

2022. 2. 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) 190,000 원

현재주가 (2.10) 132,300 원

상승여력 43.6%

KOSDAQ 895.68pt

시가총액 29,012억원

발행주식수 2,193만주

유동주식비율 51.83%

외국인비중 21.96%

52주 최고/최저가 189,000원/119,500원

평균거래대금 189.8억원

주요주주(%)

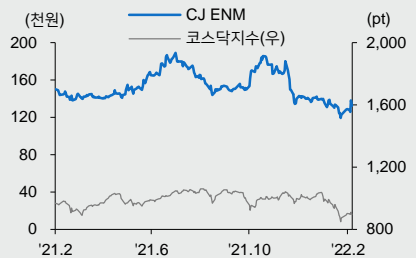
CJ 외 5 인 42.70

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.1 -17.5 -8.1

상대주가 10.7 -3.1 -1.1

주가그래프



(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	5.4	1.8	65.9
2021P	3,552.4	286.8	219.8	10,023	234.9	164,784	17.0	1.0	5.2	6.2	62.2
2022E	3,844.9	310.8	219.5	10,010	-0.1	172,809	13.2	0.8	4.4	5.9	62.3
2023E	4,011.5	379.3	281.1	12,818	28.1	183,548	10.3	0.7	4.0	7.2	60.4
2024E	3,589.7	444.8	343.0	15,641	22.0	197,014	8.5	0.7	4.0	8.2	52.7

CJ ENM 035760

2022년 핵심 키워드는 성장

- ✓ 4Q21 연결 영업이익 296억원(-66.3% YoY)으로 시장 컨센서스(947억원) 하회
- ✓ 임직원 성과금과 제작비의 증가로 미디어 부문 영업적자(-93억원)로 전환
- ✓ '22년 가이던스 연결 매출액 4.3조원(+21% YoY), 영업이익 2,700억원(-9% YoY)
- ✓ 8,600억원 제작비 집행을 통해 티빙 유료가입자 400만명, 매출 2배 이상 성장 목표
- ✓ 멀티스튜디오 설립 방식도 주주 이익을 강화하는 수정안을 예고하며 우려 불식

4Q21 Review: 일회성 감안해도 아쉬운 미디어 수익성

4Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 9,950억원(+5.4% YoY), 296억원(-66.3% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 947억원)를 크게 하회했다. 3Q21까지 높은 이익 성장이 나타난 미디어 부문은 임직원 성과금 약 500억원 채널 편성 확대에 따른 제작비 증가로 영업적자(-93억원)로 전환했다. TV광고는 협찬 광고 축소로 역성장(-6.5% YoY)을 기록한 반면 디지털 매출(+59.7% YoY) 성장은 지속됐다. 오리지널 콘텐츠 확대로 티빙(Tving) 유료가입자는 전 분기 대비 34만명 증가한 216만명(+18.9% QoQ)으로 추정된다. 커머스 사업은 TV 취급고 감소와 디지털 전환 추세로 전년 대비 -40.0% 감소한 294억원의 영업이익을 기록했다. 영화 사업의 영업적자(-98억원)가 이어진 가운데, 음악은 <INI>, <JO1>, <엔하이픈> 등 자체 아티스트 성과 확대로 192억원(+2,047.5% YoY)의 최대 영업이익을 기록했다.

성장에 집중하는 2022년

2022년 가이던스로 연결 매출액 4.3조원(+21.0% YoY), 영업이익 2,700억원(-9.0% YoY)을 제시하며 성장성에 집중할 계획임을 밝혔다. 전년 대비 크게 증가한 제작비 8,600억원(티빙 2,000억원 포함) 집행을 통해 티빙 유료가입자 400만명 이상 확보와 2배 이상의 매출 성장 목표도 공유했다. DPS 상향('20년 1,600원 → '21년 2,100원)과 더불어 배당성향 20% 이상 목표를 제시했으며, 멀티스튜디오 설립 방식에 대해서도 물적분할이 아닌 주주 이익을 강화하는 방식의 수정안을 예고했다. 2022년 연결 매출액과 영업이익은 각각 3조 8,449억원(+8.2% YoY), 3,108억원(+4.7% YoY)을 전망한다. 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치 변경과 투자자산 가치 하락을 반영해 기존 22만원에서 19만원으로 -13.6% 하향한다.

