

## 시선은 티빙으로

**매수**  
(유지)

목표가: 200,000원  
상승여력: 29.1%

박정엽 jay.park@miraeeasset.com

### 1Q21 Review

**매출액 7,919억원(-2.3% YoY), 영업이익 936억원(+135.7% YoY), OP 서프라이즈**

- 미디어 부문 회복 및 수익성 제고, 음악 부문 온라인 콘서트 효과에 따른 OP 호조
- 미디어: OP 538억원(+1,283.6%), 티빙 콘텐츠 투자 본격화 이전에 TV광고 +24.5%, 디지털 +33.7% 등 매출액 회복, 이에 따라 사상 최대 OPM(13.9%) 기록
- 커머스: OP 337억원(-11.1%), 고마진 상품 중심 전략(건기식/리빙)으로 수익성 방어
- 음악: OP 62억원(흑전), 아이즈원/JO1 등 온라인 콘서트 확대와 해외 음원 매출 증가
- 극장: OL-1억원(적지), 극장 매출 극심한 부진(-96%) 속에 부가판권으로 손실 최소화

### 이제 주가 드라이버는 수익성이 아닌 티빙 포지셔닝

**장기 TV 경쟁력 약화 상쇄하는 티빙 투자를 긍정적으로 평가**

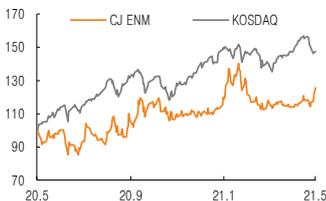
- 금번 실적으로 기존 주가 드라이버였던 미디어 수익성 개선 확인, 향후 변수는 수익성이 아닌 티빙 성과, 동사는 3년간 4천억원 투자 계획, 23F 유료가입자 목표치 500만명
- 연간 가이던스 대비 1Q 달성률 높아(매출액 21%, OP 37%) 가이던스 상향 논의되나, 투자 본격화 시 수익성 하락 가능성 존재, 관련해 하반기 OPM 둔화를 고려할 필요
- 티빙 유료 가입자 QoQ +29%, 콘텐츠-가입자 상관관계 높아 2H 가입자 순증에 주목
- 트래픽 확보한 OTT의 꾸준한 이익 창출을 이미 경험했기에, 티빙 고유의 포지셔닝만 확보된다면 수익성 둔화 가능성의 주가 영향은 제한적일 것으로 판단
- 다수의 기존 히트작 spin-off 가능하고, Top 제작사 보유한 점은 동사만의 경쟁 우위

### 투자 전략

**'매수' 의견 및 목표주가 20만원 유지**

- 당초 TP 4.3조원 = 지분 가치 2.6조원 + 본업 가치 2.2조원 - 순차입금 0.4조원
- 하반기 다가서며 계단식 투자 증가 예상, 티빙 고유의 포지셔닝 조기 확보 여부에 주목

#### Key data



현재주가(21/5/6, 원)	154,900	시가총액(십억원)	3,397
영업이익(21F, 십억원)	320	발행주식수(백만주)	22
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	269	유동주식비율(%)	46.8
EPS 성장률(21F, %)	360.6	외국인 보유비중(%)	19.5
P/E(21F, x)	13.0	베타(12M) 일간수익률	0.57
MKT P/E(21F, x)	12.2	52주 최저가(원)	105,000
KOSDAQ	969.99	52주 최고가(원)	172,800

#### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.0	16.4	25.7
상대주가	9.9	0.4	-14.7

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액 (십억원)	2,260	2,360	3,790	3,391	3,567	3,885
영업이익 (십억원)	224	182	269	272	320	367
영업이익률 (%)	9.9	7.7	7.1	8.0	9.0	9.4
순이익 (십억원)	131	163	104	57	262	280
EPS (원)	21,054	11,514	4,754	2,596	11,957	12,775
ROE (%)	13.5	8.6	3.7	1.8	7.4	7.5
P/E (배)	11.0	17.5	33.6	53.7	13.0	12.1
P/B (배)	1.4	1.4	1.0	0.8	0.9	0.8
배당수익률 (%)	1.3	0.6	0.9	1.1	1.0	1.0

