

CJ ENM

(035760)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

86,000

유지

현재주가

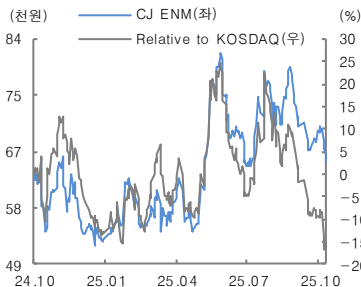
64,800

(25.11.06)

미디어업종

KOSDAQ	898.17
시가총액	1,421십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	81,800원 / 51,900원
120일 평균거래대금	62억원
외국인지분율	18.60%
주요주주	CJ 외 8 인 42.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.8	-1.7	3.7	2.2
상대수익률	-12.3	-12.0	-16.7	-15.4



다 미루어질지니

- 3Q25 매출 1,2조원(+11% yoy), OP 176억원(+11% yoy)
- 광고, 티빙, F/S 실적 개선 지연. 커머스는 MLC 중심 성장
- 티빙과 F/S 등 주요 손실 분야는 이익 창출 가시권 진입

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 86,000원 유지

12M FWD EPS 4,765원에 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

3Q25 Review: 광고, 티빙, F/S 실적 개선 지연. 개선 방향성은 명확

매출 1,2조원(+11% yoy, -5% qoq), OP 176억원(+11% yoy, -39% qoq)

미디어플랫폼 -33억원(-140억원 yoy), 영화드라마 68억원(+128억원 yoy)

음악 19억원(-5억원 yoy), 커머스 126억원(+34억원 yoy) 등 +17억원 yoy

25E OP 1.1천억원(+2% / +20억원), 26E OP 2.1억원(+97% / +1,027억원)

[미디어플랫폼] 시청률 회복과 광고 수익 개선 사이에 시차 발생

OP -33억원(-140억원 yoy). 티빙을 제외한 실적은 129억원(-50억원)

TV 광고 -27% yoy. tN 주요 작품들의 평균 시청률은 1Q 3%, 2Q 6%, 3Q 9%로 빠르게 개선되고 있으나, 3Q 광고는 상반기 부진한 시청률에 기반한 선판매

4Q 시청률도 8%대를 형성 중이어서, 4Q 광고는 전년 수준 회복 전망

미디어플랫폼 OP 전망. 4Q 94억원(+78억원 yoy), 26E 402억원(+478억원)

[티빙] 가입자는 아쉽지만, 티빙-웨이브 통합 플랫폼에 따른 광고 수익 기대

OP -161억원(-90억원 yoy). 가입자는 네이버 멤버십 제휴 종료에 따른 감소를 배민 제휴 및 AVOD 유입으로 일정 부분 만회, 430만명 추정

4Q 가입자 450만명, OP -40억원(+107억원 yoy) 전망. 티빙-웨이브 통합 광고 플랫폼 도입에 따라 1천만명 기반의 광고 상품 판매로 실적 개선 전망

25E OP -698억원(+13억원 yoy), 26E OP -276억원(+421억원)

[F/S] 작품 공급은 안정적. 제작 규모에 따른 손익 변동

OP -21억원(+211억원 yoy). TV 시리즈 <The Savant>(제시카 차스테인. 애플 TV+), <His & Hers> 등 2편, 에피소드 10개와 영화 1편 공급

22~24년 3년의 과도기를 거친 후 TV 시리즈 연간 7편 수준 안정적으로 공급

25E OP -162억원(+358억원 yoy). 26E OP 200억원(+362억원)

[음악] 3Q 앨범 발매 및 콘서트 등 부족. 4Q 제베원 월드 투어 등 연말 효과 기대

[커머스] 3Q 비수기지만 MLC 중심 순조로운 디지털 전환. 4Q 성수기 효과 기대

(단위: 십억원 %)

구분	3Q24	2025	작전추정	잠정치	3Q25			4Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,125	1,313	1,200	1,246	10.8	-5.1	1,245	1,661	-7.1	33.4
영업이익	16	29	33	18	10.5	-38.8	27	60	45.7	241.1
순이익	-483	126	15	46	흑전	-63.6	9	24	흑전	-47.0

