

CJ ENM (035760)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

56,000

유지

현재주가

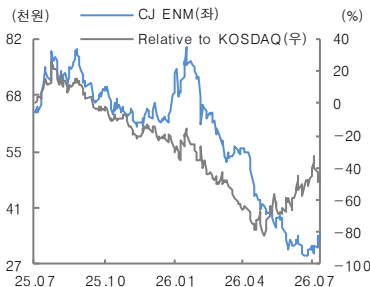
34,100

(26.08.06)

미디어업종

KOSDAQ	801.67
시가총액	748삼억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	111삼억원
52주 최고/최저	80,000원 / 28,850원
120일 평균거래대금	40억원
외국인지분율	11.72%
주요주주	CJ 외 8 인 42.81%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.7	-35.7	-52.4	-48.3
상대수익률	12.8	-2.9	-35.8	-48.1



티빙. 아픈 손가락 아닙니다.

- 2Q26 매출 1.2조원(-8% yoy), OP 334억원(+17% yoy) 전망
- 티빙 OP 60억원(흑전 / +300억원 yoy) 깜짝 흑자 전환. 해킹 이슈는 부정
- TV 광고는 하반기 반등, Fifth Season은 27년 TV 시리즈 재개 전망

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 56,000원 유지

12M FWD EPS 3,224원에 PER 17배(합병 전 평균 21배 대비 20% 할인) 적용
합병 전 합산 OP 2.5천억원 수준에 근접하면 타겟 멀티플 21배 적용 예정

26E OP 1.5천억원(+13% yoy), 27E OP 2.4천억원(+58% yoy)

티빙 깜짝 흑자 전환. F/S은 27년 TV 시리즈 공급 재개하면서 실적 개선 전망

2Q26 Review: 티빙의 깜짝 흑자 전환

매출 1.2조원(-8% yoy, -10% qoq), OP 334억원(+17% yoy, +2,195% qoq)

26E 매출 5.3조원(+4% yoy), OP 1.5천억원(+13% yoy) 전망

미디어플랫폼 110억원(흑전 / +190억원 y), 음악 109억원(-36% / -62억원 y)

커머스 260억원(+21% / +45억원 y), 영화/드라마 -105억원(적지 / -94억원 y)

미디어플랫폼 중, 티빙 60억원(흑전 / +300억원 yoy)

영화/드라마 중, Fifth Season -80억원(적전 / -112억원 yoy)

[미디어플랫폼] 시청률은 건조한 반면, TV 광고 회복은 지연

TV 광고는 20년 5.1천억원 대비 25년 2.8천억원으로 -49% 하락

지정학적 이슈에 따른 경기 위축 우려, 월드컵 기간 쉬어가는 편성으로 회복 지연

건조한 시청률을 기반으로 하반기 TV 광고의 반등 예상

1Q -21%, 2Q -21% / 3Q +7%, 4Q +9%, 26E -7%, 27E +23% 전망

tN 평균 시청률. 1Q25 3.0%로 역대 최저를 기록하면서 실적과 주가 모두 부진

25년 하반기부터 시청률 회복, 25년 평균은 장기 평균과 동일한 6.3%로 마감

26년 평균 시청률은 6.4% 기록 중으로 양호한 수준

[티빙] 가입자의 꾸준한 증가, 2Q 깜짝 흑자 전환. 티빙 해킹 이슈는 부정적

다양한 제휴 상품 출시, KBO, AVOD 영향으로 가입자는 꾸준히 증가. 1Q WBC 중계권과 티빙-tN 동시방영 작품의 상하비 반영되면서 비용 부담에 따라 OP -192억원으로 부진 후 2Q OP 60억원(흑전 / +300억원 yoy)

25년 OP -696억원(+14억원 yoy), 26E OP +12억원(+710억원 yoy)

[Fifth Season] 2Q부터 하반기까지 TV 시리즈 공급이 없어서 실적 부담

1Q -29억원, 2Q -80억원 / 3Q -50억원, 4Q -30억원 전망

25년 OP -56억원(+464억원 yoy), 26E OP -189억원(-133억원 yoy)

