

SK COMPANY Analysis



Analyst

남효지

hjn@sk.com

02-3773-9288

Company Data

자본금	111 십억원
발행주식수	2,193 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,855 십억원
주요주주	
C(외5)	42.70%
자사주	5.47%
외국인지분률	21.70%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(22/02/23)	130,200 원
KOSDAQ	868.11 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	189,000 원
52주 최저가	119,500 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.1%	6.3%
6개월	-9.6%	0.8%
12개월	-8.2%	0.9%

CJ ENM (035760/KQ | 매수(유지) | T.P 200,000 원(하향))

tving 의 성장에 집중하는 시기

- 2022 년 가이드선 매출액 4.3 조원(YoY 21%), 영업이익 2,700 억원(YoY -9%) 제시
- 콘텐츠 제작비 8,600 억원으로 증가가 주 원인
- tving 투자는 2 천억원 수준, 글로벌 플랫폼으로의 도약 준비 단계
- 2022 년 매출액 3.9 조원(YoY 10.5%), 영업이익 3,318 억원(YoY 11.8%) 전망
- 미디어 사업의 중장기 성장성은 동의하나, 단기 실적 부담은 가중

4Q21 실적 details

4Q21 매출액 9,950 억원(YoY 5.4%), 영업이익 296 억원(YoY -66.3%), 순이익 189 억 원(YoY 흑전)으로 영업이익은 컨센서스 947 억원을 크게 하회했다. 인센티브 지급에 따른 일회성 비용이 크게 증가하며 미디어(-93 억원), 영화(-98 억원) 사업부문이 손실을 기록했고, 커머스 OP 294 억원, 음악 부문은 일본 사업 성장으로 OP 192 억원을 기록했다. TV 광고 매출액이 6.5% 하락했으나 콘텐츠 판매가 견조했고, 디지털 매출의 고성장세(YoY +59.7%)도 지속되었다. 음악 사업도 3 분기에 이어 자체 아티스트 활동 확대로 영업이익률 19.5%를 기록했다.

보수적인 2022 년 실적 가이드선 제시

동사는 올해 가이드선으로 매출액 4.3 조원(YoY 21%), 영업이익 2,700 억원(YoY -9%)을 제시했다. 감익을 제시한 주 원인은 미디어 부문 제작비 증가(합산 제작비 8,600 억 원 제시) 때문이다. 올해 tving 은 오리지널 콘텐츠 제작에 2 천억원 이상 집행할 계획인데, 이는 기존 목표(23 년까지 4 천억)대비 늘어난 수치이다. 올해부터 본격적인 글로벌 진출을 계획하고 있기 때문에 양질의 콘텐츠 제작은 필수적이다. 올해는 LINE 과 손잡고 일본, 대만에 진출하며 글로벌 스트리밍 플랫폼으로의 도약을 준비하는 단계이다. 올해 연말 기준 tving 가입자 450 만명, BEP 달성이 가능할 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 20 만원으로 하향

