

## 이렇게 바로 좋을 거면서 왜 그랬나요

### 목표주가 상향

1분기 영업이익이 이미 연간 가이드언스의 37%를 달성하는 씨프라이즈를 달성했으며, 티빙의 판권 상각 구조도 비용 부담을 다소 완화하는 방식으로 변화하면서 가이드언스 제시 이전 기대했던 3,000억원에 근접하는 영업이익이 예상된다. 특히, 가장 중요한 미디어 부문의 실적이 급증한 것을 반영해 목표주가를 210,000원(+11%)으로 상향한다. 연초 가이드언스가 왜 이렇게 보수적이었는지 아쉬울 따름이다.

### 1Q Review: OPM 11.8%(+6.9%p YoY)

1분기 매출액/영업이익은 각각 7,919억원(-2% YoY)/936억원(+136%)으로 컨센서스(558억원)를 크게 상회했다. 부문별 영업이익을 보면 미디어는 TV/디지털이 각각 25%/34% 성장하면서 538억원(+1,284%)을 기록해 전통적인 비수기에 사상 최대를 기록했다. 스튜디오드래곤을 제외한 자체 이익이 360억원으로 코로나19로 매우 부진했던 작년 수준(약 220억원)도 상회한 것이다. 제작비 통제/컨텐츠 흥행/TV광고 회복/디지털 고성장을 2개 분기 연속으로 증명했다. 커머스는 수요 둔화로 영업이익은 337억원(-11%)으로 다소 부진했으나, 영화는 구작 부가판권 판매 호조로 1억원의 적자에 그쳤으며, 음악은 온라인 콘서트 확대와 신인 아티스트들의 기여로 역대 2번째로 좋은 62억원의 이익을 기록했다.

### 2Q부터 티빙 투자 시작되나 가이드언스 상향 가능성 높음

4분기 호실적에도 불구하고 2021년 영업이익 가이드언스를 2,500억원(-8%)으로 제시하면서 주가가 급락했다. 그러나, 1) TV/디지털의 고성장과 비용 통제로 1분기 이익이 컨센서스를 68% 상회했으며 2) 티빙의 판권 상각 기준 변경(기존 100% 비용 → 3개월간 60%, 이후 21개월 간 40%)으로 2분기부터 티빙 투자가 본격화 됨에도 이익 가이드언스 상향 가능성이 높아졌다. 특히, 티빙 가입자가 29% (QoQ) 성장했으며, 3월부터 시작된 네이버와의 제휴 효과가 2분기부터 온기로 감안되는 점을 감안하면 투자 속도에 준하는 성장성을 기대할 수 있다는 점에서 실적에 더한 모멘텀도 긍정적이다.

### 기업분석(Report)

# BUY

TP(12M): 210,000원(상향) | CP(5월06일): 154,900원

#### Key Data

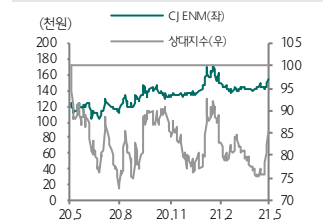
KOSDAQ 지수 (pt)	969.99
52주 최고/최저(원)	172,800/105,000
시가총액(십억원)	3,396.8
시가총액비중(%)	0.85
발행주식수(천주)	21,929.2
60일 평균 거래량(천주)	125.2
60일 평균 거래대금(십억원)	18.1
21년 배당금(예상, 원)	1,600
21년 배당수익률(예상, %)	1.13
외국인지분율(%)	19.55
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5인	42.70

주가상승률	1M	6M	12M
절대	10.0	16.4	25.7
상대	9.9	0.4	(14.7)

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	3,706.7	4,040.2
영업이익(십억원)	269.1	320.6
순이익(십억원)	172.1	216.8
EPS(원)	6,956	8,729
BPS(원)	178,564	189,543

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	3,789.7	3,391.2	3,532.6	3,978.6	4,311.0
영업이익	십억원	269.4	272.1	295.3	352.4	385.5
세전이익	십억원	189.6	142.7	256.0	290.1	319.3
순이익	십억원	104.2	56.9	170.5	193.2	212.7
EPS	원	4,754	2,596	7,775	8,809	9,697
증감율	%	(58.71)	(45.39)	199.50	13.30	10.08
PER	배	33.57	53.74	19.92	17.58	15.97
PBR	배	1.01	0.83	0.88	0.85	0.81
EV/EBITDA	배	4.37	5.39	5.95	6.21	6.04
ROE	%	3.65	1.78	4.86	5.28	5.56
BPS	원	157,708	168,947	175,209	182,586	190,851
DPS	원	1,400	1,600	1,600	1,600	1,600



