

CJ ENM

(035760)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

96,000

하향

현재주가

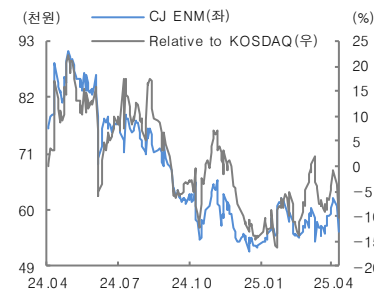
55,600

(25.05.09)

미디어업종

KOSDAQ	722.52
시가총액	1,219십억원
시가총액비중	0.33%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	91,100원 / 51,900원
120일 평균거래대금	47억원
외국인지분율	16.21%
주요주주	CJ 외 8 인 42.74%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.2	0.4	-3.8	-31.4
상대수익률	-8.1	3.2	-1.0	-17.4



늦어지고 있지만 방향은 맞다

- 1Q25 매출 1.1조원(-1% yoy), OP 7억원(-94% yoy)
- 콘텐츠 성과 부진, 티빙 프로야구 비수기, F/S 공급 지연 등의 영향
- 미디어, 영화, 커머스, 음악 등 기존 사업은 안정적인 흑자

투자 의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 96,000원으로 13% 하향

12M FWD EPS 4,713원에 PER 21배 적용(CJ E&M과 CJO의 합병 전 5년 평균) 실적 회복이 지연되면서 25년과 26년 EPS를 각각 -37%, -3% 하향

1Q25 Review: 티빙과 F/S의 발목 잡은 실적, 다만 시기의 문제일 뿐

매출 1.1조원(-1% yoy, -36% qoq), OP 7억원(-94% yoy, -98% qoq)

미디어플랫폼 -57억원(-22억원 yoy), 영화드라마 -232억원(-54억원 yoy)

음악 27억원(-21억원 yoy), 커머스 258억원(-4억원 yoy) 등 -116억원 yoy

당사 추정 및 시장 기대수준을 하회한 배경은 티빙과 F/S의 실적 부진

[티빙] OP -278억원(+108억원 yoy). 분기 OP는 2Q23 -480억원까지 손실이 발생했지만, 프로야구 중계 효과에 따른 가입자수 증가로 3Q24 -70억원까지 개선. 프로야구 시즌 종료에 따라 4Q24 -147억원, 1Q25 -278억원 달성

프로야구 출범 후 최고의 흥행을 기록 중이어서, 2Q 가입자 회복 및 광고요금제 도입 효과로 OP -12억원으로 개선 전망. 25E OP -346억원(+365억원 yoy)

[미디어플랫폼] 티빙을 제외한 실적은 220억원(-130억원 yoy). 광고가 4Q24 +17% yoy의 깜짝 반등 후 1Q25 -19% yoy의 역성장 영향. 경기 영향도 있지만, 근본적으로 작품 성과의 부진에 기인. 4Q24 <정년이>는 최고 16.5% 달성한 반면, 1Q25 <별들에게 물어봐>는 최고 3.9%에 불과. 기타 작품들도 tN의 장기 평균 6.3%에 크게 못미치는 성과. 2Q <언젠가는 슬기로울 전공의 생활> 6% 회복 및 <금주를 부탁해>, <미지의 서울>, <견우와 선녀> 등 방영 예정

티빙을 제외한 실적은 17~24년 연평균 1천억원 흑자. 티빙만 적자에서 벗어나면 다시 캐시카우의 지위를 회복할 것으로 전망

[F/S] OP -173억원(-7억원 yoy, -253억원 qoq). TV 시리즈 에피소드 5개 공급으로 부진. 2Q 16개 공급 예정. 24년 OP -520억원(+135억원 yoy)에는 4Q24에 반영한 손상비용 247억원 포함, 경상 OP는 -273억원(+382억원 yoy)