자료: CJ ENM, FmGuide, Daishin증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,358	5,603	6,003
영업이익	-15	104	107	209	249
세전순이익	-335	-532	168	141	201
총당기순이익	-397	-581	138	107	153
지배지분순이익	-316	-503	134	102	145
EPS	-14,405	-22,955	6,107	4,643	6,611
PER	NA	NA	10.6	14.0	9.8
BPS	147,691	127,392	133,499	138,142	142,388
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE	-9.3	-16.7	4.7	3.4	4.7

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	5,286	5,530	5,358	5,603	1.4	1.3
판매비와 관리비	1,535	1,445	1,604	1,546	4.5	7.0
영업이익	130	230	107	209	-18.3	-9.2
영업이익률	2.5	4.2	2.0	3.7	-0.5	-0.4
영업외손익	-20	-68	62	-68	흑자조정	적자유지
세전순이익	110	162	168	141	52.8	-13.1
지배지분순이익	108	117	134	102	23.7	-13.1
순이익률	1.5	2.2	2.6	1.9	1.1	-0.3
EPS(지배지분순이익)	4,938	5,341	6,107	4,643	23.7	-13.1

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

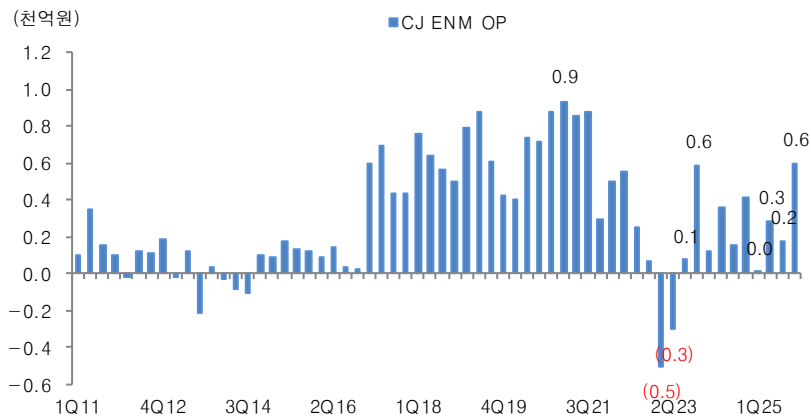
표 1. CJ ENM 실적 추정

(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	12,456	16,612	47,922	43,684	52,314	53,579	56,031
영업이익	123	353	158	410	7	286	176	596	1,374	-146	1,045	1,065	2,092
미디어플랫폼	-35	165	108	15	-57	-80	-33	94	78	-600	253	-76	402
영화드라마	-178	-182	-60	7	-232	-12	68	69	71	-975	-413	-105	308
음악	48	49	24	189	27	171	19	193	558	709	309	409	523
커머스	262	275	91	203	258	214	126	250	724	692	831	849	899
영업이익 증감									-1,595	-1,520	1,191	20	1,027
TV 광고 성장률(yoy)	-2.7	-15.7	-1.5	16.6	-18.9	-18.2	-27.1	-0.0	-6.4	-28.2	-2.0	-15.6	9.6
티빙 가입자	4,300	4,700	4,900	4,300	3,900	4,200	4,300	4,500	3,200	3,800	4,300	4,500	5,000
티빙 손익	-385	-117	-71	-147	-257	-240	-161	-40	-1,192	-1,420	-710	-598	-276
티빙 손익 증감									-429	-228	709	13	421
Fifth Season 콘텐츠 공급	2	4	0	12	3	6	4	8	13편	10편	18편	21편	21편
Fifth Season 손익	-166	-202	-232	80	-173	32	-21	0	-389	-655	-520	-162	200
Fifth Season 손익 증감										-266	135	358	362

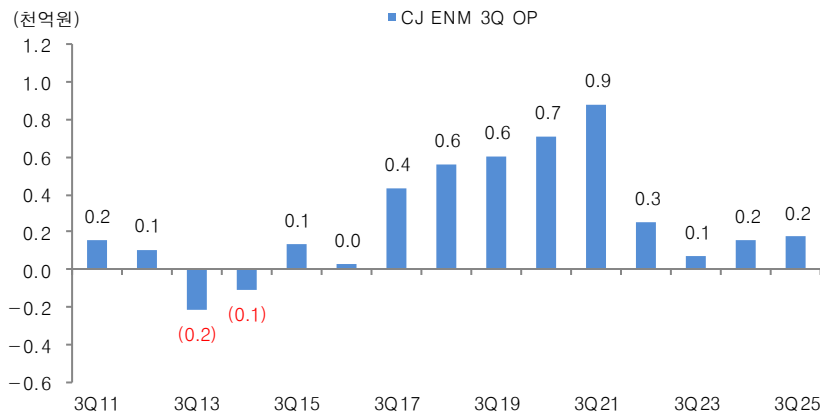
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

