

CJ ENM (035760)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

86,000

하향

현재주가

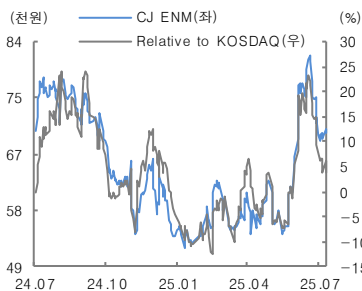
69,900

(25.07.15)

미디어업종

KOSDAQ	812.88
시가총액	1,533십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	81,800원 / 51,900원
120일 평균거래대금	54억원
외국인지분율	17.75%
주요주주	CJ 외 8 인 42.77%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.8	23.5	30.9	-9.1
상대수익률	-14.7	8.2	14.6	-4.6



거의 다 왔습니다. 잠시만요

- 2Q25 매출 1.4조원(+17% yoy), OP 312억원(-12% yoy) 전망
- 티빙과 F/S의 개선세에도 불구하고, 미디어와 커머스의 회복 주춤
- 3Q25에 티빙과 F/S 모두 흑자 달성하면서 OP 620억원(+291% yoy) 전망

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 86,000원으로 10% 하향

12M FWD EPS 4,116원에 PER 21배 적용(CJ E&M과 CJO의 합병 전 5년 평균) 실적 회복이 지연되면서 25년과 26년 EPS를 각각 -34%, -20% 하향 12M FWD EPS는 4,593원에서 4,116원으로 10% 하향

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

매출 1.4조원(+17% yoy, +19% qoq), OP 312억원(-12% yoy, +4,327% qoq) 전망 미디어플랫폼 27억원(-138억원 yoy), 영화드라마 29억원(+211억원 yoy) 음악 52억원(+3억원 yoy), 커머스 215억원(-60억원 yoy) 등 -41억원 yoy 25E OP 1.6천억원(+56% / +581억원), 26E OP 2.6천억원(+61% / +985억원)

[티빙] OP -213억원(-97억원 yoy) 전망. 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 72억원(흑전 / +142억원 yoy) 전망. 25E OP -512억원(+198억원 yoy), 26E OP -120억원(+393억원 yoy)

[미디어플랫폼] OP 27억원(-138억원 yoy) 전망. 티빙을 제외한 실적은 240억원(-41억원 yoy). 광고가 4Q24 +17% yoy의 깜짝 반등 후 1Q25 -19% yoy에 있어서 2Q25 역시 -18% yoy의 역성장(추정) 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 892억원, 26E 966억원. 티빙이 적자에서 벗어나는 중이기 때문에, 26년부터는 다시 캐쉬카우의 지위를 회복할 것으로 전망

[F/S] OP 50억원(+252억원 yoy, +223억원 qoq) 전망. TV 시리즈 <Nine Perfect Strangers> S2 8회차 중 6회차 공급 등 에피소드 19개 공급으로 흑자 전환 전망

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 57억원(+577억원 yoy, 경상 OP 기준 +330억원 yoy) 전망

(단위: 십억원 %)

구분	2Q24	1Q25	직전추정	당사추정	2Q25(F)			3Q25		
					YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ	
매출액	1,165	1,138	1,405	1,359	16.7	19.4	1,245	1,265	12.4	-6.9
영업이익	35	1	57	31	-11.7	4,326.5	38	62	290.9	98.5
순이익	21	-62	34	19	-7.5	흑전	10	41	흑전	110.8

자료: CJ ENM, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,289	5,535	5,820
영업이익	-15	104	163	261	305
세전순이익	-335	-532	53	175	232
총당기순이익	-397	-581	25	133	176
지배지분순이익	-316	-503	39	127	167
EPS	-14,405	-22,955	1,791	5,776	7,627
PER	NA	NA	38.9	12.1	9.1
BPS	147,691	127,392	129,183	134,959	140,223
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE	-9.3	-16.7	1.4	4.4	5.5

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	5,374	5,688	5,289	5,535	-1.6	-2.7
판매비와 관리비	1,441	1,370	1,514	1,415	5.1	3.3
영업이익	214	311	163	261	-24.0	-16.0
영업이익률	4.0	5.5	3.1	4.7	-0.9	-0.7
영업외손익	-113	-90	-109	-86	작자유지	작자유지
세전순이익	101	220	53	175	-46.9	-20.4
지배지분순이익	59	159	39	127	-33.5	-20.4
순이익률	0.9	2.9	0.5	2.4	-0.4	-0.5
EPS(지배지분순이익)	2,695	7,254	1,791	5,776	-33.5	-20.4