25년도 24년과 유사한 7편 수준의 TV시리즈 공급이 예정되어 있고, 통상 3년 정도의 판권 판매 계약 종료 후 회수한 판권의 재판매 수익이 발생하고 있어서, 25E OP 77억원(+597억원 yoy, 경상 OP 기준 +350억원 yoy) 전망

미디어, 영화, 커머스, 음악 등 기존 사업은 안정적인 흑자 기조 유지. 티빙, F/S의 적지만 해소되면 18년 합병 이후 4년간 형성한 2.5~3천억원 수준의 이익으로 복귀 가능할 것으로 전망. 티빙, F/S의 2Q 실적 개선 여부가 중요

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,154	1,788	1,249	1,138	-1.4	-36.3	1,164	1,405	20.6	23.4
영업이익	12	41	29	1	-94.3	-98.3	21	57	61.0	7,974.8
순이익	-15	-26	3	-62	적지	적지	3	34	61.2	흑전

자료: CJ ENM, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,374	5,688	5,973
영업이익	-15	104	214	311	346
세전순이익	-335	-532	101	220	274
총당기순이익	-397	-581	49	167	208
자배지분순이익	-316	-503	59	159	197
EPS	-14,405	-22,955	2,695	7,254	9,006
PER	NA	NA	20.6	7.7	6.2
BPS	147,691	127,392	130,087	137,341	143,983
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	-9.3	-16.7	2.1	5.4	6.4

주: EPS와 BPS, ROE는 자배지분 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	5,556	5,689	5,374	5,688	-3.3	0.0
판매비와 관리비	1,450	1,384	1,441	1,370	-0.6	-1.0
영업이익	256	314	214	311	-16.3	-0.9
영업이익률	4.6	5.5	4.0	5.5	-0.6	-0.1
영업외손익	-130	-92	-113	-90	적자유지	적자유지
세전순이익	126	222	101	220	-20.2	-0.6
자배지분순이익	93	164	59	159	-36.7	-3.2
순이익률	1.8	3.0	0.9	2.9	-0.9	-0.1
EPS(자배지분순이익)	4,258	7,492	2,695	7,254	-36.7	-3.2