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@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	3,348	
- 미디어	2,015	NOPAT에 22X 적용
- 커머스	946	NOPAT에 8X 적용
- 음악	113	NOPAT에 15X 적용
- 영화	275	쇼박스 시가총액 대비 10% 할증
순차입금	391	
기업가치	4,653	
발행주식 수	21,929	천주
목표주가	210,000	원
현재주가	154,900	원
상승 여력	36	%

자료: 하나금융투자

표 2. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	19	20	21F	22F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	3,790	3,391	3,533	3,979	811	838	799	944	792	881	849	1,011
1. 미디어	1,678	1,591	1,746	1,938	341	406	371	473	386	448	425	486
2. 커머스	1,427	1,479	1,426	1,476	376	376	344	382	331	369	342	384
3. 영화	349	142	159	305	54	13	37	38	23	16	36	84
4. 음악	335	180	203	260	40	43	47	51	52	48	46	57
영업이익	269	272	295	352	40	73	71	88	94	65	61	76
OPM	7%	8%	8%	9%	5%	9%	9%	9%	12%	7%	7%	8%
1. 미디어	71	100	124	138	4	25	29	42	54	20	21	29
2. 커머스	149	179	160	165	38	50	42	49	34	45	37	44
3. 영화	44	(14)	2	35	(2)	(3)	(4)	(4)	(0)	(2)	0	3
4. 음악	6	7	10	14	(0)	2	4	1	6	1	2	1
당기순이익	59	66	189	215	30	39	33	(23)	81	39	34	35
NPM	2%	2%	5%	5%	4%	5%	4%	-2%	10%	4%	4%	3%

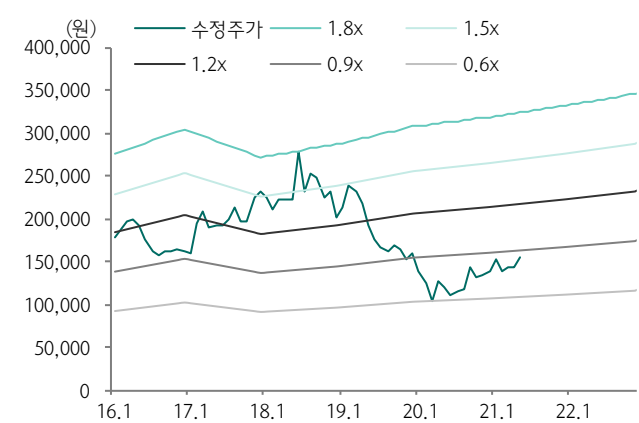
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 1. CJ ENM 12MF P/E 밴드차트