(단위: 삼억원 %)

구분	2025	1Q26	2026			3Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
매출액	1,313	1,330	1,260	1,203	-8.3	-9.5	1,264	1,303
영업이익	29	1	42	34	17.1	2,195.1	31	42
순이익	126	6	14	24	-81.1	293.5	13	11

자료: CJ ENM, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,231	5,135	5,343	5,488	5,678
영업이익	104	133	150	236	275
세전순이익	-532	84	62	119	157
총당기순이익	-581	17	41	85	116
자비자분순이익	-503	30	50	81	110
EPS	-22,955	1,345	2,274	3,700	5,018
PER	NA	48.0	15.0	9.2	6.8
BPS	127,392	127,199	129,472	130,807	132,703
PBR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	-16.7	1.1	1.8	2.8	3.8

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	5,398	5,499	5,343	5,488	-1.0	-0.2
판매비와 관리비	1,510	1,494	1,527	1,475	1.1	-1.2
영업이익	154	216	150	236	-2.9	9.6
영업이익률	2.9	3.9	2.8	4.3	-0.1	0.4
영업외손익	-88	-94	-87	-118	적자유지	적자유지
세전순이익	67	122	62	119	-6.1	-2.4
자비자분순이익	51	88	50	81	-3.1	-7.5
순이익률	0.8	1.7	0.8	1.6	0.0	-0.1
EPS(자비자분순이익)	2,346	4,001	2,274	3,700	-3.1	-7.5

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

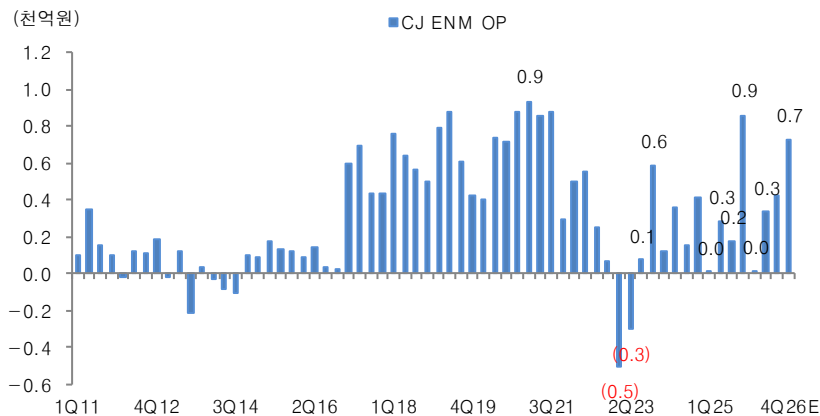
표 1. CJ ENM 실적 추정

(억원 천명 %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	23	24	25	26E	27E
매출	11,383	13,129	12,456	14,378	13,297	12,033	13,033	15,066	43,684	52,314	51,345	53,428	54,876
영업이익	7	286	176	860	15	334	423	724	-146	1,045	1,329	1,497	2,365
미디어플랫폼	-57	-80	-33	178	-212	110	170	172	-600	253	8	240	554
영화드라마	-232	-12	68	164	80	-105	-20	39	-975	-413	-10	-7	95
음악	27	171	19	190	-58	109	113	182	709	309	407	346	574
커머스	258	214	126	359	239	260	171	341	692	831	958	1,010	1,182
영업이익 증감									-1,520	1,191	284	168	868
TV 광고 성장률(yoy)	-18.9	-18.2	-27.1	-25.4	-20.7	-20.9	6.7	9.0	-28.2	-2.0	-22.5	-6.7	23.4
타빙 가입자	3,900	4,200	4,300	4,500	5,395	5,236	5,500	5,000	3,800	4,300	4,500	5,000	5,300
타빙 손익	-257	-240	-161	-40	-192	60	147	-3	-1,420	-710	-698	12	265
타빙 손익 증감									-228	709	12	710	254
Fifth Season 콘텐츠 공급	3	3	4	4	3	3	4	4	10편	18편	14편	14편	15편
Fifth Season 손익	-173	32	-21	106	-29	-80	-50	-30	-655	-520	-56	-189	70
Fifth Season 손익 증감									-266	135	464	-133	259

