



하나금융그룹

2021년 06월 03일 | Equity Research

CJ ENM (035760)

실적은 가이던스를 크게 상회할 가능성이 높아 보인다

목표주가 상향

TV광고가 예상보다 훨씬 빠르게 회복되면서 SBS처럼 작년 4분기부터 호실적이 지속되고 있으며, 2분기도 마찬가지흐름이 예상된다. 미디어 부문 실적 상향을 반영해 목표주기를 225,000원(+7%)으로 상향하며, 하반기 추가적인 실적 및 밸류에이션 상향 가능성이 충분하다고 판단한다.

2Q Preview: OPM 9.6%(+0.9%p YoY)

2분기 예상 매출액/영업이익은 각각 8,776억원(+5% YoY) /844억원(+15%)으로 컨센서스(759억원)를 상회할 것으로 예상하며, 당사의 기존 추정치(약 650억원) 대비 30% 상향한 것이다. 연초 제시한 너무 낮은 영업이익 가이던스(2,500억원)와 동반한 티빙의 자체 OTT 강화 전략으로 미디어 부문을 매우 보수적으로 추정해왔다. 다만, 당사의 짧은 고민으로는 보복 소비로 인해 1) 예상보다 TV광고가 회복 그 이상을 보여주고 있는 가운데 2) 작년 하반기부터 진행된 제작비 효율화 전략으로 인해 과거보다 낮아진 컨텐츠 상각비 기조가 당분간 이어질 수 밖에 없을 것으로 예상된다. 또한, 하반기부터는 연결로 반영되는 스튜디오드래곤의 애플TV향 수주 시작 및 향후 글로벌 프로젝트 가시화로 이익이 한번 더 레벨업 될 것이다. 2분기 미디어 부문 예상 영업이익 448억원(+80% YoY)인데 이는 ENM의 별도 영업이익을 1분기 보다도 낮게 가정한 보수적인 추정이며, 이정도만 반영했음에도 연간으로는 사측 가이던스 대비 34% 상회한 이익 전망이다. 하반기 미디어 부문의 영업이익 또한 300억원内外로 매우 보수적으로 추정되어 있기에 추가적인 레벨업 가능성은 높으며, 한번 더 숫자로 증명한다면 이유없이 저평가된 밸류에이션이 상향될 것이다.

티빙은 가입자 성장에 맞춘 투자가 진행될 것

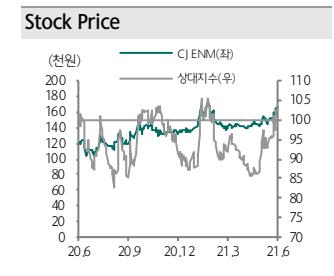
최근, 티빙에서 드라마/영화/예능 등 뿐만 조만간 스포츠(유로2020)까지 모든 장르에서 오리지널 테스트를 하고 있다. 프로세스가 마무리 된 이후 성과와 가입자 성장에 맞춘 본격적인 투자가 예상되며, 5월 기준으로 이미 가입자는 100만명(작년 말 70만명 추정)을 돌파한 것으로 추정된다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 225,000원(상향) | CP(6월02일): 167,900원

Key Data	Consensus Data		2021	2022
	매출액(십억원)	영업이익(십억원)		
KOSDAQ 지수 (pt)	981.10			
52주 최고/최저(원)	172,800/105,000		3,624.1	3,943.3
시가총액(십억원)	3,681.9		305.5	341.7
시가총액비중(%)	0.90		205.6	229.8
발행주식수(천주)	21,929.2		EPS(원)	8,486 9,427
60일 평균 거래량(천주)	145.8		BPS(원)	182,957 193,721
60일 평균 거래대금(십억원)	21.9			
21년 배당금(예상,원)	1,600			
21년 배당수익률(예상,%)	0.97			
외국인지분율(%)	19.97			
주요주주 지분율(%)				
CJ 외 5 인	42.70			
주가상승률	1M	6M	12M	
절대	16.6	25.7	39.5	
상대	16.9	15.2	5.7	