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



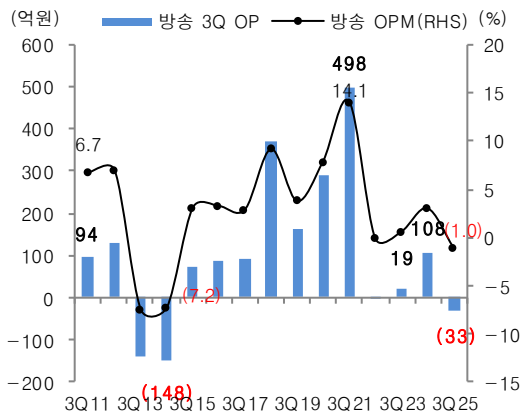
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 3Q25 OP 176 억원(+11% / +17 억원 yoy). 광고, 티빙, 음악, F/S 부진 커머스 양호



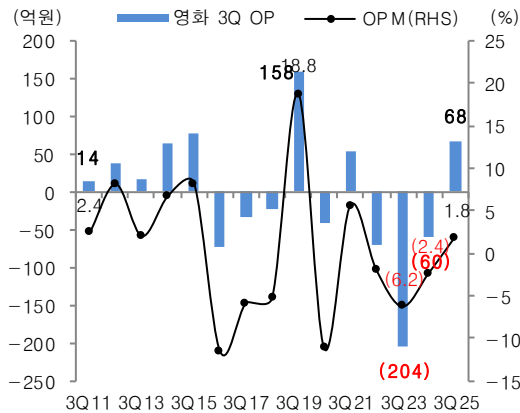
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 3. 미디어플랫폼 3Q OP -33 억원(-140 억원 yoy)



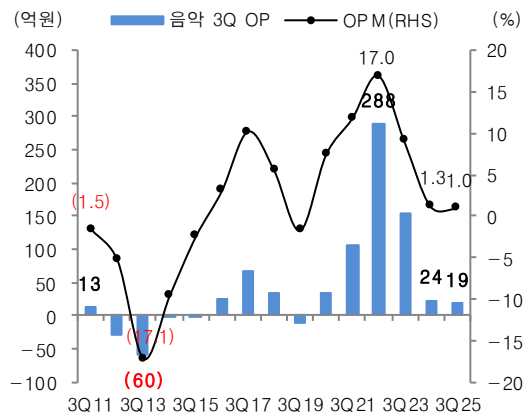
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 4. 영화드라마 3Q OP 38 억원(+128 억원 yoy)



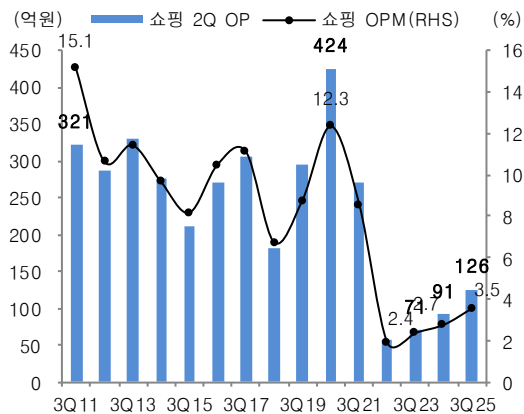
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 5. 음악 3Q OP 19억원(-5억원 yoy)



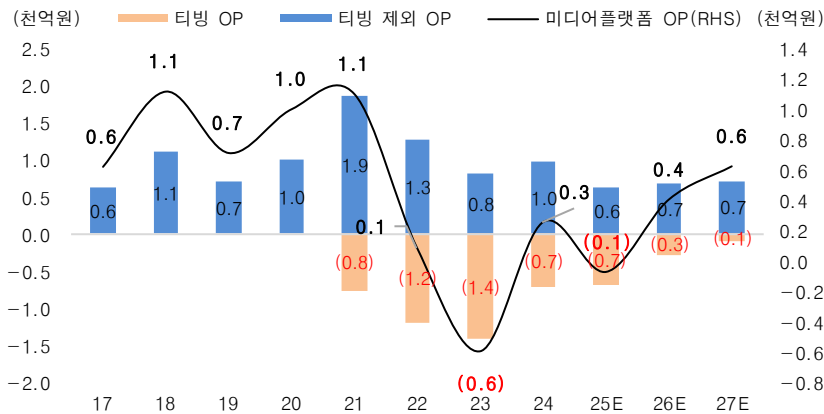
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 커머스 3Q OP 126억원(+34억원 yoy)



