



CJ ENM (035760)

미디어 국가 대표

2022년 8월 8일

미디어 Analyst 최용현

02-6114-2915 yonghyun.choi@kbfq.com

목표주가 140,000원 신규 제시,
커버리지 개시

CJ ENM의 투자이견 Buy와 목표주가 140,000원 (상승여력 38.3%)으로 커버리지를 개시한다. 향후 3년 (2021~2024E)간 영업이익 CAGR은 +8.8%를 기록할 것으로 전망한다. 같은 기간 (2021~2024E) WMI500 CAGR +9.0%를 하회하는 수준이다. 목표주가는 DCF 방식 (현금흐름법)으로 산출되었으며, WACC 6.85%, 영구성장률 2.56%를 적용했다. 목표주가는 2022E 기준 Implied P/E 19.4배, P/B 0.83배, EV/EBITDA 3.7배 수준이다.

티빙: 구독자 확보로 OTT 점유율 강화
엔터테인먼트: 콘텐츠 제작 확대
TV 광고: 디지털과 시너지로 캐시카우

CJ ENM 투자포인트는 ① 티빙의 공격적인 OTT 시장 침투, ② 엔터테인먼트를 통한 글로벌 제작 확대, ③ 안정적 TV 광고 매출이다. 티빙의 2022년 구독자 수 목표 400~500만명은 오리지널 콘텐츠, 파트너십으로 실현 가능할 전망이다. 엔터테인먼트는 2023년까지 40개 이상의 영화/드라마를 제작 (2022년 콘텐츠 13-15편)하며 CJ ENM의 매출액 성장에 기여할 전망이다. TV 광고 부문은 TV와 디지털을 병행하는 마케팅 솔루션을 통해 캐시 카우 역할을 수행할 것으로 판단된다.

지금은 성장성에 주목할 때.
2024년 매출액 3yr CAGR +16.8%

CJ ENM의 2024년 매출액은 5.7조원 (3yr CAGR +16.8%), 영업이익은 3,825억원 (3yr CAGR +8.8%, 영업이익률 6.8%)을 기록할 전망이다. 미디어 부문 매출액은 2024년 3.4조원을 기록하며 3yr CAGR +24.2%의 높은 매출성장률을 전망한다. CJ ENM의 영업이익률은 OTT 시장 침투를 위한 콘텐츠 투자 확대와 해외 진출로 2022년 감소 (-2.6%p YoY)가 예상되나 구독자 락인이 안정기에 접어들고 M&A 시너지가 본격화되는 2023년부터 다시 상승세 (2023년 OPM 6.3%, 2024년 6.8%)로 돌아설 전망이다.

리스크 요인: 커머스 둔화

리스크 요인은 홈쇼핑 이용자 감소에 따른 커머스 둔화다. CJ ENM은 2021년 4월 CJ오쇼핑 계열 채널을 CJ온스타일로 통합하며 디지털 전환 속도를 높이고 있지만 취급고는 감소 중이다.

Buy 신규

목표주가 (원)	140,000
Dividend yield* (%)	1.6
Total return (%)	39.9
현재가 (8/4, 원)	101,200
Consensus target price (원)	158,154
시가총액 (조원)	2.2
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

Trading Data

Free float (%)	51.8
거래대금 (3m, 십억원)	8.1
외국인 지분율 (%)	20.2
주요주주 지분율 (%)	CJ 외 5인 42.7

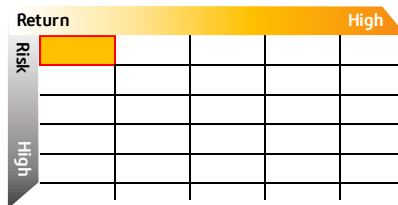
Stock Price Performance (Total Return 기준)

추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.2	-18.1	-21.6	-37.9
시장대비 상대수익률	-3.4	-10.7	-14.3	-21.6

