

2022. 4. 11



## ▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 175,000 원

현재주가 (4.8) 126,100 원

상승여력 38.8%

KOSDAQ 934.73pt

시가총액 27,653억원

발행주식수 2,193만주

유동주식비율 51.83%

외국인비중 21.21%

52주 최고/최저가 189,000원/119,500원

평균거래대금 115.6억원

## 주요주주(%)

CJ 외 5 인 42.70

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.2	-25.9	-10.3
상대주가	-4.9	-24.5	-5.8

## 주가그래프



## CJ ENM 035760

## 오롯이 성장에 집중

- ✓ 1Q22 연결 영업이익 625억원(-33.3% YoY)으로 시장 컨센서스(708억원) 하회 전망
- ✓ 외형 성장에 집중한 미디어는 제작비 증가로 368억원(-31.6% YoY) 영업이익 전망
- ✓ 커머스와 영화 사업 부진이 지속되는 가운데, 음악은 자체 아티스트 라인업 확대 중
- ✓ 2022년 연결 매출액 3,750억원(+5.7% YoY), 영업이익 2,866억원(-3.5% YoY) 전망
- ✓ 스튜디오스 신설, 스튜디오지니 지분 투자는 본격적인 콘텐츠 양산 체제 구축

## 1Q22 Preview: 본격적인 미디어 외형 확장

1Q22 연결 매출액과 영업이익은 각각 8,280억원(+4.6% YoY), 625억원(-33.3% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 708억원)를 하회할 전망이다. 1Q22 연결 편입되는 할리우드 제작사 '엔데버' 반영 전 기준으로, 미디어 부문은 외형 성장에 집중한 사업 전략으로 매출액 4,212억원(+9.1% YoY)을 예상하나, 제작비 증가로 영업이익은 368억원(-31.6% YoY)을 전망한다. TV광고는 콘텐츠 흥행으로 고성장(+13.8% YoY)이 지속되나, 티빙(Tving) 가입자 정체로 디지털 광고 매출은 +4.8% 성장에 그칠 전망이다. 커머스 사업은 1Q22에도 디지털 전환에 주력하고 있으며, 수익성 좋은 TV 취급고의 감소로 286억원(-15.1% YoY)의 영업이익을 예상한다. 영화는 개봉작의 부재로 영업적자(-11억원) 폭이 소폭 확대되며, 음악 사업은 <Kep1er>와 <엔하이픈>의 데뷔 및 앨범 성과로 영업이익 81억원(+29.7% YoY)을 전망한다.

## 성장 지표가 중요해진 2022년

2022년 연결 실적은 '엔데버' 편입 전 기준으로 매출액 3조 7,544억원(+5.7% YoY), 영업이익 2,866억원(-3.5% YoY)을 전망한다. 2022년 말 티빙(Tving) 유료 가입자는 전년 대비 108만명 순증한 324만명을 예상한다. 국내외 미디어 시장 점유율 확대를 위해 최근 자본금 700억원을 투입해 '스튜디오스'를 신설하고, KT스튜디오지니 지분 투자를 단행하는 등 본격적인 콘텐츠 양산 체제를 구축하고 있다. 미디어 사업과 더불어 고성장이 기대되는 음악 사업의 경우 <JO1>, <Kep1er>, <엔하이픈> 등 팬덤이 탄탄한 자체 아티스트 라인업을 구축 중이며, 2H22 추가적인 보이그룹 데뷔를 위한 프로그램 론칭을 계획 중이다. 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치 변경을 반영해 기존 190,000원에서 175,000원으로 -7.9% 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	3,391.2	272.1	56.9	2,596	12.0	156,746	53.7	0.9	5.0	1.8	65.9
2021	3,552.4	296.9	193.5	8,822	246.7	172,252	15.7	0.8	5.1	5.4	88.9
2022E	3,754.4	286.6	220.6	10,058	-3.1	180,325	12.5	0.7	3.2	5.7	86.3
2023E	3,945.7	370.3	291.8	13,305	32.3	191,550	9.5	0.7	2.9	7.2	82.9
2024E	4,108.5	421.1	354.5	16,166	21.5	205,542	7.8	0.6	2.6	8.1	78.6