# Valuation 및 실적 전망

표 1. CJ ENM 목표 주가 산정

(십억원, %)

	21F	22F	
1. 상장 자회사 가치	2,619	2,619	1. = (a)+(b)+(c)+(d)
(a) 넷마블 지분 가치	1,538	1,538	보유지분 21.83%
시가총액	11,745	11,745	최근 20 영업일
할인율	40.0	40.0	
(b) 스튜디오드래곤 지분 가치	1,081	1,081	보유 지분 58.18%
시가총액	3,096	3,096	최근 20 영업일
할인율	40.0	40.0	
2. 상장 자회사 제외한 가치	2,245	2,605	
미디어 21F NOPAT (스드 제외)	69	85	(미디어) + (영화) + (음악) - (스튜디오드래곤)
Target P / NOPAT	15.0	15.0	디지털 광고, 콘텐츠 판매 성장성 감안한 적정 멀티플
커머스 21F NOPAT	120	133	
Target P / NOPAT	10.0	10.0	홈쇼핑 업종 평균 멀티플
순차입금	391	391	CJ헬로는 제외
목표 시가총액 (c)	4,473	4,833	1. + 2.
목표주가 (원)	204,008	220,398	(c) / 주식 수
상승여력 (%)	27.8	38.1	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. CJ ENM 분기 및 연간 실적 전망

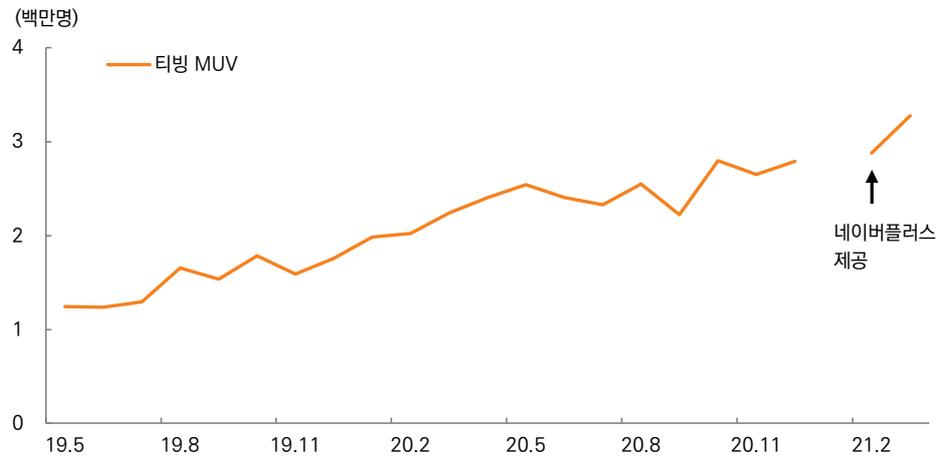
(십억원, %, 백만명, %p)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	811	838	799	944	792	860	903	1,012	3,391	3,567	3,885
미디어	341	406	371	473	386	447	445	522	1,591	1,800	1,920
커머스	376	376	344	382	331	369	358	398	1,479	1,456	1,533
영화/공연	54	13	37	38	23	13	64	58	142	158	207
음악	40	43	47	51	52	31	36	34	180	180	225
영업이익	40	73	71	88	94	69	71	86	272	320	367
영업이익률	4.9	8.8	8.9	9.3	11.8	8.0	7.9	8.5	8.0	9.0	9.4
미디어	4	25	29	42	54	28	21	26	100	129	153
커머스	38	50	42	49	34	41	38	46	179	158	174
영화/공연	-2	-3	-4	-4	0	-2	11	13	-14	22	29
음악	0	2	4	1	6	1	1	1	7	10	10
헬로	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
세전이익	39	51	52	15	100	87	89	99	157	376	401
당기순이익	30	39	33	-23	81	69	71	78	79	298	319
순이익률	3.7	4.7	4.1	-2.4	10.2	8.0	7.8	7.7	2.3	8.4	8.2
지배주주순이익	27	34	29	-32	74	60	61	68	57	262	280
<b>YoY</b>											
매출액	-26.6	-33.6	-30.7	-6.9	-2.3	2.7	13.0	7.2	-25.2	5.2	8.9
미디어	-10.3	-4.7	-13.2	6.3	13.3	10.0	20.0	10.3	-5.2	13.1	6.7
커머스	16.0	5.2	2.5	-6.7	-12.0	-1.9	4.1	4.0	3.6	-1.6	5.3
영화/공연	-47.9	-81.5	-56.3	-59.2	-58.0	5.4	73.3	53.3	-59.5	11.6	31.0
음악	-23.5	-72.3	-25.5	-22.8	30.9	-26.7	-24.0	-32.5	-46.2	0.0	25.0
영업이익	-56.9	-24.2	10.9	436.7	135.7	-5.9	0.3	-1.9	1.0	17.7	14.5
당기순이익	-38.4	-40.0	5.4	적지	168.6	74.3	116.9	흑전	35.2	276.7	6.8