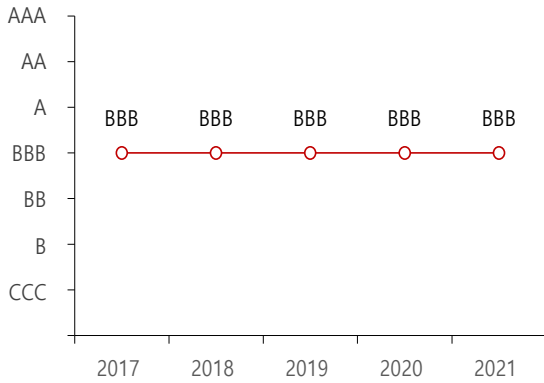
미디어 사업의 중장기 성장성에 대해서는 동의하지만 올해는 콘텐츠에 대한 투자가 크게 증가하는 시기이다. 미디어 부문 실적 하향으로 목표주가를 20 만원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	2,360	3,790	3,391	3,552	3,926	4,289
yoy	%	4.4	60.6	-10.5	4.8	10.5	9.3
영업이익	십억원	182	269	272	297	332	379
yoy	%	-18.9	48.0	1.0	9.1	11.8	14.2
EBITDA	십억원	708	1,028	769	803	952	1,025
세전이익	십억원	164	190	143	296	299	362
순이익(지배주주)	십억원	163	104	57	193	263	301
영업이익률%	%	7.7	7.1	8.0	8.4	8.5	8.8
EBITDA%	%	30.0	27.1	22.7	22.6	24.2	23.9
순이익률	%	7.8	1.6	1.9	6.4	6.0	6.3
EPS(계속사업)	원	8,589	6,835	2,596	8,822	11,983	13,741
PER	배	23.5	23.4	53.7	15.7	10.9	9.5
PBR	배	1.6	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	9.3	4.4	5.4	5.4	4.0	3.6
ROE	%	8.6	3.7	1.8	5.3	6.5	6.7
순차입금	십억원	1,393	795	753	812	580	415
부채비율	%	97.2	72.4	65.9	55.4	53.8	50.6

ESG 하이라이트

CJ ENM의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
CJ ENM 종합 등급	BBB	D+	21.5
환경(Environment)	8.3	D-	NA
사회(Social)	47.1	C+	28.1
지배구조(Governance)	54.6	D+	51.8
<비교업체 종합 등급>			
SBS	BB	NA	19.8
제이콘텐트리	BB	NA	NA

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 CJ ENM ESG 평가

콘텐츠, 커머스 사업 각각의 특성을 고려해 부문별 ESG 협의체를 만들고, 사내 전체 전담부서인 ESG 팀도 만드는 등 올해를 ESG 경영 원년으로 삼아 전략 수립과 실행을 부문별로 추진토록 조직을 세분화

ESG 평가항목 중 환경부문 등급(C) 외 다른 항목은 모두 A 등급을 받았고 최근 환경 분야 등급을 올리기 위한 전략에 집중 중

5월 UNGC 가입, 올해 연말부터 매년 ESG 리포트 발간 등 ESG 경영에 적극적인 모습을 보이고 있음

자료: SK 증권

CJ ENM의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만달러)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

CJ ENM의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.11.9	환경 (Environment), 사회 (Social)	환경보호, 사회봉사 등을 주제로 한 인포테인먼트 콘텐츠를 선보임
2021.10.29	환경 (Environment)	ESG 경영 강화의 일환으로 친환경 브랜드 컴플리톤코리아에 투자 결정
2021.10.15	환경 (Environment)	CJ ENM, 김상중-이적 출연 ESG 전문가 강연 '환경 읽어드립니다' 개최
2021.8.11	지배구조 (Governance)	CJ ENM "ESG 위원회 신설UNGc 가입...본격ESG 경영"
2021.5.20	사회 (Social)	CJ ENM, 충주시와 농특산물 브랜드 홍보 등 상생발전 MOU
2019.4.17	환경 (Environment)	오쇼핑 부문, TV 홈쇼핑 업계 최초로 친환경 포장재인 에코 테이프리스 박스 도입

