

CJ ENM

(035760)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

86,000

유지

현재주가

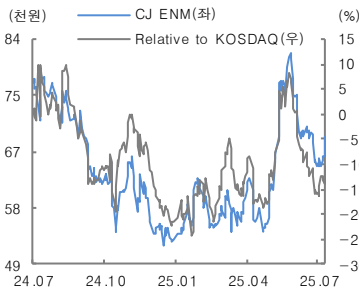
(25.08.07)

69,000

미디어업종

KOSDAQ	805.81
시가총액	1,513십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	81,800원 / 51,900원
120일 평균거래대금	55억원
외국인지분율	17.94%
주요주주	CJ 외 8 인 42.77%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.6	13.9	24.5	-3.1
상대수익률	-2.8	2.1	14.8	-10.0



막판 스퍼트

- 2Q25 매출 1.3조원(+13% yoy), OP 286억원(-19% yoy)
- 티빙과 F/S의 개선세에도 불구하고, 미디어와 커머스의 회복 주춤
- 3Q25에 티빙과 F/S 모두 흑자 달성하면서 OP 540억원(+239% yoy) 전망

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 86,000원 유지

12M FWD EPS 4,964원에 PER 17배 적용

CJ E&M과 CJO의 합병 전 5년 평균 21배 대비 20% 할인

합병 전 합산 OP 2.5천억원 수준을 회복하면 PER 21배 적용 예정

2Q25 Review: 티빙과 F/S은 개선세, 미디어와 커머스는 주춤

매출 1.3조원(+13% yoy, +15% qoq), OP 286억원(-19% yoy, +3,960% qoq)

미디어플랫폼 -80억원(-245억원 yoy), 영화드라마 -12억원(+170억원 yoy)

음악 171억원(+122억원 yoy), 커머스 214억원(-61억원 yoy) 등 -67억원 yoy

25E OP 1.6천억원(+50% / +518억원), 26E OP 2.3천억원(+46% / +721억원)

[티빙] OP -240억원(-123억원 yoy). 2Q24 가입자는 프로야구 중계 효과로 당사 추정 470만명, 2Q25 가입자는 네이버 멤버십 제휴 종료 영향으로 450만명 추정. 다만, 배달의 민족과의 제휴가 시작됐고, AVOD 가입자 유입도 지속되고 있어서, 3Q25 가입자는 480만명까지 회복 전망. 3Q OP 71억원(흑전 / +142억원 yoy) 전망. 25E OP -525억원(+186억원 yoy), 26E OP -387억원(+138억원 yoy)

[미디어플랫폼] OP -80억원(-245억원 yoy). 티빙을 제외한 실적은 160억원(-122억원 yoy). 광고가 4Q24 +17% yoy의 깜짝 반등 후 1Q25 -19% yoy에 이어서 2Q25 역시 -18% yoy의 역성장 영향. 작품 성과는 좋았으나, TV광고 시장이 아직 회복하지 못한 점이 아쉬움. <언젠가는 슬기로울 전공의 생활> 최고 8.1%, <금주를 부탁해> 최고 3.7%, <미지의 서울> 최고 8.4%. 장기 평균은 6.3%

티빙을 제외한 실적은 17~24년 연평균 1천억원 흑자. 23년 818억원, 24년 973억원, 25E 738억원, 26E 883억원

[F/S] OP 32억원(+234억원 yoy, +205억원 qoq). TV 시리즈 <Nine Perfect Strangers> S2 8회차 중 6회차 공급 등 에피소드 19개 공급으로 흑자 전환

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 -61억원(+459억원 yoy, 경상 OP 기준 +212억원 yoy) 전망

(단위: 십억원 %)

구분	2Q24	1Q25	직전추정	잠정치	2025			3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,165	1,138	1,359	1,313	12.7	15.3	1,246	1,265	12.4	-3.7
영업이익	35	1	31	29	-19.0	3,959.6	35	54	239.1	87.8
순이익	21	-62	19	109	418.7	흑전	8	26	흑전	-75.9

자료: CJ ENM, FInGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,272	5,481	5,785
영업이익	-15	104	156	228	280
세전순이익	-335	-532	131	143	207
총당기순이익	-397	-581	94	109	157
지배지분순이익	-316	-503	120	103	149
EPS	-14,405	-22,955	5,488	4,702	6,806
PER	NA	NA	12.6	14.7	10.1
BPS	147,691	127,392	132,880	137,582	142,025
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE	-9.3	-16.7	4.2	3.5	4.9

