2025. 11. 6

CJ ENM 035760

예상대로만 된다면...

- ✓ 3Q25 연결 영업이익 176억원(+11.0% YoY)으로 시장 컨센서스(266억원) 하회
- ✓ TV 광고 매출 둔화와 Tving 부진 지속으로 미디어플랫폼 영업적자 -33억원(적전 YoY)
- ✓ 영화드라마는 피프스시즌 작품 딜리버리 성과로 영업이익 68억원(흑전 YoY) 기록
- ✓ 4Q25 연결 매출액 1.46조원(-18.5% YoY), 영업이익 571억원(+39.3% YoY) 전망
- ✓ 실적 부진의 주요인인 Tving과 피프스시즌 정상화로 4Q25에 이어 2026년 실적 개선 전망

▲ 통신/우주/미디어
Analyst **정지수**
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

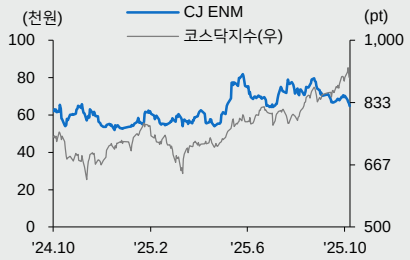
RA **박건영**
02. 6454-4903
geonyoung@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**90,000 원**
현재주가 (11.6)	**64,800 원**
상승여력	**38.9%**
KOSDAQ	898.17pt
시가총액	14,210억원
발행주식수	2,193만주
유동주식비율	51.81%
외국인비중	18.67%
52주 최고/최저가	81,800원/51,900원
평균거래대금	64.2억원
주요주주(%)	
CJ 외 8 인	42.79

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.8	3.7	2.2
상대주가	-12.3	-16.7	-15.4

주가그래프



3Q25 Review: 시장 컨센서스 하회

3Q25 연결 매출액 1조 2,456억원(+10.8% YoY), 영업이익 176억원(+11.0% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 266억원)를 하회했다. **[미디어플랫폼]**은 매출액 3,198억원(-10.3% YoY), 영업적자 -33원(적전 YoY)을 기록했다. 콘텐츠 시청 성과는 개선됐으나, 국내 광고 업황 부진이 지속되면서 고수익성의 TV(-27.1% YoY) 광고 매출이 역성장했다. Tving은 Wavve와의 더블요금제 가입자 확대 등 OTT 시너지 확대로 영업적자를 -161억원(+79억원 QoQ)으로 축소했다. **[영화드라마]**는 피프스시즌이 〈The Savant〉, 〈His & Hers〉 등 시리즈 및 영화 딜리버리 성과로 2Q25에 이어 BEP 수준의 영업적자(-21억원)를 기록하는 데 힘입어 매출액 3,729억원(+48.2% YoY), 영업이익 68억원(흑전 YoY)을 기록했다. **[음악]**은 자체 아티스트 음반 및 콘서트 활동 축소와 신규 아티스트 투자 비용 증가로 매출액 1,973억원(+8.0% YoY), 영업이익 19억원(-20.2% YoY)을 기록했다. **[커머스]**는 비수기임에도 M/S 성장에 집중하며 매출액 3,557억원(+6.5% YoY), 영업이익 126억원(+37.5% YoY)을 기록했다.