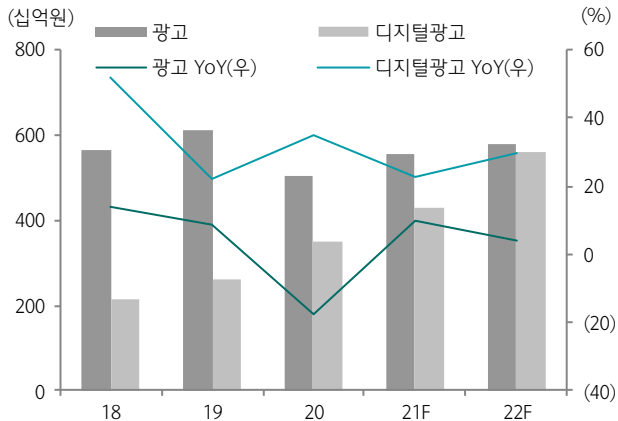
자료: 하나금융투자

그림 2. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트



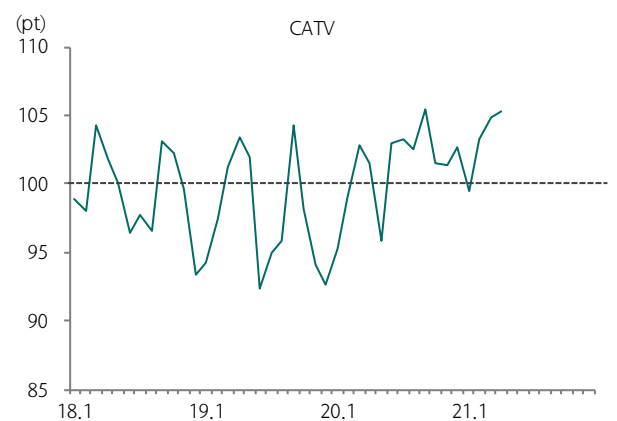
자료: 하나금융투자

그림 3. TV와 디지털 광고 성장률 - 각각 10%/23% 예상



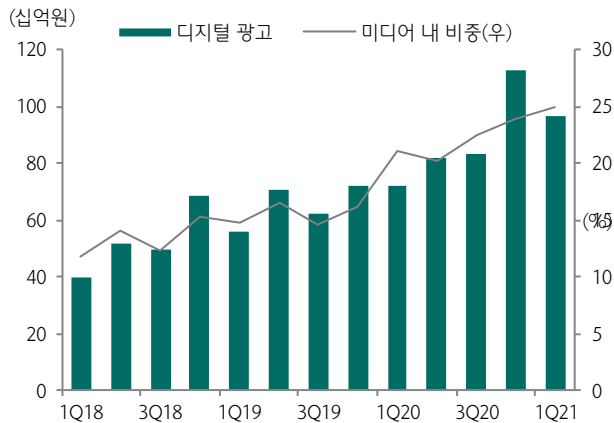
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 4. 케이블TV KAI 지수 트렌드



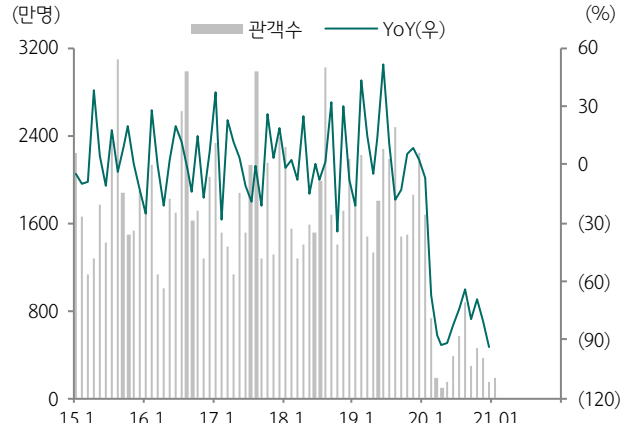
자료: KOBACO, 하나금융투자

그림 5. 디지털 광고 및 미디어 내 비중 추이 - 25%까지 상승



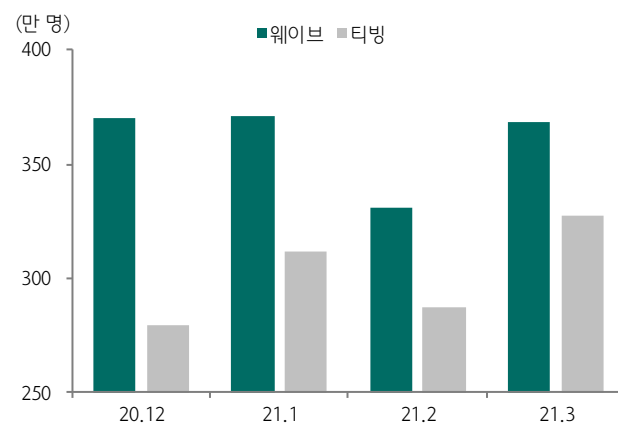
자료: KOBIS, 하나금융투자

그림 6. 극장 관객 수 추이 - 2020년 관객수 595만명(YoY -74%)