Financial Data	투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	3,789.7	3,391.2	3,537.1	3,985.4	4,319.1	
영업이익	십억원	269.4	272.1	333.0	379.6	419.1	
세전이익	십억원	189.6	142.7	293.7	317.2	352.8	
순이익	십억원	104.2	56.9	195.6	211.3	235.0	
EPS	원	4,754	2,596	8,920	9,634	10,715	
증감율	%	(58.71)	(45.39)	243.61	8.00	11.22	
PER	배	33.57	53.74	18.54	17.17	15.44	
PBR	배	1.01	0.83	0.94	0.90	0.85	
EV/EBITDA	배	4.37	5.39	6.38	6.75	6.49	
ROE	%	3.65	1.78	5.56	5.73	6.05	
BPS	원	157,708	168,947	176,354	184,556	193,839	
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	3,661	
- 미디어	2,403	NOPAT에 20X 적용
- 커머스	820	NOPAT에 7X 적용
- 음악	138	NOPAT에 15X 적용
- 영화	300	쇼박스 시가총액
순차입금	391	
기업가치	4,966	
발행주식수	21,929	천주
목표주가	225,000	원
현재주가	165,300	원
상승 여력	36	%

자료: 하나금융투자

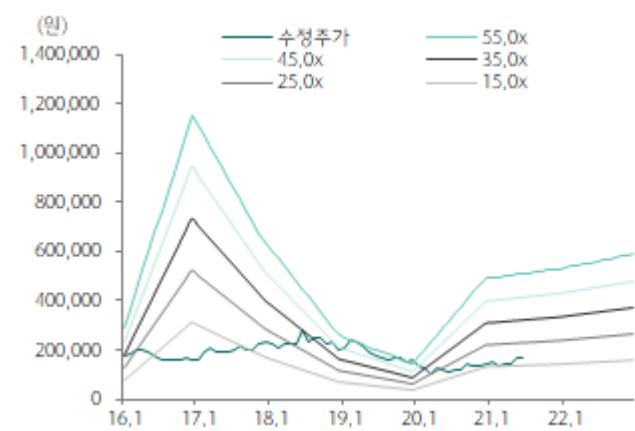
표 2. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	19	20	21F	22F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	3,790	3,391	3,537	3,985	811	838	799	944	792	878	854	1,014
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	366	345	384
3. 영화	349	142	159	305	54	13	37	38	23	16	36	84
4. 음악	335	180	207	266	40	43	47	51	52	48	48	60
영업이익	269	272	335	380	40	73	71	88	94	84	71	86
OPM	7%	8%	9%	10%	5%	9%	9%	9%	12%	10%	8%	8%
1. 미디어	71	100	162	165	4	25	29	42	54	45	28	36
2. 커머스	149	179	158	164	38	50	42	49	34	40	41	44
3. 영화	44	(14)	2	35	(2)	(3)	(4)	(4)	(0)	(1)	0	2
4. 음악	6	7	12	16	(0)	2	4	1	6	0	2	4
당기순이익	59	66	217	235	30	39	33	(23)	81	54	42	42
NPM	2%	2%	6%	6%	4%	5%	4%	-2%	10%	6%	5%	4%

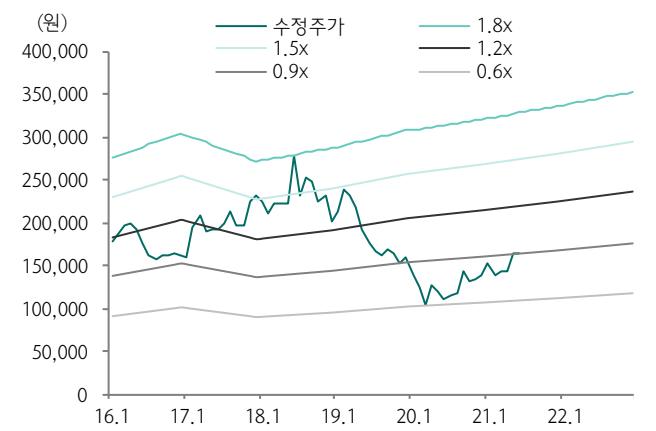
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 1. CJ ENM 12MF P/E 밴드차트