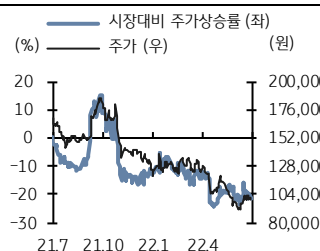
Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	3,552	4,618	5,243	5,663
영업이익 (십억원)	297	268	328	383
지배주주순이익 (십억원)	193	159	211	242
EPS (원)	8,822	7,231	9,623	11,014
증감률 (%)	239.8	-18.0	33.1	14.5
P/E (x)	15.7	14.0	10.5	9.2
EV/EBITDA (x)	5.1	4.0	3.9	3.7
P/B (x)	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE (%)	5.4	4.2	5.6	6.1
배당수익률 (%)	1.5	1.6	1.6	1.6

Risk & Total Return (annualized over three years)

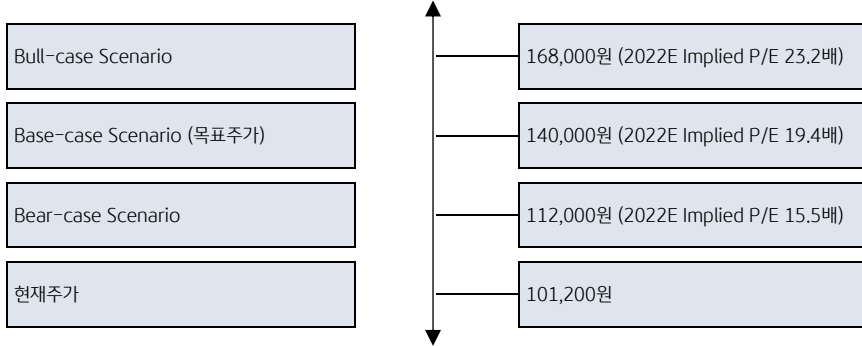


Stock Price & Relative Performance



자료: CJ ENM, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 2022년 티빙 구독자 400만명~500만명
- 2) 2022년 미디어 부문 매출 성장률 +54.9% YoY

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2022년 티빙 구독자 500만명 초과
- 2) 2022년 미디어 부문 매출 성장률 +80% YoY이상

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 2022년 티빙 구독자 400만명 미만
- 2) 2022년 미디어 부문 매출 성장률 +40% YoY 이하

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	-	-	4,618	5,243	-	-
영업이익	-	-	268	328	-	-
지배주주순이익	-	-	159	211	-	-

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

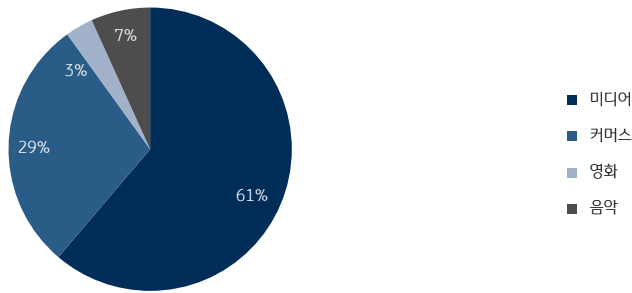
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	4,618	5,243	4,295	4,659	7.5	12.5
영업이익	268	328	273	326	-1.8	0.5
지배주주순이익	159	211	155	200	2.2	5.5

자료: Quantwise, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법): DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 6.85%, 영구성장률 2.56% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 168,000원 ~ 112,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 2022E Implied P/E 19.4배

매출액 구성 (2022년, %)



자료: CJ ENM, KB증권 추정

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2022E	2023E
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.3
금리 1%p 상승 시	-0.1	+0.3

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	12M. Fwd P/E	EPS 5yr CAGR	12M. Fwd P/B	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 5yr CAGR
CJ ENM	2,219.2	29.6	(5.7)	0.59	5.1	12.8
스튜디오드래곤	2,305.1	41.8	(17.4)	3.36	15.4	31.3
넷플릭스	132,100.9	22.3	90.4	5.29	18.0	73.1
월트디즈니	260,169.2	45.4	(25.6)	2.14	23.8	(11.9)

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, KB증권

I. 투자 의견 및 Valuation

투자 의견 Buy,
목표주가 140,000원으로
커버리지 개시

CJ ENM에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 140,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 방식 (현금흐름법)으로 산출되었으며, WACC 6.85% (COE 9.80%, COD 3.82%, 조정 Beta 1.05), 영구성장률 2.56%를 적용했다. CJ ENM의 목표주가는 2022E 기준 Implied P/E 19.4배, P/B 0.83배, EV/EBITDA 3.7배 수준이며, 8월 4일 종가 기준 상승여력은 38.3%다. CJ ENM은 해외 자회사 엔데버콘텐츠의 연결 편입과 티빙 구독 매출 증가로 (2021~2024E)간 영업이익 CAGR은 +8.8%를 기록할 것으로 전망한다. 같은 기간 (2021~2024E) WMI500 CAGR +9.0%를 하회하는 수준이다.