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	995.0	944.3	5.4	857.5	16.0	974.8	2.1	962.7	3.4
영업이익	29.6	87.9	-66.3	87.8	-66.3	94.7	-68.7	90.4	-67.2
세전이익	21.9	0.8	2,555.3	101.5	-78.4	53.2	-58.9	27.1	-19.4
순이익	18.9	-36.6	-151.8	74.4	-74.5	45.5	-58.4	20.8	-8.8

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

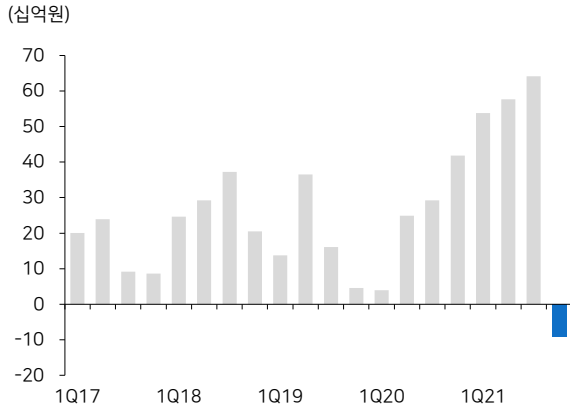
(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	3,682.9	3,783.1	3,844.9	4,011.5	4.4%	6.0%
영업이익	385.2	422.7	310.8	379.3	-19.3%	-10.3%
세전이익	324.0	365.8	288.4	367.4	-11.0%	0.4%
당기순이익	246.6	279.8	219.5	281.1	-11.0%	0.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

	12MF 세후영업이익 (십억원)	Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
CJ ENM 커머스 영업가치 (A)	78.9	10.0	791.9	유통업종 평균 PER
CJ ENM 미디어 영업가치 (B)	136.7	15.0	2,056.3	스튜디오드래곤, 넷마블 실적 제외 기준
비영업가치 (C)			1,909.2	
넷마블 지분가치			1,155.8	지분율 23%, 할인율 50% 적용
스튜디오드래곤 지분가치			653.5	지분율 54%, 할인율 50% 적용
네이버 지분가치			87.0	지분율 0.3%, 할인율 50% 적용
삼성생명 지분가치			13.0	지분율 0.2%, 할인율 50% 적용
순차입금 (D)			580.0	4Q21 기준
총기업가치 (E=A+B+C-D)			4,177.4	
발행주식수 (F/만주)			2,193	
적정주가 (E/F)			190,489	

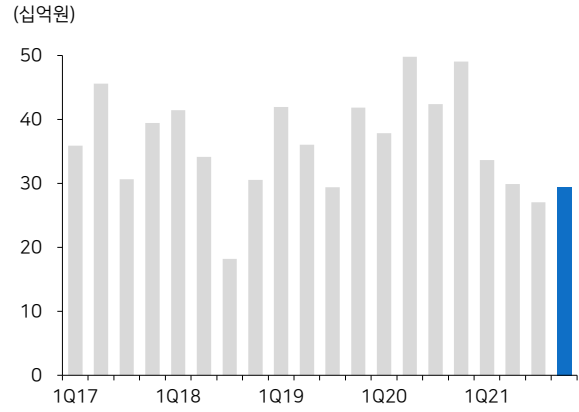
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 미디어 사업 분기 영업이익 추이



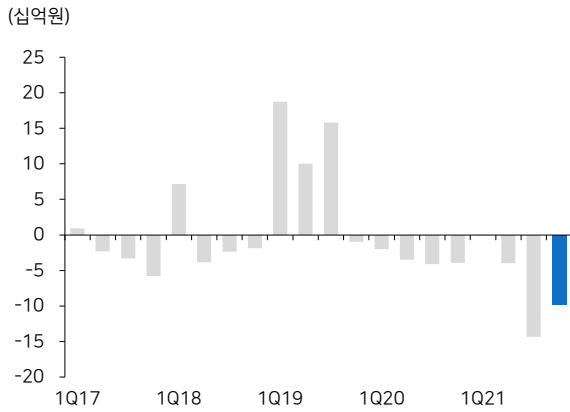
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림2 커머스 사업 분기 영업이익 추이



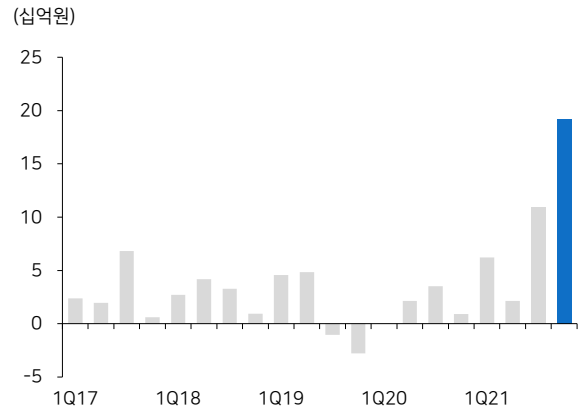
자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림3 영화 사업 분기 영업이익 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

