



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

CJ ENM 035760

미디어&커머스 수익성 강화로 실적 개선

- ✓ 4Q20 연결 영업이익 879억원(+106.0% YoY)으로 시장 컨센서스(831억원) 소폭 상회
- ✓ TV광고(+7.7% YoY)와 디지털 매출(+57.5%) 성장으로 미디어 사업 OPM 8.8% 기록
- ✓ 국내 OTT 시장 경쟁력 강화. 올해 티빙(Tving) 유료 가입자 전년 대비 3배+ 목표
- ✓ 2021년 연결 매출액 3.69조원(+8.9% YoY), 영업이익 2,710억원(-0.4% YoY) 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 18만원에서 20만원으로 +11.1% 상향

Buy

적정주가 (12개월)	200,000 원
현재주가 (2.5)	150,300 원
상승여력	33.1%
KOSDAQ	967.42pt
시가총액	32,960억원
발행주식수	2,193만주
유동주식비율	46.83%
외국인비중	20.97%
52주 최고/최저가	172,800원/81,500원
평균거래대금	270.8억원
주요주주(%)	
CJ 외 5 인	42.70

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.8	28.7	4.3
상대주가	3.8	12.7	-28.7

주가그래프



4Q20 Review: 미디어와 커머스 수익성 강화로 실적 개선

4Q20 연결 매출액과 영업이익은 각각 9,443억원(-6.9% YoY), 879억원(+106.0% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 831억원)를 소폭 상회했다. 미디어 부문은 TV광고(+7.7% YoY)와 디지털 매출(+57.5%) 성장에 힘입어 4Q20 영업이익 419억원(+808.9% YoY, OPM 8.8%)을 기록했다. 커머스는 자체 브랜드 취급고 비중(18.2%) 확대로 수익성이 개선되며 491억원(+17.3% YoY)의 영업이익을 기록했다. 영화와 음악 부문은 코로나19로 국내 박스오피스 부진, 콘서트 중단 영향이 지속되면서 4Q20 각각 -39억원(적확 YoY), 9억원(흑전 YoY)의 영업손익을 기록했다.

2021년은 티빙(Tving) 도약의 해

2021년은 티빙(Tving) 성장에 주력할 전망이다. 국내 OTT 시장 내 경쟁력 강화를 위해 향후 3년간 약 4천억원 이상의 제작비를 투자할 전망이며, 올해 유료 가입자는 전년 대비 3배 이상 성장을 목표한다. 실제 JTBC와의 협업, 〈스타트업〉, 〈경이로운 소문〉 등 콘텐츠의 흥행으로 4Q20 티빙 가입자는 전년 대비 +50.3% 성장한 바 있다. 2021년 방송 제작비는 전년과 유사한 약 6천억원 수준으로 양질의 콘텐츠 확보를 위한 투자 지속으로 단기 수익성 개선을 기대하긴 어려울 전망이다. 커머스는 자체 브랜드와 모바일 플랫폼 경쟁력 강화로 2021년 외형 성장 및 수익성 강화 기조가 지속될 전망이며, 영화와 음악은 코로나19 이전 수준 회복을 목표하고 있다. 2021년 연결 매출액은 3조 6,932억원(+8.9% YoY), 영업이익 2,710억원(-0.4% YoY)을 전망한다. 동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 기존 18만원에서 20만원으로 +11.1% 상향한다. 2021년 미디어와 커머스 영업가치는 큰 변동이 없으나, 넷마블, 스튜디오드래곤 등 비영업가치의 상승을 반영했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,360.4	182.1	162.6	11,514	-43.5	126,022	17.5	1.6	9.1	8.6	97.2
2019	3,789.7	269.4	104.3	4,754	-79.5	134,364	33.6	1.2	4.0	3.7	72.4
2020P	3,391.2	260.2	73.2	3,339	24.9	136,450	41.8	1.0	5.1	2.5	61.9
2021E	3,693.2	271.0	208.0	9,485	184.1	144,323	15.8	1.0	5.1	6.8	61.3
2022E	3,862.3	305.9	210.3	9,588	1.1	152,300	15.7	1.0	4.6	6.5	59.4

표1 CJ ENM 4Q20 실적 Review

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	944.3	1,014.1	-6.9	798.6	18.2	955.4	-1.2	950.4	-0.6
영업이익	87.9	42.7	106.0	71.0	23.7	83.1	5.8	59.9	46.8
세전이익	15.2	-30.6	-149.5	51.7	-70.7	58.7	-74.2	38.6	-60.7
순이익	-23.0	-42.1	-45.4	32.6	-170.5	43.9	-152.3	30.1	-176.3