4Q25 실적을 통해 2026년 연간 실적 예측이 가능

4Q25 연결 매출액은 1조 4,563억원(-18.5% YoY), 영업이익 571억원(+39.3% YoY)을 전망한다. **[미디어플랫폼]**은 오리지널 콘텐츠 강화와 더블요금제 성과, 브랜드관 인식 등으로 Tving이 BEP 수준을 달성하면서 107억원(+589.6% YoY)의 영업이익을 기록할 전망이다. **[영화드라마]**는 〈태풍상사〉, 〈프로보노〉 등 스튜디오드래곤 성과와 피프스시즌의 영업 흑자(39억원) 기조 유지로 109억원(+1,547.2% YoY)의 영업이익을 전망한다. **[음악]**은 〈MAMA〉 티켓 및 광고 매출과 〈제로베이스원〉 콘서트 성과로 수익성 회복이 기대되며, **[커머스]** 사업 역시 성수기 프로모션 확대로 모바일 라이브 커머스(MLC) 거래액 고성장 기조를 지속할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	4,368.4	-14.6	-315.9	-14,405	163.1	147,691	-5.0	0.5	4.9	-9.3	138.2
2024	5,231.4	104.5	-503.4	-22,955	59.4	127,392	-2.3	0.4	2.3	-16.7	153.3
2025E	5,153.1	104.0	80.4	3,666	-116.0	131,058	17.7	0.5	2.1	2.8	144.7
2026E	5,273.6	201.9	62.0	2,829	-22.9	132,753	22.9	0.5	2.3	2.1	142.4
2027E	5,442.9	255.9	134.8	6,148	117.3	137,388	10.5	0.5	2.3	4.6	138.1

표1 CJ ENM 3Q25 실적 Review

(십억원)	3Q25P	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,245.6**	1,124.6	10.8	1,312.9	-5.1	1,245.3	0.0	1,245.0	0.0
영업이익	**17.6**	15.8	11.0	28.6	-38.6	23.9	-26.5	26.6	-33.9
세전이익	**85.1**	-400.9	흑전	121.6	-30.1	10.8	688.3	19.4	338.5
순이익	**79.8**	-531.4	흑전	114.6	-30.4	8.3	856.4	5.8	1,275.5
영업이익률(%)	**1.4**	1.4		2.2		1.9		2.1	
세전이익률(%)	**6.8**	-35.7		9.3		0.9		1.6	
순이익률(%)	**6.4**	-47.3		8.7		0.7		0.5	

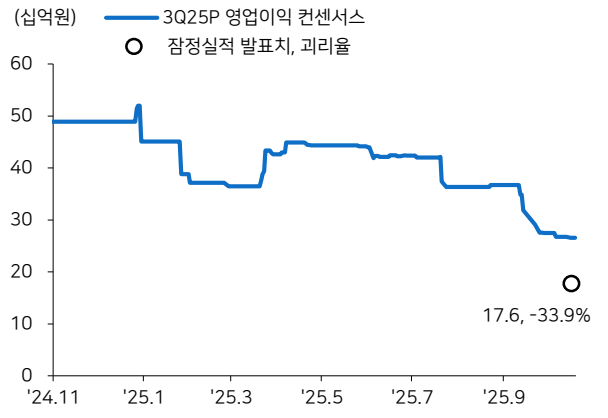
자료: Cj ENM, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**5,153.1**	5,231.4	-1.5	5,194.1	-0.8	5,283.9	-2.5
영업이익	**104.0**	104.5	-0.5	111.0	-6.3	115.1	-9.7
세전이익	**118.4**	-531.2	흑전	44.7	164.7	42.2	180.5
지배주주 순이익	**100.5**	-580.2	흑전	29.5	240.4	24.2	315.3
영업이익률(%)	**2.0**	2.0		2.1		2.2	
세전이익률(%)	**2.3**	-10.2		0.9		0.8	
순이익률(%)	**2.0**	-11.1		0.6		0.5	

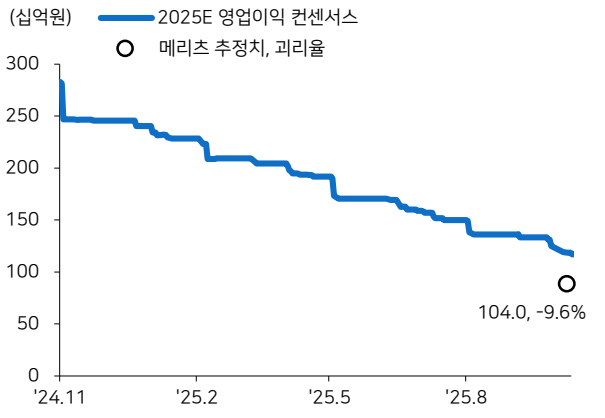
자료: FnGuide, CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25P 영업이익, 컨센서스 -33.9% 하회