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	5,289	5,535	5,272	5,481	-0.3	-1.0
판매비와 관리비	1,514	1,415	1,486	1,461	-1.9	3.3
영업이익	163	261	156	228	-3.9	-12.5
영업이익률	3.1	4.7	3.0	4.2	-0.1	-0.5
영업외손익	-109	-86	-25	-86	적자유지	적자유지
세전순이익	53	175	131	143	145.1	-18.6
지배지분순이익	39	127	120	103	206.5	-18.6
순이익률	0.5	2.4	1.8	2.0	1.3	-0.4
EPS(지배지분순이익)	1,791	5,776	5,488	4,702	206.5	-18.6

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

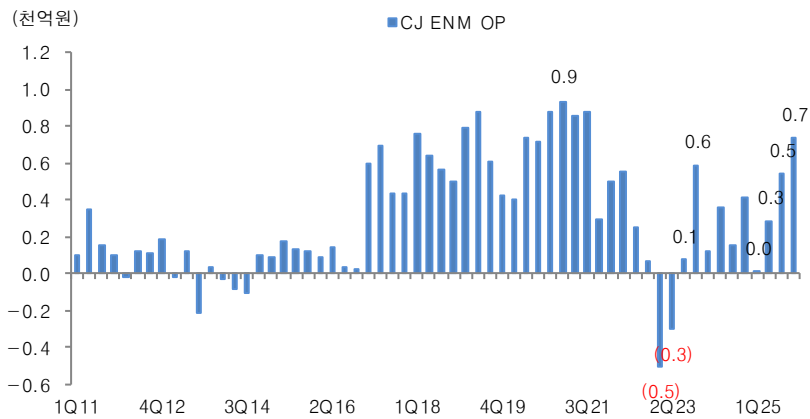
표 1. CJ ENM 실적 추정

(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	13,129	12,645	15,568	47,922	43,684	52,314	52,725	54,808
영업이익	123	353	158	410	7	286	538	732	1,374	-146	1,045	1,563	2,284
미디어플랫폼	-35	165	108	15	-57	-80	224	126	78	-600	253	213	496
영화드라마	-178	-182	-60	7	-232	-12	445	57	71	-975	-413	-141	293
음악	48	49	24	189	27	171	178	237	558	709	309	613	621
커머스	262	275	91	203	258	214	101	322	724	692	831	896	913
영업이익 증감									-1,595	-1,520	1,191	518	721
TV 광고 성장률(yoy)	-2.7	-15.7	-1.5	16.6	-18.9	-18.2	-2	8.3	-6.4	-28.2	-2.0	-7.2	8.8
티빙 가입자	4,300	4,700	4,900	4,300	4,400	4,500	4,800	4,500	3,200	3,800	4,300	4,500	5,000
티빙 손익	-385	-117	-71	-147	-257	-240	71	-99	-1,192	-1,420	-710	-525	-387
티빙 손익 증감									-429	-228	709	186	138
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	32	30	50	-389	-655	-520	-61	200
Fifth Season 손익 증감									-266	135	459	261	

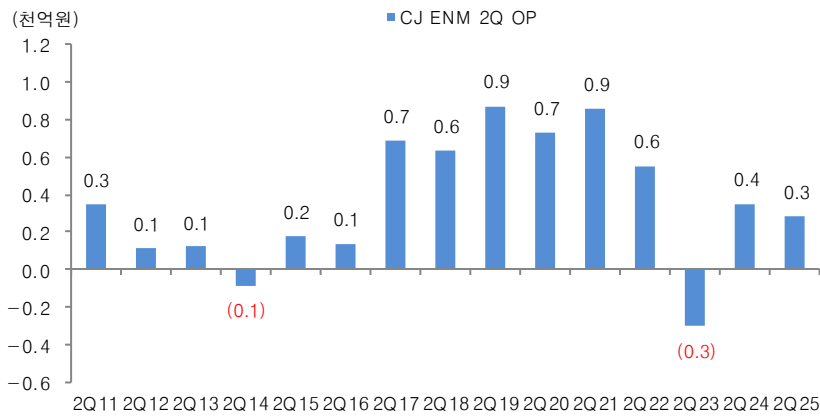
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

