

차라리 없었으면 좋았을 실적 가이드نس

목표주가 하향

질적으로 좋았던 4분기 실적에도 2021년 가이드نس를 -8%(YoY)로 제시하면서 목표주가를 190,000원(-10%)으로 하향한다. 실적에 부담을 줄 만큼 티빙에 대한 강도 높은 투자가 코로나19로 더 빠르게 변해버린 미디어 산업에서 성장하기 위한 필사적인 몸부림이었다고 충분히 이해해도 코로나19 회복에 따른 높은 증익을 기대했던 투자자들에 대한 배려가 너무 부족했다. 이를 만회할 티빙의 급격한 유료 가입자 성장을 확인하기 전까지 당분간 관망할 필요가 있다.

4Q Review: OPM 9.3%(+5.1%p YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 9,443억원(-7% YoY)/879억원(+106%)으로 컨센서스(831억원)에 부합했다. 미디어는 TV/디지털이 각각 8%/58% 성장하면서 영업이익은 419억원(+809%)을 기록했다. 스튜디오드래곤의 영업이익이 46억원으로 부진했던 걸 감안하면 제작비 통제/컨텐츠 흥행/TV 광고 회복/디지털 고성장이 맞물린 역대 최고 수준의 실적이었다. 커머스는 자체 브랜드 경쟁력 강화로 취급고 비중이 18%까지 상승하면서 491억원(+17%)의 이익을 기록했다. 영화는 코로나19 영향에 따른 흥행 부진으로 -39억원, 음악은 콘서트 부재에도 아이즈원/JO1/엔하이픈 등의 컴백으로 9억원의 흑자를 기록했다.

2021년 영업이익 가이드نس 2,500억원(-8%)에 담긴 의미

작년 상반기 TV광고의 어려움과 2019년 히어로였던 영화 부문의 적자가 내내 이어졌음에도 스튜디오드래곤의 이익 정상화와 커머스의 고성장으로 증익하면서 실적 기대감이 높아졌다. 그러나, 2021년 영업이익 가이드نس로 2,500억원(-8%)을 제시했다. 1) 코로나19 정상화로 하반기부터 반등이 예상되는 음악/영화 부문과 2) 제작 편수 증가에 따른 스튜디오드래곤의 성장까지 감안하면 미디어 별도 부문의 이익이 최소 50% 이상 급감하는 것으로 추정된다. 티빙에 대한 투자금액이 3년간 단계적으로 증가한다는 점을 감안할 때 2022년 실적까지 우려가 이어질 수 있다.

기업분석(Report)

BUY

TP(12M): 190,000원(하향) | CP(2월04일): 159,600원

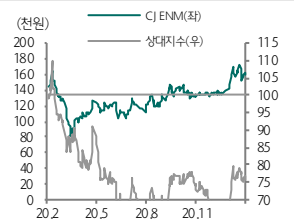
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	964.58
52주 최고/최저(원)	172,800/81,500
시가총액(십억원)	3,499.9
시가총액비중(%)	0.90
발행주식수(천주)	21,929.2
60일 평균 거래량(천주)	169,266.2
60일 평균 거래대금(십억원)	25.3
20년 배당금(예상, 원)	1,600
20년 배당수익률(예상, %)	1.15
외국인지분율(%)	21.31
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5인	42.70

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,402.3	3,733.3
영업이익(십억원)	267.2	318.1
순이익(십억원)	148.6	200.4
EPS(원)	6,122	8,293
BPS(원)	158,039	165,847

Stock Price



주가상승률	1M	6M	12M
절대	12.6	39.1	10.8
상대	14.1	20.5	(24.0)

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,360.4	3,789.7	3,391.2	3,634.9	4,003.5
영업이익	십억원	182.1	269.4	272.1	251.4	296.8
세전이익	십억원	163.9	189.6	157.0	212.1	254.5
순이익	십억원	162.6	104.2	70.5	141.3	169.5
EPS	원	11,514	4,754	3,216	6,442	7,730
증감율	%	(45.31)	(58.71)	(32.35)	100.31	19.99
PER	배	17.54	33.57	43.38	24.77	20.65
PBR	배	1.35	1.01	0.87	0.97	0.93
EV/EBITDA	배	9.14	4.04	4.28	5.74	6.16
ROE	%	8.58	3.65	2.38	4.64	5.35
BPS	원	149,371	157,708	159,671	164,681	170,978
DPS	원	1,200	1,400	1,600	1,600	1,600



