리서치센터장, 통신/미디어
황성진
02)739-5937
hsj@heungkuksec.co.kr

(035760)

CJ ENM

BUY(유지)

26년 본격적인 수익성 개선 기대

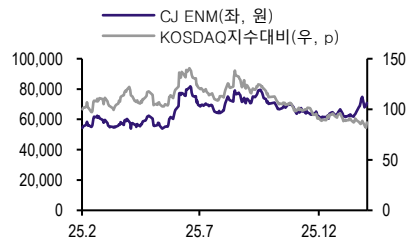
목표주가	95,000원(상향)
현재주가(02/05)	70,900원
상승여력	34.0%
시가총액	15,548억원
발행주식수	21,929천주
52주 최고가 / 최저가	81,800 / 53,900원
3개월 일평균거래대금	43억원
외국인 지분율	17.3%
주요주주	
CJ (외 9인)	42.8%
자사주 (외 1인)	5.4%
강철구 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.3	7.1	7.6	31.1
상대수익률 (KOSDAQ)	-4.5	-15.8	-31.2	-20.6

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	43,684	52,314	51,345	58,825
영업이익	-146	1,045	1,329	2,380
EBITDA	9,620	17,062	15,503	18,020
지배주주순이익	-3,159	-5,034	295	1,280
EPS	-14,405	-22,955	1,424	6,176
순차입금	21,560	18,802	21,560	19,349
PER	-5.0	-2.3	49.8	11.5
PBR	0.5	0.4	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.9	1.8	2.4	1.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-9.3	-16.7	1.1	4.9
컨센서스 영업이익	-	-	942	1,771
컨센서스 EPS	-	-	4,437	3,245

주가추이



4분기 호실적, 컨텐츠 성과와 수익성 개선

4분기 매출액은 1조 4,378억원(-19.6% YoY), 영업이익은 860억원(+109.8% YoY)을 기록하며 예상치를 크게 상회. 티빙과 FS 손익 개선 등으로 미디어와 영화드라마 부문의 실적이 호조세를 보였고, 성수기 효과와 MLC 확대에 힘입어 커머스 또한 호실적을 기록함. 한편 산하 제작사들에 대한 영업권과 일부 컨텐츠 손상 등 발생으로 세전손실은 503억원(적자축소 YoY), 순손실은 952억원(적자확대 YoY)을 기록

미디어플랫폼 : 영업이익 178억원(+1,048% YoY), TV 광고매출 역성장세(-25.4% YoY)는 지속되었으나, 티빙의 광고매출 성장세(+108.8% YoY)에 따른 적자축소 기조가 호실적을 견인. 티빙은 오리지널 컨텐츠 흥행, 웨이브 편입효과, 글로벌 브랜드관 진출, 타 OTT 제휴 요금제 효과 및 AVOD 호조세 등이 나타나며 매출액 1,188억원(-3.2% YoY)과 영업손실 41억원을 기록. 프로야구 비시즌임에도 불구하고 호실적을 거둔 것으로, 26년 2-3분기 중에는 BEP 이상 달성도 가능할 것으로 전망

영화드라마 : 영업이익 164억원(+2386% YoY), FS의 유통 매출 호조세 및 비용 효율화 및 드래곤의 실적 성과가 반영되며 호실적을 기록. FS의 매출액은 1,847억원, 영업이익 106억원 기록.

음악 : 영업이익 190억원(+0.9% YoY). 일본 JV 설립과 엠넷플러스 투자비용 부담등에도 불구하고, 기존 IP의 호조세와 MAMA의 성과 및 제베원 월드투어 등 계절적 성수기 영향으로 안정적인 실적을 시현

커머스: 영업이익 359억원(+77.0% YoY). 패션 중심의 성수기 효과와 숏폼/인플루언서 커머스 확대 및 MLC 거래액 성장(+98%) 등으로 호실적 시현. 트렌드 변화를 감안하면 MLC 고성장 추세는 당분간 지속될 것으로 전망

26년 수익성 개선 본격화 기대. 목표주가 95,000원

26년에는 전반적인 컨텐츠 경쟁력 강화 기조를 기반으로, 티빙과 FS의 수익성은 개선되는 모습을 보일 것. 안정적인 음악 사업의 성장과 더불어 커머스의 호조세 또한 지속되며 실적 개선세가 본격화될 것으로 기대. 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 95,000원으로 상향