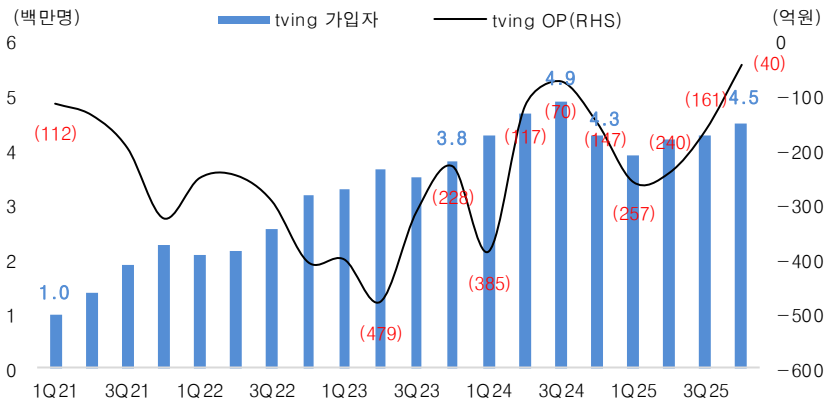
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

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



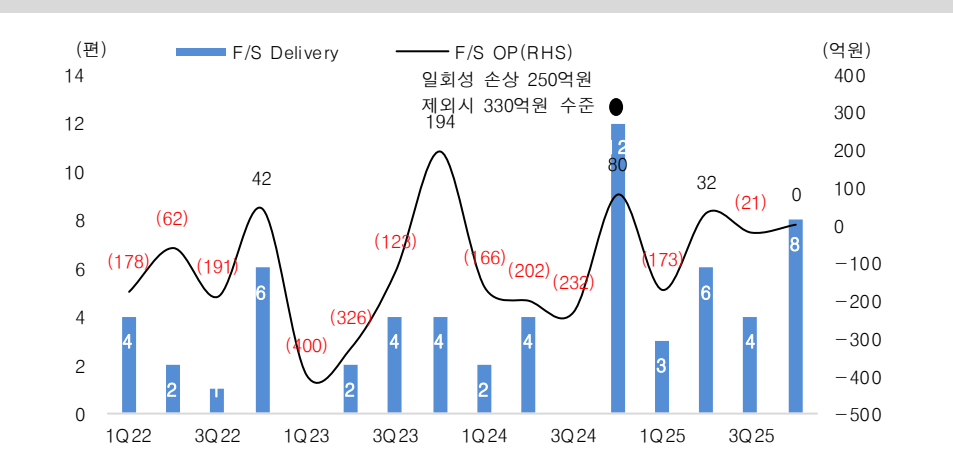
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. tving 가입자 및 실적. 25E OP -698억원(+13억원), 26E OP -276억원(+421억원)



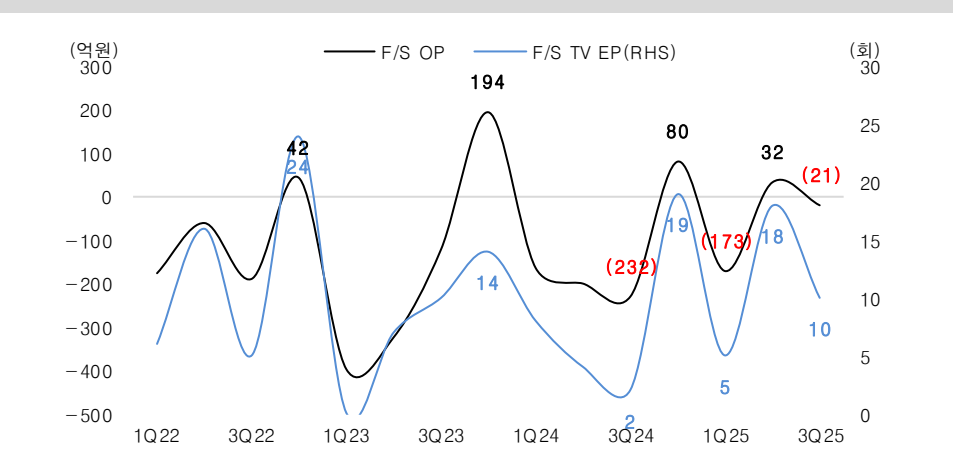
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. F/S 공급 편수 및 실적. 25E -162 억원(+358 억원), 26E 200 억원(+362 억원)