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dageompark@hanafn.com

표 1. CJ ENM 목표주가 산정(SOTP) 방식

(단위: 십억원)

항목	가치	비고
지분가치	1,696	
- 넷마블	1,696	지분 22%, 30%할인
영업가치	2,775	
- 미디어	1,161	NOPAT에 24X
- 커머스	1,287	NOPAT에 10X 적용
- 음악	63	NOPAT('19년)에 15X 적용(정상화 확인 후 미래가치 반영)
- 영화	264	쇼박스 시가총액 대비 10% 할증
순차입금	380	
기업가치	4,091	
발행주식수	22	백만주
목표주가	190,000	원
현재주가	159,200	원
상승 여력	19	%

자료: 하나금융투자

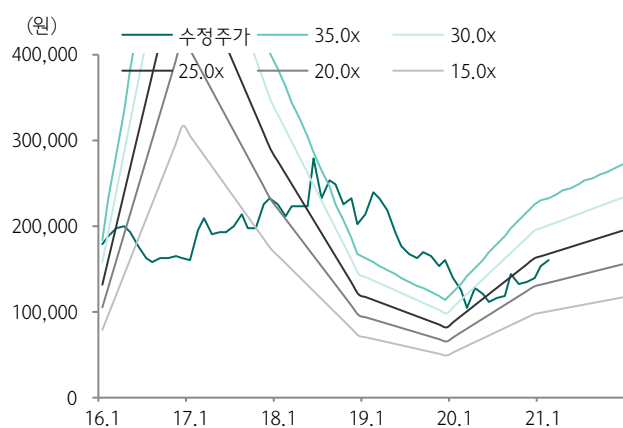
표 2. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	19	20P	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P
매출액	3,790	3,391	3,635	4,003	860	1,006	910	1,014	811	838	799	944
1. 미디어	1,678	1,591	1,735	1,887	380	426	427	445	341	406	371	473
2. 커머스	1,427	1,479	1,498	1,530	324	358	336	410	376	376	344	382
3. 영화	349	142	186	300	104	68	84	93	54	13	37	38
4. 음악	335	180	216	287	52	154	63	66	40	43	47	51
영업이익	269	272	251	297	79	87	60	43	40	73	71	88
OPM	7%	8%	7%	7%	9%	9%	7%	4%	5%	9%	9%	9%
1. 미디어	71	100	65	73	14	37	16	5	4	25	29	42
2. 커머스	149	179	174	178	42	36	29	42	38	50	42	49
3. 영화	44	(14)	6	36	19	10	16	(1)	(2)	(3)	(4)	(4)
4. 음악	6	7	6	10	5	5	(1)	(3)	(0)	2	4	1
당기순이익	59	79	157	188	49	66	31	(87)	30	39	33	(23)
NPM	2%	2%	4%	5%	6%	7%	3%	-9%	4%	5%	4%	-2%

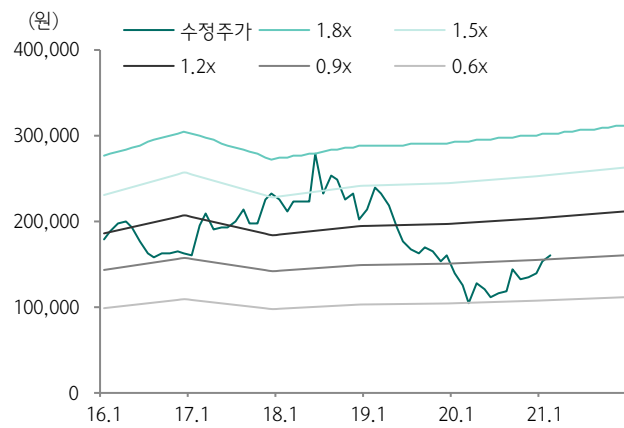
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 1. CJ ENM 12MF P/E 밴드차트