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



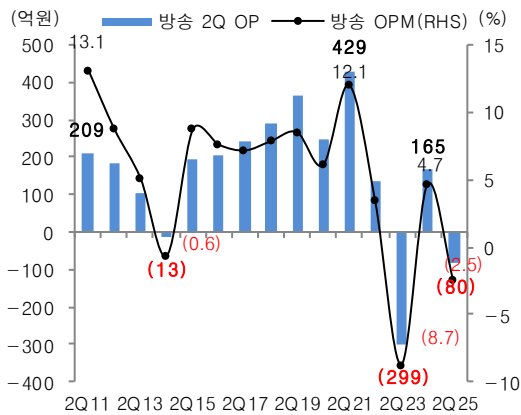
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 2Q25 OP 286 억원(-19% / -67 억원 yoy), 미디어와 커머스의 주춤



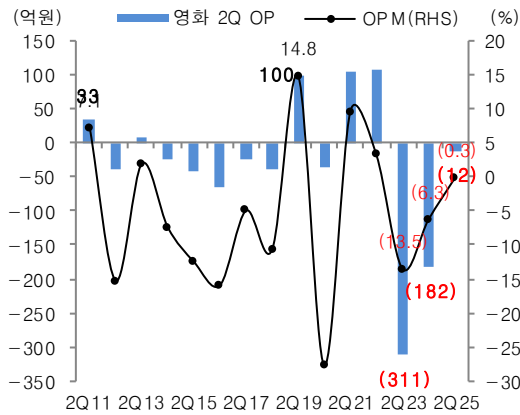
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 미디어플랫폼 2Q OP -80 억원(-245 억원 yoy)



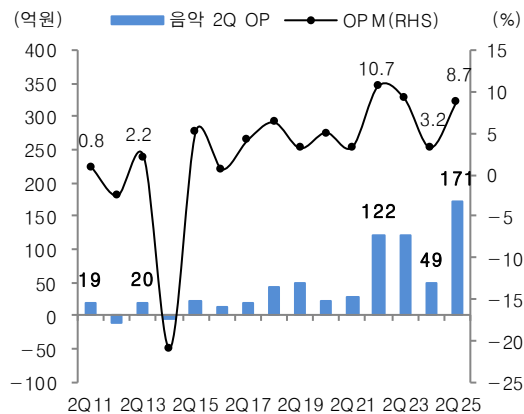
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 영화드라마 2Q OP -12 억원(+170 억원 yoy)



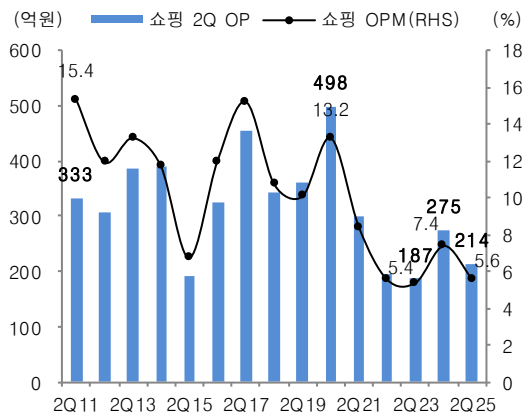
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 음악 2Q OP 171 억원(+122 억원 yoy)



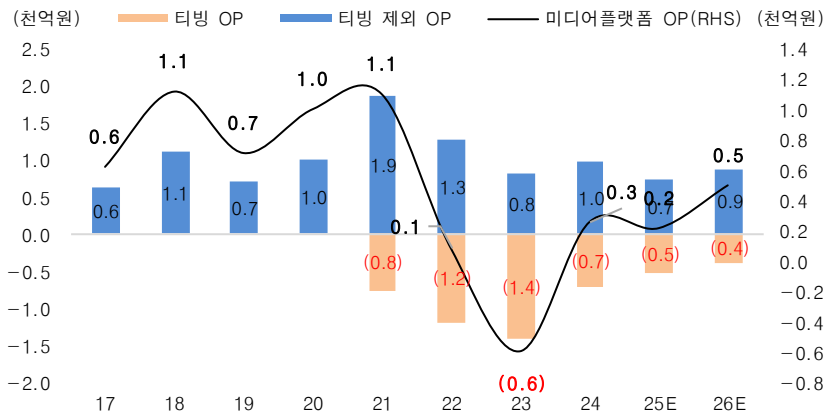
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 커머스 2Q OP 214 억원(-61 억원 yoy)