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

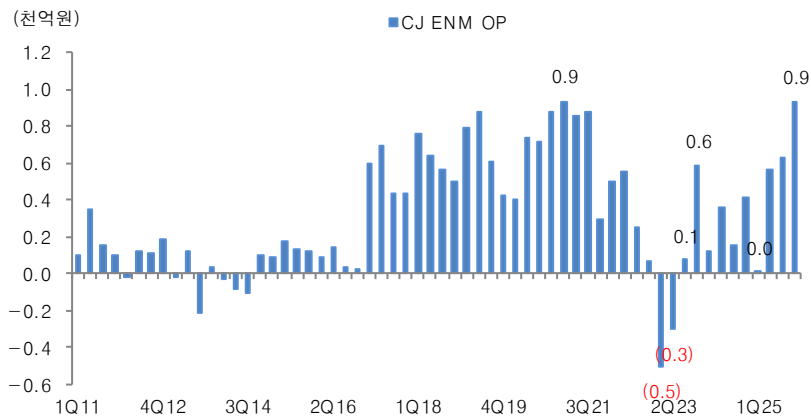
표 1. CJ ENM 실적 추정

(억원 천명 %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	22	23	24	25E	26E
매출	11,541	11,647	11,246	17,879	11,383	14,051	12,855	15,455	47,922	43,684	52,314	53,744	56,878
영업이익	123	353	158	410	7	569	633	931	1,374	-146	1,045	2,140	3,108
미디어플랫폼	-35	165	108	15	-57	156	211	266	78	-600	253	576	1,161
영화드라마	-178	-182	-60	7	-232	86	134	115	71	-975	-413	103	348
음악	48	49	24	189	27	65	196	247	558	709	309	534	594
커머스	262	275	91	203	258	271	102	314	724	692	831	946	1,045
									-1,595	-1,520	1,191	1,096	968
TV 광고 성장률(yoy)	-2.7	-15.7	-1.5	16.6	-18.9	8.1	10.8	18.1	-6.4	-28.2	-2.0	5.6	13.6
티빙 가입자	4,300	4,700	4,900	4,300	4,400	4,600	5,000	4,500	3,200	3,800	4,300	4,500	5,000
티빙 손익	-385	-117	-71	-147	-115	12	13	-69	-1,192	-1,420	-710	-346	295
티빙 손익 증감									-429	-228	709	365	640
Fifth Season 콘텐츠 공급	2	4	0	12	3	6	5	7	13편	10편	18편	21편	21편
Fifth Season 손익	-166	-202	-232	80	-173	50	100	100	-389	-655	-520	77	300
Fifth Season 손익 증감										-266	135	597	223

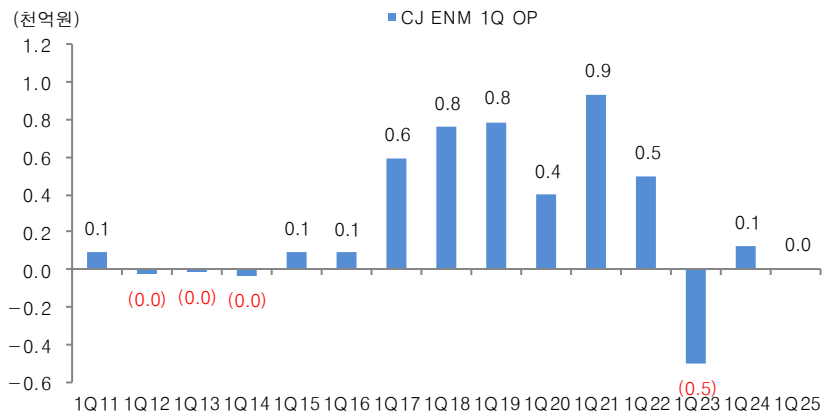
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 1. 3Q23 부터 흑자 유지 중이나, 개선 속도 둔화



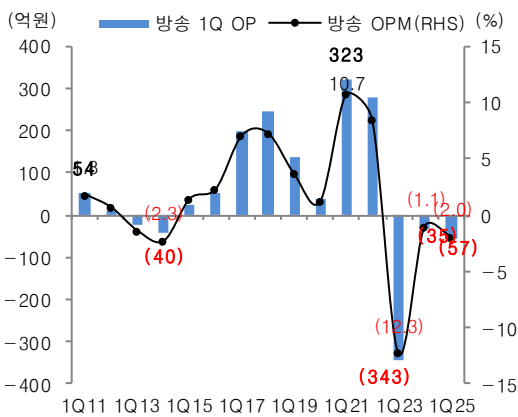
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 1Q25 OP 7억원(-94% / -116억원 yoy). 티빙과 F/S의 부진



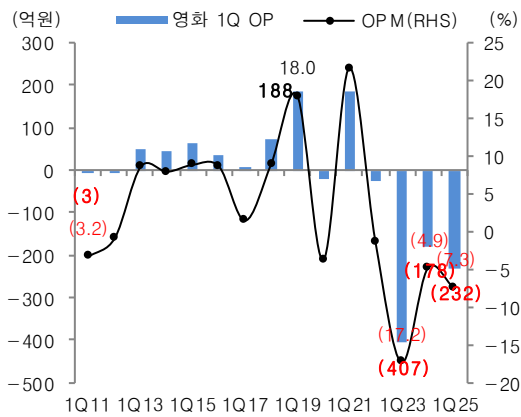
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 3. 미디어플랫폼 1Q OP -57억원(-22억원 yoy)