표 29. CJ ENM DCF Valuation

(십억원, %, 천주, 원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Terminal
Adj. Free cashflow			-62.3	33.5	114.0	167.3	203.3	4,858.7
잉여현금흐름 (FCF)	(87.8)	(138.9)	(11.9)	63.3	147.4	180.4	218.4	
% of 매출액	-2.5%	-3.0%	-0.2%	1.1%	2.5%	3.0%	3.5%	
NOPLAT	228.6	277.8	345.2	375.6	436.9	478.7	506.0	
영업이익	296.9	267.8	328.0	382.5	424.4	467.2	499.9	
법인세비용	68.3	(10.0)	(17.2)	6.9	(12.5)	(11.5)	(6.1)	
감가상각비	516.5	992.8	1,006.6	1,024.8	1,042.9	1,061.0	1,079.2	
(-)운전자본 증감	(31.7)	(148.8)	(93.2)	(49.8)	(13.9)	(13.0)	(13.4)	
(-)유형자산투자	(172.7)	(185.4)	(187.4)	(193.0)	(198.8)	(204.8)	(210.9)	
(-)무형자산투자	(697.3)	(1,014.4)	(947.9)	(971.1)	(982.9)	(994.6)	(1,006.4)	
기타	68.8	(61.0)	(135.1)	(123.2)	(136.9)	(147.0)	(136.0)	
WACC		6.85	WACC 6.85% (무위험수익률 2.28%, 시장위험 프리미엄 7.16%)					
영구성장률		2.6	최근 1년 평균 국고채 30년 수익률					
할인계수			1.00	0.94	0.88	0.82	0.77	0.77
Discounted Free Cashflow			(62.3)	31.3	99.9	137.1	155.9	3,727.5
Total PV of FCFF		361.9						
PV of Terminal Value		3,727.5						
현금흐름 합산		4,089.3						
(-) 순차입금		2,186.2			2022E			
(+) 비연결 관계기업투자		1,817.0			2022E			
(-) 비지배주주지분		650.0			2022E			
적정 기업가치		3,070.1						
총 주식수		21,929						
목표주가		140,000						
현재주가		101,200			22/8/4 종가			
Upside		38.3						

자료: CJ ENM, KB증권 추정

표 30. WACC 산출내역

(십억원, %)	값	비고
COE (A) = a + b x c	9.80	
Risk free rate (a)	2.28	최근 3개월 평균 동안채 1년 수익률
조정 beta (b)	1.05	Adj. Beta
Risk premium (c = d - e)	7.16	
Market (d)	10.61	2001년~2021년 WMI500 연평균 total return
Risk free rate (e)	3.45	2001년~2021년 동안채 1년물 연평균 total return
COD (B)	3.82	채권 발행 YTD 가중평균
적정주주가치	3,070	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금	2,985	차입금
주식가치 가중치 (f)	0.51	
차입금 가중치 (g)	0.49	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	6.85	

자료: Quantiwise, KB증권 추정

표 31. WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(% , 원)		Terminal Growth (%)								
		1.8	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	3.2	3.4
WACC (%)	6.25	135,163	143,185	151,991	161,703	172,467	184,465	197,921	213,119	230,420
	6.45	126,843	134,140	142,116	150,873	160,530	171,233	183,164	196,544	211,656
	6.65	119,206	125,868	133,123	141,055	149,763	159,365	170,009	181,872	195,177
	6.85	112,171	118,275	124,900	132,115	140,002	148,661	158,209	168,793	180,590
	7.05	105,671	111,282	117,352	123,939	131,113	138,957	147,567	157,062	167,587
	7.25	99,646	104,819	110,399	116,435	122,985	130,120	137,919	146,481	155,924
	7.45	94,046	98,829	103,973	109,522	115,524	122,039	129,133	136,889	145,403

