



CJ ENM (035760)

가시성 높은 이익 증가 추세

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(상향): 230,000원

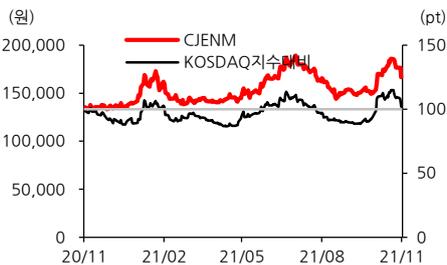
현재 주가(11/4)	167,000원
상승여력	▲37.7%
시가총액	36,622억원
발행주식수	21,929천주
52 주 최고가 / 최저가	189,000 / 131,800원
90 일 일평균 거래대금	255.43억원
외국인 지분율	22.3%
주주 구성	
CI (외 6인)	42.7%
자사주 (외 1인)	5.5%
강호성 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.5	0.9	11.7	24.3
상대수익률(KOSDAQ)	9.6	5.3	8.2	3.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	3,790	3,391	3,574	3,867
영업이익	269	272	364	410
EBITDA	1,028	769	922	1,108
지배주주순이익	104	57	241	285
EPS	4,754	2,596	10,977	12,994
순차입금	795	753	647	730
PER	33.6	53.7	15.2	12.9
PBR	1.2	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.2	5.0	4.7	4.0
배당수익률	0.9	1.1	1.0	1.0
ROE	3.7	1.8	6.8	7.6

주가 추이



동사의 3 분기 실적은 시장 기대치를 상회했습니다. 미디어와 음악 사업은 콘텐츠와 채널 경쟁력의 시너지를 바탕으로 4 분기에도 외형 확대 및 이익 성장 기초가 이어질 것으로 전망합니다.

3분기 실적은 영업이익 컨센서스 12% 상회

동사의 3분기 실적은 매출액 8575억 원, 영업이익 878억 원을 기록하며 시장 기대치를 상회했다. 미디어 부문 영업이익은 전년동기 대비 119% 증가한 642억 원으로 사상 최대 이익을 기록했다. 시청률 및 화제성 강화로 인해 TV광고가 전년동기 대비 23% 증가했고, 콘텐츠 판매 매출이 33% 고성장이며 수익성을 견인했다. 커머스 영업이익은 비수기 영향 및 고마진 상품 취급급 둔화로 인해 전년동기 대비 36% 감소했다. 음악 부문 영업이익은 자체 아티스트들의 앨범 판매와 프로그램 매출 등 글로벌 성과가 확대되며 211%나 증가했다. 영화 부문이 극장 회복 지연 및 흥행부진으로 143억 원의 영업손실을 기록했음에도 불구하고 콘텐츠 경쟁력 확대에 기인한 호실적이다.

TVING 사업 확장과 티비 채널 시너지가 동시에

우리는 동사의 4분기 실적으로 매출액 1.02조 원, 영업이익 967억 원을 전망한다. 미디어 영업이익은 사상최대 실적을 재차 경신할 것으로 예상되는데, 콘텐츠 확장을 통한 채널 영향력 확대에 의해 TV광고와 디지털 매출 모두 증가 추세가 이어질 것으로 전망한다. 3분기 티빙 유료가입자는 전분기 대비 38% 증가한 180만 명 수준으로 파악된다. 오리지널 콘텐츠 뿐만아니라 예능, 스포츠 등 장르 다변화로 인한 라이브러리 확대 전략이 실적 성장으로 나타날 것으로 판단한다. 현재 TV, 디지털 플랫폼, 티빙까지 포함한 미디어 부문 영업가치는 2.2조 원에 불과하다. 전략적 파트너인 네이버와의 제휴로 일본, 대만 등 해외 시장 진출이 구체화된다면 가치 증가 속도가 가팔라질 것으로 전망한다.

목표주가 23만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 23만 원으로 상향한다. 적정 기업가치는 미디어/영화 부문 2.2조, 커머스 0.6조, 음악 0.3조, 투자자산 2.1조 원을 합산했다. 동사는 디지털 플랫폼과 TV의 채널 믹스 경쟁력을 보유한 국내 유일 사업자다. 경쟁 심화 국면에서 시장 성장을 상회하는 실적 성장 추세가 지속될 것으로 전망한다.