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 -9.6% 하회 전망



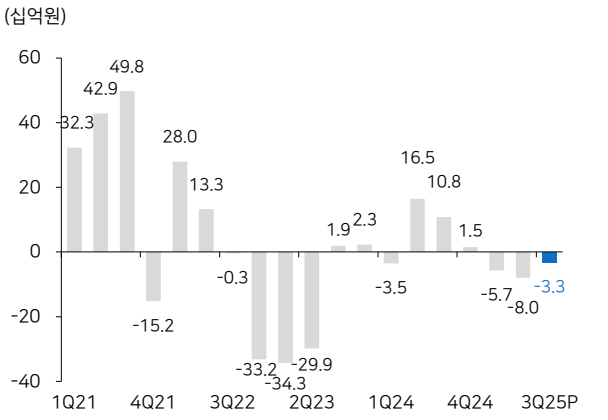
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표3 CJ ENM 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**1,138.3**	**1,312.9**	**1,245.6**	**1,456.3**	**1,192.7**	**1,325.3**	**1,274.6**	**1,481.1**	**5,231.4**	**5,153.1**	**5,273.6**
% YoY	-1.4%	12.7%	10.8%	-18.5%	4.8%	0.9%	2.3%	1.7%	19.8%	-1.5%	2.3%
미디어플랫폼	292.8	319.3	319.8	345.2	327.5	341.8	340.2	364.0	1,373.2	1,277.2	1,373.4
TV광고	63.3	78.1	63.9	81.3	73.8	81.0	74.1	84.9	357.7	286.7	313.8
수신료	73.3	70.3	69.9	66.6	73.7	70.6	70.4	67.1	276.3	280.1	281.8
기타	156.2	170.8	186.0	197.3	180.0	190.1	195.7	211.9	739.1	710.3	777.8
영화드라마	315.9	410.5	372.9	491.1	310.9	410.1	375.9	488.1	1,704.7	1,590.4	1,584.9
콘텐츠 판매	233.2	384.6	290.0	395.8	248.6	369.6	319.4	390.9	1,399.1	1,303.6	1,328.5
영화/공연	29.7	8.9	56.0	40.3	27.0	22.9	31.9	40.8	145.6	134.9	122.5
기타	53.0	17.1	26.9	55.0	35.4	17.6	24.5	56.4	159.9	152.0	133.9
음악	167.2	197.2	197.3	202.0	187.4	193.8	205.4	209.7	702.1	763.7	796.4
음반/음원	21.9	21.3	27.5	21.2	22.4	21.7	28.0	21.6	95.6	91.9	93.7
콘서트	60.6	30.1	25.9	41.7	63.6	31.6	27.2	43.7	171.9	158.3	166.2
기타	84.7	145.8	143.9	139.1	101.4	140.5	150.2	144.4	434.6	513.6	536.5
커머스	362.3	385.8	355.7	418.1	367.0	379.6	353.0	419.3	1,451.4	1,521.8	1,518.9
TV	113.9	116.0	113.6	127.4	117.9	120.7	109.8	127.8	459.7	470.9	476.2
디지털	197.1	211.7	185.5	225.1	200.0	202.3	186.8	226.3	756.8	819.4	815.4
기타	51.4	58.0	56.6	65.6	49.1	56.6	56.4	65.2	234.8	231.5	227.2
영업비용	**1,136.7**	**1,281.7**	**1,225.7**	**1,397.3**	**1,150.8**	**1,273.1**	**1,235.4**	**1,404.0**	**5,124.9**	**5,041.3**	**5,063.3**
% YoY	-0.4%	13.5%	10.6%	-19.9%	1.2%	-0.7%	0.8%	0.5%	16.9%	-1.6%	0.4%
미디어플랫폼	298.6	327.3	323.0	334.5	317.6	332.4	326.9	343.7	1,347.8	1,283.5	1,320.6
영화드라마	339.1	411.7	366.0	480.2	315.1	405.8	371.6	472.1	1,746.0	1,597.0	1,564.6
음악	164.6	180.1	195.4	192.3	180.4	177.5	198.5	198.3	671.2	732.3	754.7
커머스	336.5	364.3	343.1	392.1	339.5	359.1	340.4	391.8	1,368.3	1,436.0	1,430.8
영업이익	**0.7**	**28.6**	**17.6**	**57.1**	**40.0**	**50.0**	**37.0**	**75.0**	**104.5**	**104.0**	**201.9**
% YoY	-94.3%	-19.0%	11.0%	39.3%	5570.9%	74.6%	110.7%	31.3%	흑전	-0.5%	94.2%
미디어플랫폼	-5.7	-8.0	-3.3	10.7	9.8	9.3	13.4	20.3	25.3	-6.3	52.8
영화드라마	-23.2	-1.2	6.8	10.9	-4.2	4.2	4.3	16.0	-41.3	-6.6	20.4
음악	2.7	17.1	1.9	9.7	7.0	16.3	7.0	11.4	30.9	31.3	41.7
커머스	25.8	21.4	12.6	26.0	27.4	20.5	12.6	27.5	83.1	85.9	88.0
법인세차감전순이익	**-72.2**	**121.6**	**85.1**	**-16.1**	**36.1**	**39.2**	**25.8**	**-0.5**	**-531.2**	**118.4**	**100.5**
법인세비용	10.0	7.0	5.3	-4.4	8.5	9.4	5.2	-0.1	49.1	17.9	23.0
당기순이익	**-82.2**	**114.6**	**79.8**	**-11.7**	**27.6**	**29.8**	**20.5**	**-0.4**	**-580.2**	**100.5**	**77.5**
이익률 (%)											
영업이익률	0.1	2.2	1.4	3.9	3.3	3.8	2.9	5.1	2.0	2.0	3.8
당기순이익률	-7.2	8.7	6.4	-0.8	2.3	2.2	1.6	0.0	-11.1	2.0	1.5

