

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(035760)

# CJ ENM

## BUY(유지)

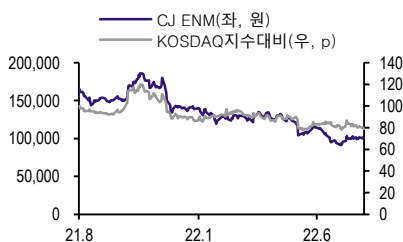
## 하반기 수익성 회복 기대

목표주가	150,000원(유지)
현재주가(08/04)	101,200원
상승여력	48.2%
시가총액	22,192억원
발행주식수	21,929천주
52주 최고가 / 최저가	185,900 / 91,000원
3개월 일평균거래대금	82억원
외국인 지분율	20.3%
주요주주	
CJ (외 6인)	42.7%
자사주 (외 1인)	5.5%
강호성 (외 1인)	0.0%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	10.2 -18.1 -21.6 -38.9
상대수익률 (KOSDAQ)	-3.9 -9.8 -12.9 -17.6

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	33,912	35,524	47,253	51,480
영업이익	2,721	2,969	2,570	3,247
EBITDA	7,687	8,134	12,281	13,913
지배주주순이익	569	1,935	541	1,620
EPS	2,596	8,822	2,611	7,813
순차입금	4,375	6,687	23,009	27,285
PER	53.7	15.7	38.8	13.0
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.5	4.6	3.7	3.6
배당수익률	1.1	1.5	2.1	2.1
ROE	1.8	5.4	1.5	4.7
컨센서스 영업이익	2,721	2,969	2,660	3,190
컨센서스 EPS	2,596	8,822	7,009	9,476

### 주가추이



### 다소 아쉬운 2분기 실적, 하반기 회복 기대

CJ ENM의 2분기 매출액은 1조 1,925억원(+31.3% YoY), 영업이익은 556억원(-35.2% YoY)을 기록하며 예상치를 하회. 지난 1분기에 비해 다소 개선된 실적이나, 아직 눈높이에는 미치지 못하는 수준. 1) 미디어 부문에서는 Top-Line 성장과 엔데버 콘텐츠의 일부 손익 개선에도 불구하고, 오리지널 콘텐츠 제작비의 증가 등으로 영업이익이 254억원(-56.0% YoY)에 그쳤고, 2) 칸 영화제 수상작 <브로커> 등의 상대적 흥행 부진으로 영화 부문의 영업손실(41억원)이 지속되었을 뿐 아니라, 3) 커머스 부문에서의 성과 개선폭(영업이익 195억원 -34.7% YoY) 역시 제한적이었기 때문

### 엔데버 콘텐츠 작품 공급 본격화, 티빙-시즌 시너지 기대

엔데버 콘텐츠의 2분기 매출액은 2,246억원, 영업손실은 62억원으로 1분기 대비 크게 개선(1Q 매출액 1,171억원, 영업손실 178억원). 코로나 영향으로 공급 지연되었던 작품들의 공급이 하반기 진행될 예정이어서, 향후 수익성은 점진적으로 개선될 전망. 아직 변동 가능성이 있으나, 상반기 중 PPA 상각 규모는 약 34억원 수준

최근 시즌과 합병을 발표한 티빙은 1) 2분기 오리지널 콘텐츠 경쟁력 회복, 멤버십 프로모션 확대, 파라마운트+와의 제휴 등의 효과로 자체적인 가입자가 증가하는 추세에 있으며, 2) KT 통신가입자를 잠재적 사용자로 확보할 수 있는 계기가 마련되었을 뿐 아니라, 3) 최근 콘텐츠 경쟁력을 강화시키고 있는 KT그룹의 미디어 콘텐츠와의 시너지 효과 역시 기대되는 상황. 합병 티빙은 올해 400만 이상의 유료가입자 확보를 목표로 설정