자료: KB증권 추정

표 32. CJ ENM 상대 지표

(십억원, x, 천주, 원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
P/S	0.6x	0.5x	0.5x	0.6x	1.2x	0.9x	0.9x	0.9x	0.5x	0.4x
매출액	2,605	2,309	2,209	2,260	2,360	3,790	3,391	3,552	4,618	5,243
YoY %	3.6	(11.4)	(4.3)	2.3	4.4	60.6	(10.5)	4.8	30.0	13.5
EV / EBITDA	3.9x	2.8x	2.3x	3.1x	7.3x	3.6x	4.1x	4.0x	3.0x	2.9x
EBITDA	537	499	446	469	708	1,028	769	813	1,261	1,335
YoY %	7.5	(7.0)	(10.7)	5.2	51.0	45.2	(25.2)	5.8	55.0	5.9
P/E	17.0x	14.0x	43.2x	11.0x	17.5x	33.6x	53.7x	15.7x	14.0x	10.5x
EPS	15,262	13,650	3,769	21,054	11,514	4,754	2,596	8,822	7,231	9,623
YoY %	(29.7)	(10.6)	(72.4)	458.6	(45.3)	(58.7)	(45.4)	239.8	(18.0)	33.1
P/B	1.90x	1.30x	1.10x	1.40x	1.60x	1.19x	0.89x	0.81x	0.60x	0.57x
BVPS	136,840	146,709	147,596	165,443	126,022	134,364	156,746	172,252	168,884	176,995
YoY %	11.5	7.2	0.6	12.1	(23.8)	6.6	16.7	9.9	(2.0)	4.8
기준주가	260,200	190,800	162,900	231,000	201,900	159,600	139,500	138,800	101,200	101,200
기준주식수	6,206	6,208	6,216	6,216	14,125	21,929	21,929	21,929	21,929	21,929
기준시가총액	1,615	1,186	1,013	1,436	4,427	3,500	3,059	3,044	2,219	2,219