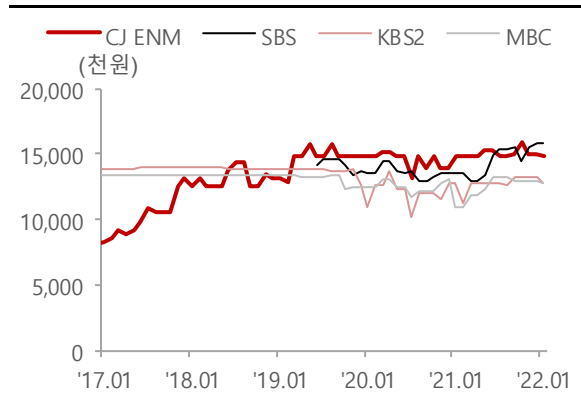
자료: 주요 언론사, SK 증권

목표주가 산출

1) 영업 가치 (십억원)							
22E 사업부별 가치	매출액	영업이익	세후 영업이익	Target Multiple	적정 가치	비고	
미디어, 영화	1,730.0	76.1	59.3	17.2	1,141.1	국내 미디어/광고 Peer 그룹 21년 평균 P/E 적용	
커머스	1,438.3	124.2	96.9	7.1	685.9	국내 홈쇼핑 Peer 그룹 21년 평균 P/E	
음악	395.0	45.4	35.4	23.2	822.6	국내 기획사 4사 21년 평균 P/E 50% 할인	
사업 가치 합계 (a)					2,649.6		
2) 투자자산 가치 (십억원)							
	적정 가치	지분율	할인율	지분 가치	비고		
스튜디오드래곤	2,558.8	54.5%	40%	836.7	최근 30일 평균 시가총액 기준		
넷마블	9,801.4	22.9%	40%	1,346.1	최근 30일 평균 시가총액 기준		
NAVER	58,420.6	0.3%	40%	112.2	최근 30일 평균 시가총액 기준		
삼성생명	12,998.7	0.2%	40%	15.6	최근 30일 평균 시가총액 기준		
투자자산 가치 합계 (b)					2,310.6		
3) 순차입금 (c)					581.3		
총 합계 (a) + (b) - (c)					4,379.0		
주식 수(천주)					21,929		
적정 주가(원)					199,688		
목표 주가(원)					200,000	반올림 적용	
현재 주가(원)					129,400		
상승 여력					54.6%		