표1 CJ ENM 1Q22 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	YoY (%)	4Q21	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	828.0	791.9	4.6	995.0	-16.8	887.8	-6.7
미디어	421.2	386.2	9.1	489.2	-13.9		
커머스	321.6	330.8	-2.8	374.6	-14.2		
영화	22.6	22.7	-0.6	32.8	-31.1		
음악	62.6	52.2	20.0	98.5	-36.4		
영업이익	62.5	93.6	-33.3	29.6	110.7	70.8	-11.8
세전이익	77.2	100.3	-23.0	21.9	252.8	75.1	2.8
당기순이익	59.1	81.0	-27.0	18.9	212.2	57.8	2.3

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

표2 CJ ENM 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	3,844.9	4,011.5	3,754.4	3,945.6	-2.4%	-1.6%
영업이익	310.8	379.3	286.6	370.3	-7.8%	-2.4%
세전이익	288.4	367.4	289.6	381.3	0.4%	3.8%
당기순이익	219.5	281.1	220.6	291.8	0.5%	3.8%

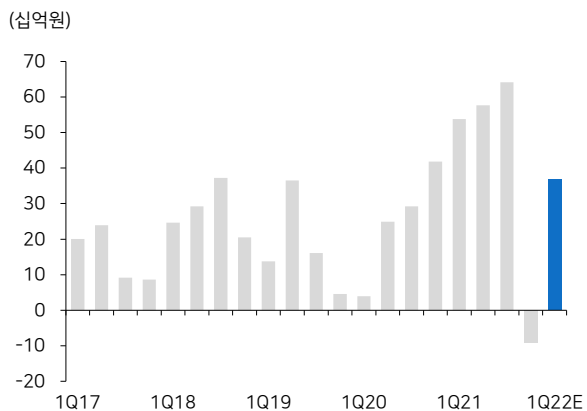
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 CJ ENM SOTP Valuation

	12MF 세후영업이익 (십억원)	Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
CJ ENM 커머스 영업가치 (A)	80.6	10.0	809.0	유통업종 평균 PER
CJ ENM 미디어 영업가치 (B)	112.7	15.0	1,694.4	넷마블, 스튜디오드래곤 가치 제거한 12MF 순이익
비영업가치 (C)			1,918.2	
넷마블 지분가치			1,082.4	지분율 23%, 할인율 50% 적용
스튜디오드래곤 지분가치			736.1	지분율 54%, 할인율 50% 적용
네이버 지분가치			86.6	지분율 0.3%, 할인율 50% 적용
삼성생명 지분가치			13.1	지분율 0.2%, 할인율 50% 적용
순차입금 (D)			580.0	4Q21 기준
총기업가치 (E=A+B+C-D)			3,841.5	
발행주식수 (F/만주)			2,193	
적정주가 (E/F)			175,172	

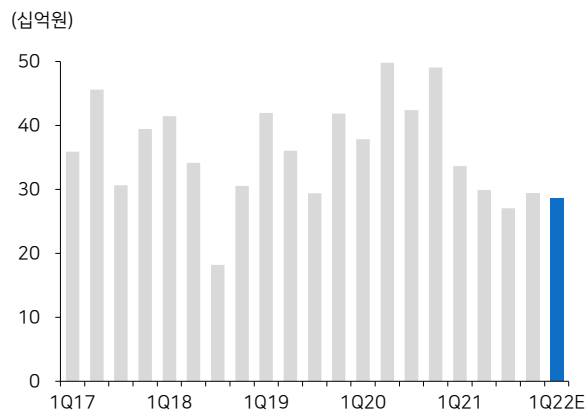
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 미디어 사업 분기 영업이익 추이 및 전망