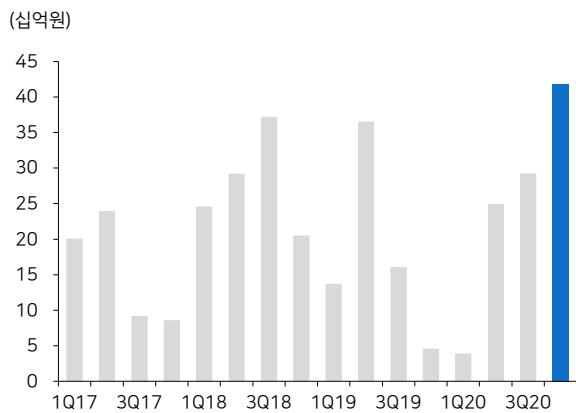
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

표2 CJ ENM SOTP Valuation

	12MF 세후영업이익 (십억원)	Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
CJ ENM 커머스 영업가치 (A)	137.0	10.0	1,370.1	유통업종 평균 PER
CJ ENM 미디어 영업가치 (B)	71.5	15.0	1,073.2	넷마블, 스튜디오드래곤 가치 제거한 12MF 순이익
비영업가치 (C)			2,564.7	
넷마블 지분가치			1,577.2	지분율 22%, 할인율 40% 적용
스튜디오드래곤 지분가치			970.3	지분율 55%, 할인율 40% 적용
삼성생명 지분가치			17.2	지분율 0.2%, 할인율 40% 적용
순차입금 (D)			554.1	3Q20 기준
총기업가치 (E=A+B+C-D)			4,453.9	
빌행주식수 (F/만주)			2,193	
적정주가 (E/F)			203,097	

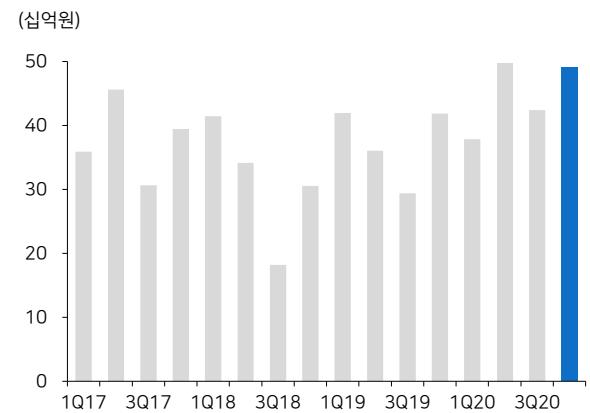
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 미디어 사업 분기 영업이익 추이



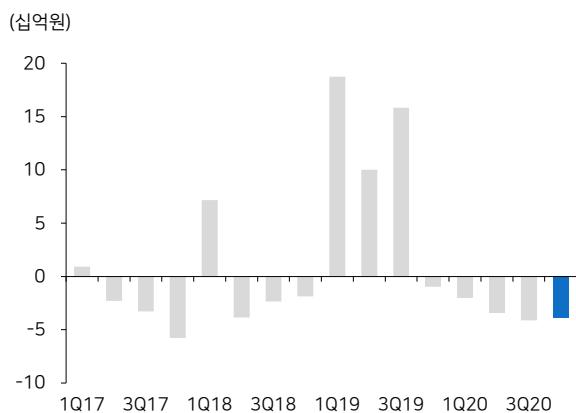
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림2 커머스 사업 분기 영업이익 추이



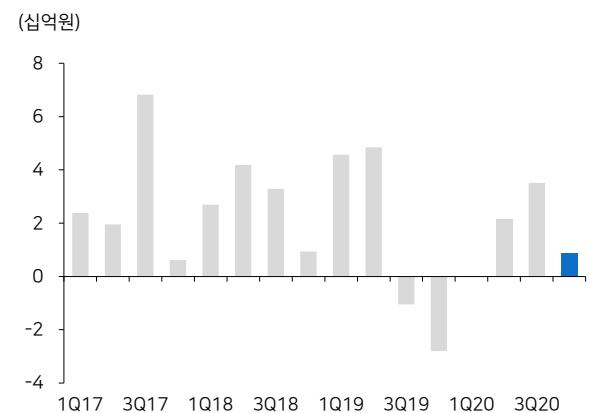
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림3 영화 사업 분기 영업이익 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림4 음악 사업 분기 영업이익 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