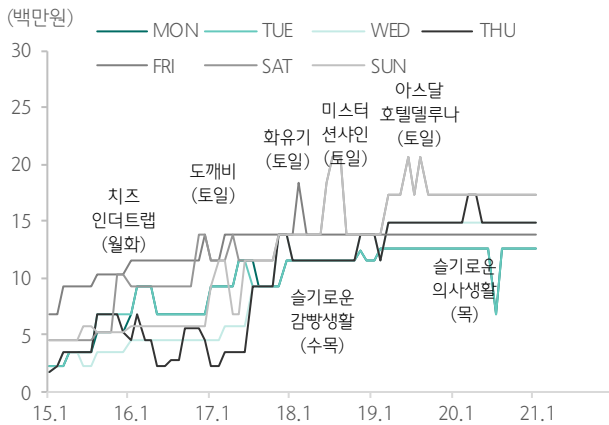
자료: 하나금융투자

그림 2. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트



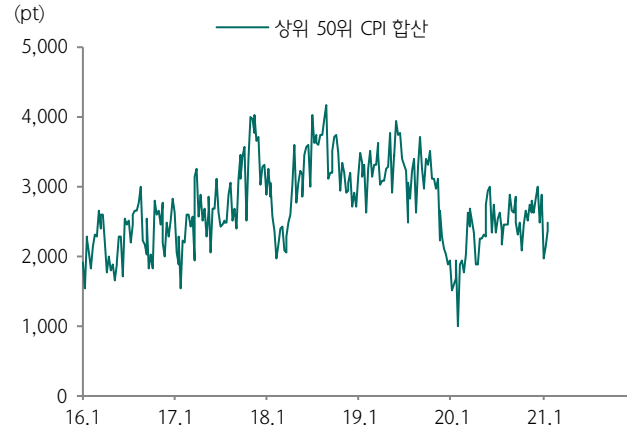
자료: 하나금융투자

그림 3. CJ ENM 요일별 최고 UAP 추이



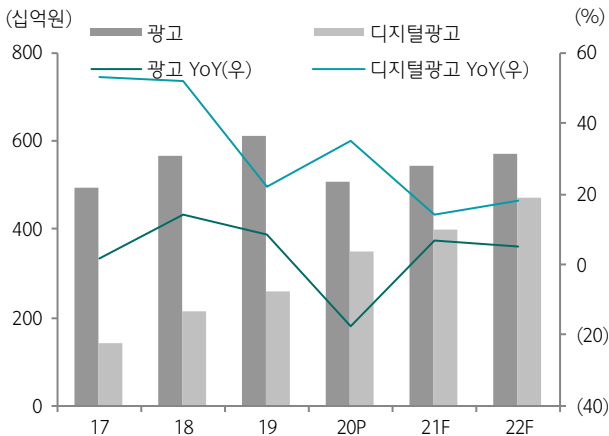
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 4. 상위 50위 CPI 합산 트렌드



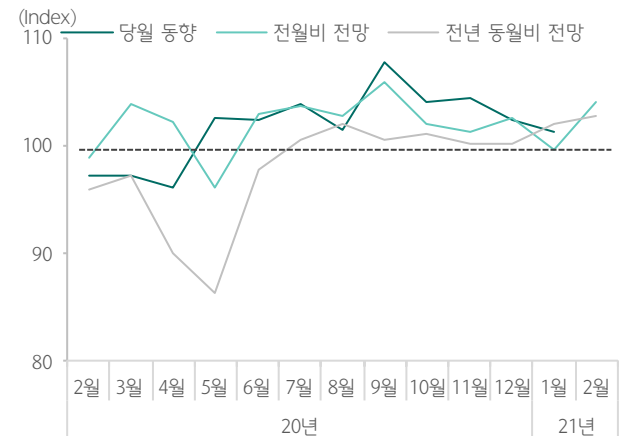
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 5. TV와 디지털 광고 성장률