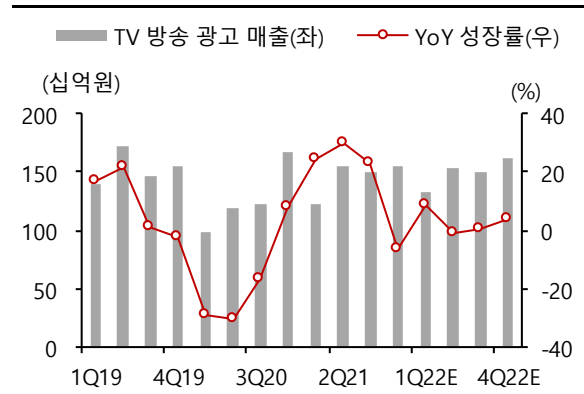
자료: SK 증권

방송 광고 단가 추이



자료: CJ ENM, SK 증권

TV 방송 광고 매출 및 성장률 추이 및 전망



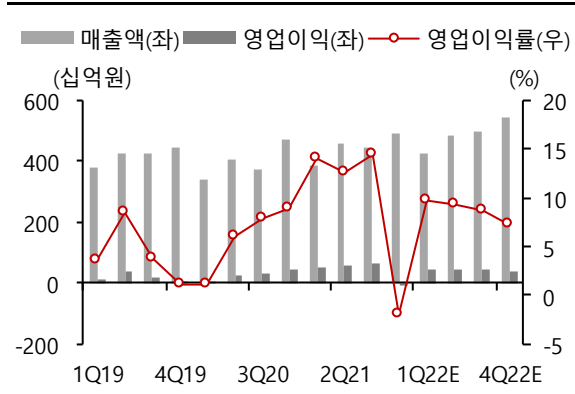
자료: CJ ENM, SK 증권

CJ ENM 수익 추정 표

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	810.8	837.5	798.6	944.3	791.9	907.9	857.5	995.0	841.4	988.4	971.3	1,124.6	3,391.2	3,552.4	3,925.8	4,289.2
미디어	340.8	406.3	370.6	473.0	386.2	456.4	442.8	489.2	426.0	483.8	495.0	543.5	1,590.7	1,774.5	1,948.2	2,148.7
광고	98.8	119.6	121.6	166.3	123.0	155.5	149.4	155.5	133.2	154.0	149.7	161.6	506.2	583.5	598.5	608.3
기타	184.2	229.4	191.8	244.2	199.9	238.3	230.5	267.2	227.7	262.1	276.9	311.2	849.6	935.9	1,077.8	1,254.9
영화	54.2	12.5	36.9	38.0	22.7	28.8	33.1	32.8	22.6	36.6	39.0	46.0	141.6	117.4	144.3	169.5
음악	39.8	42.5	46.9	51.0	52.2	65.4	65.8	98.5	62.6	97.4	98.6	136.4	180.3	281.9	395.0	479.2
앨범/음반	31.7	33.0	40.7	29.8	36.3	42.8	38.6	53.5	46.7	59.3	48.4	66.3	135.2	171.2	220.6	255.5
기타	8.1	9.6	6.2	21.2	15.9	22.7	27.2	45.0	15.9	38.2	50.2	70.1	45.1	110.7	174.4	223.7
커머스	375.9	376.2	344.3	382.3	330.8	357.4	315.8	374.6	330.2	370.6	338.8	398.7	1,478.6	1,378.5	1,438.3	1,491.9
TV	172.1	161.1	148.2	158.7	139.2	147.2	130.6	143.6	129.3	136.4	126.1	146.7	640.1	560.5	538.4	526.0
디지털	167.4	175.6	155.2	189.9	163.6	178.0	152.4	188.7	171.5	197.2	176.7	207.6	688.0	682.8	753.1	804.4
YoY growth rate																
매출액	-5.7%	-16.7%	-12.2%	-6.9%	-2.3%	8.4%	7.4%	5.4%	6.2%	8.9%	13.3%	13.0%	-10.5%	4.8%	10.5%	9.3%