표3 CJ ENM 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	810.8	837.5	798.6	944.3	874.4	917.0	877.4	1,024.4	3,789.7	3,391.2	3,693.2
% YoY	-5.7%	-16.7%	-12.2%	-6.9%	7.9%	9.5%	9.9%	8.5%	14.5%	-10.5%	8.9%
미디어	340.8	406.3	370.6	473.0	376.7	438.0	398.7	511.7	1,678.4	1,590.7	1,725.1
광고	98.8	119.6	121.6	166.3	120.7	136.4	137.8	186.3	612.9	506.2	581.1
수신료	57.8	57.3	57.2	62.5	58.0	57.6	57.4	65.7	219.6	234.9	238.6
기타	184.2	229.4	191.8	244.2	198.1	244.0	203.6	259.8	845.9	849.6	905.4
커머스	375.9	376.2	344.3	382.3	388.0	383.5	359.6	394.2	1,427.3	1,478.6	1,525.2
TV	172.1	161.1	148.2	158.7	159.5	151.1	145.4	149.4	668.3	640.1	605.4
디지털	167.4	175.6	155.2	189.9	180.1	185.3	174.5	205.5	543.7	688.0	745.4
기타	36.4	39.5	40.9	33.7	48.4	47.2	39.6	39.2	215.3	150.5	174.4
영화	54.2	12.5	36.9	38.0	59.6	43.9	59.0	62.7	349.3	141.6	225.1
극장	13.8	0.9	21.9	13.7	22.1	23.3	37.9	35.8	207.3	50.2	119.2
부기판권	15.2	2.6	2.4	10.4	11.4	9.4	9.5	12.4	48.8	30.5	42.7
뮤지컬	5.4	0.4	6.1	5.7	5.9	2.5	4.9	6.0	14.4	17.6	19.3
기타	19.9	8.5	6.6	8.3	20.1	8.6	6.7	8.3	78.8	43.2	43.7
음악	39.8	42.5	46.9	51.0	50.2	51.6	60.2	55.8	334.8	180.3	217.8
음반/음원	31.7	33.0	40.7	29.8	32.4	33.6	41.5	30.4	130.5	135.2	137.9
기타	8.1	9.6	6.2	21.2	17.8	18.0	18.7	25.5	204.3	45.1	80.0
영업비용	771.0	764.6	733.5	861.9	823.2	839.1	810.4	949.5	3,520.3	3,131.0	3,422.2
% YoY	-1.3%	-16.7%	-13.7%	-11.3%	6.8%	9.7%	10.5%	10.2%	14.9%	-11.1%	9.3%
미디어	336.9	381.4	341.3	431.1	365.0	406.8	378.6	479.3	1,607.4	1,490.8	1,629.7
커머스	338.0	326.3	301.9	333.2	344.1	338.3	317.9	342.2	1,278.0	1,299.5	1,342.5
영화	56.2	16.4	46.9	47.4	64.8	42.3	60.4	72.5	305.7	167.0	240.0
음악	39.9	40.4	43.4	50.1	49.3	51.7	53.4	55.5	329.2	173.7	210.0
영업이익	39.7	73.4	71.0	87.9	51.2	77.9	67.0	74.9	269.4	272.1	271.0
% YoY	-49.7%	-16.1%	17.9%	106.0%	28.9%	6.2%	-5.7%	-14.8%	9.5%	1.0%	-0.4%
미디어	3.9	24.9	29.3	41.9	11.7	31.3	20.1	32.4	70.9	99.9	95.4
커머스	37.9	49.8	42.4	49.1	43.8	45.1	41.7	52.0	149.2	179.2	182.7
영화	-2.0	-3.5	-4.1	-3.9	-5.2	1.6	-1.5	-9.8	43.6	-13.5	-14.9
음악	0.0	2.1	3.5	0.9	0.9	-0.1	6.7	0.3	5.6	6.5	7.8
법인세차감전순이익	39.1	51.1	51.7	15.2	75.0	90.0	73.8	33.2	189.6	157.0	271.9
법인세비용	8.9	11.6	19.2	38.1	17.6	21.1	17.3	7.8	85.3	77.8	63.9
당기순이익	30.2	39.5	32.6	-23.0	57.4	68.8	56.4	25.4	104.3	79.2	208.0
이익률 (%)											
영업이익률	4.9	8.8	8.9	9.3	5.9	8.5	7.6	7.3	7.1	8.0	7.3
당기순이익률	3.7	4.7	4.1	-2.4	6.6	7.5	6.4	2.5	2.8	2.3	5.6