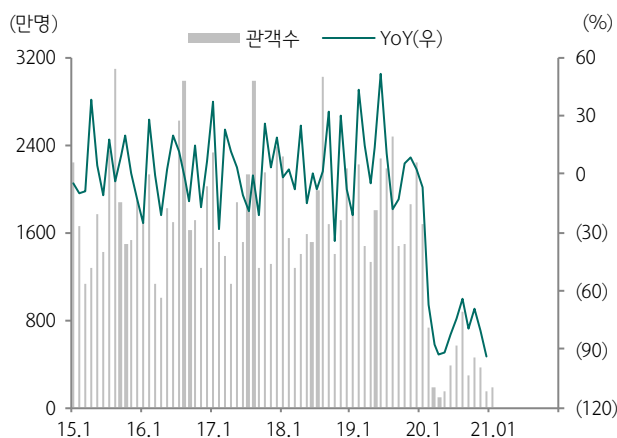
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 6. 케이블TV KAI 지수 트렌드



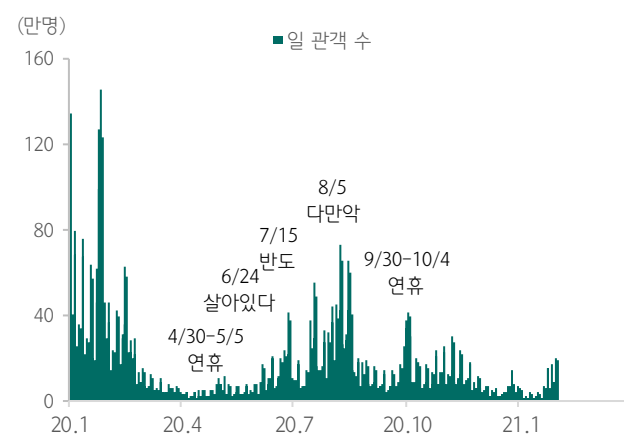
자료: KOBACO, 하나금융투자

그림 7. 극장 관객 수 추이 - 2020년 관객수 595만명(YoY -74%)



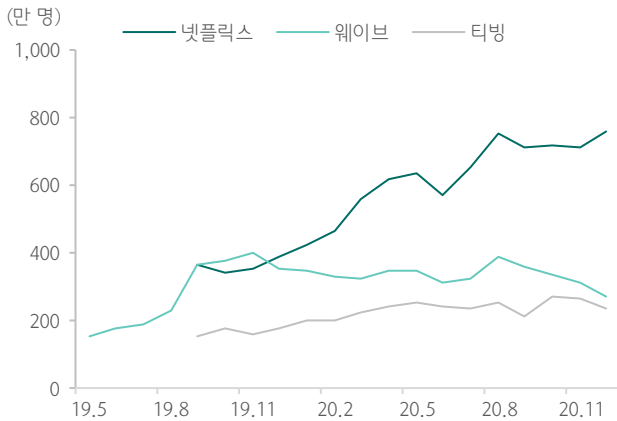
자료: KOBIS, 하나금융투자

그림 8. 2020년 3월 이후 극장 일별 관객수 추이



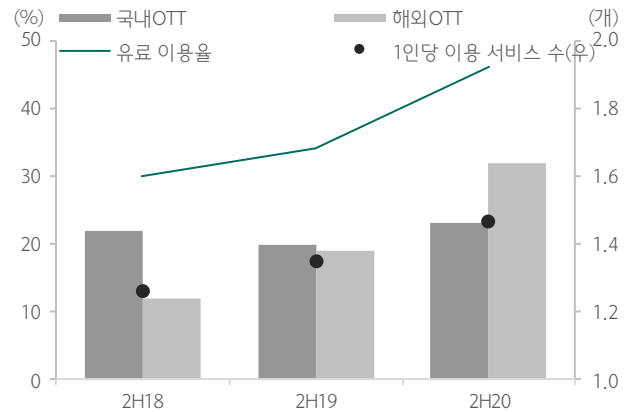
자료: KOBIS, 하나금융투자

그림 9. 국내 TOP3 OTT의 MAU 추이



자료: 언론 보도 종합, 하나금융투자

그림 10. 국내vs해외 OTT 서비스 유료 이용률(복수응답)