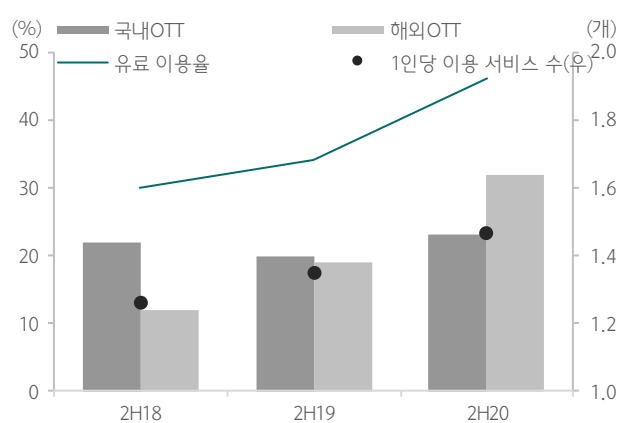
자료: KOBIS, 하나금융투자

그림 7. 티빙과 웨이브의 월간 이용자 수 추이



자료: 닐슨코리아클릭, 언론 보도, 하나금융투자

그림 8. 국내vs해외 OTT 서비스 유료 이용률(복수응답)



자료: 컨슈머인사이트, 하나금융투자

그림 9. 주요 티빙 오리지널 - 영화 &lt;서복&gt;, &lt;유미의 세포들&gt;



자료: 언론, 하나금융투자

그림 10. 3월 네이버플러스 멤버십에 티빙 추가

확실한 재미보장!  
매월 골라쓰는 디지털 서비스 이용권 (월 1개 선택 이용)

- 티빙 방송 무제한 이용권**  
라이브 및 방송 VOD 무제한 시청
- 네이버 웹툰·시리즈 쿠키 49개**  
일론 이리보기 24편 or 웹소설 대어 49화
- 네이버 시리즈온 영화 1편 무료 쿠폰**  
최대 2만원 영화 1편 무료
- 네이버 콘텐츠 제휴팩**  
일론·시리즈온 쿠키 20개, 시리즈온 영화(방송 3,300개), VIBE 300회 용기, MYBOX 100GB 이용권, 오디오북집 오디오북 1권 1회 1회권(3,000원) 쿠폰까지

티빙과 콘텐츠 제휴팩을 사용할 때에는 업그레이드 상품도 있어요!

- 티빙 프리미엄 (월 8,000원) / 스탠다드 (월 6,000원) / 베이직 (월 3,000원)**  
최신 방송, 영화, 티빙 오리지널을 고화질로 볼거고 싶다면
- 바이브 무제한 듣기 (월 3,850원)**  
음악을 듣기는 분이라면 고민없이

자료: 언론, 하나금융투자

그림 11. 2021년 CJ ENM 주요 콘텐츠 라인업

방송	영화 · 공연
<b>[드라마]</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>★ &lt;다크홀&gt; (4/30 ~ 6/5) : 김옥빈, 이준혁</li> <li>★ &lt;마인&gt; (5/8 ~ 6/27) : 이보영, 김서형</li> <li>★ &lt;어느날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다&gt; (5/10 ~ 6/29) : 박보영, 서인국</li> <li>★ &lt;간 떨어지는 동거&gt; (5/26 ~ 7/15) : 이예리, 장기용</li> <li>★ &lt;보이스 4&gt; (6/12 ~ 7/25) : 송승헌, 이하나</li> <li>★ &lt;빈센조&gt; (2/20 ~ 5/2) : 송중기, 전여빈, 옥택연</li> <li>★ &lt;마녀식당으로 오세요&gt; (2Q) : 송지효, 남지현</li> </ul> <b>[예능]</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>★ &lt;킹덤 : 레전더리 워&gt; (4/1 ~ 6/3) : 비투비, 아이콘, SF9</li> <li>★ &lt;업글인간&gt; (4/3 ~ 5/22) : 산동엽, 이민정, 김종민</li> <li>★ &lt;알쓸범잡&gt; (4/4 ~ 6/20) : 윤종신, 박지선, 정재민</li> <li>★ &lt;바퀴 달린 집 2&gt; (4/9 ~ 6/18) : 성동일, 김희원, 임시완</li> <li>★ &lt;불꽃미남&gt; (5/6 ~ ) : 김숙, 차인표, 신성우</li> <li>★ &lt;신서유기 스페셜 : 스프링캠프&gt; (5/7 ~ ) : 강호동, 이수근</li> </ul>	<b>[영화]</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>★ &lt;서복&gt; (4/15 개봉) 이용주 감독, 공유 · 박보검</li> </ul> <b>[공연]</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>★ &lt;비틀즈&gt; (6/18 ~ 8/8) 세종문화회관</li> <li>★ &lt;어쩌면 해피엔딩&gt; (6/22 ~ 9/5) 예스 24 스테이지</li> </ul>
	<b>음악</b>
	<b>[음반 · 음원]</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>★ &lt;BORDER : CARNIVAL&gt; (4/26) : 엔하이픈</li> <li>★ &lt;CHALLENGER&gt; (4/28) : JO1</li> <li>★ &lt;미니 1집&gt; (5월) : TO1</li> <li>★ OST : &lt;빈센조&gt;, &lt;나빌레라&gt; 등 드라마 OST &lt;고등레퍼&gt;, &lt;킹덤 : 레전더리 워&gt; 등 MNET OST</li> </ul> <b>[컨벤션]</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>★ &lt;KCON:TACT 4 U&gt; (6월)</li> </ul>