그림4 음악 사업 분기 영업이익 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

표4 CJ ENM 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021P	2022E
매출액	791.9	907.9	857.5	995.0	865.8	970.3	947.0	1,061.8	3,391.2	3,552.4	3,844.9
% YoY	-2.3%	8.4%	7.4%	5.4%	9.3%	6.9%	10.4%	6.7%	-10.5%	4.8%	8.2%
미디어	386.2	456.4	442.8	489.2	422.2	518.1	489.2	555.2	1,590.7	1,774.5	1,984.7
광고	123.0	155.5	149.4	155.5	132.8	167.2	159.9	165.6	506.2	583.5	625.5
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	226.7	288.7	267.2	323.7	849.6	935.9	1,106.3
커머스	330.8	357.4	315.8	374.6	346.1	342.1	339.7	352.6	1,478.6	1,378.5	1,380.5
TV	139.2	147.2	130.6	143.6	133.1	129.0	128.9	124.7	640.1	560.5	515.8
디지털	163.6	178.0	152.4	188.7	182.1	184.3	177.2	190.1	688.0	682.8	733.8
기타	28.0	32.2	32.7	42.3	30.8	28.8	33.6	37.8	150.5	135.2	131.0
영화	22.7	28.8	33.1	32.8	34.9	34.7	44.4	52.8	141.6	117.4	166.8
극장	0.6	5.0	9.0	5.5	11.8	15.2	21.2	21.8	50.2	20.0	70.0
부가판권	14.6	5.3	5.4	3.4	10.9	7.1	5.5	3.5	30.5	28.6	27.0
뮤지컬	0.7	0.2	7.8	1.6	4.0	2.0	6.5	4.9	17.6	10.3	17.4
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	75.3	73.7	101.2	180.3	281.9	312.9
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	30.4	33.2	50.4	45.1	110.7	136.7
영업비용	699.0	822.3	777.3	967.0	787.0	884.3	874.5	988.4	3,131.0	3,265.6	3,534.1
% YoY	-9.3%	7.6%	6.0%	12.2%	12.6%	7.5%	12.5%	2.2%	-11.1%	4.3%	8.2%
미디어	332.4	398.7	378.6	498.4	372.1	461.8	445.9	527.4	1,490.8	1,608.1	1,807.1
커머스	297.1	327.5	288.7	345.1	318.3	316.3	315.1	328.4	1,299.5	1,258.5	1,278.1
영화	23.5	32.9	55.1	44.2	42.0	43.0	55.6	52.5	167.0	155.7	193.1
음악	45.9	63.3	54.9	79.2	54.6	63.1	57.9	80.1	173.7	243.4	255.8
영업이익	93.6	85.8	87.8	29.6	78.8	86.0	72.5	73.4	272.1	296.9	310.8
% YoY	135.7%	16.9%	23.6%	-66.3%	-15.8%	0.2%	-17.4%	147.8%	1.0%	9.1%	4.7%
미디어	53.8	57.7	64.2	-9.3	50.1	56.3	43.3	27.8	99.9	166.5	177.6
커머스	33.7	29.9	27.0	29.4	27.7	25.8	24.6	24.3	179.2	120.1	102.4
영화	-0.1	-4.0	-14.3	-9.8	-7.1	-8.3	-11.2	0.3	-13.5	-28.2	-26.3
음악	6.2	2.1	10.9	19.2	8.1	12.2	15.8	21.1	6.5	38.5	57.1
법인세차감전순이익	100.3	72.1	101.5	21.9	93.6	84.2	80.2	30.3	142.7	295.9	288.4
법인세비용	19.3	18.9	27.1	2.9	21.9	20.6	19.3	7.1	77.1	68.3	68.9
당기순이익	81.0	53.2	74.4	18.9	71.7	63.6	61.0	23.2	65.6	227.6	219.5
이익률 (%)											
영업이익률	11.8	9.5	10.2	3.0	9.1	8.9	7.7	6.9	8.0	8.4	8.1
당기순이익률	10.2	5.9	8.7	1.9	8.3	6.6	6.4	2.2	1.9	6.4	5.7