미디어	-10.3%	-4.7%	-13.2%	6.3%	13.3%	12.3%	19.5%	3.4%	10.3%	6.0%	11.8%	11.1%	-5.2%	11.6%	9.8%	10.3%
영화	-47.9%	-81.5%	-56.3%	-59.2%	-58.0%	129.6%	-10.2%	-13.5%	-0.6%	27.3%	17.8%	40.2%	-59.5%	-17.0%	22.8%	17.5%
음악	-23.5%	-72.3%	-25.5%	-22.8%	30.9%	53.8%	40.4%	93.1%	20.0%	48.9%	49.7%	38.5%	-46.2%	56.4%	40.1%	21.3%
커머스	16.0%	5.2%	2.5%	-6.7%	-12.0%	-5.0%	-8.3%	-2.0%	-0.2%	3.7%	7.3%	6.4%	3.6%	-6.8%	4.3%	3.7%
영업이익	39.7	73.4	71.0	87.9	93.6	85.8	87.8	29.6	71.9	81.5	84.9	93.5	272.1	296.9	331.8	378.8
미디어	3.9	24.9	29.3	41.9	53.8	57.7	64.2	-9.3	41.9	44.8	43.4	40.0	99.9	166.5	170.0	190.0
영화	-2.0	-3.5	-4.1	-3.9	-0.1	-4.0	-14.3	-9.8	-6.9	-5.0	-0.1	4.2	-13.5	-28.2	-7.9	4.6
음악	0.0	2.1	3.5	0.9	6.2	2.1	10.9	19.2	7.8	10.8	12.6	14.3	6.5	38.5	45.4	53.8
커머스	37.9	49.8	42.4	49.1	33.7	29.9	27.0	29.4	29.2	31.0	29.0	35.0	179.2	120.1	124.2	130.4
YoY growth rate																
영업이익	-49.7%	-16.1%	17.9%	106.0%	135.7%	16.9%	23.6%	-66.3%	-23.2%	-5.0%	-3.3%	215.4%	1.0%	9.1%	11.8%	14.2%
미디어	-71.7%	-31.9%	82.1%	808.9%	1283.6%	131.8%	119.4%	적전	-22.2%	-22.5%	-32.4%	흑전	40.8%	66.6%	2.1%	11.8%
영화	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전
음악	적전	-55.7%	흑전	흑전	흑전	0.1%	210.7%	2047.5%	25.1%	401.1%	15.7%	-25.8%	17.3%	489.1%	18.0%	18.4%
커머스	-9.8%	38.3%	44.2%	17.3%	-11.1%	-40.0%	-36.2%	-40.0%	-13.4%	3.7%	7.3%	18.9%	20.1%	-33.0%	3.4%	5.0%
당기순이익	30.2	39.5	32.6	-23.0	81.0	53.2	74.4	18.9	53.9	59.4	67.6	54.5	79.2	227.6	235.3	269.8
당기순이익률	3.7%	4.7%	4.1%	-2.4%	10.2%	5.9%	8.7%	1.9%	6.4%	6.0%	7.0%	4.8%	2.3%	6.4%	6.0%	6.3%