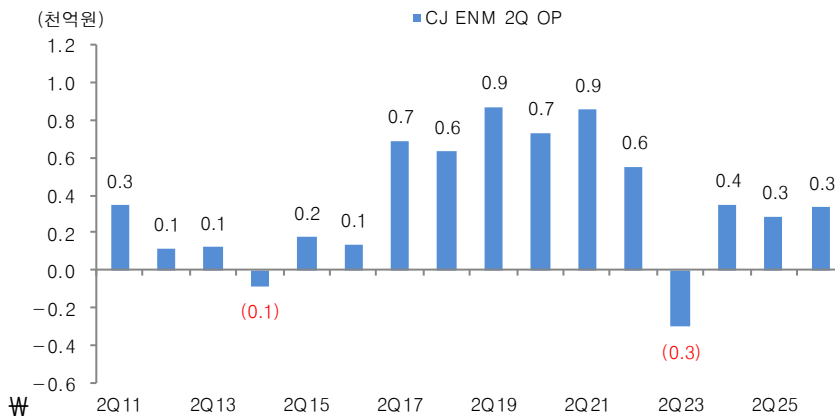
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 1. 3Q23 부터 흑자 유지. 완만한 회복 속도



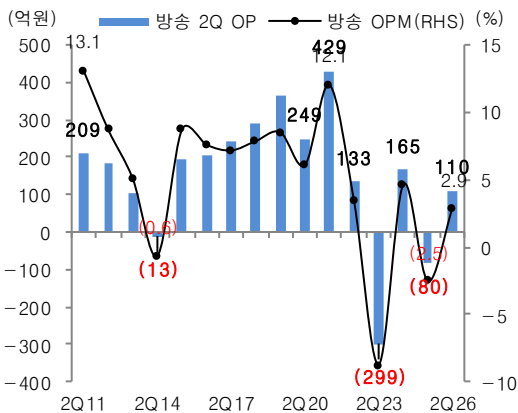
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 2Q26 OP 334 억원(+17% / +48 억원 yoy)



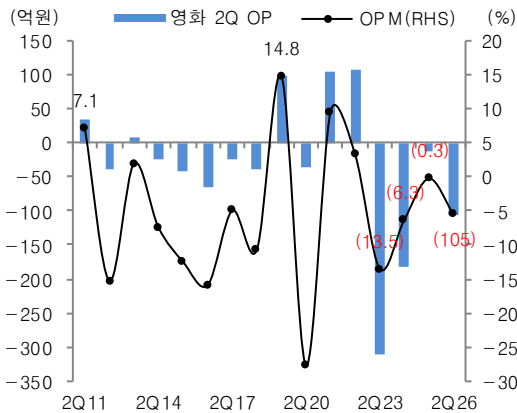
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 3. 미디어플랫폼 OP 110 억원(흑전 / +190 억원 yoy)



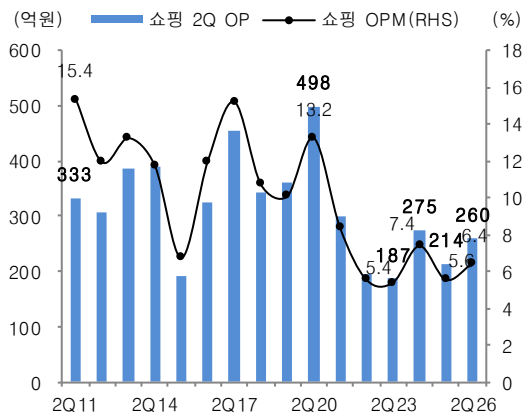
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 4. 영화드라마 OP -105 억원(적지 / -94 억원 yoy)