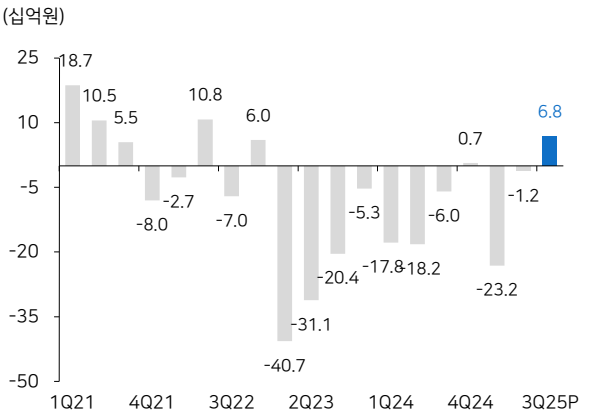
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미디어플랫폼 사업 분기 영업이익 추이



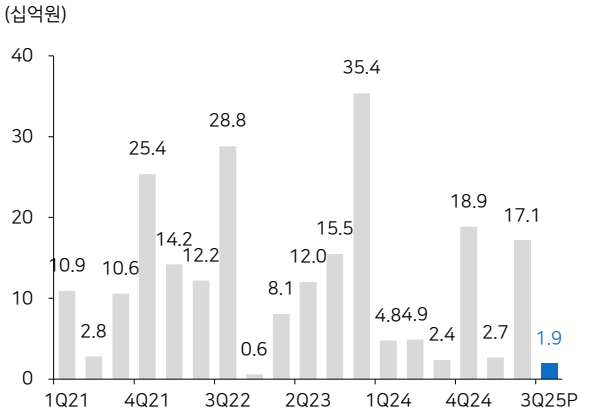
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림4 영화드라마 사업 분기 영업이익 추이