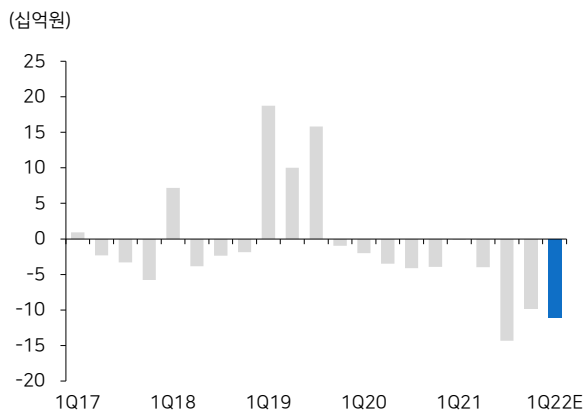
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림2 커머스 사업 분기 영업이익 추이 및 전망



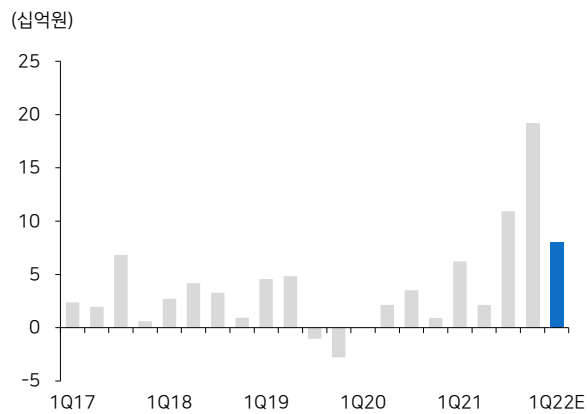
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림3 영화 사업 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림4 음악 사업 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

표4 CJ ENM 연결 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	791.9	907.9	857.5	995.0	828.0	951.8	925.0	1,049.6	3,391.2	3,552.4	3,754.4
% YoY	-2.3%	8.4%	7.4%	5.4%	4.6%	4.8%	7.9%	5.5%	-10.5%	4.8%	5.7%
미디어	386.2	456.4	442.8	489.2	421.2	515.9	488.2	539.6	1,590.7	1,774.5	1,964.9
광고	123.0	155.5	149.4	155.5	140.0	173.4	162.9	167.7	506.2	583.5	644.0
수신료	63.3	62.6	62.8	66.5	62.7	62.1	62.1	66.0	234.9	255.2	252.9
기타	199.9	238.3	230.5	267.2	218.6	280.4	263.2	305.8	849.6	935.9	1,068.0
커머스	330.8	357.4	315.8	374.6	321.6	325.3	317.9	351.6	1,478.6	1,378.5	1,316.4
TV	139.2	147.2	130.6	143.6	121.1	123.9	125.1	120.2	640.1	560.5	490.3
디지털	163.6	178.0	152.4	188.7	172.2	172.9	159.7	194.4	688.0	682.8	699.1
기타	28.0	32.2	32.7	42.3	28.3	28.5	33.1	37.1	150.5	135.2	126.9
영화	22.7	28.8	33.1	32.8	22.6	34.2	42.6	52.7	141.6	117.4	152.2
극장	0.6	5.0	9.0	5.5	3.3	15.2	21.2	21.8	50.2	20.0	61.5
부가판권	14.6	5.3	5.4	3.4	9.5	7.1	5.5	3.9	30.5	28.6	26.0
뮤지컬	0.7	0.2	7.8	1.6	1.7	1.5	4.7	4.5	17.6	10.3	12.4
기타	6.9	18.2	11.0	22.3	8.2	10.4	11.1	22.6	43.2	58.5	52.3
음악	52.2	65.4	65.8	98.5	62.6	76.3	76.3	105.7	180.3	281.9	320.9
음반/음원	36.3	42.8	38.6	53.5	39.9	44.9	40.5	50.8	135.2	171.2	176.2
기타	15.9	22.7	27.2	45.0	22.7	31.4	35.7	54.9	45.1	110.7	144.7
영업비용	699.0	822.3	777.3	967.0	765.6	875.6	851.5	975.1	3,131.0	3,265.6	3,467.8
% YoY	-9.3%	7.6%	6.0%	12.2%	9.5%	6.5%	9.5%	0.8%	-11.1%	4.3%	6.2%
미디어	332.4	398.7	378.6	498.4	384.4	470.3	448.1	513.9	1,490.8	1,608.1	1,816.7
커머스	297.1	327.5	288.7	345.1	293.0	298.6	293.1	325.7	1,299.5	1,258.5	1,210.4
영화	23.5	32.9	55.1	44.2	33.6	42.5	50.4	52.1	167.0	155.7	178.6
음악	45.9	63.3	54.9	79.2	54.6	64.2	59.9	83.4	173.7	243.4	262.1
영업이익	93.6	85.8	87.8	29.6	62.5	76.2	73.4	74.5	272.1	296.9	286.6
% YoY	135.7%	16.9%	23.6%	-66.3%	-33.3%	-11.2%	-16.4%	151.4%	1.0%	9.1%	-3.5%
미디어	53.8	57.7	64.2	-9.3	36.8	45.7	40.1	25.7	99.9	166.5	148.2
커머스	33.7	29.9	27.0	29.4	28.6	26.7	24.8	25.9	179.2	120.1	106.0
영화	-0.1	-4.0	-14.3	-9.8	-11.0	-8.3	-7.8	0.7	-13.5	-28.2	-26.5
음악	6.2	2.1	10.9	19.2	8.1	12.1	16.3	22.3	6.5	38.5	58.8
법인세차감전순이익	100.3	72.1	101.5	21.9	77.2	74.4	81.1	56.9	142.7	295.9	289.6
법인세비용	19.3	18.9	27.1	2.9	18.1	18.2	19.5	13.3	77.1	68.3	69.1
당기순이익	81.0	53.2	74.4	18.9	59.1	56.2	61.6	43.6	65.6	227.6	220.6
이익률 (%)											
영업이익률	11.8	9.5	10.2	3.0	7.5	8.0	7.9	7.1	8.0	8.4	7.6
당기순이익률	10.2	5.9	8.7	1.9	7.1	5.9	6.7	4.1	1.9	6.4	5.9