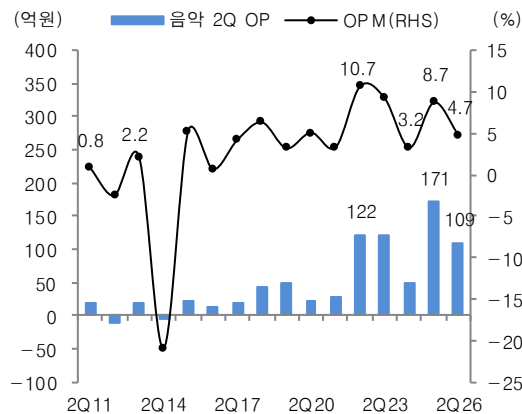
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 5. 커머스 OP 260억원(+21% / +45억원 yoy)



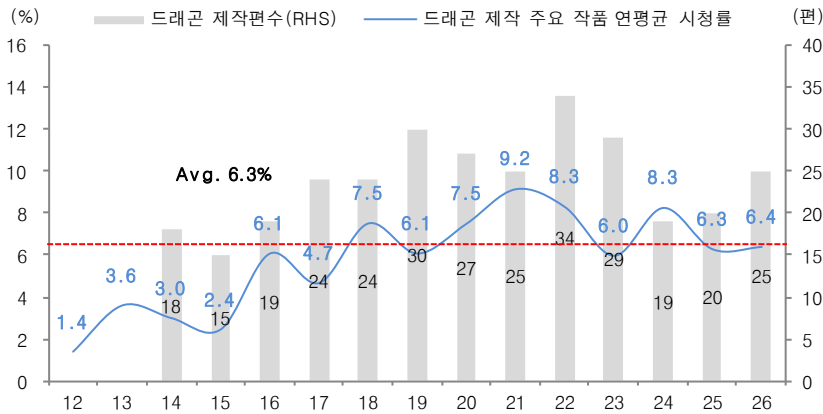
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 6. 음악 OP 109억원(-36% / -62억원 yoy)



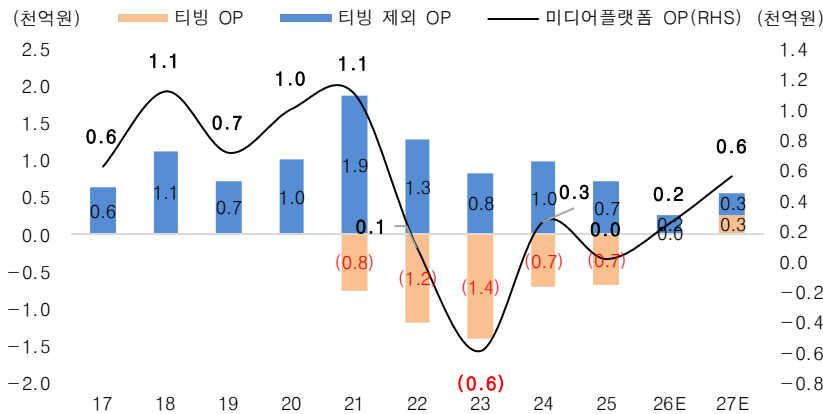
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 7. 건조한 시청률. TV 광고 회복은 자연