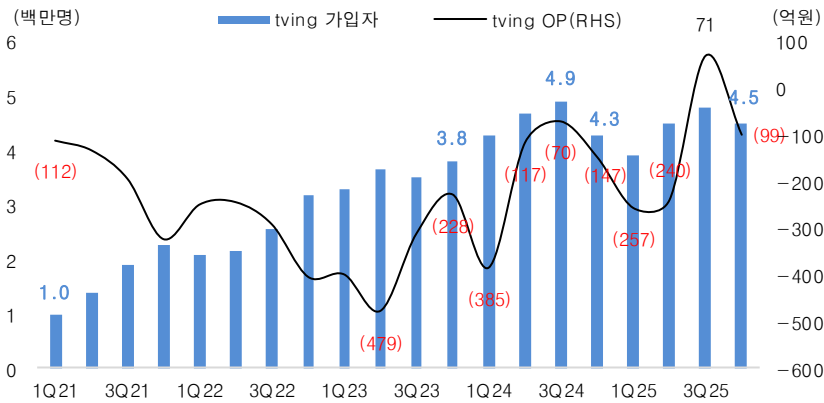
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 티빙을 제외한 미디어플랫폼 실적은 17년 이후 연평균 1 천억원 수준



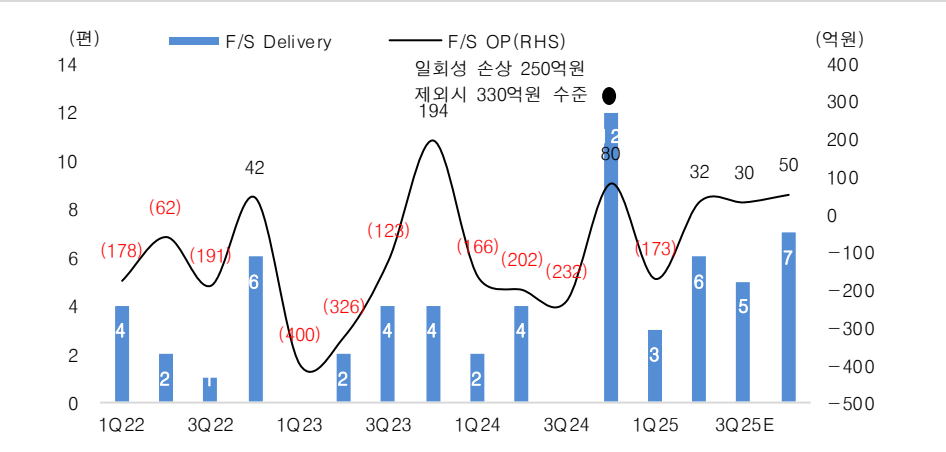
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. tving 가입자 및 실적. 24년 -710 억원(+709 억원), 25E OP -525 억원(+186 억원)



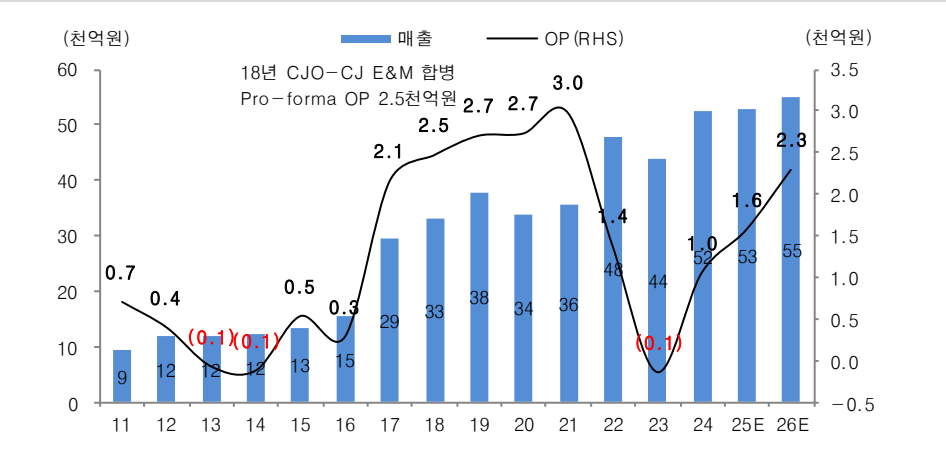
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. F/S 공급 편수 및 실적. 24년 -520억원(+135억원), 25E -61억원(+459억원)