### 투자 의견 BUY, 목표주가 150,000원

콘텐츠 경쟁력 강화를 위한 일련의 움직임은 충분히 의미 있는 상황. 기존의 스튜디오 드래곤에 엔데버 콘텐츠 인수 및 CJ ENM 스튜디오 설립을 통한 삼각편대 구성의 성과는 점차 가시화될 것. 전반적인 투자지출 증대 불가피하나 하반기 이후 수익성 회복 기대. 엔데버 연결편입 효과로 매출 가이드를 4.8조원(기존 4.3조원)으로 상향하였으나, 영업이익 가이드는 기존의 2,700억원 수준을 유지

표 1 CJ ENM 2분기 실적 요약

(단위: 억원)

	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	2Q21	1Q22	2Q22P	(YoY)	(QoQ)	2Q22P	Diff.	2Q22P	Diff.
매출액	9,079	9,573	11,925	31.3%	24.6%	10,853	9.9%	10,793	10.5%
영업이익	858	496	556	-35.2%	12.1%	718	-22.5%	703	-20.9%
세전이익	721	40	-230	적전	적전	381	적전	533	적전
순이익	532	16	-250	적전	적전	293	적전	416	적전

자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

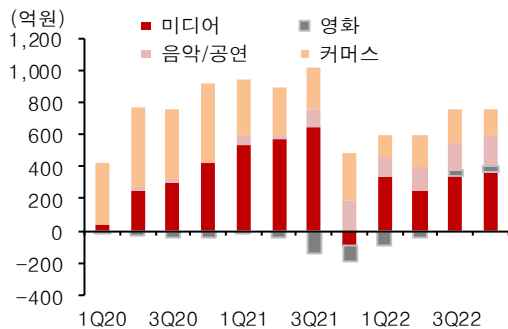
표 2 CJ ENM 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	7,919	9,079	8,575	9,950	9,573	11,925	12,674	13,082	35,524	47,253	51,480
미디어	3,862	4,564	4,428	4,892	5,464	7,228	7,676	7,990	17,745	28,358	30,532
영화	227	287	331	328	270	256	519	522	1,174	1,566	2,525
음악/공연	522	654	658	985	666	924	931	1,133	2,819	3,653	4,092
커머스	3,308	3,574	3,158	3,746	3,173	3,517	3,549	3,438	13,786	13,676	14,331
영업이익	936	858	878	296	496	556	759	758	2,969	2,570	3,247
영업이익률	11.8%	9.5%	10.2%	3.0%	5.2%	4.7%	6.0%	5.8%	8.4%	5.4%	6.3%
미디어	538	577	642	-93	333	254	345	363	1,664	1,295	1,541
영화	-1	-40	-143	-98	-94	-41	31	43	-282	-62	132
음악/공연	62	21	109	192	129	148	168	194	385	639	672
커머스	337	299	270	294	129	195	215	159	1,201	698	902
세전이익	1,003	721	1,015	219	40	-230	586	387	2,959	783	2,214
세전이익률	12.7%	7.9%	11.8%	2.2%	0.4%	-1.9%	4.6%	3.0%	8.3%	1.7%	4.3%
순이익	810	532	744	189	16	-250	451	298	2,276	515	1,705
순이익률	10.2%	5.9%	8.7%	1.9%	0.2%	-2.1%	3.6%	2.3%	6.4%	1.1%	3.3%

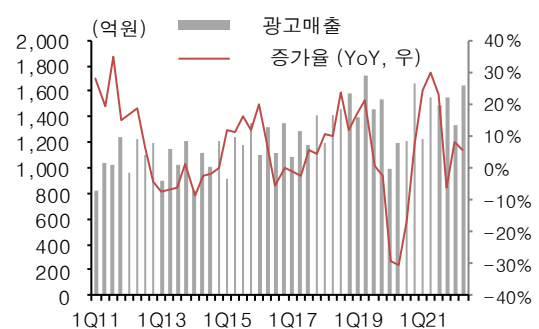
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 1 부문별 영업이익