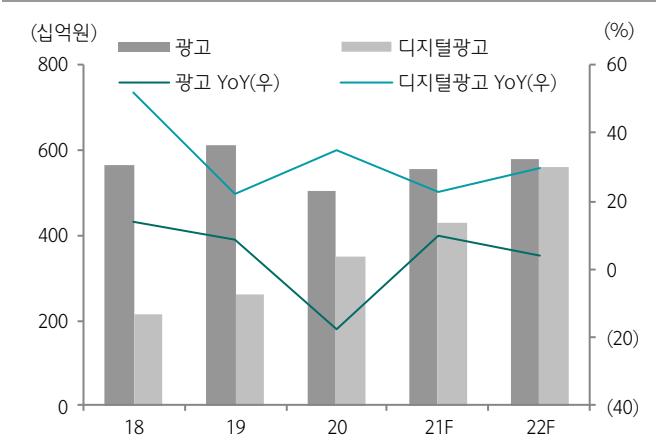
자료: 하나금융투자

그림 2. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트



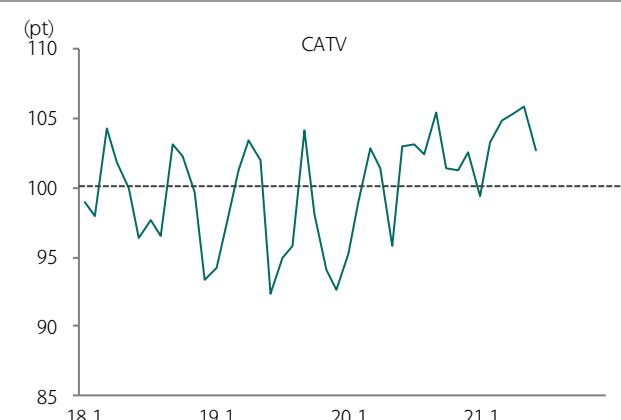
자료: 하나금융투자

그림 3. TV와 디지털 광고 성장을 – 각각 10%/23% 예상



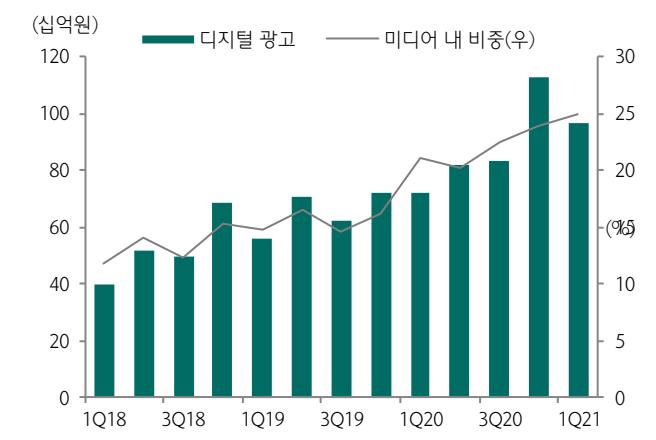
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 4. 케이블TV KAI 지수 트렌드