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

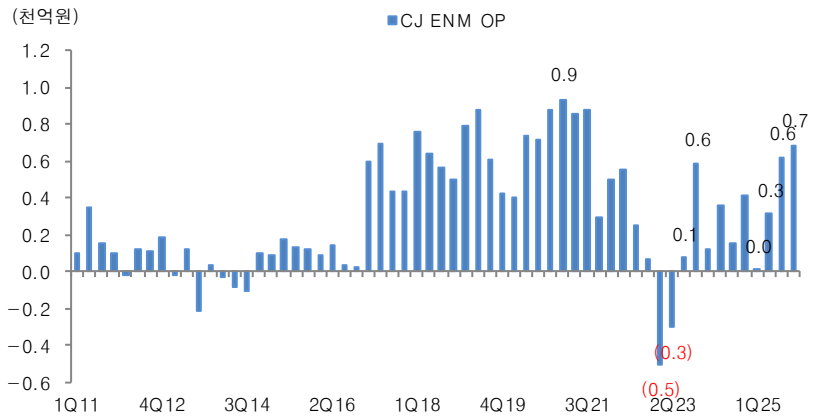
표 1. CJ ENM 실적 추정

(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	13,587	12,645	15,278	47,922	43,684	52,314	52,893	55,352
영업이익	123	353	158	410	7	312	619	688	1,374	-146	1,045	1,626	2,610
미디어플랫폼	-35	165	108	15	-57	27	252	157	78	-600	253	379	846
영화드라마	-178	-182	-60	7	-232	29	89	57	71	-975	-413	-56	334
음악	48	49	24	189	27	52	178	226	558	709	309	483	584
커머스	262	275	91	203	258	215	109	257	724	692	831	840	886
영업이익 증감									-1,595	-1,520	1,191	581	985
TV 광고 성장률(yoy)	-2.7	-15.7	-1.5	16.6	-18.9	-18.0	-2.0	8.3	-6.4	-28.2	-2.0	-7.2	8.7
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	-213	72	-114	-1,192	-1,420	-710	-512	-120
티빙 손익 증감									-429	-228	709	198	393
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	80	100	-389	-655	-520	57	280
Fifth Season 손익 증감										-266	135	577	223

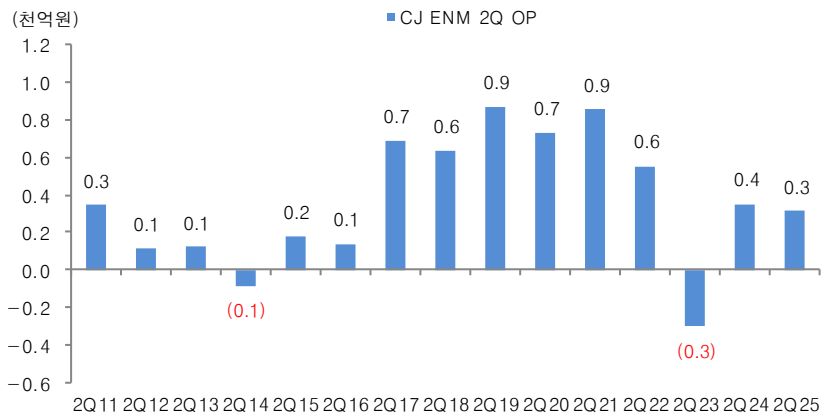
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

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



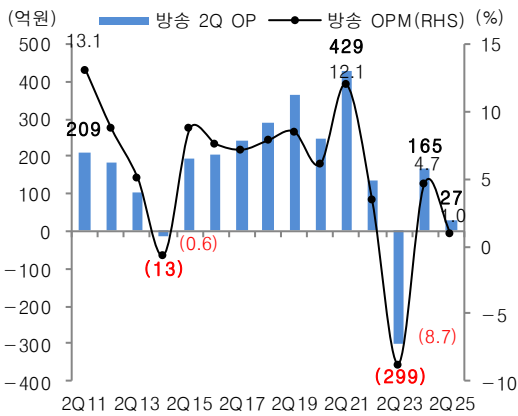
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 2Q25 OP 312 억원(-12% / -41 억원 yoy). 미디어와 커머스의 주춤