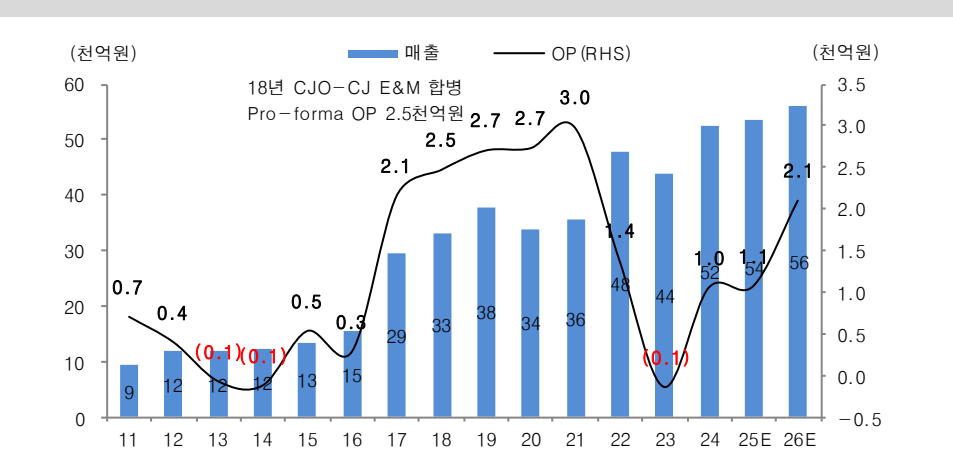
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 10.F/S TV 에피소드 및 실적



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 11.tving 과 Fifth Season 의 정상화가 실적 개선 견인



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

1. 기업개요

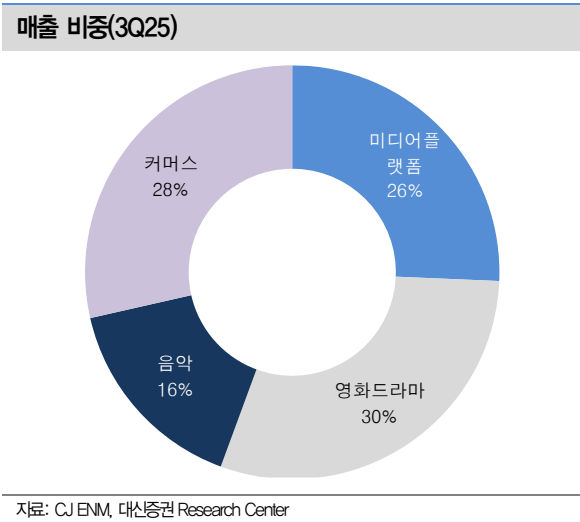
기업 및 주요 주주 현황

- 2024년 매출 52,314억원 OP 1,045억원 지배순이익 -5,028억원
- 3Q25 매출 비중 미디어플랫폼 26%, 영화드라마 30%, 음악 16%, 커머스 28%
- 3Q25 기준 주요 주주는 CJ외 8인 42.8%