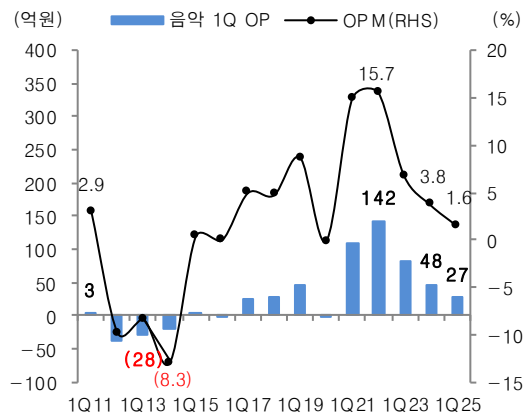
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 4. 영화드라마 1Q OP -232억원(-54억원 yoy)



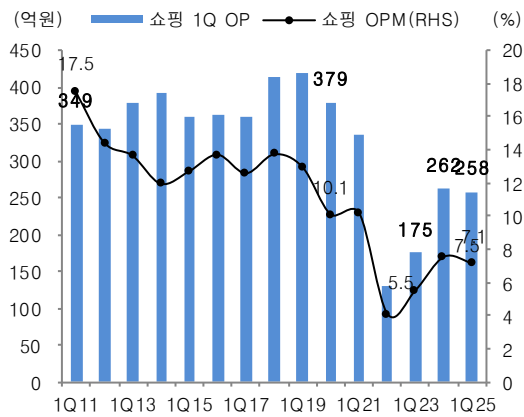
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 5. 음악1Q OP 27 억원(-21 억원 yoy)



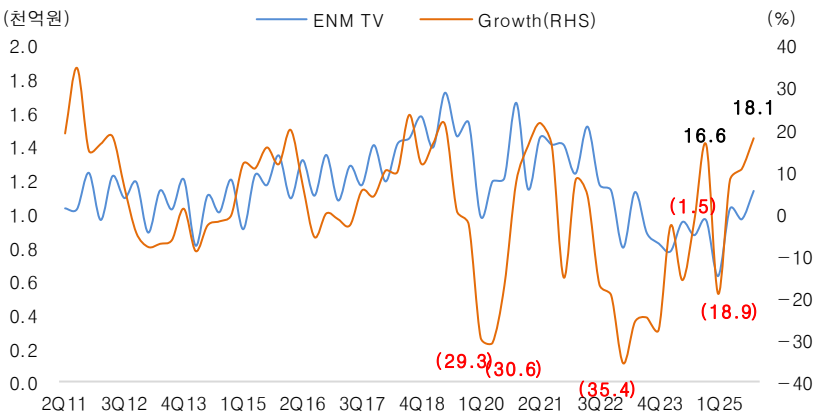
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 6. 커머스1Q OP 258 억원(-4 억원 yoy)



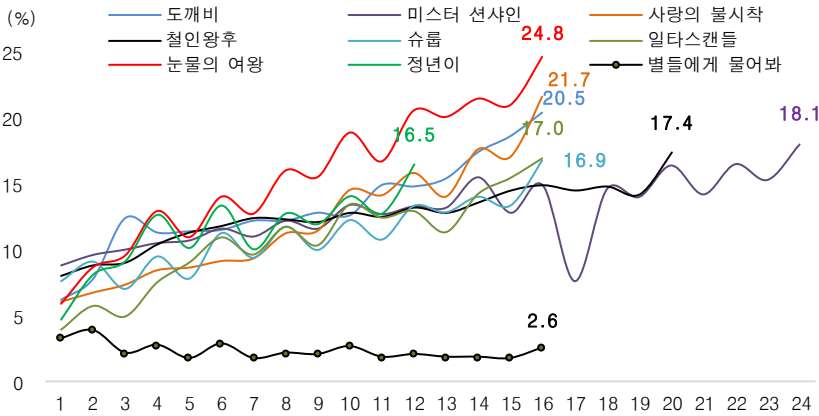
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 7. TV 광고 23년 -28% yoy, 24년 -2%, 25E +6%. 4Q24 +17%, 1Q25 -19%