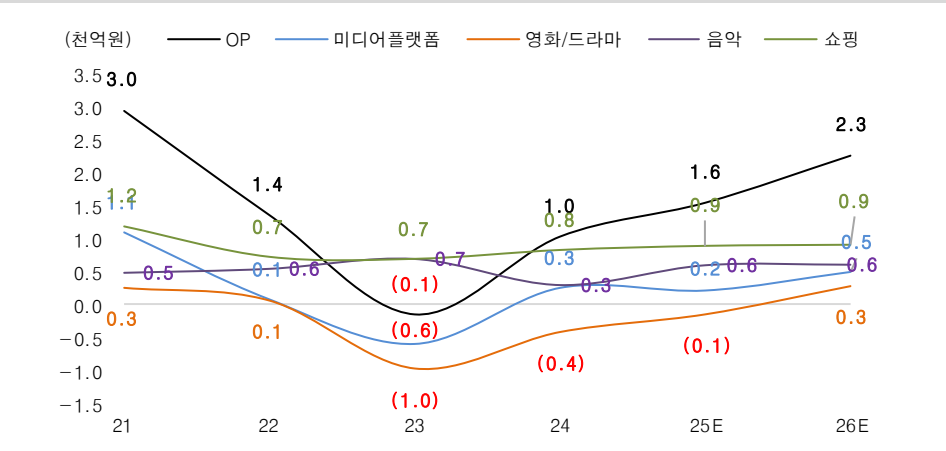
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 10.tving과 Fifth Season의 정상화가 실적 개선 견인



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 11.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
- 2Q25 매출 비중 미디어플랫폼 24%, 영화드라마 31%, 음악 15%, 커머스 30%
- 2Q25 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

매출 비중(2Q25)

Category	Share (%)
영화드라마	31%
미디어플랫폼	24%
커머스	30%
음악	15%

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

그림 1. tving 순이용자(25.6)

Period	Value (백만명)
15.6	0.5
23.12	6.3
24.12	5.4
25.5	4.2

자료: 코리안블릭, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기별 GMV 및 쇼핑 매출 (2Q25)

Category	1Q12	1Q14	1Q16	1Q18	1Q20	1Q22	1Q24
기타	0.2	0.4	0.7	0.9	1.1	1.0	0.9
TV	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3
디지털	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3
쇼핑 매출 (RH)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3
GMV	0.4	0.8	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 3. 방송사 점유율(25.5)

Station	11.12	13.8	15.4	16.12	18.8	20.4	21.12	23.8	25.4
JTBC	1.8	5.9	17.1	8.6	22.3	25.5			
CJ ENM	10.5								
지상파	48.5								

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 4. 방송사별 22시 평균 광고단가(25.6)

Station	월	화	수	목	금	토	일
ENM 22시	14	15	12	14	17	9	9
SBS 22시	13	13	12	12	17	17	17
MBC 22시	13	13	12	12	17	17	17
KBS 22시	13	13	12	12	17	17	17

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,272	5,481	5,785
매출원가	2,851	3,520	3,630	3,791	4,040
매출총이익	1,517	1,711	1,642	1,690	1,746
판매비와관리비	1,532	1,607	1,486	1,461	1,466
영업이익	-15	104	156	228	280
영업외수익	-0.3	2.0	3.0	4.2	4.8
EBITDA	962	1,706	1,432	1,414	1,413
영업외손익	-321	-636	-25	-86	-73
관계기업손익	-59	0	60	46	47
금융수익	72	150	158	119	113
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-239	-292	-214	-226	-214
외환평가손실	25	63	28	28	28
기타	-95	-493	-29	-24	-19
법인세비용차감전순이익	-335	-532	131	143	207
법인세비용	-62	-49	-36	-34	-50
계속사업순이익	-397	-581	94	109	157
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-397	-581	94	109	157
당기순이익	-9.1	-11.1	1.8	2.0	2.7
비자비분순이익	-81	-77	-26	5	8
자비분순이익	-316	-503	120	103	149
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-61	101	101	101	101
포괄순이익	-458	-480	195	209	258
비자비분포괄이익	-78	-32	-54	10	13
자비분포괄이익	-380	-448	249	199	245