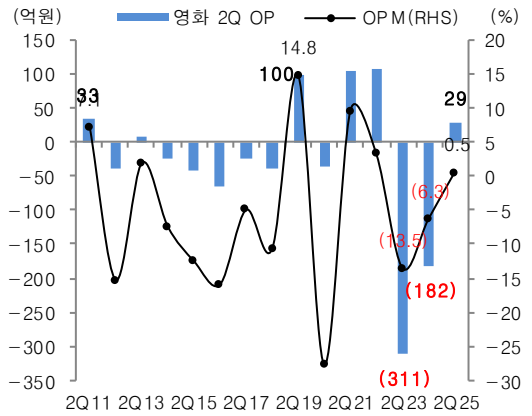
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 미디어플랫폼 2Q OP 27 억원(-138 억원 yoy)



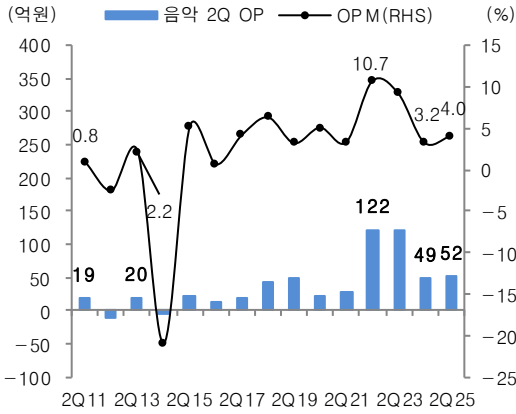
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 영화드라마 2Q OP 29 억원(+211 억원 yoy)



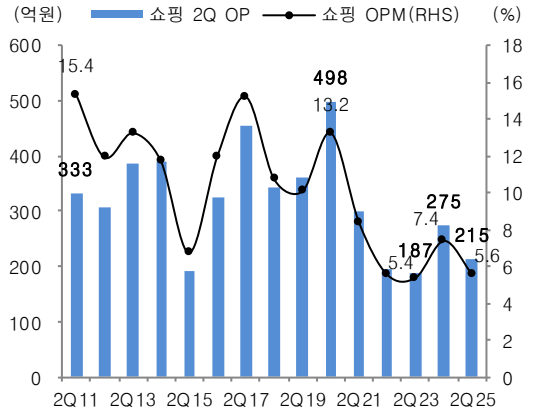
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 음악 2Q OP 52억원(+3억원 yoy)



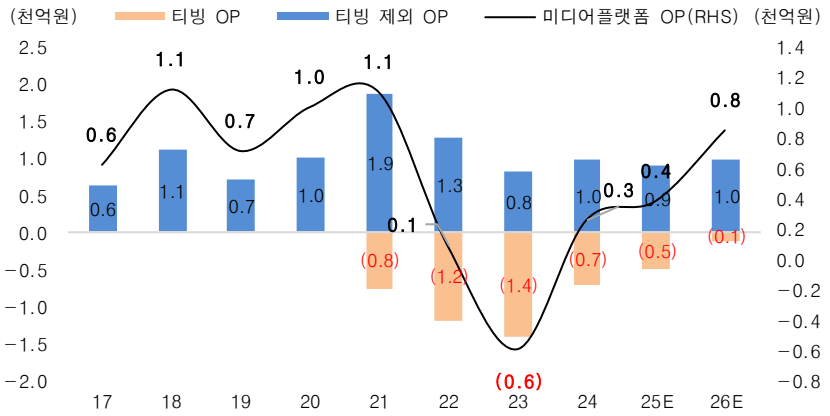
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 커머스 2Q OP 215억원(-60억원 yoy)



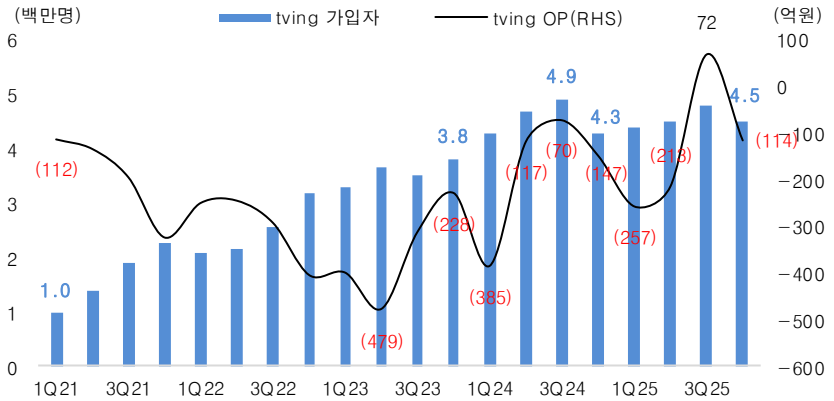
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