자료: 컨슈머인사이트, 하나금융투자

그림 11. '21년 티빙 오리지널 - <여고추리반>, <마녀식당으로오세요>



자료: 언론, 하나금융투자

그림 12. 2월 네이버플러스 멤버십에 티빙 추가

네이버플러스 멤버십	요금	쿠팡 로켓와우 멤버십
월 4900원		월 2900원
2020년 6월	출시시점	2018년 10월
<ul style="list-style-type: none"> 네이버페이 포인트 최대 5%적립 매월 1개 선택 <ul style="list-style-type: none"> ① 웹툰 쿠키 49개 ② 시리즈 온 영화 무료 한편 ③ 네이버 콘텐츠 체험 팩 ④ 티빙 이용권 (추가예정) 	혜택	<ul style="list-style-type: none"> 로켓 배송 무료 아침 주문 저녁 도착 등 로켓 배송 로켓 배송 상품 30일 내 무료반품 쿠팡플레이 이용권

자료: 언론, 하나금융투자

표 3. CJ ENM 2021년 주요 방영 예정 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	1Q	낮과 밤	남궁민, 설현	16
		1Q	루카	김래원, 이다희	12
		2Q	나빌레라	송강, 박인환	12
		2Q	어느날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	박보영, 서인국	16
	수목	1Q	여신강림	차은우, 문가영	16
		1Q	마우스	이승기, 이희준	20
토일	2Q	간 떨어지는 동거	장기용, 혜리	16	
	1Q	철인왕후	신혜선, 김정현	20	
	1Q	빈센조	송중기, 전여빈	20	
	2Q	마인	이보영	16	
OCN	토일	1Q	타임즈	이서진, 이주영	12
		2Q	다크홀	김옥빈	12
		2Q	보이스4	송승헌, 이하나	12
특별 편성	tvN 목	2Q	슬기로운 의사생활2	조정석, 유연석, 전미도 등	12

자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

그림 13. 2021년 CJ ENM 주요 콘텐츠 라인업

방송	영화 · 공연
<p>[드라마]</p> <ul style="list-style-type: none"> ★ <루카:더비기닝> (2/1 ~ 3/9) : 김래원, 이다희 ★ <타임즈> (2/20 ~ 3/28) : 이서진, 이주영, 김영철 ★ <빈센조> (2/20 ~ 4/25) : 송중기, 전여빈, 옥택연 ★ <마우스> (3/3 ~ 5/6) : 이승기, 이희준, 박주현 ★ <나빌레라> : 송강, 박인환, 나문희 ★ <슬기로운 의사생활 2> : 조정석, 전미도, 정경호 ★ <마인> : 이보영, 김서형 ★ <지리산> : 전지현, 주지훈 <p>[예능]</p> <ul style="list-style-type: none"> ★ <윤스테이> (1/8 ~ 3/19) : 윤여정, 이서진, 정유미, 박서준, 최우식 ★ <난리났네 난리났어> (1/28~) : 유재석, 조세호 ★ <너의 목소리가 보여 8> (1/29 ~ 4/18) : 김종국, 유세윤, 이특 ★ <여고추리반> (1/29~) : 박지윤, 장도연, 재재, 비비, 최예나 ★ <어쩌다 사장> (2/25 ~ 4/15) : 차태연, 조인성 ★ <고등래퍼 4> (2/19 ~ 4/23) : 박재범, 사이먼도미닉, 로꼬 	<p>[영화]</p> <ul style="list-style-type: none"> ★ <서복> 이용주 감독, 공유 · 박보검 · 조우진 ★ <방법:재차의> 김용환 감독, 엄지원 · 정지소 ★ <사일런스> 김태곤 감독, 이선균 · 주지훈 · 김희원 ★ <외계인> 최동훈 감독, 류준열 · 김태리 · 김우빈 <p>[공연]</p> <ul style="list-style-type: none"> ★ <비틀쥬스> 세종문화회관 ★ <어쩌면 해피엔딩> YES 24 스테이지 ★ <광화문연가> 예술의 전당
	<p>음악</p> <p>[음반 · 음원]</p> <ul style="list-style-type: none"> ★ <JO1>, <엔하이픈> ★ OST : <빈센조> 등 드라마 OST <SHOW ME THE MONEY10> <걸스 플래닛:999> 등 MNET OST