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

## CJ ENM (035760)

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	3,391.2	3,552.4	3,754.4	3,945.7	4,108.5
매출액증가율 (%)	-10.5	4.8	5.7	5.1	4.1
매출원가	1,907.4	1,917.7	2,150.0	2,216.7	2,286.2
매출총이익	1,483.8	1,634.7	1,604.4	1,728.9	1,822.3
판매관리비	1,211.7	1,337.8	1,317.8	1,358.6	1,401.2
영업이익	272.1	296.9	286.6	370.3	421.1
영업이익률	8.0	8.4	7.6	9.4	10.2
금융손익	-31.1	1.4	1.5	4.9	15.7
종속/관계기업손익	80.6	68.1	78.7	83.8	87.2
기타영업외손익	-178.9	-70.5	-77.1	-77.7	-63.0
세전계속사업이익	142.7	295.9	289.6	381.3	461.0
법인세비용	77.1	68.3	69.1	89.5	106.5
당기순이익	65.6	227.6	220.6	291.8	354.5
지배주주지분 순이익	56.9	193.5	220.6	291.8	354.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	566.4	782.2	1,099.7	1,150.3	1,216.5
당기순이익(손실)	65.6	227.6	220.6	291.8	354.5
유형자산상각비	63.4	64.5	262.1	273.8	286.3
무형자산상각비	433.2	452.1	593.8	564.8	559.1
운전자본의 증감	-36.0	-31.7	23.2	19.9	16.6
투자활동 현금흐름	-1,049.9	-727.1	-918.9	-922.5	-917.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-110.9	-173.7	-300.0	-285.0	-270.8
투자자산의 감소(증가)	-471.7	-286.0	-106.4	-100.8	-85.8
재무활동 현금흐름	490.0	957.1	-88.6	-74.0	-74.4
차입금의 증감	37.9	970.5	-45.1	-30.4	-28.8
자본의 증가	156.9	51.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.1	1,017.6	92.2	153.8	224.3
기초현금	269.8	269.7	1,287.4	1,379.6	1,533.4
기말현금	269.7	1,287.4	1,379.6	1,533.4	1,757.6