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



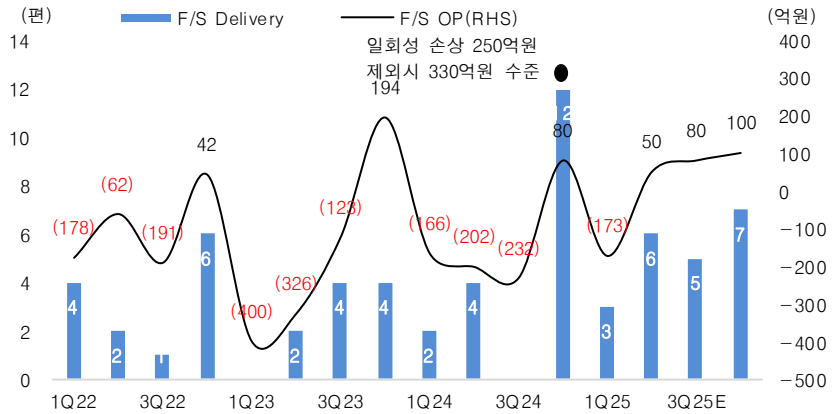
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. tving 가입자 및 실적. 24년 -710억원(+709억원), 25E OP -512억원(+198억원)



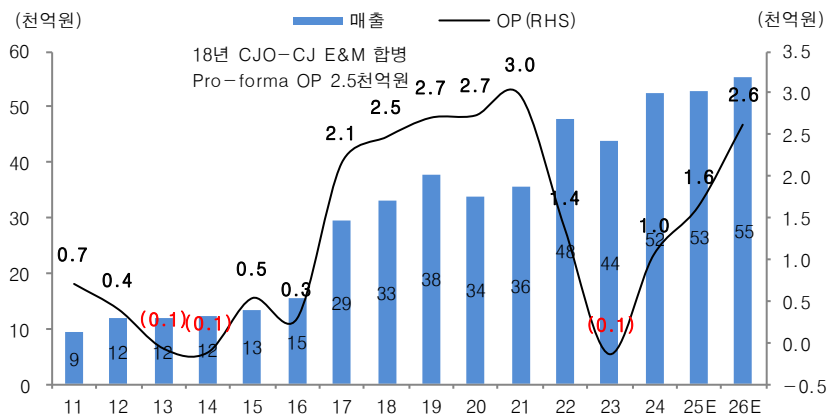
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. F/S 공급 편수 및 실적, 24년 -520억원(+135억원), 25E 57억원(+577억원)



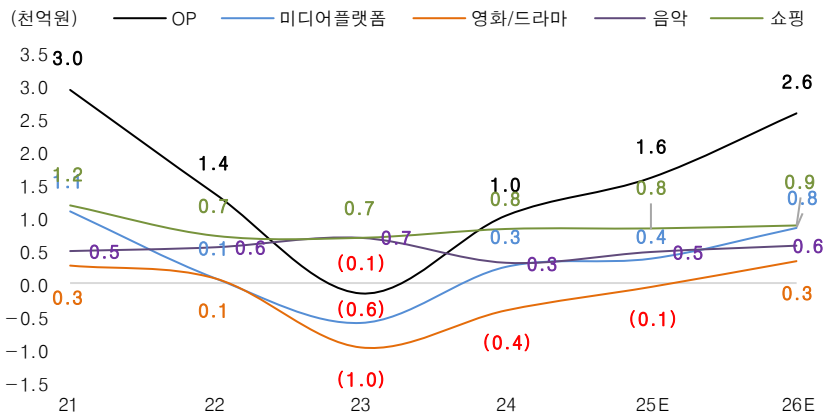
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

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
- 1Q25 매출 비중 미디어플랫폼 20%, 영화드라마 45%, 음악 13%, 커머스 22%
- 1Q25 기준 주요 주주는 CJ외 5인 42.7%