자료: CJ ENM, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,789.7	3,391.2	3,532.6	3,978.6	4,311.0
매출원가	2,327.6	1,907.4	1,956.8	2,277.4	2,506.2
매출총이익	1,462.1	1,483.8	1,575.8	1,701.2	1,804.8
판매비	1,192.7	1,211.7	1,280.5	1,348.9	1,419.3
영업이익	269.4	272.1	295.3	352.4	385.5
금융손익	(10.4)	(31.1)	(25.6)	(20.1)	(14.6)
종속/관계기업손익	39.2	80.6	65.2	45.2	45.2
기타영업외손익	(108.6)	(178.9)	(78.9)	(87.4)	(96.8)
세전이익	189.6	142.7	256.0	290.1	319.3
법인세	85.3	77.1	66.6	75.4	83.0
계속사업이익	104.3	65.6	189.4	214.6	236.3
중단사업이익	(45.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	58.6	65.6	189.4	214.6	236.3
비자배주주지분 순이익	(45.6)	8.7	18.9	21.5	23.6
지배주주순이익	104.2	56.9	170.5	193.2	212.7
지배주주지분포괄이익	122.8	190.9	180.6	204.6	225.3
NOPAT	148.2	125.1	218.5	260.8	285.3
EBITDA	1,028.3	768.7	638.7	582.4	578.9
성장성(%)					
매출액증가율	60.55	(10.52)	4.17	12.63	8.35
NOPAT증가율	(6.68)	(15.59)	74.66	19.36	9.39
EBITDA증가율	45.16	(25.25)	(16.91)	(8.81)	(0.60)
영업이익증가율	47.94	1.00	8.53	19.34	9.39
(지배주주)순이익증가율	(35.92)	(45.39)	199.65	13.31	10.09
EPS증가율	(58.71)	(45.39)	199.50	13.30	10.08
수익성(%)					
매출총이익률	38.58	43.75	44.61	42.76	41.86
EBITDA이익률	27.13	22.67	18.08	14.64	13.43
영업이익률	7.11	8.02	8.36	8.86	8.94
계속사업이익률	2.75	1.93	5.36	5.39	5.48

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,754	2,596	7,775	8,809	9,697
BPS	157,708	168,947	175,209	182,586	190,851
CFPS	49,967	35,033	27,853	24,044	23,610
EBITDAPS	46,892	35,054	29,128	26,556	26,397
SPS	172,821	154,643	161,093	181,432	196,587
DPS	1,400	1,600	1,600	1,600	1,600
주가지표(배)					
PER	33.57	53.74	19.92	17.58	15.97
PBR	1.01	0.83	0.88	0.85	0.81
PCR	3.19	3.98	5.56	6.44	6.56
EV/EBITDA	4.37	5.39	5.95	6.21	6.04
PSR	0.92	0.90	0.96	0.85	0.79
재무비율(%)					
ROE	3.65	1.78	4.86	5.28	5.56
ROA	1.71	0.97	2.69	2.95	3.08
ROIC	5.94	5.94	11.04	15.39	18.94
부채비율	72.43	65.91	61.83	63.22	63.17
순부채비율	24.86	19.46	8.70	3.34	(0.13)
이자보상배율(배)	9.09	11.24	11.20	13.64	14.56