주: K-IFRS 연결 기준

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 1. 티빙 트래픽: MUV(월 활동 유저) 증가세, 1Q 유료 유저 QoQ +29%**



자료: 미래에셋증권 리서치센터

**그림 2. TV 광고 YoY 증가율: 회복세**



자료: 미래에셋증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>3,790</b>	<b>3,391</b>	<b>3,567</b>	<b>3,885</b>
매출원가	2,328	1,907	1,731	1,983
매출총이익	1,462	1,484	1,836	1,902
판매비와관리비	1,193	1,212	1,516	1,536
조정영업이익	269	272	320	367
영업이익	269	272	320	367
비영업손익	-79	-129	56	34
금융손익	-21	-17	-62	-53
관계기업등 투자손익	39	81	88	67
세전계속사업손익	190	143	376	401
계속사업법인세비용	85	77	77	82
계속사업이익	104	66	298	319
중단사업이익	-46	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>59</b>	<b>66</b>	<b>298</b>	<b>319</b>
지배주주	104	57	262	280
비지배주주	-46	9	36	39
<b>총포괄이익</b>	<b>76</b>	<b>200</b>	<b>298</b>	<b>319</b>
지배주주	123	191	323	345
비지배주주	-47	9	-24	-26
EBITDA	1,028	769	768	766
FCF	461	455	626	615
EBITDA 마진율 (%)	27.1	22.7	21.5	19.7
영업이익률 (%)	7.1	8.0	9.0	9.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	1.7	7.3	7.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>1,598</b>	<b>1,752</b>	<b>1,921</b>	<b>2,207</b>
현금 및 현금성자산	270	270	332	532
매출채권 및 기타채권	874	782	838	856
재고자산	121	59	63	68
기타유동자산	333	641	688	751
<b>비유동자산</b>	<b>3,837</b>	<b>4,528</b>	<b>4,674</b>	<b>4,689</b>
관계기업투자등	1,333	1,565	1,677	1,727
유형자산	948	984	1,000	1,082
무형자산	1,038	1,072	1,089	968
<b>자산총계</b>	<b>5,435</b>	<b>6,280</b>	<b>6,595</b>	<b>6,896</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,661</b>	<b>1,552</b>	<b>1,624</b>	<b>1,610</b>
매입채무 및 기타채무	557	481	515	561
단기금융부채	775	849	871	789
기타유동부채	329	222	238	260
<b>비유동부채</b>	<b>622</b>	<b>943</b>	<b>964</b>	<b>991</b>
장기금융부채	392	655	655	655
기타비유동부채	230	288	309	336
<b>부채총계</b>	<b>2,283</b>	<b>2,495</b>	<b>2,588</b>	<b>2,601</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,947</b>	<b>3,437</b>	<b>3,623</b>	<b>3,871</b>
자본금	111	111	111	111
자본잉여금	2,330	2,487	2,487	2,487
이익잉여금	1,146	1,162	1,391	1,640
<b>비지배주주지분</b>	<b>205</b>	<b>348</b>	<b>384</b>	<b>423</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,152</b>	<b>3,785</b>	<b>4,007</b>	<b>4,294</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>743</b>	<b>566</b>	<b>746</b>	<b>775</b>
당기순이익	59	66	298	319
비현금수익비용가감	1,037	703	586	535
유형자산감가상각비	217	63	65	77
무형자산상각비	542	433	383	322
기타	278	207	138	136
영업활동으로인한자산및부채의변동	-258	-36	0	57
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-130	95	-52	-16
재고자산 감소(증가)	-41	61	-4	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	102	-40	16	22
법인세납부	-69	-152	-77	-82
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-288</b>	<b>-1,050</b>	<b>-518</b>	<b>-411</b>
유형자산처분(취득)	-278	-110	-80	-160
무형자산감소(증가)	-595	-506	-400	-200
장단기금융자산의 감소(증가)	14	-372	-38	-51
기타투자활동	571	-62	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-641</b>	<b>490</b>	<b>-11</b>	<b>-113</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-766	337	22	-82
자본의 증가(감소)	85	157	0	0
배당금의 지급	-26	-27	-33	-31
기타재무활동	66	23	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-184</b>	<b>0</b>	<b>62</b>	<b>200</b>
기초현금	453	270	270	332
기말현금	270	270	332	532