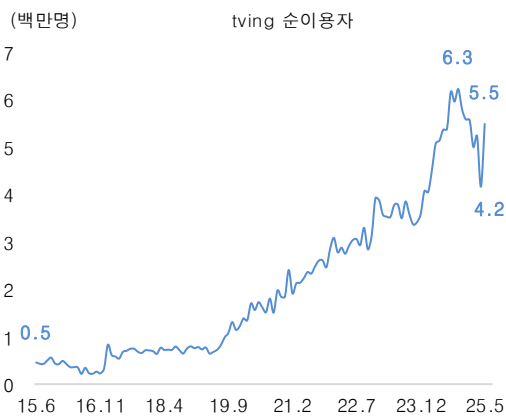
주가 변동요인

- 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 경향해보지 못 했기 때문에 방송과 쇼핑 모두 양호한 실적을 달성하면 상승하고, 한 분야라도 부진하면 하락하는 모습 반복 중

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

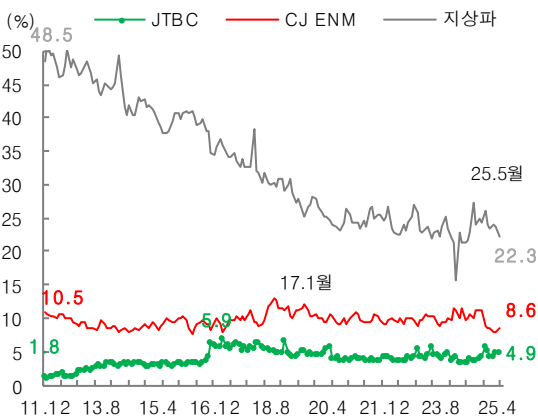
2. Earnings Driver

그림 1. tving 순이용자(25.5)



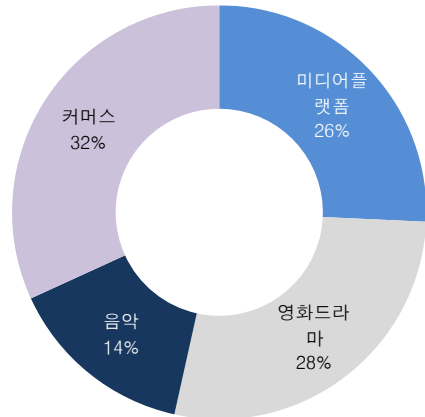
자료: 코리아블록, 대신증권 Research Center

그림 3. 방송사 점유율(25.5)



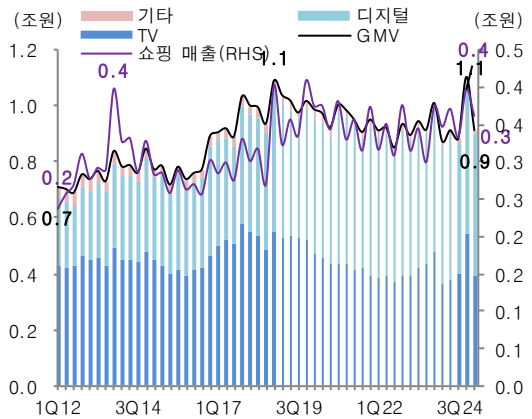
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

매출 비중(1Q25)



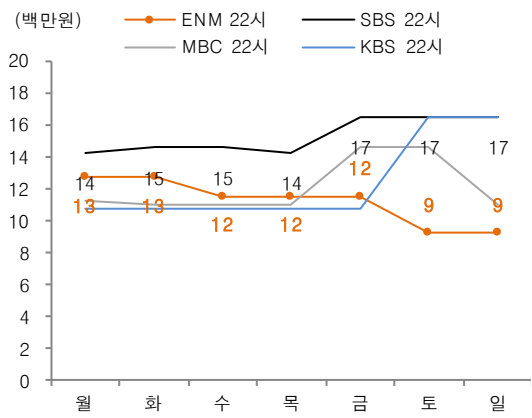
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기별 GMV 및 쇼핑 매출 (1Q25)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 4. 방송사별 22시 평균 광고단가(25.6)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,289	5,535	5,820
매출원가	2,851	3,520	3,612	3,859	4,087
매출총이익	1,517	1,711	1,677	1,676	1,733
판매비와판매비	1,532	1,607	1,514	1,415	1,428
영업이익	-15	104	163	261	305
영업외수익	-0.3	2.0	3.1	4.7	5.2
EBITDA	962	1,706	1,438	1,446	1,438
영업외손익	-321	-636	-109	-86	-73
관계기업손익	-59	0	42	46	47
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	53	175	232
법인세비용	-62	-49	-29	-42	-56
계속사업순이익	-397	-581	25	133	176
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-397	-581	25	133	176
당기순이익	-9.1	-11.1	0.5	2.4	3.0
비재계분순이익	-81	-77	-15	7	9
재계분순이익	-316	-503	39	127	167
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-61	101	101	101	101
포괄손익	-458	-480	126	234	277
비재계분포괄이익	-78	-32	-75	12	14
재계분포괄이익	-380	-448	200	223	263