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	2,360.4	3,789.7	3,391.2	3,693.2	3,862.3
매출액증가율 (%)	4.4	60.6	-10.5	8.9	4.6
매출원가	1,233.8	2,327.6	1,941.2	2,121.8	2,205.0
매출총이익	1,126.5	1,462.1	1,449.9	1,571.4	1,657.3
판매관리비	944.5	1,192.7	1,189.8	1,300.4	1,351.4
영업이익	182.1	269.4	260.2	271.0	305.9
영업이익률	7.7	7.1	7.7	7.3	7.9
금융손익	7.4	-10.4	-31.1	-7.1	-16.2
증속/관계기업손익	-2.3	39.2	95.0	112.1	115.7
기타영업외손익	-23.3	-108.6	-178.9	-104.1	-130.5
세전계속사업이익	163.9	189.6	145.1	271.9	274.9
법인세비용	21.0	85.3	71.9	63.9	64.6
당기순이익	184.2	58.6	73.2	208.0	210.3
지배주주지분 순이익	162.6	104.3	73.2	208.0	210.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	586.7	743.4	471.3	623.3	625.2
당기순이익(손실)	184.2	58.6	73.2	208.0	210.3
유형자산상각비	180.2	216.7	173.7	210.0	234.1
무형자산상각비	346.2	542.2	241.0	200.6	173.8
운전자본의 증감	-148.8	-257.8	-16.6	4.7	7.0
투자활동 현금흐름	-158.4	-287.7	-143.5	-423.7	-396.7
유형자산의증가(CAPEX)	-229.2	-282.3	-200.0	-200.0	-220.0
투자자산의감소(증가)	-1,231.3	-27.3	144.7	-109.7	-61.4
재무활동 현금흐름	-88.9	-641.3	-179.5	-54.7	-60.8
차입금의 증감	1,246.7	-1,100.6	-152.0	-27.2	-25.5
자본의 증가	2,244.1	84.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	339.1	-183.4	148.3	144.9	167.6
기초현금	114.3	453.4	270.0	418.3	563.2
기말현금	453.4	270.0	418.3	563.2	730.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	1,806.6	1,676.1	1,676.7	1,933.7	2,164.1
현금및현금성자산	453.4	269.8	418.3	563.2	730.8
매출채권	880.6	835.4	747.5	814.1	851.4
재고자산	94.3	120.6	107.9	117.5	122.9
비유동자산	4,948.4	3,758.8	3,499.4	3,503.5	3,487.3
유형자산	1,398.2	947.7	973.9	964.0	949.9
무형자산	1,826.9	1,037.9	896.9	801.3	737.8
투자자산	1,517.3	1,583.8	1,439.0	1,548.7	1,610.1
자산총계	6,755.0	5,434.9	5,176.1	5,437.1	5,651.3
유동부채	2,021.8	1,660.6	1,410.6	1,507.3	1,562.3
매입채무	186.2	269.5	241.1	262.6	274.6
단기차입금	692.8	137.4	142.4	147.7	153.2
유동성장기부채	200.9	290.4	165.0	158.2	152.7
비유동부채	1,307.5	622.4	567.9	559.6	543.9
사채	762.3	264.4	235.4	207.8	181.3
장기차입금	270.5	24.9	24.9	24.9	24.9
부채총계	3,329.3	2,283.0	1,978.4	2,066.9	2,106.1
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
기타포괄이익누계액	-150.5	-127.3	-127.3	-127.3	-127.3
이익잉여금	1,069.9	1,145.5	1,191.3	1,363.9	1,538.8
비지배주주지분	662.4	205.4	205.4	205.4	205.4
자본총계	3,425.7	3,151.9	3,197.6	3,370.3	3,545.2

Key Financial Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	167,103	172,821	154,643	168,415	176,127
EPS(지배주주)	11,514	4,754	3,339	9,485	9,588
CFPS	56,294	49,967	25,744	31,122	30,964
EBITDAPS	50,152	46,892	30,774	31,081	32,548
BPS	126,022	134,364	136,450	144,323	152,300
DPS	1,200	1,400	1,400	1,800	1,800
배당수익률(%)	0.6	0.9	1.0	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	17.5	33.6	41.8	15.8	15.7
PCR	3.6	3.2	5.4	4.8	4.9
PSR	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9
PBR	1.6	1.2	1.0	1.0	1.0
EBITDA	708.4	1,028.3	674.9	681.6	713.8
EV/EBITDA	9.1	4.0	5.1	5.1	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.6	3.7	2.5	6.8	6.5
EBITDA 이익률	30.0	27.1	19.9	18.5	18.5
부채비율	97.2	72.4	61.9	61.3	59.4
금융비용부담률	0.6	0.8	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(X)	12.3	9.1	16.0	19.0	22.3
매출채권회전율(X)	3.9	4.4	4.3	4.7	4.6
재고자산회전율(X)	27.7	35.3	29.7	32.8	32.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ ENM (035760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