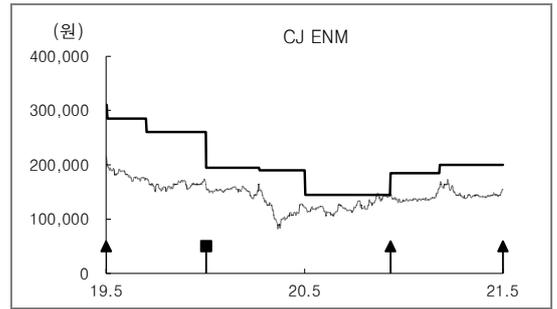
자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	33.6	53.7	13.0	12.1
P/CF (x)	3.2	4.0	3.8	4.0
P/B (x)	1.0	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	4.4	5.4	5.8	5.4
EPS (원)	4,754	2,596	11,957	12,775
CFPS (원)	49,967	35,033	40,348	38,921
BPS (원)	157,708	168,947	177,408	188,751
DPS (원)	1,400	1,600	1,600	1,600
배당성향 (%)	46.9	50.5	10.5	9.9
배당수익률 (%)	0.9	1.1	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	60.6	-10.5	5.2	8.9
EBITDA증가율 (%)	45.2	-25.2	-0.1	-0.3
조정영업이익증가율 (%)	47.8	1.1	17.6	14.7
EPS증가율 (%)	-58.7	-45.4	360.6	6.8
매출채권 회전을 (회)	4.4	4.3	4.7	4.9
재고자산 회전을 (회)	35.3	37.9	58.8	59.2
매입채무 회전을 (회)	10.2	7.7	7.3	7.8
ROA (%)	1.0	1.1	4.6	4.7
ROE (%)	3.7	1.8	7.4	7.5
ROIC (%)	4.9	4.8	10.2	11.9
부채비율 (%)	72.4	65.9	64.6	60.6
유동비율 (%)	96.2	112.9	118.2	137.1
순차입금/자기자본 (%)	24.9	19.5	16.5	7.7
조정영업이익/금융비용 (x)	9.1	11.2	3.5	4.0

**투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
CJ ENM (035760)				
2021.01.11	매수	200,000	-	-
2020.10.12	매수	185,000	-25.91	-15.57
2020.05.08	Trading Buy	145,000	-15.44	1.52
2020.02.14	Trading Buy	190,000	-40.02	-19.21
2019.11.08	Trading Buy	195,000	-21.88	-15.64
2019.07.21	매수	260,000	-37.29	-33.08
2019.05.10	매수	285,000	-36.39	-31.86
2019.04.03	매수	310,000	-28.46	-23.90



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

**투자의견 분류 및 적용기준**

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

**투자의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.00%	13.00%	7.00%	1.00%

\* 2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.