자료: CJ ENM, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,360.4	3,789.7	3,391.2	3,634.9	4,003.5
매출원가	1,233.8	2,327.6	1,907.4	2,118.4	2,380.3
매출총이익	1,126.6	1,462.1	1,483.8	1,516.5	1,623.2
판매비	944.5	1,192.7	1,211.7	1,265.1	1,326.3
영업이익	182.1	269.4	272.1	251.4	296.8
금융손익	7.4	(10.4)	(31.1)	(25.6)	(20.1)
종속/관계기업손익	(2.3)	39.2	95.0	65.2	65.2
기타영업외손익	(23.3)	(108.6)	(178.9)	(78.9)	(87.4)
세전이익	163.9	189.6	157.0	212.1	254.5
법인세	21.0	85.3	77.8	55.1	66.2
계속사업이익	142.9	104.3	79.2	157.0	188.3
중단사업이익	41.3	(45.6)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	184.2	58.6	79.2	157.0	188.3
비배주주지분 손익	21.6	(45.6)	8.7	15.7	18.8
지배주주순이익	162.6	104.2	70.5	141.3	169.5
지배주주지분포괄이익	113.2	122.8	127.6	252.8	303.3
NOPAT	158.8	148.2	137.3	186.0	219.7
EBITDA	708.4	1,028.3	720.5	517.4	455.3
성장성(%)					
매출액증가율	4.44	60.55	(10.52)	7.19	10.14
NOPAT증가율	(9.10)	(6.68)	(7.35)	35.47	18.12
EBITDA증가율	51.01	45.16	(29.93)	(28.19)	(12.00)
영업이익증가율	(18.89)	47.94	1.00	(7.61)	18.06
(지배주주)순이익증가율	24.22	(35.92)	(32.34)	100.43	19.96
EPS증가율	(45.31)	(58.71)	(32.35)	100.31	19.99
수익성(%)					
매출총이익률	47.73	38.58	43.75	41.72	40.54
EBITDA이익률	30.01	27.13	21.25	14.23	11.37
영업이익률	7.71	7.11	8.02	6.92	7.41
계속사업이익률	6.05	2.75	2.34	4.32	4.70

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,806.6	1,676.1	1,887.0	2,273.6	2,582.7
금융자산	548.5	383.0	729.1	1,033.0	1,217.1
현금성자산	453.4	269.8	627.8	924.4	1,097.5
매출채권	880.6	835.4	747.5	801.3	882.5
재고자산	94.2	120.5	107.9	115.6	127.3
기타유동자산	283.3	337.2	302.5	323.7	355.8
비유동자산	4,948.4	3,758.8	3,165.6	2,988.1	2,963.5
투자자산	1,517.3	1,583.8	1,439.0	1,527.5	1,661.4
금융자산	276.4	251.2	246.6	249.4	253.7
유형자산	1,398.2	947.7	807.0	715.7	656.5
무형자산	1,826.9	1,037.9	730.1	555.4	456.2
기타비유동자산	206.0	189.4	189.5	189.5	189.4
자산총계	6,754.9	5,434.9	5,052.6	5,261.7	5,546.3
유동부채	2,021.8	1,660.6	1,254.8	1,325.4	1,432.1
금융부채	893.7	452.5	159.5	161.1	163.5
매입채무	186.2	269.5	241.1	258.4	284.6
기타유동부채	941.9	938.6	854.2	905.9	984.0
비유동부채	1,307.5	622.4	596.9	612.5	636.1
금융부채	1,039.1	379.6	379.6	379.6	379.6
기타비유동부채	268.4	242.8	217.3	232.9	256.5
부채총계	3,329.3	2,283.0	1,851.7	1,937.8	2,068.2
지배주주지분	2,763.2	2,946.5	2,989.6	3,099.3	3,237.5
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,245.0	2,329.6	2,329.6	2,329.6	2,329.6
자본조정	(511.7)	(511.9)	(511.9)	(511.9)	(511.9)
기타포괄이익누계액	(150.5)	(127.3)	(127.3)	(127.3)	(127.3)
이익잉여금	1,069.9	1,145.5	1,188.6	1,298.4	1,436.5
비배주주지분	662.4	205.4	211.4	224.5	240.6
자본총계	3,425.6	3,151.9	3,201.0	3,323.8	3,478.1
순금융부채	1,384.3	449.1	(190.0)	(492.2)	(674.0)