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-14,405	-22,955	5,488	4,702	6,806
PER	NA	NA	12.6	14.7	10.1
BPS	147,691	127,392	132,880	137,582	142,025
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	43,868	77,806	65,301	64,473	64,453
EV/EBITDA	4.9	2.3	2.8	2.7	2.7
SPS	199,203	238,557	240,432	249,932	263,822
PSR	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
CFPS	47,181	79,099	79,368	76,159	75,994
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	0.8	4.0	5.6
영업이익 증/감	작전	흑전	49.6	46.1	22.5
순이익 증/감	작전	작전	흑전	15.1	44.7
수익성					
ROIC	-0.4	2.7	2.8	4.5	5.6
ROA	-0.1	1.1	1.7	2.6	3.2
ROE	-9.3	-16.7	4.2	3.5	4.9
안정성					
부채비율	138.2	153.3	129.8	123.1	114.7
순차입금비율	51.6	51.1	40.6	34.5	30.9
이자보상비율	-0.1	0.6	1.0	1.5	2.0

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,782	2,909	2,568	2,702	2,680
현금및현금성자산	1,033	973	637	721	626
매출채권 및 기타채권	1,125	1,243	1,252	1,296	1,361
재고자산	116	137	138	144	152
기타유동자산	509	556	542	542	542
비유동자산	7,168	6,407	6,249	6,160	6,125
유형자산	1,353	861	843	822	804
관계기업투자금	1,657	1,392	1,452	1,498	1,545
기타비유동자산	4,157	4,154	3,954	3,840	3,776
자산총계	9,950	9,317	8,817	8,863	8,806
유동부채	3,401	3,814	3,156	3,166	3,081
매입채무 및 기타채무	1,075	1,217	1,219	1,229	1,244
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	4,980	4,890	4,705
자본부분	3,239	2,794	2,914	3,017	3,114
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,456	2,432	2,432	2,432	2,432
이익잉여금	852	380	500	603	700
기타자본변동	-180	-129	-129	-129	-129
비자비분	939	884	923	955	986
자본총계	4,178	3,678	3,837	3,972	4,101
순차입금	2,156	1,880	1,556	1,372	1,267

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,295	1,403	1,507	1,414	1,391
당기순이익	-397	-581	94	109	157
비현금항목의가감	1,431	2,315	1,646	1,562	1,509
감가상각비	977	1,602	1,276	1,185	1,134
외환손익	2	0	-3	-3	-3
자본법평가손익	59	0	-60	-46	-47
기타	394	713	433	425	426
자산부채의증감	485	-148	-69	-101	-119
기타현금흐름	-225	-184	-164	-156	-157
투자활동 현금흐름	-1,266	-936	-1,187	-1,167	-1,168
투자자산	63	173	-60	-46	-47
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	-337	84	-95
기초 현금	1,134	1,033	973	637	721
기말 현금	1,033	973	637	721	626
NOPLAT	-17	114	113	174	213
FCF	-508	505	331	308	295

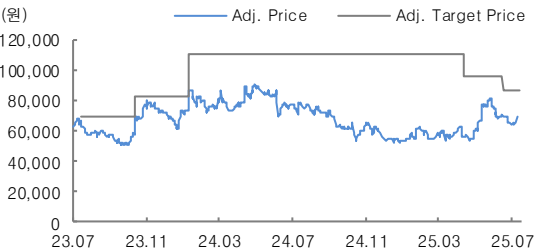
[Compliance Notice]

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	25.08.08	25.07.15	25.05.11	25.02.08	24.08.08	24.02.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy
목표주가	86,000	86,000	96,000	110,000	110,000	110,000
과다율(평균%)		(22.47)	(29.31)	(47.58)	(42.48)	(27.74)
과다율(최대/최소%)		(18.95)	(14.79)	(43.18)	(29.09)	(17.18)
제시일자	23.11.09	23.10.22	23.08.10			
투자의견	Buy	Buy	Marketperform			
목표주가	82,000	70,000	70,000			
과다율(평균%)	(12.48)	(22.44)	(18.55)			
과다율(최대/최소%)	1.71	(6.71)	(10.57)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250805)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	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 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