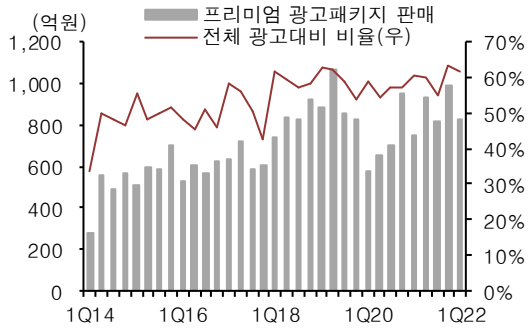
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 2 TV 광고매출 성장세는 지속(2Q +5.9% YoY)



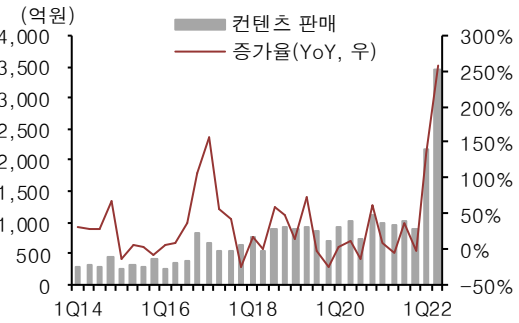
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 3 프리미엄 광고판매 비율



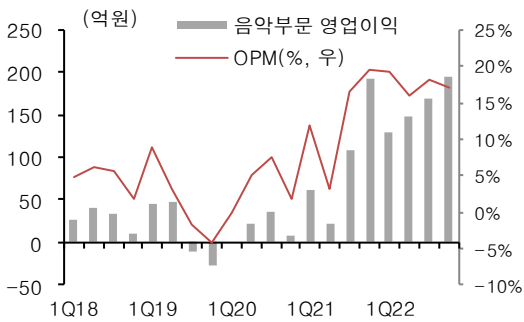
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 4 방송 콘텐츠 판매 추이 : 엔데버 콘텐츠 연결 편입



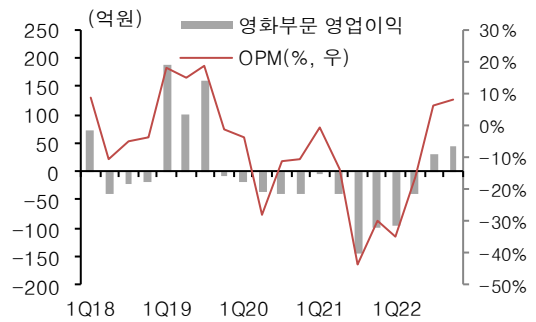
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 5 음악부문 영업이익



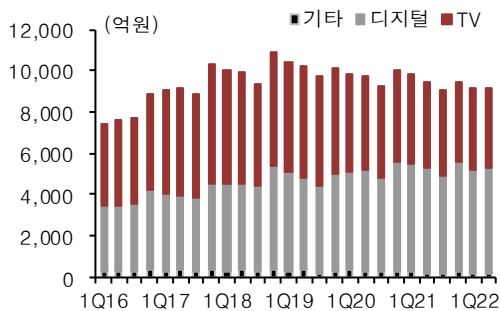
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 6 영화부문 영업이익



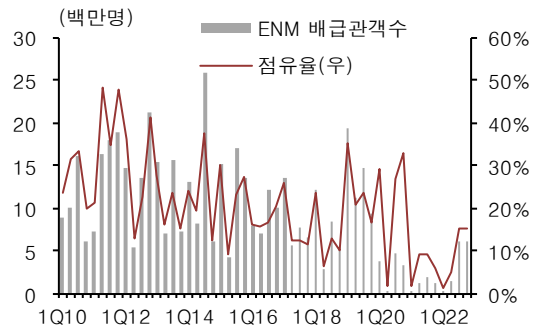
자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 7 커머스 부문 취급고