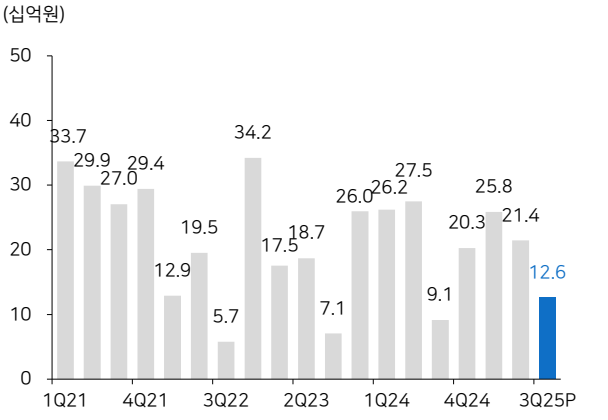
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림5 음악 사업 분기 영업이익 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림6 커머스 사업 분기 영업이익 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**4,368.4**	**5,231.4**	**5,153.1**	**5,273.6**	**5,442.9**
매출액증가율(%)	-8.8	19.8	-1.5	2.3	3.2
매출원가	2,851.4	3,520.2	3,125.6	3,139.3	3,210.8
매출총이익	1,517.0	1,711.2	2,027.5	2,134.3	2,232.1
판매관리비	1,531.6	1,606.7	1,915.7	1,924.1	1,967.9
영업이익	**-14.6**	**104.5**	**104.0**	**201.9**	**255.9**
영업이익률(%)	-0.3	2.0	2.0	3.8	4.7
금융손익	-167.1	-142.6	-60.0	-52.2	-16.0
종속/관계기업손익	-58.7	-0.3	57.2	25.5	27.2
기타영업외손익	-94.8	-493.4	17.2	-74.7	-48.5
세전계속사업이익	-335.1	-531.9	118.4	100.5	218.6
법인세비용	61.7	48.9	17.9	23.0	50.1
당기순이익	**-396.8**	**-580.9**	**100.5**	**77.5**	**168.5**
지배주주지분 순이익	-315.9	-503.4	80.4	62.0	134.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**1,294.8**	**1,402.6**	**1,665.7**	**1,357.5**	**1,301.0**
당기순이익(손실)	-396.8	-580.9	100.5	77.5	168.5
유형자산상각비	77.5	81.0	95.0	92.3	89.5
무형자산상각비	899.1	1,520.7	1,523.4	1,191.6	1,012.4
운전자본의 증감	484.7	-148.0	-51.7	-2.4	32.1
투자활동 현금흐름	**-1,266.4**	**-935.8**	**-1,155.1**	**-1,010.6**	**-976.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-100.1	-63.4	-80.0	-76.0	-72.2
투자자산의감소(증가)	123.8	204.8	21.9	-33.7	-47.4
재무활동 현금흐름	**-127.5**	**-569.4**	**-130.3**	**-73.0**	**-92.2**
차입금의 증감	-348.0	-341.4	-130.3	-73.0	-67.3
자본의 증가	43.2	-23.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-101.1	-59.4	380.3	274.0	232.4
기초현금	1,133.7	1,032.6	973.2	1,353.6	1,627.5
기말현금	1,032.6	973.2	1,353.6	1,627.5	1,860.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,782.4	2,909.5	3,299.9	3,615.5	3,897.7
현금및현금성자산	1,032.6	973.2	1,353.6	1,627.5	1,860.0
매출채권	930.6	1,115.2	1,137.5	1,160.3	1,183.5
재고자산	116.0	137.0	135.0	138.1	142.5
비유동자산	7,167.5	6,407.1	5,946.8	5,672.7	5,545.4
유형자산	1,353.4	860.7	845.7	829.4	812.1
무형자산	2,856.9	2,663.7	2,240.4	1,948.8	1,791.4
투자자산	2,198.7	1,993.6	1,971.7	2,005.4	2,052.8
자산총계	**9,949.9**	**9,316.6**	**9,246.7**	**9,288.2**	**9,443.1**