표 1 CJ ENM 분기별 실적 추이 (단위: 억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	11,383	13,129	12,456	14,378	13,458	15,583	14,760	15,023	52,314	51,345	58,825
미디어플랫폼	2,928	3,193	3,198	4,096	4,104	4,320	4,303	4,487	13,732	13,416	17,214
영화드라마	3,159	4,105	3,729	3,579	3,542	5,149	4,492	4,181	17,047	14,573	17,363
음악/공연	1,672	1,972	1,973	2,559	1,806	2,130	2,130	2,763	7,021	8,176	8,830
커머스	3,623	3,858	3,557	4,143	4,006	3,984	3,835	3,592	14,514	15,180	15,418
영업이익	7	286	176	860	362	680	624	714	1,045	1,329	2,380
영업이익률	0.1%	2.2%	1.4%	6.0%	2.7%	4.4%	4.2%	4.8%	2.0%	2.6%	4.0%
미디어플랫폼	-57	-80	-33	178	83	144	157	155	253	8	539
영화드라마	-232	-12	68	164	-112	12	54	103	-413	-10	57
음악/공연	27	171	19	190	95	181	134	224	309	407	634
커머스	258	214	126	359	297	343	278	232	831	958	1,150
세전이익	-722	1,216	851	-503	276	698	590	283	-5,319	842	1,847
세전이익률	-6.3%	9.3%	6.8%	-3.5%	2.1%	4.5%	4.0%	1.9%	-10.2%	1.6%	3.1%
순이익	-822	1,146	798	-952	213	538	454	218	-5,808	170	1,422
순이익률	-7.2%	8.7%	6.4%	-6.6%	1.6%	3.5%	3.1%	1.5%	-11.1%	0.3%	2.4%

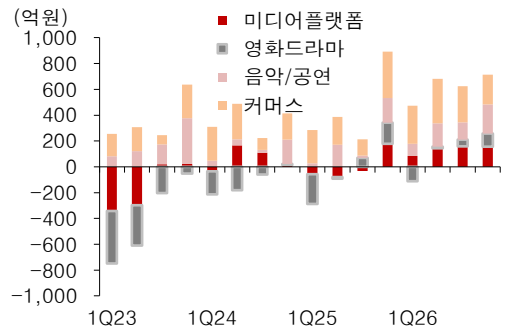
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

표 2 CJ ENM Valuation (단위: 억원)

	26E	비고
기업가치 (A+B)	**35,697**	
사업부문 영업가치(억원, A)	**35,697**	
미디어플랫폼	11,009	26년 방송부문 추정 순이익에 Target P/E Multiple 20배 적용, 티빙 가치 반영
영화드라마	6,414	드래곤, Fifth Season 가치 반영
음악/공연	6,200	Peer group 시가총액과 비교
커머스	12,074	26년 커머스부문 추정 순이익에 Target P/E Multiple 15배 적용
순차입금(억원,B)	17,520	
자사주(억원,C)	-2,641	
적정시가총액(억원, A-B+D)	**20,819**	
발행주식수(만주)	2,193	
주당적정가격(원)	94,937	
목표주가(원)	**95,000**	

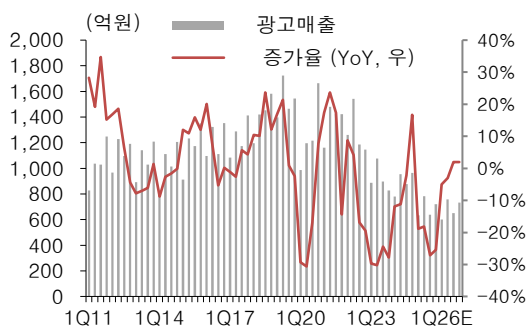
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 1 부문별 영업이익



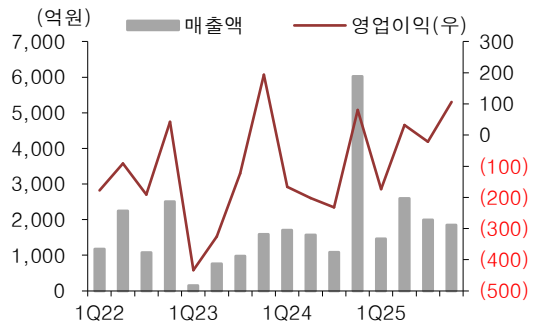
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 2 TV 광고매출 추이