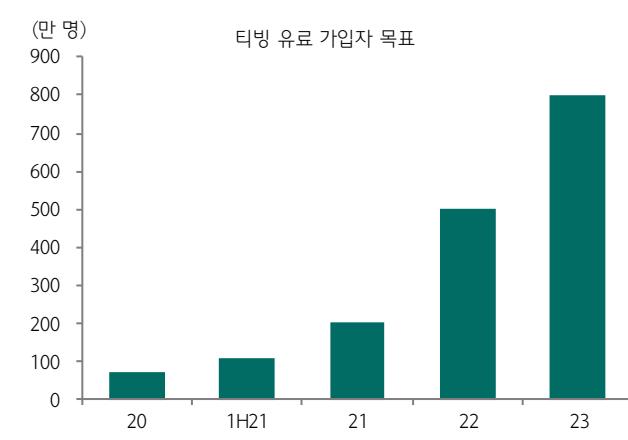
자료: KOBACO, 하나금융투자

그림 5. 디지털 광고 및 미디어 내 비중 추이 – 25%까지 상승



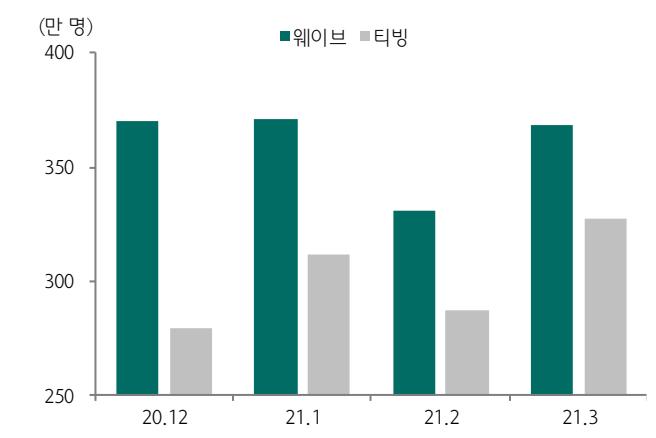
자료: KOBIS, 하나금융투자

그림 6. 2023년 티빙 유료 가입자 목표 800만명



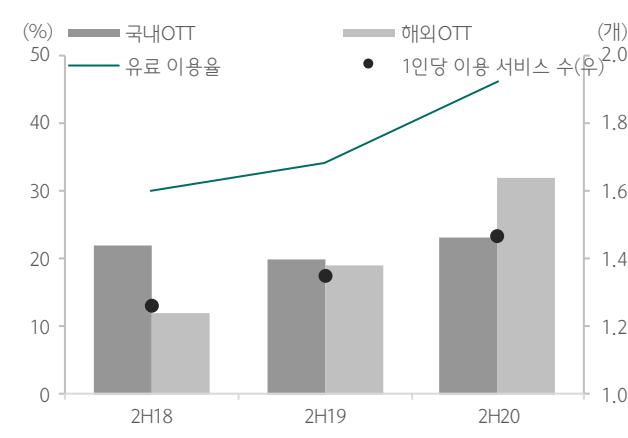
자료: CJ ENM, 하나금융투자

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 <서복>, <유미의 세포들>



자료: 언론, 하나금융투자

그림 10. 3월 네이버플러스 멤버십에 티빙 추가



자료: 언론, 하나금융투자

그림 11. 2021년 CJ ENM 주요 콘텐츠 라인업

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

자료: CJ ENM, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	3,789.7	3,391.2	3,537.1	3,985.4	4,319.1
매출원가	2,327.6	1,907.4	1,923.6	2,257.0	2,480.8
매출총이익	1,462.1	1,483.8	1,613.5	1,728.4	1,838.3
판관비	1,192.7	1,211.7	1,280.5	1,348.9	1,419.3
영업이익	269.4	272.1	333.0	379.6	419.1
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	293.7	317.2	352.8
법인세	85.3	77.1	76.4	82.5	91.7
계속사업이익	104.3	65.6	217.4	234.7	261.1
중단사업이익	(45.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	58.6	65.6	217.4	234.7	261.1
비지배주주지분 순이익	(45.6)	8.7	21.7	23.5	26.1
지배주주순이익	104.2	56.9	195.6	211.3	235.0
지배주주지분포괄이익	122.8	190.9	207.2	223.8	248.9
NOPAT	148.2	125.1	246.4	280.9	310.1
EBITDA	1,028.3	768.7	676.5	609.5	612.4
성장성(%)					
매출액증가율	60.55	(10.52)	4.30	12.67	8.37
NOPAT증가율	(6.68)	(15.59)	96.96	14.00	10.40
EBITDA증가율	45.16	(25.25)	(11.99)	(9.90)	0.48
영업이익증가율	47.94	1.00	22.38	13.99	10.41
(지배주주)순익증가율	(35.92)	(45.39)	243.76	8.03	11.22
EPS증가율	(58.71)	(45.39)	243.61	8.00	11.22
수익성(%)					
매출총이익률	38.58	43.75	45.62	43.37	42.56
EBITDA이익률	27.13	22.67	19.13	15.29	14.18
영업이익률	7.11	8.02	9.41	9.52	9.70
계속사업이익률	2.75	1.93	6.15	5.89	6.05

