

좋아지는 티빙, 보수적인 가이드نس

매수
(유지)목표가: 200,000원
상승여력: 21.1%

박정엽 jay.park@miraeeasset.com

2Q21 Review

매출액 9,079억원(+8.4% YoY), 영업이익 858억원(+16.9% YoY), 높아진 기대치 부합

- 광고 경기 회복에 따라 미디어 수익성 제고됐으나, 커머스/영화 사업부 부진
- 미디어: OP 577억원(+131.8%), 티빙 콘텐츠 투자 본격화 이전에 TV광고 +30.1%, 디지털 매출 +54.6% 등 탄력 있는 회복, OPM 12.6%로 반등(+6.5%p)
- 커머스: OP 299억원(-40.0%), 일회성 판관비 40억원, TV 취급고 감소(-8.6%)로 부진
- 음악: OP 21억원(흑전), JO1/엔하이픈 앨범판매 호조 및 기타 음반, 음원 매출 증가
- 영화: OL-40억원(적지), 2편 개봉해 극장(50억원) 반등했으나 절대적으로 부족한 관객

글로벌 티빙을 기다릴 시점

장기 TV 경쟁력 약화 상쇄하는 티빙 투자는 긍정적

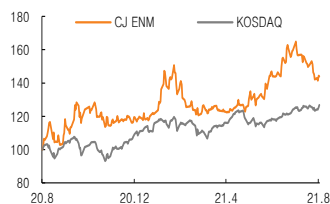
- 실적과 함께 연간 가이드نس 변경 공시(매출액 3.8조원 유지, OP 20% 상향한 3천억원)
- 1H21 OP 진행률 59.8%(1,794억원), 4Q 광고/커머스 성수기 감안하면 보수적 수치로 여겨지나, 하반기 티빙 오리지널 및 신규 성장 동력에 대한 투자를 가정한 것으로 추정
- 향후 변수는 수익성보다 티빙 성과가 될 것, 티빙 가입자는 전년말 대비 +86%, QoQ +44%로 빠른 성장 중, 동사는 3년간 4천억원 투자 및 23F 유료가입자 800만명 목표
- '환승연애'로 오리지널 장르 다변화에 성공, 히트작 spin-off 등 콘텐츠 경쟁력 유효

Valuation 및 투자 전략

'매수' 의견 및 목표주가 20만원 유지

- 당초 TP 4.4조원 = 지분 가치 2.6조원 + 본업 가치 2.2조원 - 순차입금 0.4조원
- 광고 회복 지속되지만 하반기 다방면 투자 증가 가능성 있어 실적 눈높이는 다소 하향
- 미국 OTT 시장에서 넷플릭스 독주 주춤, HBO 점유율 급등하는 등 후발 주자 급성장세
- 이는 경쟁력 있는 니치 OTT 성공 가능성을 암시하기에, 실적보다 티빙 해외 진출에 무게를 둘 필요

Key data



현재주가(21/8/5,원)	165,100	시가총액(십억원)	3,621
영업이익(21F,십억원)	324	발행주식수(백만주)	22
Consensus 영업이익(21F,십억원)	330	유동주식비율(%)	51.8
EPS 성장률(21F,%)	364.9	외국인 보유비중(%)	21.6
P/E(21F,x)	13.7	베타(12M) 일간수익률	0.59
MKT P/E(21F,x)	11.3	52주 최저가(원)	116,800
KOSDAQ	1,059.54	52주 최고가(원)	189,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.6	9.8	41.4
상대주가	-13.7	0.3	13.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액 (십억원)	2,260	2,360	3,790	3,391	3,605	3,948
영업이익 (십억원)	224	182	269	272	324	379
영업이익률 (%)	9.9	7.7	7.1	8.0	9.0	9.6
순이익 (십억원)	131	163	104	57	265	289
EPS (원)	21,054	11,514	4,754	2,596	12,070	13,167
ROE (%)	13.5	8.6	3.7	1.8	7.4	7.4
P/E (배)	11.0	17.5	33.6	53.7	13.7	12.5
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