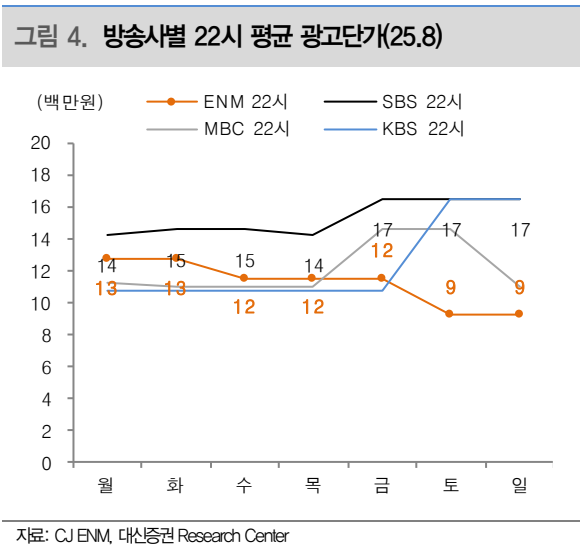
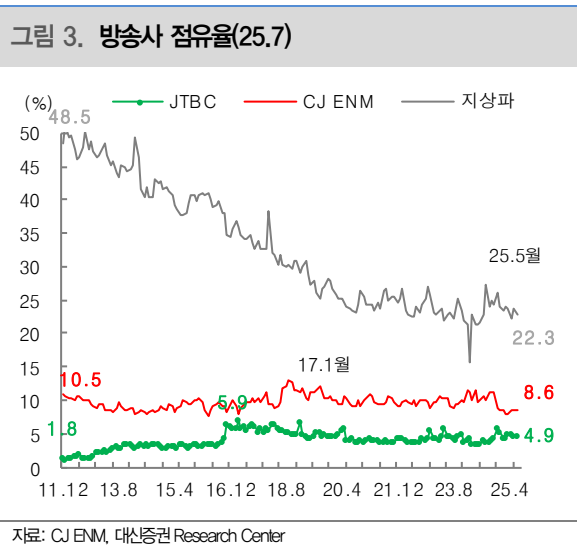
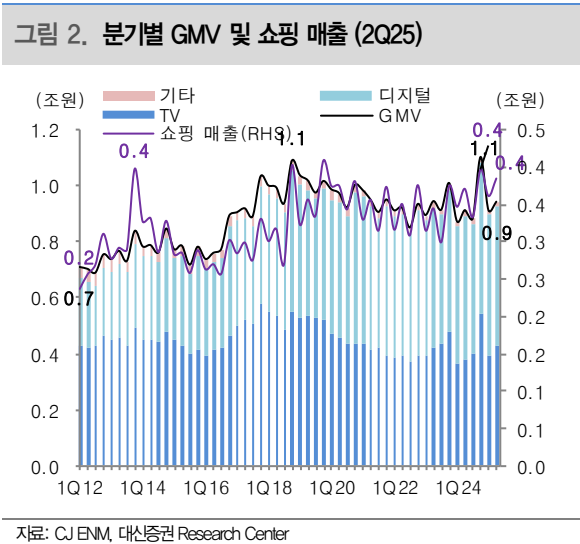
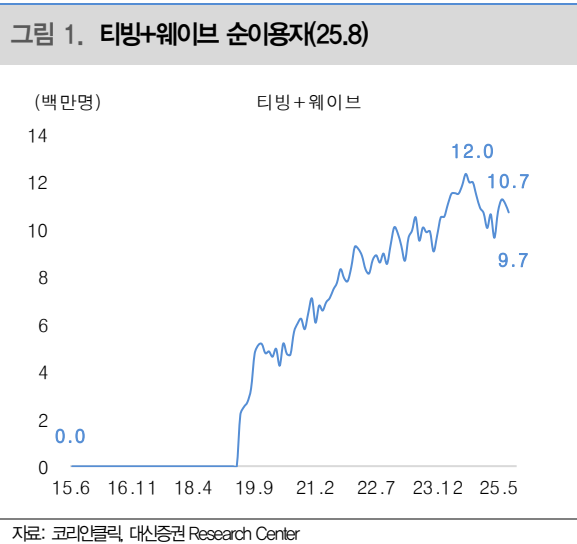
주가 변동요인

- 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 경합해보지 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



재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,358	5,603	6,003
매출원가	2,851	3,520	3,647	3,848	4,152
매출총이익	1,517	1,711	1,710	1,755	1,851
판매비와관리비	1,532	1,607	1,604	1,546	1,602
영업이익	-15	104	107	209	249
영업외수익	-0.3	2.0	2.0	3.7	4.1
EBITDA	962	1,706	1,382	1,395	1,383
영업외손익	-321	-636	62	-68	-48
관계기업손익	-59	0	59	61	70
금융수익	72	150	138	119	113
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-239	-292	-209	-226	-214
외환평가손실	25	63	28	28	28
기타	-95	-493	73	-22	-17
법인세비용차감전순이익	-335	-532	168	141	201
법인세비용	-62	-49	-30	-34	-48
계속사업순이익	-397	-581	138	107	153
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-397	-581	138	107	153
당기순이익	-9.1	-11.1	2.6	1.9	2.5
비배분분순이익	-81	-77	4	5	8
자배분분순이익	-316	-503	134	102	145
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-61	101	101	101	101
포괄순이익	-458	-480	239	208	254
비배분포괄이익	-78	-32	7	10	13
자배분포괄이익	-380	-448	232	198	241