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,754	2,596	8,920	9,634	10,715
BPS	157,708	168,947	176,354	184,556	193,839
CFPS	49,967	35,033	29,565	25,262	25,104
EBITDAPS	46,892	35,054	30,847	27,795	27,926
SPS	172,821	154,643	161,298	181,741	196,957
DPS	1,400	1,600	1,600	1,600	1,600
주가지표(배)					
PER	33.57	53.74	18.54	17.17	15.44
PBR	1.01	0.83	0.94	0.90	0.85
PCFR	3.19	3.98	5.59	6.55	6.59
EV/EBITDA	4.37	5.39	6.38	6.75	6.49
PSR	0.92	0.90	1.03	0.91	0.84
재무비율(%)					
ROE	3.65	1.78	5.56	5.73	6.05
ROA	1.71	0.97	3.08	3.20	3.38
ROIC	5.94	5.94	12.45	16.59	20.59
부채비율	72.43	65.91	61.44	62.56	62.19
순부채비율	24.86	19.46	7.98	2.22	(1.70)
이자보상배율(배)	9.09	11.24	12.63	14.68	15.81

자료: 하나금융투자

대차대조표

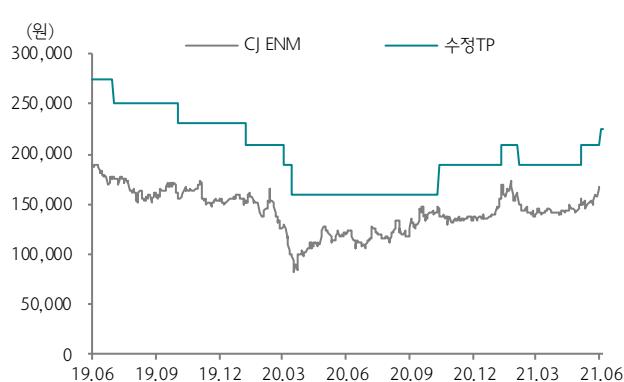
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,597.9	1,752.4	2,115.4	2,509.2	2,802.7
금융자산	383.0	767.0	1,088.3	1,353.8	1,551.9
현금성자산	269.8	269.7	516.5	709.5	853.6
매출채권	835.4	727.3	758.6	854.7	926.3
재고자산	120.5	58.6	61.1	68.9	74.6
기타유동자산	259.0	199.5	207.4	231.8	249.9
비유동자산	3,837.0	4,527.5	4,292.8	4,273.8	4,337.5
투자자산	1,583.8	2,136.1	2,204.8	2,415.8	2,572.8
금융자산	251.2	571.5	572.9	577.1	580.2
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	6,408.2	6,783.0	7,140.3
유동부채	1,660.6	1,551.8	1,483.5	1,616.8	1,716.1
금융부채	774.9	848.8	750.5	791.8	822.5
매입채무	269.5	228.5	238.3	268.5	291.0
기타유동부채	616.2	474.5	494.7	556.5	602.6
비유동부채	622.4	942.9	955.4	993.5	1,021.8
금융부채	391.8	654.7	654.7	654.7	654.7
기타비유동부채	230.6	288.2	300.7	338.8	367.1
부채총계	2,283.0	2,494.7	2,438.9	2,610.3	2,737.9
지배주주지분	2,946.5	3,437.3	3,599.8	3,779.6	3,983.2
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	1,324.4	1,504.3	1,707.8
비지배주주지분	205.4	347.9	369.6	393.1	419.2
자본총계	3,151.9	3,785.2	3,969.4	4,172.7	4,402.4
순금융부채	783.6	736.5	316.9	92.7	(74.7)

현금흐름표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	743.4	566.4	582.9	532.6	504.9
당기순이익	58.6	65.6	217.4	234.7	261.1
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)	22.1	67.8	50.5
투자활동 현금흐름	(287.7)	(1,049.9)	(183.3)	(283.5)	(311.0)
투자자산감소(증가)	(27.3)	(471.7)	(68.7)	(211.0)	(157.0)
자본증가(감소)	(277.9)	(109.9)	0.0	0.0	0.0
기타	17.5	(468.3)	(114.6)	(72.5)	(154.0)
재무활동 현금흐름	(641.3)	490.0	(131.4)	9.8	(0.7)
금융부채증가(감소)	(766.1)	336.8	(98.3)	41.3	30.7
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	240.2	193.0	144.1
Unlevered CFO	1,095.7	768.2	648.3	554.0	550.5
Free Cash Flow	461.0	455.5	582.9	532.6	504.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

CJ ENM



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
21.6.3	BUY	225,000		
21.5.7	BUY	210,000	-26.28%	-20.05%
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%

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	93.36%	6.64%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 05월 31일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 6월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2021년 6월 3일 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 책임아래 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.