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,752.4	2,660.4	2,830.7	3,058.4	3,345.6
현금및현금성자산	269.7	1,287.4	1,379.6	1,533.4	1,757.6
매출채권	727.3	800.2	845.7	888.8	925.4
재고자산	58.6	85.4	90.3	94.9	98.8
비유동자산	4,527.5	5,280.2	5,330.7	5,402.8	5,465.2
유형자산	984.4	1,121.0	1,158.9	1,170.0	1,154.5
무형자산	1,072.1	1,321.9	1,228.1	1,188.2	1,180.4
투자자산	2,136.1	2,490.2	2,596.6	2,697.4	2,783.1
자산총계	6,279.9	7,940.6	8,161.4	8,461.2	8,810.8
유동부채	1,551.8	2,322.9	2,371.7	2,430.1	2,479.1
매입채무	228.5	250.7	265.0	278.5	290.0
단기차입금	425.0	954.1	954.1	954.1	954.1
유동성장기부채	111.7	150.5	130.0	122.8	116.1
비유동부채	943.0	1,414.5	1,409.4	1,404.7	1,398.4
사채	431.9	678.2	662.2	646.9	632.1
장기차입금	122.0	262.9	252.9	243.7	235.3
부채총계	2,494.7	3,737.3	3,781.1	3,834.8	3,877.5
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,486.5	2,537.8	2,537.8	2,537.8	2,537.8
기타포괄이익누계액	19.7	136.6	136.6	136.6	136.6
이익잉여금	1,162.0	1,333.8	1,510.8	1,757.0	2,063.8
비지배주주지분	347.9	426.0	426.0	426.0	426.0
자본총계	3,785.2	4,203.3	4,380.3	4,626.5	4,933.3

## Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	154,643	161,994	171,206	179,927	187,352
EPS(지배주주)	2,596	8,822	10,058	13,305	16,166
CFPS	35,033	38,588	53,112	56,448	60,323
EBITDAPS	35,054	37,093	52,100	55,128	57,753
BPS	156,746	172,252	180,325	191,550	205,542
DPS	1,600	2,100	2,100	2,200	2,300
배당수익률(%)	1.1	1.5	1.7	1.7	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	53.7	15.7	12.5	9.5	7.8
PCR	4.0	3.6	2.4	2.2	2.1
PSR	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EBITDA	768.7	813.4	1,142.5	1,208.9	1,266.5
EV/EBITDA	5.0	5.1	3.2	2.9	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	5.4	5.7	7.2	8.1
EBITDA 이익률	22.7	22.9	30.4	30.6	30.8
부채비율	65.9	88.9	86.3	82.9	78.6
금융비용부담률	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7
이자보상배율(x)	11.2	13.2	10.0	13.1	15.2
매출채권회전율(x)	4.3	4.7	4.6	4.5	4.5
재고자산회전율(x)	37.9	49.3	42.7	42.6	42.4

## 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 간섭 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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## CJ ENM (035760) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.02.14	기업브리프	Buy	225,000	정지수	-49.0	-31.8	
2020.05.08	기업브리프	Buy	200,000	정지수	-41.0	-38.5	
2020.06.02	산업분석	Buy	180,000	정지수	-26.1	-4.0	
2021.02.08	기업브리프	Buy	200,000	정지수	-28.4	-22.6	
2021.05.07	기업브리프	Buy	220,000	정지수	-28.5	-14.1	
2022.02.11	기업브리프	Buy	190,000	정지수	-32.2	-28.9	
2022.04.11	기업브리프	Buy	175,000	정지수	-	-	