[표1] CJ ENM의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	810.8	837.5	798.6	944.3	791.9	908.0	857.5	1,017	3,790	3,391	3,574	3,867
미디어	340.8	406.3	370.6	473.0	386.2	456.4	442.8	500.7	1,678	1,591	1,786	1,939
커머스	375.9	376.2	344.3	382.3	330.8	357.4	315.8	396.3	1,427	1,479	1,400	1,459
영화	54.2	12.5	36.9	38.0	22.7	28.8	33.1	47.2	349	142	132	153
음악	39.8	42.5	46.9	51.0	52.2	65.4	65.8	72.8	335	180	256	315
영업이익	39.7	73.4	71.0	87.9	93.6	85.8	87.8	96.7	269	272	364	410
미디어	3.9	24.9	29.3	41.9	53.8	57.7	64.2	67.4	71	100	243	264
커머스	37.9	49.8	42.4	49.1	33.7	29.9	27.0	29.7	149	179	120	128
영화	-2.0	-3.5	-4.1	-3.9	-0.1	-4.0	-14.3	-4.8	44	-13.5	-23.2	1.8
음악	-0.0	2.1	3.5	0.9	6.2	2.1	10.9	4.4	5.6	6.5	23.7	16.4
영업이익률(%)	4.9	8.8	8.9	9.3	11.8	9.4	10.2	9.5	7.1	8.0	10.2	10.6
성장률 (YoY%)												
매출액	-5.8	-16.7	-12.2	-6.9	-2.3	8.4	7.4	7.7	14.5	-10.5	5.4	8.2
미디어	-10.3	-4.7	-13.2	6.3	13.3	12.3	19.5	5.9	7.1	-5.2	12.3	8.6
커머스	16.0	5.2	2.5	-6.7	-12.0	-5.0	-8.3	3.7	10.3	3.6	-5.3	4.2
영화	-47.9	-81.5	-56.3	-59.2	-58.0	130.0	-10.2	24.3	63.8	-59.5	-6.9	16.4
음악	-23.5	-72.3	-25.5	-22.8	30.9	53.8	40.4	42.7	43.4	-46.2	42.1	23.0
영업이익	-49.8	-16.1	17.9	106.0	135.7	16.9	23.6	10.0	9	1.0	33.8	12.7
미디어	-71.6	-31.9	82.1	808.9	1283.6	131.8	119.4	61.0	-36.4	40.8	143.4	8.6
커머스	-9.8	38.3	44.2	17.3	-11.1	-40.0	-36.2	-39.5	20	20.1	-32.8	6.4
영화	적전	적전	적전	적유	적유	적유	적유	적유	흑전	적전	적유	흑전
음악	적전	-55.7	흑전	흑전	흑전	0.1	210.7	391.1	-49.7	17.3	262.2	-30.8

자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

[표2] CJ ENM의 SOTP 밸류에이션

		비고
영업가치	2,745	
미디어/영화	2,184	
2022E 영업이익	172	스튜디오드래곤 실적 제외
2022E 세후영업이익	104	
Target PER	21.0	국내외 동종 업체 평균 적용
커머스	561	
2022E 영업이익	128	
2022E 세후영업이익	102	
Target PER	5.5	국내 동종 업체 평균 적용
음악	260	
2022E 영업이익	16	
2022E 세후영업이익	13	
Target PER	20.0	국내 동종 업체 평균에서 50% 할인 적용
투자자산가치	2,098	각 지분가치 50% 할인
넷마블	1,240	
스튜디오드래곤	723	
NAVER	108	
에이스토리	16	
삼성생명	12	
사업가치	5,664	
순차입금	623	
적정 기업가치	5,041	
발행주식수(천주)	21,926	
적정주가(원)	229,908	
목표주가(원)	230,000	
현재주가(원)	167,000	
상승여력	38%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,360	3,790	3,391	3,574	3,867
매출총이익	1,127	1,462	1,484	1,641	1,692
영업이익	182	269	272	364	410
EBITDA	708	1,028	769	922	1,108
순이자손익	-8	-18	-14	7	14
외화관련손익	-1	9	-10	0	0
지분법손익	37	22	78	53	54
세전계속사업손익	164	190	143	399	535
당기순이익	184	59	66	288	300
지배주주순이익	163	104	57	241	285
증가율(%)					
매출액	4.4	60.6	-10.5	5.4	8.2
영업이익	-18.9	48.0	1.0	33.8	12.7
EBITDA	51.0	45.2	-25.2	19.9	20.2
순이익	28.4	-68.2	12.0	338.7	4.2
이익률(%)					
매출총이익률	47.7	38.6	43.8	45.9	43.8
영업이익률	7.7	7.1	8.0	10.2	10.6
EBITDA 이익률	30.0	27.1	22.7	25.8	28.7
세전이익률	6.9	5.0	4.2	11.1	13.8
순이익률	7.8	1.5	1.9	8.1	7.8

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	587	743	566	732	928
당기순이익	184	59	66	288	300
자산상각비	526	759	497	558	698
운전자본증감	-149	-258	-36	-15	-15
매출채권 감소(증가)	-100	-130	95	-63	-77
재고자산 감소(증가)	-9	-41	61	-22	-7
매입채무 증가(감소)	-7	102	-40	96	58
투자활동 현금	-158	-288	-1,050	-834	-993
유형자산처분(취득)	-226	-278	-110	-131	-126
무형자산 감소(증가)	-296	-595	-506	-770	-793
투자자산 감소(증가)	248	-6	-364	29	-17
재무현금흐름	-89	-641	490	21	-35
차입금의 증가(감소)	182	-680	244	91	0
자본의 증가(감소)	-21	-26	-27	-33	-35
배당금의 지급	-21	-26	-27	-33	-35
총현금흐름	795	1,096	768	751	943
(-)운전자본증가(감소)	227	202	-42	-280	15
(-)설비투자	229	282	111	132	126
(+)자산매각	-293	-590	-505	-770	-793
Free Cash Flow	46	21	194	130	9
(-)기타투자	-194	-535	148	256	56
잉여현금	240	556	46	-126	-48
NOPLAT	159	148	125	263	230
(+) Dep	526	759	497	558	698
(-)운전자본투자	227	202	-42	-280	15
(-)Capex	229	282	111	132	126
OpFCF	229	422	553	969	787