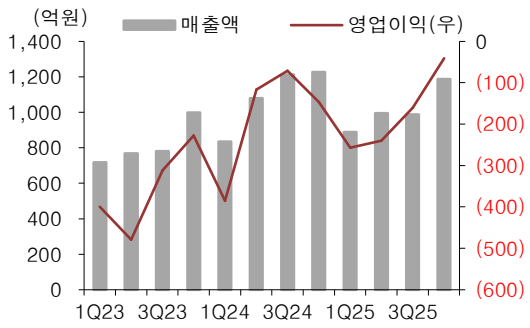
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 3 FIFTH SEASON 영업실적



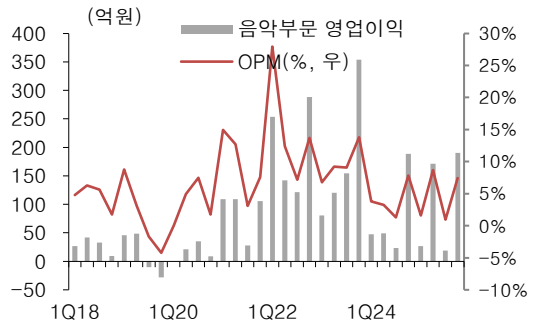
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 4 티빙 영업실적



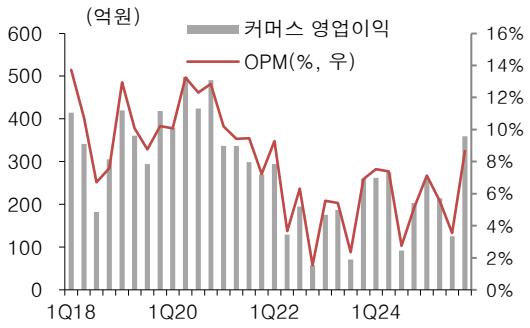
자료: 티빙, 흥국증권 리서치센터

그림 5 음악 부문 영업실적



자료: FiFTH SEASON, 흥국증권 리서치센터

그림 6 커머스 영업실적



자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**43,684**	**52,314**	**51,345**	**58,825**	**65,659**
증가율 (Y-Y,%)	(8.8)	19.8	(1.9)	14.6	11.6
영업이익	**(146)**	**1,045**	**1,329**	**2,380**	**2,959**
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	27.2	79.1	24.3
EBITDA	9,620	17,062	15,503	18,020	17,670
영업외손익	(3,205)	(6,364)	(487)	(533)	(1,013)
순이자수익	(1,387)	(1,429)	102	(250)	(303)
외화관련손익	6	24	0	0	0
지분법손익	900	(698)	522	0	0
세전계속사업손익	(3,351)	(5,319)	842	1,847	1,946
당기순이익	**(3,968)**	**(5,808)**	**170**	**1,422**	**1,498**
지배기업당기순이익	**(3,159)**	**(5,034)**	**295**	**1,280**	**1,348**
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	흑전	333.7	5.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.8	13.8	2.3	10.4	7.9
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(29.4)	(1.1)	n/a	41.5
EBITDA증가율(3Yr)	7.8	28.0	2.7	23.3	1.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(0.3)	2.0	2.6	4.0	4.5
EBITDA마진(%)	22.0	32.6	30.2	30.6	26.9
순이익률 (%)	(9.1)	(11.1)	0.3	2.4	2.3
NOPLAT	**(106)**	**757**	**269**	**1,833**	**2,278**
(+) Dep	9,766	16,017	14,174	15,640	14,712
(-) 운전자본투자	(2,003)	1,560	(2,656)	(198)	(299)
(-) Capex	1,001	634	387	713	795
OpFCF	10,662	14,581	16,712	16,958	16,494

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	27,824	29,095	30,874	37,012	43,493
현금성자산	11,400	10,744	11,181	16,456	20,559
매출채권	11,251	12,429	12,957	13,539	15,431
재고자산	1,160	1,370	1,952	2,039	2,324
비유동자산	71,675	64,071	63,782	63,124	63,529
투자자산	29,572	28,827	31,659	32,945	34,283
유형자산	13,533	8,607	8,185	8,284	8,455
무형자산	28,569	26,637	23,937	21,895	20,792
자산총계	**99,499**	**93,166**	**94,655**	**100,136**	**107,023**
유동부채	34,009	38,142	42,699	41,865	42,268
매입채무	10,747	12,174	15,852	16,564	18,878
유동성이자부채	13,910	17,676	18,236	16,341	14,066
비유동부채	23,712	18,244	19,277	24,311	29,446
비유동이자부채	19,049	11,870	14,505	19,464	24,521
부채총계	**57,721**	**56,386**	**61,976**	**66,176**	**71,714**
자본금	1,106	1,106	1,106	1,106	1,106
자본잉여금	24,562	24,324	24,319	24,319	24,319
이익잉여금	8,523	3,795	4,145	5,425	6,773
자본조정	(1,803)	(1,289)	(3,909)	(3,909)	(3,909)
자기주식	(2,675)	(2,675)	(2,641)	(2,641)	(2,641)
자본총계	**41,778**	**36,781**	**32,680**	**33,960**	**35,308**
투하자본	41,728	36,372	32,997	31,203	30,334
순차입금	21,560	18,802	21,560	19,349	18,028
ROA	(3.1)	(5.2)	0.3	1.3	1.3
ROE	(9.3)	(16.7)	1.1	4.9	4.9
ROIC	(0.3)	1.9	0.8	5.7	7.4