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-14,405	-22,955	1,791	5,776	7,627
PER	NA	NA	38.9	12.1	9.1
BPS	147,691	127,392	129,183	134,959	140,223
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	43,868	77,806	65,586	65,961	65,591
EV/EBITDA	4.9	2.3	2.8	2.7	2.6
SPS	199,203	238,557	241,200	252,412	265,412
PSR	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
CFPS	47,181	79,099	76,671	77,648	77,132
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	1.1	4.6	5.2
영업이익 증/감	적전	흑전	55.6	60.6	16.8
순이익 증/감	적지	적지	흑전	441.9	32.0
수익성					
ROIC	-0.4	2.7	1.9	5.1	6.1
ROA	-0.1	1.1	1.8	3.0	3.5
ROE	-9.3	-16.7	1.4	4.4	5.5
안정성					
부채비율	138.2	153.3	133.5	125.6	116.3
순차입금비율	51.6	51.1	44.2	37.0	32.3
이자보상비율	-0.1	0.6	1.0	1.7	2.2

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,782	2,909	2,480	2,648	2,648
현금및현금성자산	1,033	973	545	653	586
매출채권 및 기타채권	1,125	1,243	1,255	1,308	1,368
재고자산	116	137	139	145	152
기타유동자산	509	556	542	542	542
비유동자산	7,168	6,407	6,230	6,142	6,107
유형자산	1,353	861	843	822	804
관계기업투자지분	1,657	1,392	1,434	1,480	1,527
기타비유동자산	4,157	4,154	3,954	3,840	3,776
자산총계	9,950	9,317	8,711	8,789	8,755
유동부채	3,401	3,814	3,157	3,168	3,082
매입채무 및 기타채무	1,075	1,217	1,220	1,232	1,246
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
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	617	814	814	814	814
부채총계	5,772	5,639	4,981	4,893	4,707
자본부분	3,239	2,794	2,833	2,960	3,075
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,456	2,432	2,432	2,432	2,432
이익잉여금	852	380	419	545	661
기타자본변동	-180	-129	-129	-129	-129
비재계분	939	884	897	937	974
자본총계	4,178	3,678	3,730	3,897	4,049
순차입금	2,156	1,880	1,648	1,440	1,307

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,295	1,403	1,452	1,431	1,413
당기순이익	-397	-581	25	133	176
비현금항목의기감	1,431	2,315	1,657	1,569	1,515
감가상각비	977	1,602	1,276	1,185	1,134
외환손익	2	0	-3	-3	-3
지분법평가손익	59	0	-42	-46	-47
기타	394	713	426	432	432
자산부채의증감	485	-148	-72	-108	-116
기타현금흐름	-225	-184	-157	-163	-163
투자활동 현금흐름	-1,266	-936	-1,169	-1,167	-1,168
투자자산	63	173	-42	-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	-428	108	-67
기초 현금	1,134	1,033	973	545	653
기말 현금	1,033	973	545	653	586
NOPLAT	-17	114	75	198	232
FCF	-508	505	294	332	314

[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	25.07.15	25.05.11	25.02.08	24.08.08	24.02.08	23.11.09
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	86,000	96,000	110,000	110,000	110,000	82,000
과다율(평균%)		(29.42)	(47.58)	(42.48)	(27.74)	(12.48)
과다율(최대/최소%)		(14.79)	(43.18)	(29.09)	(17.18)	1.71

제시일자	23.10.22	23.08.10
투자의견	Buy	Marketperform
목표주가	70,000	70,000
과다율(평균%)	(22.44)	(18.55)
과다율(최대/최소%)	(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:20250712)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	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