주1: 2019년부터 CJ HELLO 제외 PRO-FORMA 기준
 주2: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,807	1,598	1,752	1,779	1,789
현금성자산	540	371	750	610	527
매출채권	953	879	782	861	938
재고자산	94	121	59	77	84
비유동자산	4,948	3,837	4,528	5,029	5,361
투자자산	1,917	1,851	2,471	2,705	2,815
유형자산	1,398	948	984	1,041	1,095
무형자산	1,827	1,038	1,072	1,284	1,451
자산총계	6,755	5,435	6,280	6,808	7,150
유동부채	2,022	1,661	1,552	1,589	1,668
매입채무	556	642	532	650	708
유동성이자부채	894	775	849	440	440
비유동부채	1,308	622	943	1,157	1,170
비유동이자부채	1,039	392	655	817	817
부채총계	3,329	2,283	2,495	2,746	2,838
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,245	2,330	2,487	2,474	2,474
이익잉여금	1,070	1,146	1,162	1,380	1,630
자본조정	-662	-639	-322	-322	-322
자기주식	-512	-512	-268	-268	-268
자본총계	3,426	3,152	3,785	4,062	4,312

주요지표 (단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	12,183	4,754	2,596	10,977	12,994
BPS	126,022	134,364	156,746	166,110	177,504
DPS	1,200	1,400	1,600	1,600	1,600
CFPS	59,568	49,968	35,033	34,269	43,002
ROA(%)	3.4	1.7	1.0	3.7	4.1
ROE(%)	8.6	3.7	1.8	6.8	7.6
ROIC(%)	6.1	5.0	5.0	10.6	8.9
Multiples(x, %)					
PER	16.6	33.6	53.7	15.2	12.9
PBR	1.6	1.2	0.9	1.0	0.9
PSR	1.1	0.9	0.9	1.0	0.9
PCR	3.4	3.2	4.0	4.9	3.9
EV/EBITDA	8.2	4.2	5.0	4.7	4.0
배당수익률	0.6	0.9	1.1	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	97.2	72.4	65.9	67.6	65.8
Net debt/Equity	40.7	25.2	19.9	15.9	16.9
Net debt/EBITDA	196.6	77.3	98.0	70.2	65.8
유동비율	89.4	96.2	112.9	111.9	107.3
이자보상배율	12.3	9.1	11.2	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	58.3	52.7	43.7	42.5	44.6
현금+투자자산	41.7	47.3	56.3	57.5	55.4
자본구조(%)					
차입금	36.1	27.0	28.4	23.6	22.6
자기자본	63.9	73.0	71.6	76.4	77.4

[Compliance Notice]

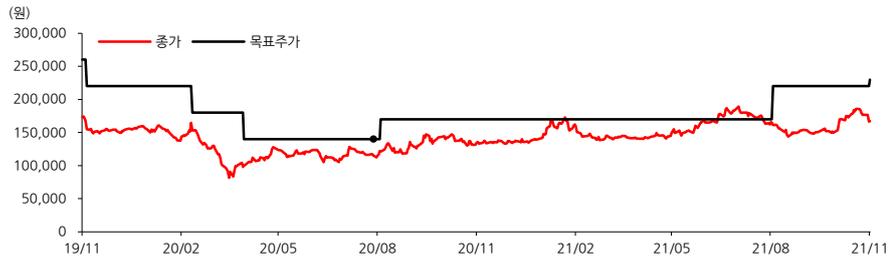
(공표일: 2021년 11월 5일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[CJ ENM의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.11.08	2019.11.11	2020.01.13	2020.02.14	2020.04.02
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy
목표 가격		220,000	220,000	220,000	180,000	140,000
일 시	2020.05.08	2020.07.07	2020.08.07	2020.08.19	2020.11.06	2020.11.11
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	140,000	140,000	170,000	170,000	170,000	170,000
일 시	2020.11.26	2021.08.06	2021.11.05			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표 가격	170,000	220,000	230,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.11.08	Buy	220,000	-30.74	-25.23
2020.02.14	Hold	180,000	-35.32	-14.72
2020.04.02	Buy	140,000	-17.29	-8.36
2020.08.07	Buy	170,000	-13.04	11.18
2021.08.06	Buy	220,000	-27.07	-15.50
2021.11.05	Buy	230,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%