유동부채	3,400.9	3,814.2	3,680.8	3,680.7	3,703.9
매입채무	244.5	252.9	249.2	255.0	263.2
단기차입금	912.9	1,045.7	1,049.7	1,035.0	1,021.5
유동성장기부채	442.5	655.8	550.0	516.0	484.3
비유동부채	2,371.2	1,824.4	1,787.4	1,776.2	1,772.7
사채	769.5	744.3	731.8	719.8	708.3
장기차입금	984.2	266.0	251.0	237.2	224.5
부채총계	**5,772.1**	**5,638.6**	**5,468.1**	**5,456.9**	**5,476.5**
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,456.2	2,432.4	2,432.4	2,432.4	2,432.4
기타포괄이익누계액	161.1	212.5	212.5	212.5	212.5
이익잉여금	852.3	379.5	459.9	497.1	598.7
비지배주주지분	939.0	884.5	904.6	920.1	953.8
자본총계	**4,177.8**	**3,678.1**	**3,778.6**	**3,831.2**	**3,966.6**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	199,203	238,557	234,989	240,482	248,203
EPS(지배주주)	-14,405	-22,955	3,666	2,829	6,148
CFPS	47,181	79,099	84,882	68,089	64,629
EBITDAPS	43,868	77,806	78,543	67,755	61,915
BPS	147,691	127,392	131,058	132,753	137,388
DPS	0	0	0	1,200	1,600
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	1.9	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	-5.0	-2.3	17.7	22.9	10.5
PCR	1.5	0.7	0.8	1.0	1.0
PSR	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EBITDA(십억원)	962.0	1,706.2	1,722.4	1,485.8	1,357.8
EV/EBITDA	4.9	2.3	2.1	2.3	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.3	-16.7	2.8	2.1	4.6
EBITDA 이익률	22.0	32.6	33.4	28.2	24.9
부채비율	138.2	153.3	144.7	142.4	138.1
금융비용부담률	4.0	3.4	3.2	3.0	2.9
이자보상배율(x)	-0.1	0.6	0.6	1.3	1.6
매출채권회전율(x)	4.2	5.1	4.6	4.6	4.6
재고자산회전율(x)	41.0	41.4	37.9	38.6	38.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

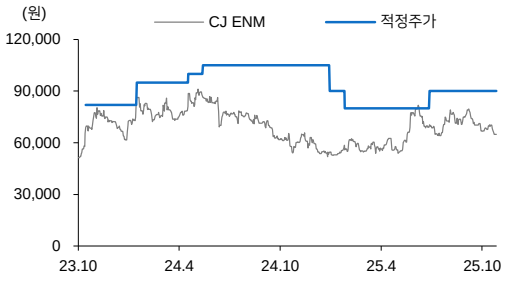
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ ENM (035760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.11.09	기업브리프	Buy	82,000	정지수	-12.5	1.7
2024.02.08	기업브리프	Buy	95,000	정지수	-18.1	-9.3
2024.05.10	기업브리프	Buy	100,000	정지수	-13.6	-8.9
2024.06.05	산업분석	Buy	105,000	정지수	-34.4	-17.2
2025.01.17	기업브리프	Buy	90,000	정지수	-39.5	-35.0
2025.02.13	기업브리프	Buy	80,000	정지수	-22.5	2.3
2025.07.14	기업브리프	Buy	90,000	정지수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이