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-14,405	-22,955	6,107	4,643	6,611
PER	NA	NA	10.6	14.0	9.8
BPS	147,691	127,392	133,499	138,142	142,388
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	43,868	77,806	63,030	63,597	63,049
EV/EBITDA	4.9	2.3	2.8	2.7	2.7
SPS	199,203	238,557	244,330	255,505	273,759
PSR	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2
CFPS	47,181	79,099	81,124	75,389	74,689
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	2.4	4.6	7.1
영업이익 증/감	작전	흑전	1.9	96.4	19.1
순이익 증/감	작지	작지	흑전	-22.2	42.4
수익성					
ROIC	-0.4	2.7	2.2	4.1	4.9
ROA	-0.1	1.1	1.2	2.4	2.8
ROE	-9.3	-16.7	4.7	3.4	4.7
안정성					
부채비율	138.2	153.3	129.3	122.8	114.7
순차입금비율	51.6	51.1	40.3	34.9	32.5
이자보상비율	-0.1	0.6	0.6	1.3	1.8

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,782	2,909	2,591	2,710	2,665
현금및현금성자산	1,033	973	639	700	559
매출채권 및 기타채권	1,125	1,243	1,270	1,322	1,407
재고자산	116	137	140	147	157
기타유동자산	509	556	542	542	542
비유동자산	7,168	6,407	6,248	6,174	6,162
유형자산	1,353	861	843	822	804
관계기업투자금	1,657	1,392	1,451	1,512	1,581
기타비유동자산	4,157	4,154	3,954	3,840	3,776
자산총계	9,950	9,317	8,839	8,885	8,827
유동부채	3,401	3,814	3,160	3,172	3,091
매입채무 및 기타채무	1,075	1,217	1,224	1,235	1,255
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	4,984	4,896	4,716
자본부분	3,239	2,794	2,928	3,029	3,122
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,456	2,432	2,432	2,432	2,432
이익잉여금	852	380	513	615	708
기타자본변동	-180	-129	-129	-129	-129
비배분부분	939	884	927	959	989
자본총계	4,178	3,678	3,854	3,988	4,111
순차입금	2,156	1,880	1,554	1,393	1,334

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,295	1,403	1,535	1,390	1,345
당기순이익	-397	-581	138	107	153
비현금항목의기감	1,431	2,315	1,641	1,546	1,485
감가상각비	977	1,602	1,276	1,185	1,134
외환손익	2	0	-3	-3	-3
자본법평가손익	59	0	-59	-61	-70
기타	394	713	427	424	424
자산부채의증감	485	-148	-85	-108	-138
기타현금흐름	-225	-184	-158	-155	-155
투자활동 현금흐름	-1,266	-936	-1,186	-1,182	-1,191
투자자산	63	173	-59	-61	-70
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	-334	61	-141
기초 현금	1,134	1,033	973	639	700
기말 현금	1,033	973	639	700	559
NOPLAT	-17	114	87	159	189
FCF	-508	505	306	293	271

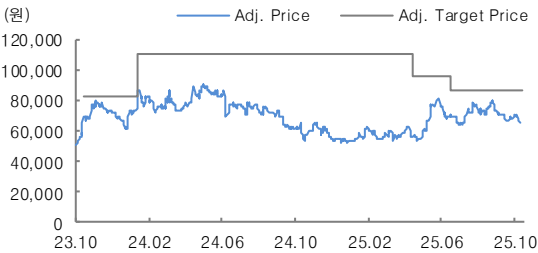
[Compliance Notice]

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	25.11.07	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%)		(17.43)	(29.31)	(47.58)	(42.48)	(27.74)
과다율(최대/최소%)		(7.44)	(14.79)	(43.18)	(29.09)	(17.18)

제시일자	23.11.09	
투자의견	Buy	
목표주가	82,000	
과다율(평균%)	(12.48)	
과다율(최대/최소%)	1.71	

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

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

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 2025.11.04)

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