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. CJ ENM 분기 및 연간 실적 전망

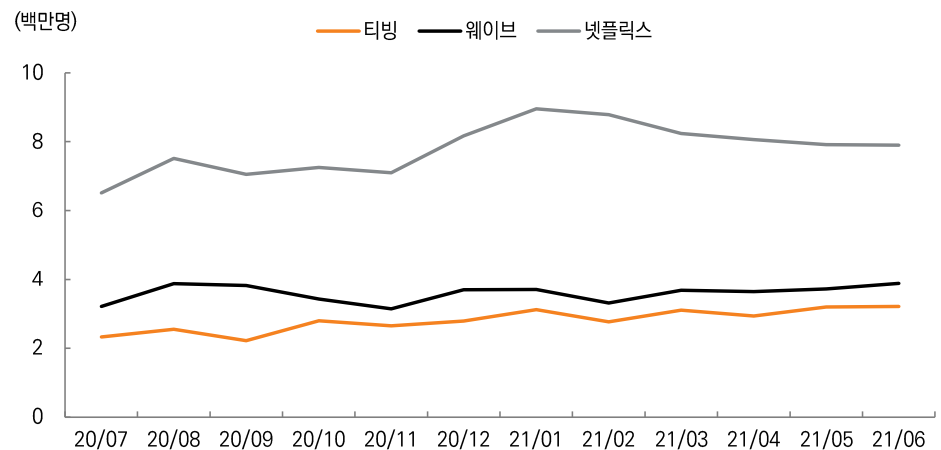
(십억원, %, 백만명, %p)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	811	838	799	944	792	908	884	1,021	3,391	3,605	3,948
미디어	341	406	371	473	386	456	457	538	1,591	1,838	1,998
커머스	376	376	344	382	331	357	358	398	1,479	1,444	1,499
영화/공연	54	13	37	38	23	29	33	51	142	136	217
음악	40	43	47	51	52	65	36	34	180	180	234
영업이익	40	73	71	88	94	86	64	80	272	324	379
영업이익률	4.9	8.8	8.9	9.3	11.8	9.5	7.3	7.8	8.0	9.0	9.6
미디어	4	25	29	42	54	58	25	34	100	171	199
커머스	38	50	42	49	34	30	36	42	179	141	154
영화/공연	-2	-3	-4	-4	0	-4	2	2	-14	0	13
음악	0	2	4	1	6	2	1	1	7	11	13
세전이익	39	51	52	15	100	104	83	92	157	379	414
당기순이익	30	39	33	-23	81	82	65	73	79	301	329
순이익률	3.7	4.7	4.1	-2.4	10.2	9.0	7.4	7.1	2.3	8.4	8.3
지배주주순이익	27	34	29	-32	74	71	57	63	57	265	289
YoY											
매출액	-26.6	-33.6	-30.7	-6.9	-2.3	8.4	10.7	8.2	-25.2	6.3	9.5
미디어	-10.3	-4.7	-13.2	6.3	13.3	12.3	23.4	13.7	-5.2	15.5	8.7
커머스	16.0	5.2	2.5	-6.7	-12.0	-5.0	4.1	4.0	3.6	-2.3	3.8
영화/공연	-47.9	-81.5	-56.3	-59.2	-58.0	129.6	-10.8	35.5	-59.5	-4.1	59.7
음악	-23.5	-72.3	-25.5	-22.8	30.9	53.8	-24.0	-32.5	-46.2	0.0	30.0
영업이익	-56.9	-24.2	10.9	436.7	135.7	16.9	-9.3	-9.1	1.0	19.0	17.1
당기순이익	-38.4	-40.0	5.4	적지	168.6	107.8	100.3	흑전	35.2	280.3	9.1

주: K-IFRS 연결 기준

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 티빙 트랙픽: MUV(월 활동 유저) 증가세, 2Q 유료 유저는 QoQ +44%로 빠르게 성장