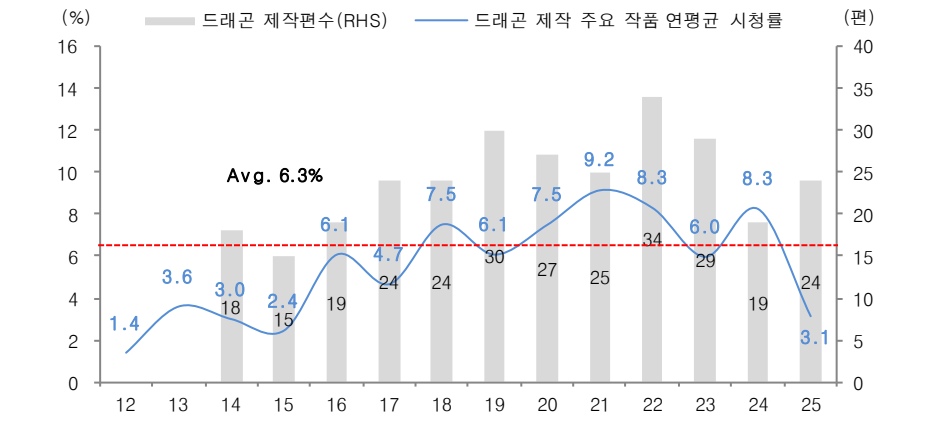
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. tvN 주요 드라마 시청률, <별들에게 물어봐>의 부진



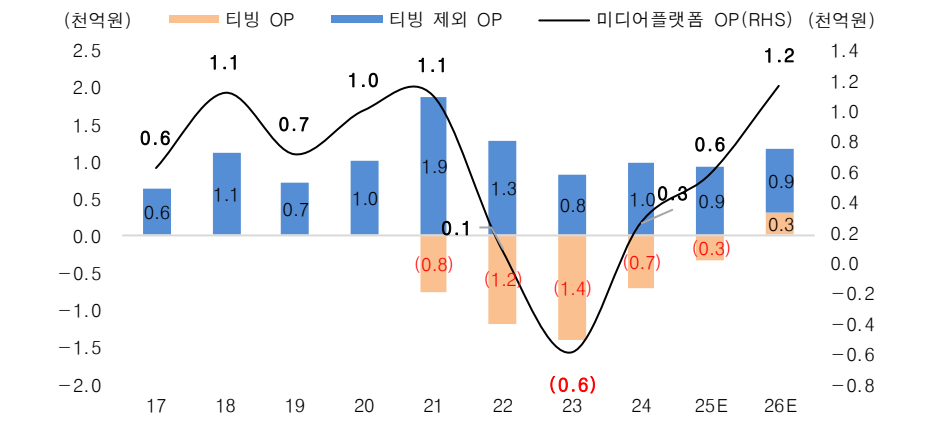
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 9. tvN 주요 드라마 시청률, 25년 시청률은 역대 최저 수준



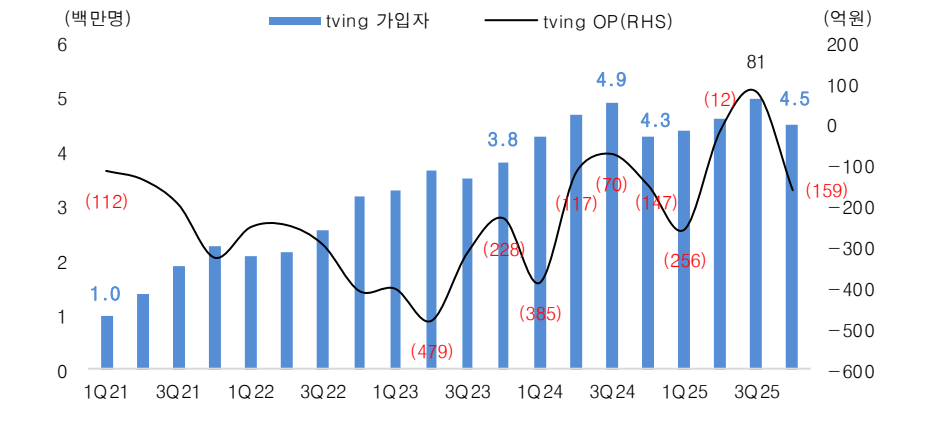
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 10.티빙을 제외한 미디어플랫폼 실적은 17년 이후 연평균 1 천억원 수준