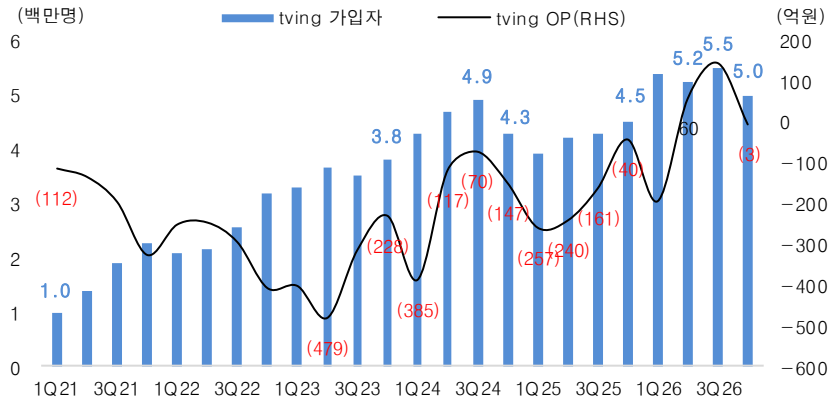
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 8. 티빙의 깜짝 흑자 전환. TV 광고만 회복되면 미디어플랫폼 실적 레버리지 효과 발생



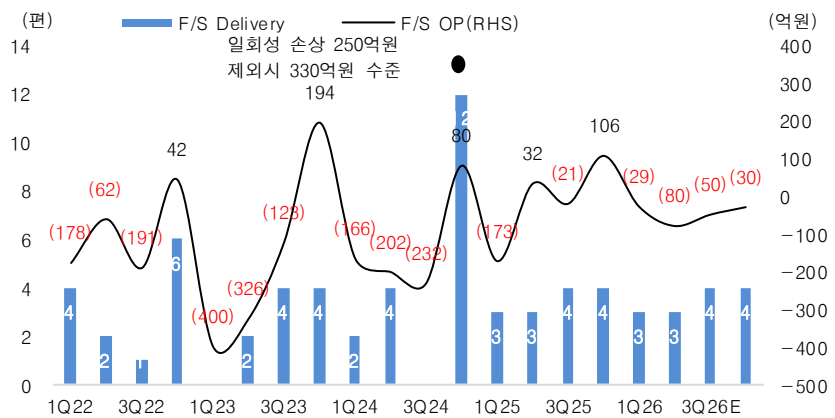
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. tving 가입자 및 실적, 25년 OP -698억원(+12억원), 26E OP +12억원(+710억원)



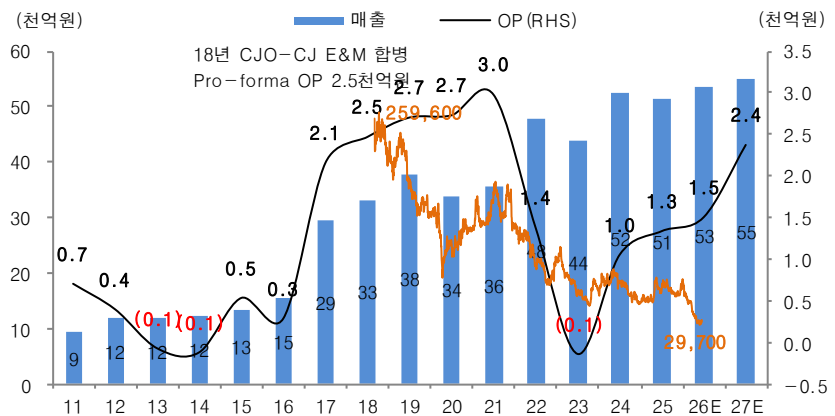
자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 10.F/S 공급 편수 및 실적, 25년 -56억원(+464억원), 26E -189억원(-133억원)



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 11.tving 과 Fifth Season 의 실적 개선이 중요



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

- 2025년 매출 51,345억원 OP 1,329억원 지배순이익 295억원
- 2026 매출 비중 미디어플랫폼 32%, 영화드라마 16%, 음악 19%, 커머스 33%
- 2026 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 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(2Q26)

구분	비중
미디어플랫폼	32%
커머스	33%
음악	19%
영화드라마	16%

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

그림 1. 티빙+웨이브 순이용자(26.7)

(백만명) 티빙+웨이브

연월	순이용자 (백만명)
15.6	0.0
16.11	0.0
18.4	0.0
19.9	0.0
21.2	0.0
22.7	0.0
23.12	12.0
25.5	0.9