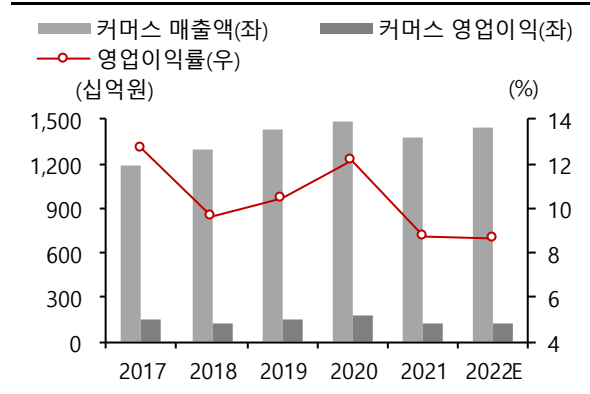
자료: CJ ENM, SK 증권

미디어 부문 분기 실적 추이 및 전망



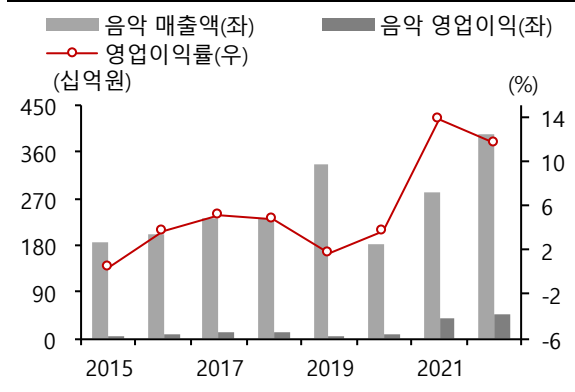
자료 : CJ ENM, SK 증권

커머스 부문 실적 추이 및 전망



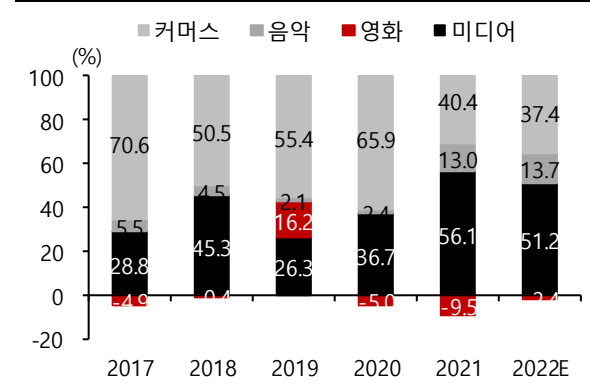
자료 : CJ ENM, SK 증권

음악 부문 실적 추이 및 전망



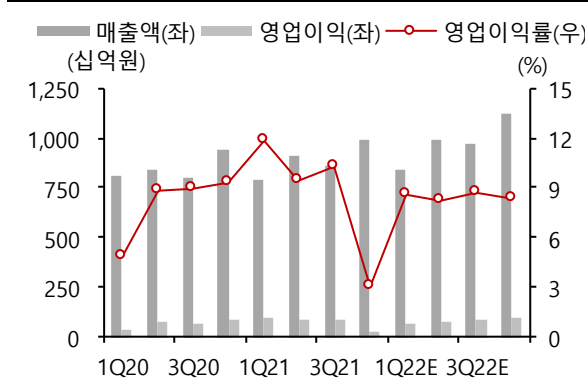
자료 : CJ ENM, SK 증권

부문별 이익 비중



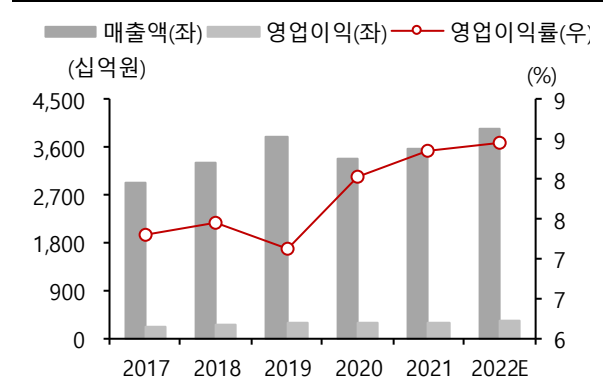
자료 : CJ ENM, SK 증권

CJ ENM의 분기 실적 추이 및 전망



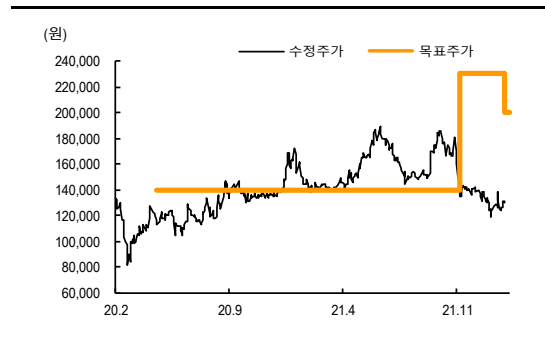
자료 : CJ ENM, SK 증권

CJ ENM의 연간 실적 추이 및 전망



자료 : CJ ENM, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.24	매수	200,000원	6개월		
2021.11.30	매수	230,000원	6개월	-41.53%	-37.78%
2020.05.11	매수	140,000원	6개월	3.89%	35.00%



Compliance Notice

- 작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 2 월 24 일 기준)

매수	93.55%	중립	6.45%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,598	1,752	1,519	1,888	2,163
현금및현금성자산	270	270	76	308	473
매출채권및기타채권	879	782	824	931	1,017
재고자산	121	59	62	70	76
비유동자산	3,837	4,528	5,131	5,351	5,619
장기금융자산	213	541	618	618	618
유형자산	948	984	1,034	949	872
무형자산	1,038	1,072	1,219	1,284	1,314
자산총계	5,435	6,280	6,650	7,239	7,782
유동부채	1,661	1,552	1,260	1,356	1,434
단기금융부채	775	849	519	519	519
매입채무 및 기타채무	557	481	506	572	625
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	622	943	1,111	1,177	1,181
장기금융부채	392	655	758	758	758
장기매입채무 및 기타채무	0	0	1	1	1
장기충당부채	1	2	3	3	4
부채총계	2,283	2,495	2,371	2,533	2,615
지배주주지분	2,946	3,437	3,839	4,276	4,752
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,330	2,487	2,504	2,504	2,504
기타자본구성요소	-512	-341	-341	-341	-341
자기주식	-512	-268	-268	-268	-268
이익잉여금	1,146	1,162	1,335	1,555	1,813
비지배주주지분	205	348	440	430	415
자본총계	3,152	3,785	4,279	4,706	5,167
부채외자본총계	5,435	6,280	6,650	7,239	7,782