자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

그림 8 상영관 관객 점유율



자료: CJ ENM, 흥국증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>33,912</b>	<b>35,524</b>	<b>47,253</b>	<b>51,480</b>	<b>54,101</b>
증가율 (Y-Y,%)	(10.5)	4.8	33.0	8.9	5.1
<b>영업이익</b>	<b>2,721</b>	<b>2,969</b>	<b>2,570</b>	<b>3,247</b>	<b>3,760</b>
증가율 (Y-Y,%)	1.0	9.1	(13.4)	26.3	15.8
EBITDA	7,687	8,134	12,281	13,913	15,293
영업외손익	(1,294)	(10)	(1,788)	(1,033)	(1,037)
순이자수익	(136)	(152)	79	107	112
외화관련손익	(99)	74	0	0	0
지분법손익	780	953	(360)	(360)	(360)
세전계속사업손익	1,427	2,959	783	2,214	2,723
<b>당기순이익</b>	<b>656</b>	<b>2,276</b>	<b>515</b>	<b>1,705</b>	<b>2,097</b>
<b>지배기업당기순이익</b>	<b>569</b>	<b>1,935</b>	<b>541</b>	<b>1,620</b>	<b>1,992</b>
증가율 (Y-Y,%)	(45.4)	239.8	(72.0)	199.3	23.0
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	14.5	14.6	7.6	14.9	15.1
영업이익증가율(3Yr)	6.6	17.7	(1.6)	6.1	8.2
EBITDA증가율(3Yr)	17.9	4.7	6.1	21.9	23.4
순이익증가율(3Yr)	(22.9)	7.3	(4.2)	37.5	(2.7)
영업이익률(%)	8.0	8.4	5.4	6.3	7.0
EBITDA마진(%)	22.7	22.9	26.0	27.0	28.3
순이익률(%)	1.9	6.4	1.1	3.3	3.9
<b>NOPLAT</b>	<b>1,251</b>	<b>2,283</b>	<b>1,692</b>	<b>2,500</b>	<b>2,895</b>
(+) Dep	4,966	5,165	9,710	10,666	11,533
(-) 운전자본투자	(3,328)	(359)	1,416	98	22
(-) Capex	1,109	1,737	2,433	2,517	2,645
OpFCF	8,437	6,071	7,554	10,551	11,762

**재무상태표**

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	17,524	26,604	30,268	39,372	49,817
현금성자산	7,670	15,063	12,556	20,675	30,473
매출채권	7,889	8,975	14,091	14,910	15,411
재고자산	586	854	1,132	1,198	1,238
비유동자산	45,275	52,802	69,279	74,795	79,625
투자자산	24,711	28,374	32,135	33,440	34,798
유형자산	9,844	11,209	12,530	14,205	15,903
무형자산	10,721	13,219	24,614	27,150	28,923
<b>자산총계</b>	<b>62,799</b>	<b>79,406</b>	<b>99,547</b>	<b>114,167</b>	<b>129,441</b>
유동부채	15,518	23,229	36,698	50,099	63,732
매입채무	7,925	8,803	12,013	12,711	13,138
유동성이자부채	5,628	11,292	20,007	32,520	45,528
비유동부채	9,429	14,145	22,681	22,716	22,801
비유동이자부채	6,417	10,458	15,558	15,440	15,366
<b>부채총계</b>	<b>24,947</b>	<b>37,373</b>	<b>59,379</b>	<b>72,815</b>	<b>86,533</b>
자본금	1,106	1,106	1,106	1,106	1,106
자본잉여금	24,865	25,378	23,935	23,935	23,935
이익잉여금	11,620	13,338	13,443	14,627	16,184
자본조정	(3,217)	(2,048)	(4,746)	(4,746)	(4,746)
자기주식	(2,675)	(2,675)	(2,675)	(2,675)	(2,675)
<b>자본총계</b>	<b>37,852</b>	<b>42,033</b>	<b>40,168</b>	<b>41,352</b>	<b>42,909</b>
투하자본	21,181	24,224	38,326	42,778	46,420
순차입금	4,375	6,687	23,009	27,285	30,421
ROA	1.0	2.7	0.6	1.5	1.6
ROE	1.8	5.4	1.5	4.7	5.6
ROIC	5.5	10.1	5.4	6.2	6.5