자료: 코리안블록, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기별 GMV 및 쇼핑 매출 (2Q26)

(조원) 기타 디지털 TV 쇼핑 매출 (RHS) GMV

분기	기타 (조원)	TV (조원)	디지털 (조원)	쇼핑 매출 (RHS) (조원)	GMV (조원)
1Q12	0.2	0.4	0.4	0.0	0.7
2Q14	0.2	0.4	0.4	0.4	0.8
3Q16	0.2	0.4	0.4	0.3	0.9
4Q18	0.2	0.4	0.4	0.4	1.0
1Q21	0.2	0.4	0.4	0.4	1.0
2Q23	0.2	0.4	0.4	0.4	1.0
3Q25	0.2	0.4	0.4	0.4	1.0

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 3. 방송사 점유율(26.6)

(%) JTBC CJ ENM 지상파

연월	JTBC (%)	CJ ENM (%)	지상파 (%)
11.12	1.8	10.5	48.5
14.4	1.8	10.5	48.5
16.8	5.9	10.5	48.5
18.12	5.9	10.5	48.5
21.4	5.9	10.5	48.5
23.8	5.9	10.5	48.5
25.12	6.1	8.7	22.6

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 4. 방송사별 22시 평균 광고단가(26.6)

(백만원) ENM 22시 SBS 22시 MBC 22시 KBS 22시

연월	ENM 22시 (백만원)	SBS 22시 (백만원)	MBC 22시 (백만원)	KBS 22시 (백만원)
11.12	13	13	13	13
14.4	13	13	13	13
16.8	13	13	13	13
18.12	13	13	13	13
21.4	13	13	13	13
23.8	13	13	13	13
25.12	17	17	17	17

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,231	5,135	5,343	5,488	5,678
매출원가	3,520	3,429	3,666	3,776	3,957
매출총이익	1,711	1,706	1,677	1,712	1,720
판매비와관리비	1,607	1,573	1,527	1,475	1,445
영업이익	104	133	150	236	275
영업외수익	20	26	28	43	48
EBITDA	1,706	1,387	1,345	1,481	1,552
영업외손익	-636	-49	-87	-118	-119
관계기업손익	0	37	89	45	48
금융수익	150	131	104	109	104
외환보통이익	0	0	0	0	0
금융비용	-292	-237	-212	-202	-203
외환보통손실	63	32	27	29	29
기타	-493	21	-68	-69	-69
법인세비용차감전순이익	-532	84	62	119	157
법인세비용	-49	-67	-21	-33	-41
계속사업순이익	-581	17	41	85	116
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-581	17	41	85	116
당기순이익	-11.1	0.3	0.8	1.6	2.0
비배분순이익	-77	-12	-9	4	6
지배분순이익	-503	30	50	81	110
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	101	-10	-10	-10	-10
포괄순이익	-480	7	32	76	106
비배분포괄이익	-32	-11	-7	4	5
지배분포괄이익	-448	19	38	72	101

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-22,955	1,345	2,274	3,700	5,018
PER	NA	48.0	15.0	9.2	6.8
BPS	127,392	127,199	129,472	130,807	132,703
PBR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	77,806	63,230	61,320	67,550	70,778
EV/EBITDA	2.3	2.8	2.3	1.9	1.7
SPS	238,557	234,141	243,642	250,242	258,902
PSR	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1
CFPS	79,099	68,246	62,608	69,568	72,572
DPS	0	0	2,500	3,300	3,900

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증/감	198	-1.9	4.1	2.7	3.5
영업이익 증/감	흑전	27.2	12.7	57.9	16.4
순이익 증/감	적전	흑전	142.8	106.8	35.6
수익성					
ROIC	2.7	0.7	2.7	4.9	6.3
ROA	1.1	1.5	1.8	2.8	3.3
ROE	-16.7	1.1	1.8	2.8	3.8
안정성					
부채비율	153.3	151.5	138.5	134.5	127.3
순차입금비율	51.1	50.7	46.0	40.4	33.8
이자보상비율	0.6	0.8	0.9	1.4	1.6