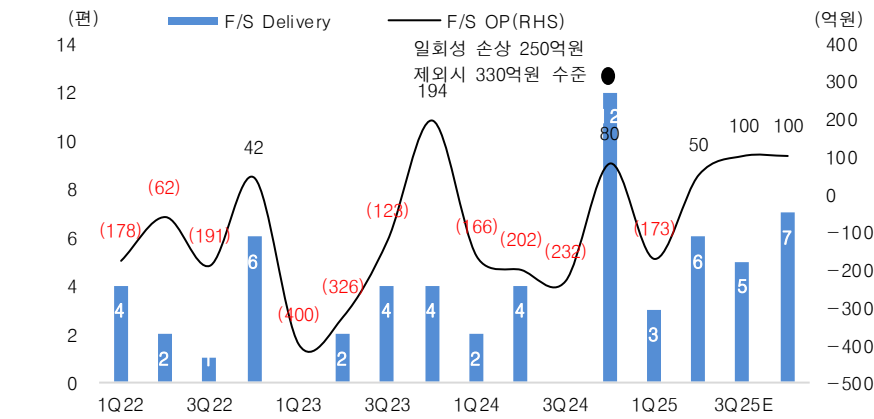
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 11.tving 가입자 및 실적, 24년 -710 억원(+709 억원), 25E OP -346 억원(+365 억원)



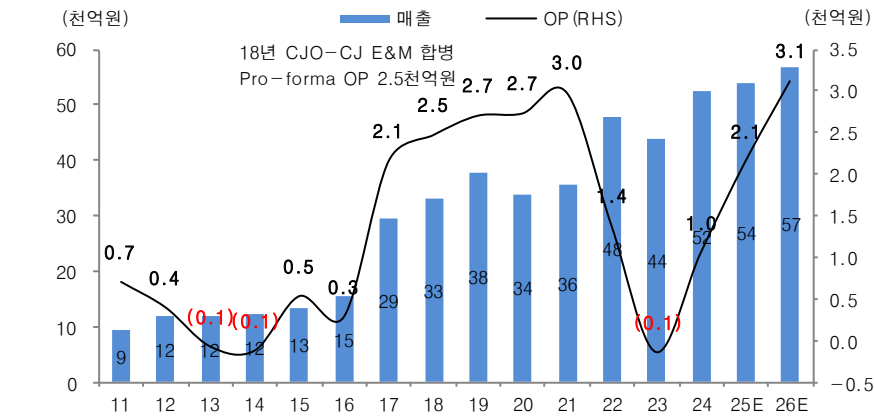
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 12.F/S 공급 편수 및 실적. 24년 -520억원(+135억원), 25E 77억원(+597억원)



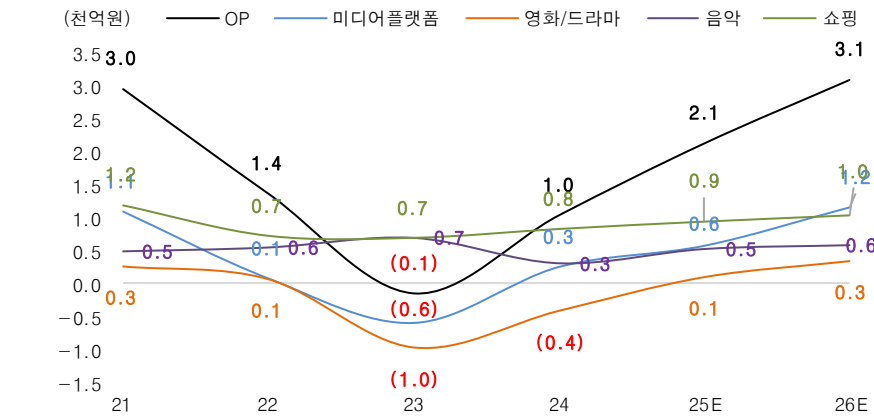
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 13.tving과 Fifth Season의 정상화가 실적 개선 견인