주요투자지표

(단위:억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(14,405)	(22,955)	1,424	6,176	6,505
BPS	147,691	127,392	117,016	122,854	129,003
DPS	0	0	0	0	1,000
Multiples(x,%)					
PER	(5.0)	(2.3)	49.8	11.5	10.9
PBR	0.5	0.4	0.6	0.6	0.5
EV/ EBITDA	3.9	1.8	2.4	1.9	1.9
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	1.4
PCR	1.5	0.7	1.5	1.2	1.3
PSR	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	138.2	153.3	189.6	194.9	203.1
Net debt/Equity	51.6	51.1	66.0	57.0	51.1
Net debt/EBITDA	224.1	110.2	139.1	107.4	102.0
유동비율	81.8	76.3	72.3	88.4	102.9
이자보상배율	n/a	0.7	n/a	9.5	9.8
이자비용/매출액	4.0	3.4	n/a	1.1	1.1
자산구조					
투하자본(%)	50.5	47.9	43.5	38.7	35.6
현금+투자자산(%)	49.5	52.1	56.5	61.3	64.4
자본구조					
차입금(%)	44.1	44.5	50.0	51.3	52.2
자기자본(%)	55.9	55.5	50.0	48.7	47.8

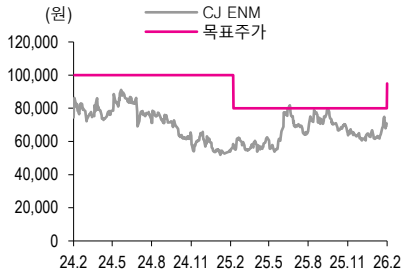
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**12,948**	**14,026**	**9,062**	**13,194**	**12,438**
당기순이익	(3,968)	(5,808)	170	1,422	1,498
자산상각비	9,766	16,017	14,174	15,640	14,712
운전자본증감	4,847	(1,480)	(175)	198	299
매출채권감소(증가)	2,534	(946)	(359)	(582)	(1,891)
재고자산감소(증가)	(261)	(229)	(667)	(88)	(285)
매입채무증가(감소)	86	306	2,310	712	2,314
투자현금	**(12,664)**	**(9,358)**	**(12,831)**	**(15,001)**	**(15,157)**
단기투자자산감소	1,416	24	(16)	(19)	(40)
장기투자증권감소	765	1,782	(379)	(863)	(898)
설비투자	(1,001)	(634)	(387)	(713)	(795)
유무형자산감소	(13,644)	(9,775)	(11,049)	(12,984)	(12,984)
재무현금	**(1,275)**	**(5,694)**	**4,328**	**7,063**	**6,783**
차입금증가	(4,076)	(5,431)	4,326	7,063	6,783
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(1,011)	(594)	490	5,255	4,063
총현금흐름(Gross CF)	**10,346**	**17,346**	**10,524**	**12,996**	**12,138**
(-) 운전자본증가(감소)	(2,003)	1,560	(2,656)	(198)	(299)
(-) 설비투자	1,001	634	387	713	795
(+) 자산매각	(13,644)	(9,775)	(11,049)	(12,984)	(12,984)
Free Cash Flow	(2,296)	5,376	1,743	(503)	(1,342)
(-) 기타투자	(765)	(1,782)	379	863	898
잉여현금	(1,531)	7,158	1,364	(1,366)	(2,239)

CJ ENM - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-09-07	담당자변경			
2024-02-08	Buy	100,000	(28.6)	(8.9)
2025-02-13	Buy	80,000	(18.1)	2.3
2026-02-06	Buy	95,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286