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,909	2,552	2,328	2,443	2,505
현금및현금성자산	973	782	540	623	641
매출채권 및 기타채권	1,243	1,126	1,168	1,196	1,234
재고자산	137	143	149	153	158
기타유동자산	556	501	471	471	471
비유동자산	6,407	6,115	6,037	5,866	5,666
유형자산	861	849	806	768	735
관계기업투자금	1,392	1,247	1,342	1,394	1,449
기타비유동자산	4,154	4,019	3,889	3,704	3,482
자산총계	9,317	8,667	8,365	8,309	8,171
유동부채	3,814	3,201	2,838	2,846	2,756
매입채무 및 기타채무	1,217	1,173	1,185	1,193	1,203
차입금	1,046	763	763	763	663
유동상채무	656	475	100	100	100
기타유동부채	895	791	791	791	791
비유동부채	1,824	2,020	2,020	1,920	1,820
차입금	1,010	1,197	1,197	1,097	997
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	814	822	822	822	822
부채총계	5,639	5,221	4,858	4,766	4,576
자본부분	2,794	2,789	2,839	2,868	2,910
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,432	2,431	2,431	2,431	2,431
이익잉여금	380	412	462	491	532
기타자본변동	-129	-164	-164	-164	-164
비배분부분	884	656	668	675	685
자본총계	3,678	3,446	3,507	3,544	3,595
순차입금	1,880	1,747	1,614	1,432	1,213

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,403	1,166	931	1,083	1,134
당기순이익	-581	17	41	85	116
비현금항목의가감	2,315	1,480	1,332	1,440	1,476
감가상각비	1,602	1,254	1,195	1,245	1,277
외환손익	0	-12	6	9	9
지분법평가손익	0	-37	-89	-45	-48
기타	713	275	219	231	238
자산부채의증감	-148	-179	-284	-273	-281
기타현금흐름	-184	-151	-158	-170	-177
투자활동 현금흐름	-936	-1,023	-1,201	-1,157	-1,161
투자자산	173	-9	-96	-52	-55
유형자산	106	-25	-22	-22	-22
기타	-1,214	-989	-1,084	-1,084	-1,084
재무활동 현금흐름	-569	-330	-417	-194	-311
단기차입금	104	-268	0	0	-100
사채	300	504	0	0	-100
장기차입금	-71	-28	0	-100	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-52	-68
기타	-902	-537	-417	-42	-42
현금의증감	-59	-191	-242	83	18
기초 현금	1,033	973	782	540	623
기말 현금	973	782	540	623	641
NOPLAT	114	27	99	170	204
FCF	505	328	267	389	454

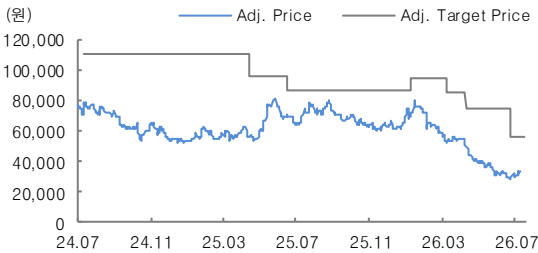
[Compliance Notice]

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	26.08.07	26.07.22	26.05.08	26.04.07	26.02.06	26.01.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	56,000	56,000	75,000	85,000	94,000	86,000
과다율(평균%)		(43.87)	(51.55)	(36.39)	(30.74)	(21.10)
과다율(최대/최소%)		(39.11)	(36.00)	(34.35)	(14.89)	(13.02)
제시일자	25.07.15	25.06.11	25.02.08	24.08.08		
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy		
목표주가	86,000	96,000	110,000	110,000		
과다율(평균%)	(20.80)	(29.36)	(47.58)	(42.48)		
과다율(최대/최소%)	(7.44)	(14.79)	(43.18)	(29.09)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20260804)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.4%	7.6%	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