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 14.tving(미디어플랫폼)과 Fifth Season(영화드라마)의 실적 개선



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

- 2024년 매출 52,314억원 OP 1,045억원 지배순이익 -5,028억원
- 1Q25 매출 비중 미디어플랫폼 20%, 영화드라마 45%, 음악 13%, 커머스 22%
- 1Q25 기준 주요 주주는 CJ외 5인 42.7%

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 경합해보지 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(1Q25)

Category	Share (%)
미디어플랫폼	26%
영화드라마	28%
음악	14%
커머스	32%

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

그림 1. tving 순이용자(25.3)

Quarter	Net Subscriber (백만명)
19.5	0.7
24.5	8.3
25.3	7.0

자료: 코리아인블릭, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기별 GMV 및 쇼핑 매출 (1Q25)

Quarter	Shopping Sales (조원)
1Q12	0.2
3Q14	0.4
1Q17	0.7
3Q19	1.1
1Q22	0.9
3Q24	0.3

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 3. 방송사 점유율(25.2)

Station	Share (%)
KBS2	19.4
MBC	16.9
SBS	15.8
JTBC	13.0
CJ ENM	12.2

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 4. 방송사별 22시 평균 광고단가(25.3)

Station	Rate (백만원)
ENM 22시	14
SBS 22시	13
MBC 22시	15
KBS 22시	12

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,374	5,688	5,973
매출원가	2,851	3,520	3,719	4,007	4,228
매출총이익	1,517	1,711	1,655	1,681	1,744
판매비와관리비	1,532	1,607	1,441	1,370	1,398
영업이익	-15	104	214	311	346
영업외수익	-0.3	2.0	4.0	5.5	5.8
EBITDA	962	1,706	1,490	1,496	1,480
영업외손익	-321	-636	-113	-90	-72
관계기업손익	-59	0	38	41	48
금융수익	72	150	115	119	113
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-239	-292	-237	-226	-214
외환평가손실	25	63	28	28	28
기타	-95	-493	-29	-24	-19
법인세비용차감전순이익	-335	-532	101	220	274
법인세비용	-62	-49	-51	-53	-66
계속사업순이익	-397	-581	49	167	208
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-397	-581	49	167	208
당기순이익	-9.1	-11.1	0.9	2.9	3.5
비자비자분순이익	-81	-77	-10	8	10
자비자분순이익	-316	-503	59	159	197
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-61	101	101	101	101
포괄순이익	-458	-480	150	268	309
비자비자분포괄이익	-78	-32	-30	13	15
자비자분포괄이익	-380	-448	180	255	293

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-14,405	-22,955	2,695	7,254	9,006
PER	NA	NA	20.6	7.7	6.2
BPS	147,691	127,392	130,087	137,341	143,983
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDAPS	43,868	77,806	67,933	68,231	67,469
EV/EBITDA	4.9	2.3	2.5	2.4	2.3
SPS	199,203	238,557	245,079	259,370	272,361
PSR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	47,181	79,099	79,018	79,917	79,009
DPS	0	0	0	2,500	3,300

