리율(평균,%)	(21.10)	(20.80)	(29.36)	(49.36)	(47.66)	
괴리율(최대/최소,%)	(13.02)	(7.44)	(14.79)	(49.27)	(40.18)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20261103)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

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