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

Income Statement

(십억원)	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
매출액	3,391.2	3,552.4	3,844.9	4,011.5	3,589.7
매출액증가율 (%)	-10.5	4.8	8.2	4.3	-10.5
매출원가	1,907.4	2,024.7	2,191.2	2,252.0	2,015.2
매출총이익	1,483.8	1,527.7	1,653.8	1,759.5	1,574.5
판매관리비	1,211.7	1,240.9	1,343.0	1,380.3	1,129.7
영업이익	272.1	286.8	310.8	379.3	444.8
영업이익률	8.0	8.1	8.1	9.5	12.4
금융손익	-31.1	1.4	1.5	4.9	3.5
중속/관계기업손익	80.6	68.1	78.7	83.8	0.0
기타영업외손익	-178.9	-70.5	-102.6	-100.6	0.0
세전계속사업이익	142.7	285.8	288.4	367.4	448.3
법인세비용	77.1	66.0	68.9	86.3	105.3
당기순이익	65.6	219.8	219.5	281.1	343.0
지배주주지분 순이익	56.9	219.8	219.5	281.1	343.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,752.4	2,176.8	2,544.2	2,899.5	3,348.8
현금및현금성자산	269.7	623.6	863.2	1,145.6	1,779.4
매출채권	727.3	761.9	824.6	860.3	769.8
재고자산	58.6	61.4	66.4	69.3	62.0
비유동자산	4,527.5	4,249.6	4,170.7	4,114.9	3,778.7
유형자산	984.4	941.0	905.2	876.5	800.2
무형자산	1,072.1	761.6	580.8	475.4	414.0
투자자산	2,136.1	2,212.0	2,349.6	2,428.0	2,229.5
자산총계	6,279.9	6,426.4	6,714.9	7,014.4	7,127.5
유동부채	1,551.8	1,508.4	1,595.9	1,645.8	1,499.5
매입채무	228.5	239.4	259.1	270.3	241.9
단기차입금	425.0	425.0	425.0	425.0	425.0
유동성장기부채	111.7	20.0	20.0	20.0	0.0
비유동부채	943.0	956.7	981.5	995.7	959.8
사채	431.9	431.9	431.9	431.9	431.9
장기차입금	122.0	122.0	122.0	122.0	122.0
부채총계	2,494.7	2,465.0	2,577.4	2,641.5	2,459.3
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,486.5	2,486.5	2,486.5	2,486.5	2,486.5
기타포괄이익누계액	19.7	19.7	19.7	19.7	19.7
이익잉여금	1,162.0	1,338.2	1,514.2	1,749.7	2,045.0
비지배주주지분	347.9	347.9	347.9	347.9	347.9
자본총계	3,785.2	3,961.4	4,137.4	4,372.9	4,668.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	566.4	763.5	656.7	653.5	477.8
당기순이익(손실)	65.6	219.8	219.5	281.1	343.0
유형자산상각비	63.4	243.4	255.8	268.8	76.2
무형자산상각비	433.2	310.4	180.9	105.4	61.4
운전자본의 증감	-36.0	-10.1	0.5	-1.8	-2.8
투자활동 현금흐름	-1,049.9	-299.5	-400.6	-342.8	260.4
유형자산의증가(CAPEX)	-110.9	-200.0	-220.0	-240.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-471.7	-75.9	-137.7	-78.4	198.6
재무활동 현금흐름	490.0	-110.0	-16.6	-28.2	-104.4
차입금의 증감	336.8	-76.9	26.9	15.3	-58.8
자본의 증가	156.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.1	354.0	239.5	282.4	633.8
기초현금	269.8	269.7	623.7	863.2	1,145.6
기말현금	269.7	623.7	863.2	1,145.6	1,779.4

Key Financial Data

	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	154,643	161,994	175,334	182,931	163,694
EPS(지배주주)	2,596	10,023	10,010	12,818	15,641
CFPS	35,033	38,786	33,344	33,938	26,558
EBITDAPS	35,054	38,332	34,084	34,358	26,558
BPS	156,746	164,784	172,809	183,548	197,014
DPS	1,600	2,100	2,100	2,200	2,300
배당수익률(%)	1.1	1.2	1.6	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	53.7	17.0	13.2	10.3	8.5
PCR	4.0	4.4	4.0	3.9	5.0
PSR	0.9	1.1	0.8	0.7	0.8
PBR	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
EBITDA	768.7	840.6	747.4	753.4	582.4
EV/EBITDA	5.4	5.2	4.4	4.0	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	6.2	5.9	7.2	8.2
EBITDA 이익률	22.7	23.7	19.4	18.8	16.2
부채비율	65.9	62.2	62.3	60.4	52.7
금융비용부담률	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
이자보상배율(x)	11.2	10.8	11.9	14.3	17.0
매출채권회전율(x)	4.3	4.8	4.8	4.8	4.4
재고자산회전율(x)	37.9	59.2	60.2	59.1	54.7

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 하시기를 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -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	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ ENM (035760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