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	-8.8	19.8	2.7	5.8	5.0
영업이익 증/감	작전	흑전	104.9	45.2	11.3
순이익 증/감	작지	작지	흑전	240.6	24.2
수익성					
ROIC	-0.4	2.7	2.6	6.0	6.8
ROA	-0.1	1.1	2.4	3.5	3.9
ROE	-9.3	-16.7	2.1	5.4	6.4
안정성					
부채비율	138.2	153.3	132.7	123.6	113.4
순차입금비율	51.6	51.1	43.5	35.1	29.3
이자보상비율	-0.1	0.6	1.3	2.0	2.4

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,782	2,909	2,515	2,733	2,773
현금및현금성자산	1,033	973	559	702	674
매출채권 및 기타채권	1,125	1,243	1,273	1,340	1,401
재고자산	116	137	141	149	156
기타유동자산	509	556	542	542	542
비유동자산	7,168	6,407	6,226	6,133	6,098
유형자산	1,353	861	843	822	804
관계기업투자금	1,657	1,392	1,430	1,470	1,518
기타비유동자산	4,157	4,154	3,954	3,840	3,776
자산총계	9,950	9,317	8,741	8,866	8,871
유동부채	3,401	3,814	3,161	3,176	3,090
매입채무 및 기타채무	1,075	1,217	1,224	1,239	1,253
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	4,985	4,900	4,714
자비자분	3,239	2,794	2,853	3,012	3,157
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,456	2,432	2,432	2,432	2,432
이익잉여금	852	380	439	598	743
기타자비자분	-180	-129	-129	-129	-129
비자비자분	939	884	903	954	1,000
자본총계	4,178	3,678	3,756	3,965	4,157
순차입금	2,156	1,880	1,634	1,391	1,219

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,295	1,403	1,465	1,457	1,444
당기순이익	-397	-581	49	167	208
비현금항목의기감	1,431	2,315	1,684	1,585	1,525
감가상각비	977	1,602	1,276	1,185	1,134
외환손익	2	0	-3	-3	-3
자본법평가손익	59	0	-38	-41	-48
기타	394	713	448	443	442
자산부채의증감	485	-148	-88	-121	-115
기타현금흐름	-225	-184	-179	-174	-173
투자활동 현금흐름	-1,266	-936	-1,164	-1,162	-1,169
투자자산	63	173	-38	-41	-48
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	-414	143	-28
기초 현금	1,134	1,033	973	559	702
기말 현금	1,033	973	559	702	674
NOPLAT	-17	114	105	236	263
FCF	-508	505	323	370	345

[Compliance Notice]

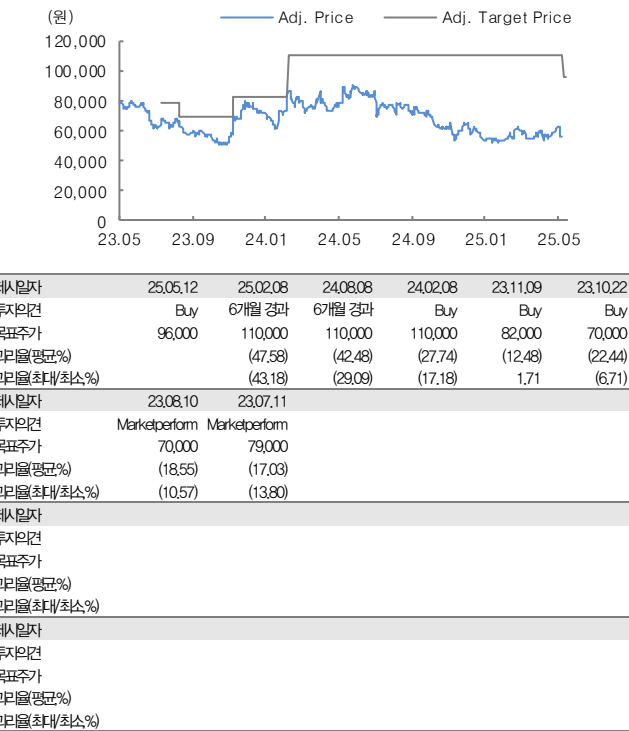
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250508)

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

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 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