자료: 닐슨코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	3,790	3,391	3,605	3,948
매출원가	2,328	1,907	1,749	2,011
매출총이익	1,462	1,484	1,856	1,937
판매비와관리비	1,193	1,212	1,533	1,558
조정영업이익	269	272	324	379
영업이익	269	272	324	379
비영업손익	-79	-129	55	35
금융손익	-21	-17	0	0
관계기업등 투자손익	39	81	88	67
세전계속사업손익	190	143	379	414
계속사업법인세비용	85	77	78	85
계속사업이익	104	66	301	329
중단사업이익	-46	0	0	0
당기순이익	59	66	301	329
지배주주	104	57	265	289
비지배주주	-46	9	37	40
총포괄이익	76	200	384	329
지배주주	123	191	329	282
비지배주주	-47	9	55	47
EBITDA	1,028	769	781	794
FCF	461	455	384	651
EBITDA 마진율 (%)	27.1	22.7	21.7	20.1
영업이익률 (%)	7.1	8.0	9.0	9.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	1.7	7.4	7.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	1,598	1,752	1,608	1,868
현금 및 현금성자산	270	270	281	469
매출채권 및 기타채권	874	782	750	767
재고자산	121	59	63	69
기타유동자산	333	641	514	563
비유동자산	3,837	4,528	4,928	4,927
관계기업투자등	1,333	1,565	1,692	1,743
유형자산	948	984	1,023	1,116
무형자산	1,038	1,072	1,219	1,071
자산총계	5,435	6,280	6,536	6,795
유동부채	1,661	1,552	1,534	1,467
매입채무 및 기타채무	557	481	520	569
단기금융부채	775	849	774	634
기타유동부채	329	222	240	264
비유동부채	622	943	898	928
장기금융부채	392	655	586	586
기타비유동부채	230	288	312	342
부채총계	2,283	2,495	2,432	2,394
지배주주지분	2,947	3,437	3,750	4,007
자본금	111	111	111	111
자본잉여금	2,330	2,487	2,490	2,490
이익잉여금	1,146	1,162	1,404	1,661
비지배주주지분	205	348	354	394
자본총계	3,152	3,785	4,104	4,401

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	743	566	552	811
당기순이익	59	66	301	329
비현금수익비용가감	1,037	703	525	500
유형자산감가상각비	217	63	61	67
무형자산상각비	542	433	396	348
기타	278	207	68	85
영업활동으로인한자산및부채의변동	-258	-36	-209	68
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-130	95	48	-14
재고자산 감소(증가)	-41	61	-9	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	102	-40	21	23
법인세납부	-69	-152	-63	-85
투자활동으로 인한 현금흐름	-288	-1,050	-581	-401
유형자산처분(취득)	-278	-110	-127	-160
무형자산감소(증가)	-595	-506	-575	-200
장단기금융자산의 감소(증가)	14	-372	97	-41
기타투자활동	571	-62	24	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-641	490	157	-171
장단기금융부채의 증가(감소)	-766	337	-143	-140
자본의 증가(감소)	85	157	3	0
배당금의 지급	-26	-27	0	-31
기타재무활동	66	23	297	0
현금의 증가	-184	0	11	189
기초현금	453	270	270	281
기말현금	270	270	281	469

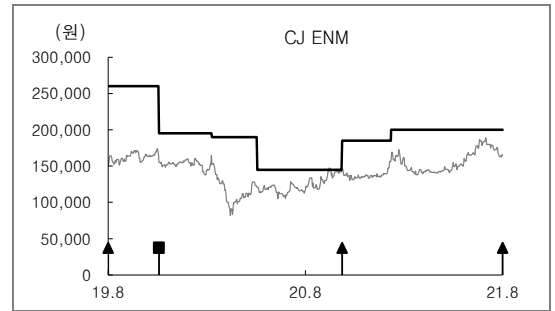
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	33.6	53.7	13.7	12.5
P/CF (x)	3.2	4.0	4.4	4.4
P/B (x)	1.0	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	4.4	5.4	6.0	5.5
EPS (원)	4,754	2,596	12,070	13,167
CFPS (원)	49,967	35,033	37,680	37,786
BPS (원)	157,708	168,947	183,184	194,919
DPS (원)	1,400	1,600	1,600	1,600
배당성향 (%)	46.9	50.5	10.4	9.6
배당수익률 (%)	0.9	1.1	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	60.6	-10.5	6.3	9.5
EBITDA증가율 (%)	45.2	-25.2	1.6	1.7
조정영업이익증가율 (%)	47.8	1.1	19.1	17.0
EPS증가율 (%)	-58.7	-45.4	364.9	9.1
매출채권 회전율 (회)	4.4	4.3	5.1	5.7
재고자산 회전율 (회)	35.3	37.9	59.1	59.5
매입채무 회전율 (회)	10.2	7.7	7.4	7.8
ROA (%)	1.0	1.1	4.7	4.9
ROE (%)	3.7	1.8	7.4	7.4
ROIC (%)	4.9	4.8	10.9	12.2
부채비율 (%)	72.4	65.9	59.3	54.4
유동비율 (%)	96.2	112.9	104.8	127.4
순차입금/자기자본 (%)	24.9	19.5	16.6	7.2
조정영업이익/금융비용 (x)	9.1	11.2	0.0	0.0

자료: CJ ENM, 미래에셋증권 리서치센터

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



* 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
80.00%	10.67%	8.00%	1.33%

* 2021년 6월 30일 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.