**주요투자지표**

(단위:억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Per share Data</b>					
EPS	2,596	8,822	2,611	7,813	9,610
BPS	156,746	172,252	153,846	159,247	166,346
DPS	1,600	2,100	2,100	2,100	2,100
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	53.7	15.7	38.8	13.0	10.5
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/ EBITDA	4.5	4.6	3.7	3.6	3.4
배당수익률	1.1	1.5	2.1	2.1	2.1
PCR	4.0	3.6	2.8	2.5	2.2
PSR	0.9	0.9	0.5	0.4	0.4
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	65.9	88.9	147.8	176.1	201.7
Net debt/Equity	11.6	15.9	57.3	66.0	70.9
Net debt/EBITDA	56.9	82.2	187.4	196.1	198.9
유동비율	112.9	114.5	82.5	78.6	78.2
이자보상배율	20.0	19.6	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.7	0.6	n/a	n/a	n/a
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	39.5	35.8	46.2	44.1	41.6
현금+투자자산(%)	60.5	64.2	53.8	55.9	58.4
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	24.1	34.1	47.0	53.7	58.7
자기자본(%)	75.9	65.9	53.0	46.3	41.3

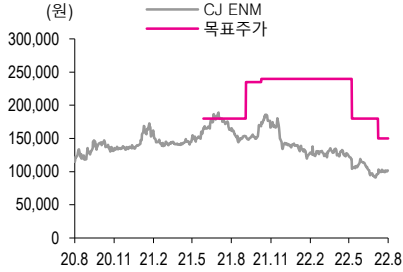
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업현금</b>	<b>5,664</b>	<b>7,822</b>	<b>7,965</b>	<b>8,701</b>	<b>10,024</b>
당기순이익	656	2,276	515	1,705	2,097
자산상각비	4,966	5,165	9,710	10,666	11,533
운전자본증감	(360)	(317)	323	(98)	(22)
매출채권감소(증가)	954	(593)	(1,400)	(819)	(501)
재고자산감소(증가)	613	(265)	(304)	(66)	(40)
매입채무증가(감소)	(402)	200	2,858	698	427
<b>투자현금</b>	<b>(10,499)</b>	<b>(7,271)</b>	<b>(26,255)</b>	<b>(16,621)</b>	<b>(16,886)</b>
단기투자자산감소	(3,473)	2,467	(1,617)	(79)	(163)
장기투자증권감소	(626)	(324)	(9,113)	(1,370)	(1,410)
설비투자	(1,109)	(1,737)	(2,433)	(2,517)	(2,645)
유무형자산감소	(5,050)	(6,963)	(12,350)	(12,360)	(12,360)
<b>재무현금</b>	<b>4,900</b>	<b>9,570</b>	<b>13,950</b>	<b>15,960</b>	<b>16,498</b>
차입금증가	3,471	9,435	11,524	16,395	16,934
자본증가	(279)	(541)	(435)	(435)	(435)
배당금지급	275	540	435	435	435
현금 증감	(1)	10,176	(4,252)	8,040	9,635
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>7,682</b>	<b>8,462</b>	<b>8,006</b>	<b>8,799</b>	<b>10,045</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(3,328)	(359)	1,416	98	22
(-) 설비투자	1,109	1,737	2,433	2,517	2,645
(+) 자산매각	(5,050)	(6,963)	(12,350)	(12,360)	(12,360)
Free Cash Flow	4,851	121	(8,193)	(6,176)	(4,982)
(-) 기타투자	626	324	9,113	1,370	1,410
잉여현금	4,225	(203)	(17,306)	(7,545)	(6,392)

**CJ ENM - 주가 및 당사 목표주가 변경**



**최근 2년간 당사 투자이전 및 목표주가 변경**

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-05-31	Buy	180,000	(7.0)	5.0
2021-09-07	담당자변경			
2021-09-07	Buy	235,000	(34.4)	(27.6)
2021-10-13	Buy	240,000	(41.4)	(22.5)
2022-05-12	Buy	180,000	(42.3)	(33.9)
2022-07-12	Buy	150,000	(33.0)	(31.1)
2022-08-05	Buy	150,000		

**투자의견(향후 12개월 기준)**

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 06월 30일 기준)**

Buy (94.4%)	Hold (5.6%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

**Compliance Notice**

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

**흥국씨앤티체**

흥국씨앤티체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앤티체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



---

<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)  
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286