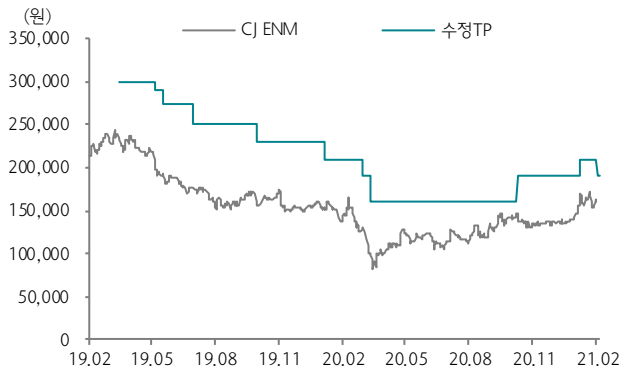
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	11,514	4,754	3,216	6,442	7,730
BPS	149,371	157,708	159,671	164,681	170,978
CFPS	56,294	49,967	27,664	21,429	18,245
EBITDAPS	50,152	46,892	32,856	23,594	20,762
SPS	167,103	172,821	154,643	165,756	182,563
DPS	1,200	1,400	1,600	1,600	1,600
주가지표(배)					
PER	17.54	33.57	43.38	24.77	20.65
PBR	1.35	1.01	0.87	0.97	0.93
PCR	3.59	3.19	5.04	7.45	8.75
EV/EBITDA	9.14	4.04	4.28	5.74	6.16
PSR	1.21	0.92	0.90	0.96	0.87
재무비율(%)					
ROE	8.58	3.65	2.38	4.64	5.35
ROA	3.40	1.71	1.35	2.74	3.14
ROIC	7.22	6.30	8.68	15.10	22.16
부채비율	97.19	72.43	57.85	58.30	59.46
순부채비율	40.41	14.25	(5.93)	(14.81)	(19.38)
이자보상배율(배)	12.27	9.09	18.50	21.71	25.54

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	586.7	743.4	465.0	461.3	404.7
당기순이익	184.2	58.6	79.2	157.0	188.3
조정	55	94	45	27	16
감가상각비	526.3	758.9	448.4	266.0	158.4
외환거래손익	3.7	(1.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(37.5)	(139.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(437.5)	(524.1)	(403.4)	(239.0)	(142.4)
영업활동 자산부채 변동	(148.8)	(257.8)	(62.7)	38.3	57.9
투자활동 현금흐름	(158.4)	(287.7)	154.0	(98.5)	(147.5)
투자자산감소(증가)	(1,226.8)	(27.3)	142.1	(91.2)	(136.5)
자본증가(감소)	(225.8)	(277.9)	0.0	0.0	0.0
기타	1,294.2	17.5	11.9	(7.3)	(11.0)
재무활동 현금흐름	(88.9)	(641.3)	(320.5)	(29.8)	(29.0)
금융부채증가(감소)	1,246.7	(1,100.6)	(293.0)	1.6	2.4
자본증가(감소)	2,244.1	84.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3,558.9)	400.8	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(20.8)	(26.2)	(27.5)	(31.4)	(31.4)
현금의 증감	339.1	(183.4)	357.8	296.6	173.1
Unlevered CFO	795.2	1,095.7	606.7	469.9	400.1
Free Cash Flow	357.5	461.0	465.0	461.3	404.7

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ ENM



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.2.5	BUY	190,000	-	-
21.1.11	BUY	210,000	-22.51%	-17.71%
20.10.13	BUY	190,000	-27.94%	-17.79%
20.3.16	BUY	160,000	-25.79%	-8.00%
20.3.4	BUY	190,000	-39.69%	-31.79%
20.1.10	BUY	210,000	-30.66%	-21.67%
19.10.4	BUY	230,000	-31.48%	-24.35%
19.7.3	BUY	250,000	-34.13%	-29.08%
19.5.21	BUY	275,000	-33.92%	-30.33%
19.5.10	BUY	290,000	-33.94%	-33.03%
19.3.19	BUY	300,000	-25.41%	-21.17%
19.3.15	담당자 변경	-	-	-
19.2.12	1년 경과	-	-	-

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_ 목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_ 목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_ 목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_ 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.13%	7.87%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 02월 02일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 2월 5일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2021년 2월 5일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.