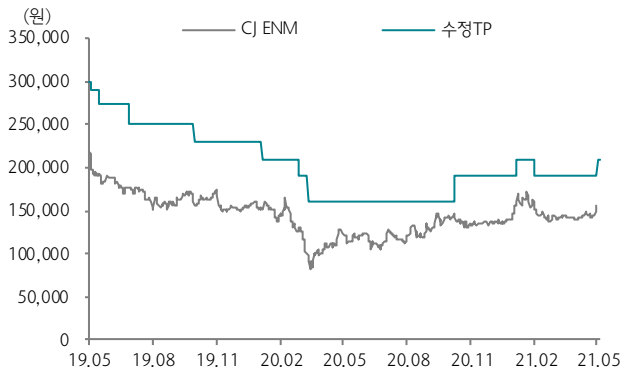
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,597.9	1,752.4	2,087.9	2,461.8	2,730.7
금융자산	383.0	767.0	1,062.1	1,308.3	1,482.1
현금성자산	269.8	269.7	490.3	664.3	784.3
매출채권	835.4	727.3	757.6	853.3	924.5
재고자산	120.5	58.6	61.0	68.8	74.5
기타유동자산	259.0	199.5	207.2	231.4	249.6
비유동자산	3,837.0	4,527.5	4,290.6	4,270.6	4,333.7
투자자산	1,583.8	2,136.1	2,202.6	2,412.6	2,569.0
금융자산	251.2	571.5	572.9	577.0	580.1
유형자산	947.7	984.4	929.4	881.7	840.4
무형자산	1,037.9	1,072.1	823.6	641.3	589.3
기타비유동자산	267.6	334.9	335.0	335.0	335.0
자산총계	5,434.9	6,279.9	6,378.6	6,732.4	7,064.3
유동부채	1,660.6	1,551.8	1,482.2	1,614.8	1,713.7
금융부채	774.9	848.8	750.1	791.1	821.7
매입채무	269.5	228.5	238.0	268.1	290.5
기타유동부채	616.2	474.5	494.1	555.6	601.5
비유동부채	622.4	942.9	955.0	992.9	1,021.1
금융부채	391.8	654.7	654.7	654.7	654.7
기타비유동부채	230.6	288.2	300.3	338.2	366.4
부채총계	2,283.0	2,494.7	2,437.1	2,607.7	2,734.8
지배주주지분	2,946.5	3,437.3	3,574.7	3,736.4	3,917.7
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,329.6	2,486.5	2,486.5	2,486.5	2,486.5
자본조정	(511.9)	(341.4)	(341.4)	(341.4)	(341.4)
기타포괄이익누계액	(127.3)	19.7	19.7	19.7	19.7
이익잉여금	1,145.5	1,162.0	1,299.3	1,461.1	1,642.3
비지배주주지분	205.4	347.9	366.8	388.3	411.9
자본총계	3,151.9	3,785.2	3,941.5	4,124.7	4,329.6
순금융부채	783.6	736.5	342.7	137.6	(5.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	743.4	566.4	554.3	512.1	479.9
당기순이익	58.6	65.6	189.4	214.6	236.3
조정	94	54	34	23	19
감가상각비	758.9	496.6	343.5	230.0	193.3
외환거래손익	(1.0)	8.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(139.8)	(78.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(524.1)	(372.7)	(309.5)	(207.0)	(174.3)
영업활동 자산부채 변동	(257.8)	(36.0)	21.4	67.5	50.3
투자활동 현금흐름	(287.7)	(1,049.9)	(181.2)	(282.1)	(310.2)
투자자산감소(증가)	(27.3)	(471.7)	(66.6)	(209.9)	(156.4)
자본증가(감소)	(277.9)	(109.9)	0.0	0.0	0.0
기타	17.5	(468.3)	(114.6)	(72.2)	(153.8)
재무활동 현금흐름	(641.3)	490.0	(131.8)	9.6	(0.8)
금융부채증가(감소)	(766.1)	336.8	(98.7)	41.1	30.6
자본증가(감소)	84.7	156.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	66.3	23.8	0.1	(0.1)	(0.0)
배당지급	(26.2)	(27.5)	(33.2)	(31.4)	(31.4)
현금의 증감	(183.6)	6.5	214.0	174.0	120.0
Unlevered CFO	1,095.7	768.2	610.8	527.3	517.7
Free Cash Flow	461.0	455.5	554.3	512.1	479.9

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## CJ ENM



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.7	BUY	210,000		
21.2.5	BUY	190,000	-24.59%	-18.47%
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%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## • 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 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	94.68%	5.32%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 05월 04일

## 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 5월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2021년 5월 7일 현재 해당회사의 유가증권에 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.