현금흐름표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	717	700	492	872	806
당기순이익(손실)	59	66	228	235	270
비현금성항목등	1,037	703	585	716	756
유형자산감가상각비	217	63	64	85	78
무형자산상각비	542	433	442	535	569
기타	241	185	70	115	93
운전자본감소(증가)	-310	84	-343	-108	-128
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-130	95	-17	-107	-86
재고자산감소(증가)	-41	61	-6	-8	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	102	-40	38	66	53
기타	-240	-32	-358	-59	-88
법인세납부	-69	-152	22	29	-92
투자활동현금흐름	-263	-1,058	-751	-554	-551
금융자산감소(증가)	-22	-423	73	0	0
유형자산감소(증가)	-278	-110	-117	0	0
무형자산감소(증가)	-595	-506	-599	-599	-599
기타	631	-19	-108	45	48
재무활동현금흐름	-639	364	57	-87	-90
단기금융부채증가(감소)	-715	-110	-277	0	0
장기금융부채증가(감소)	35	354	353	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-26	-27	-53	-44	-44
기타	67	149	34	-43	-46
현금의 증가(감소)	-184	0	-193	232	165
기초현금	453	270	270	76	308
기말현금	270	270	76	308	473
FCF	-171	74	-19	187	207

자료 : CJ ENM, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,790	3,391	3,552	3,926	4,289
매출원가	2,328	1,907	1,918	2,148	2,379
매출총이익	1,462	1,484	1,635	1,777	1,910
매출총이익률 (%)	38.6	43.8	46.0	45.3	44.5
판매비와관리비	1,193	1,212	1,338	1,446	1,532
영업이익	269	272	297	332	379
영업이익률 (%)	7.1	8.0	8.4	8.5	8.8
비영업손익	-80	-129	-1	-32	-17
순금융비용	21	17	13	-1	-2
외환관련손익	9	-10	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	22	78	68	83	76
세전계속사업이익	190	143	296	299	362
세전계속사업이익률 (%)	5.0	4.2	8.3	7.6	8.4
계속사업법인세	85	77	68	64	92
계속사업이익	104	66	228	235	270
중단사업이익	-46	0	0	0	0
*법인세효과	64	0	0	0	0
당기순이익	59	66	228	235	270
순이익률 (%)	1.6	1.9	6.4	6.0	6.3
지배주주	104	57	193	263	301
지배주주귀속 순이익률(%)	2.75	1.68	5.45	6.69	7.03
비지배주주	-46	9	34	-27	-31
총포괄이익	76	200	463	470	505
지배주주	123	191	411	481	519
비지배주주	-47	9	51	-10	-14
EBITDA	1,028	769	803	952	1,025

주요투자지표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	60.6	-10.5	4.8	10.5	9.3
영업이익	48.0	1.0	9.1	11.8	14.2
세전계속사업이익	15.7	-24.7	107.4	1.2	20.8
EBITDA	45.2	-25.2	4.4	18.6	7.8
EPS(계속사업)	-20.4	-62.0	239.8	35.8	14.7
수익성 (%)					
ROE	3.7	1.8	5.3	6.5	6.7
ROA	1.0	1.1	3.5	3.4	3.6
EBITDA마진	27.1	22.7	22.6	24.2	23.9
안정성 (%)					
유동비율	96.2	112.9	120.6	139.2	150.8
부채비율	72.4	65.9	55.4	53.8	50.6
순차입금/자기자본	25.2	19.9	19.0	12.3	8.0
EBITDA/이자비용(배)	34.7	31.8	171.3	21.7	22.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,835	2,596	8,822	11,983	13,741
BPS	134,364	156,746	175,079	195,012	216,703
CFPS	39,361	25,243	31,881	40,253	43,229
주당 현금배당금	1,400	1,600	2,100	2,100	2,100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	35.7	63.4	21.4	11.7	10.2
PER(최저)	21.7	31.4	15.2	10.0	8.7
PBR(최고)	1.8	1.1	1.1	0.7	0.7
PBR(최저)	1.1	0.5	0.8	0.6	0.6
PCR	4.1	5.5	4.4	3.2	3.0
EV/EBITDA(최고)	6.2	6.2	6.7	4.3	3.8
EV/EBITDA(최저)	4.2	3.8	5.2	3.8	3.3