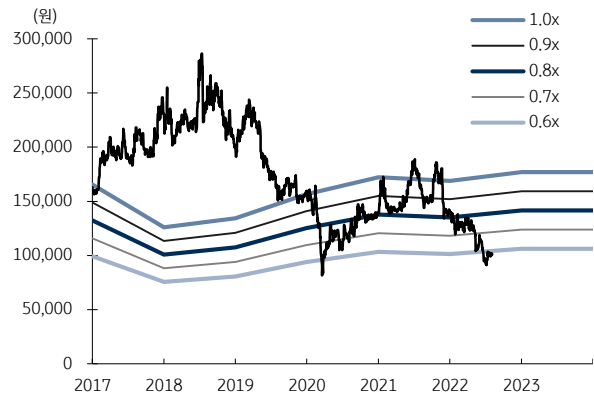
자료: CJ ENM, KB증권 추정

그림 57. 12개월 선행 P/E 밴드차트



자료: KB증권 추정

그림 58. 12개월 선행 P/B 밴드차트



자료: KB증권 추정

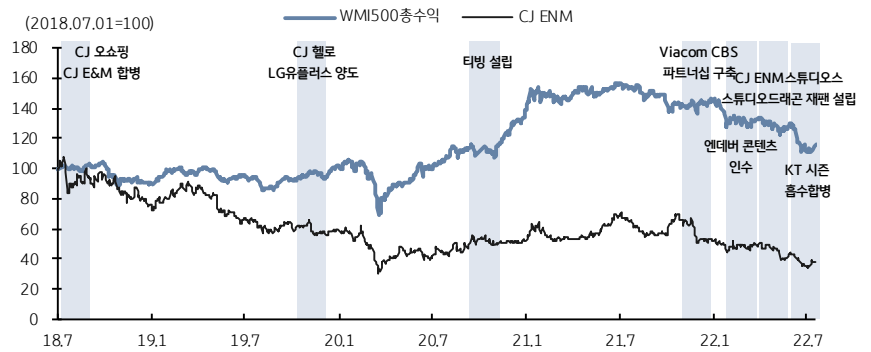
II. 주가 분석

OTT 구독자, 콘텐츠 투자 이슈에 등락

CJ ENM은 종합 미디어 회사로 CJ ENM의 주가는 콘텐츠 투자, 티빙 구독자 증가 추이, 기업 실적 등에 따라 등락한다. 미디어와 커머스의 합병 (2018년 7월) 이후 CJ ENM의 주가는 62.0% 하락해 WMI500의 Total Return (+19.4%) 대비 하회했다. CJ ENM은 2018년 7월 홈쇼핑 부문의 CJ 오쇼핑이 미디어 부문의 CJ E&M을 흡수합병하면서 출범했다. 그러나 이후 주가는 미디어와 커머스 사업의 시너지 효과가 기대치를 하회하면서 하락했다. CJ ENM은 2020년 10월 ‘티빙’을 설립하면서 공격적인 투자와 구독자 확보 계획을 발표하며 디지털 전환을 가속화하고 있다.

그림 59. 주가 추이

CJ ENM은 합병 이후 -62% 하락하며 같은 기간 WMI 500 +19% 대비 언더퍼폼



자료: Quantwise, KB증권

III. 기업 개요

CJ ENM = 미디어 + 커머스 합병

CJ ENM은 2018년 7월 홈쇼핑 부문의 CJ 오쇼핑이 미디어 부문의 CJ E&M을 흡수합병하여 출범했다. 사업 영역은 방송채널 및 콘텐츠 제작, 광고 등을 영위하는 미디어, TV 및 온라인 몰을 통한 상품 판매의 커머스, 영화의 제작, 투자, 배급 등의 영화사업, 음반·음원 제작 및 유통, 콘서트 등의 음악사업으로 구분된다.

미디어 매출 증가세

CJ ENM의 매출액 비중은 2021년 기준 미디어 50.0%, 커머스 38.9%, 영화/공연 3.3%, 음악 8.0%다. 영업이익 기준으로는 미디어 56.1%, 커머스 40.4%, 영화 -9.5%, 음악 13.0%의 비중으로 구성되어 있다. 미디어 내 콘텐츠 판매와 기타 (OTT 포함) 부문의 매출 비중이 높아지면서 미디어 매출 비중은 증가 (2018년 47.4% → 2021년 50.0%)한 반면 커머스 부문의 매출 비중 (2018년 39.1% → 2021년 38.8%)은 감소했다.

최대주주는 CJ ENM

CJ ENM의 최대주주는 CJ (40.07%)이며, NAVER는 주식교환을 통해 CJ ENM의 지분을 5.0% 보유하고 있다. 주요 종속회사로는 티빙, 스튜디오드래곤, 엔데버콘텐츠를 보유하고 있다.

표 33. 주요 주주현황

주주명	보유주식수	지분율(%)
CJ	8,787,427	40.07%
이재현	398,243	1.82%
NAVER	1,095,690	5.00%
자기주식수	1,199,535	5.47%
기타	10,448,259	47.65%
합계	21,929,154	100%

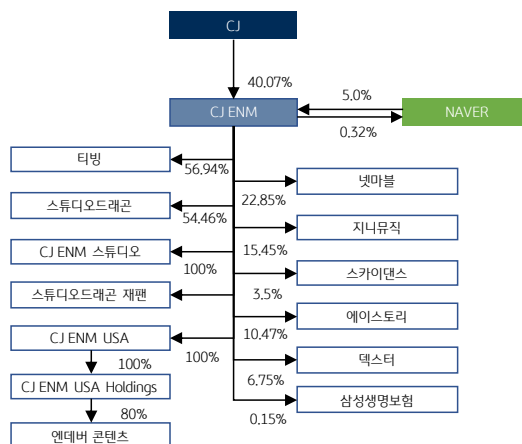
자료: CJ ENM, KB증권
주: 2022년 1분기 기준

표 34. 주요 연혁

시기	내용
2018.07	CJ 오쇼핑과 CJENM 합병
2019.12	CJ헬로 LG유플러스에 양도
2020.10	OTT 사업부문 티빙 물적분할 및 (주)티빙 설립
2021.12	Viacom CBS 파트너십 구축
2022.01	Endeavor Content 인수
2022.03	CJ ENM - KT 콘텐츠 사업 전방위 협력 MOU 체결
2022.04	CJ ENM 스튜디오스 신설
2022.05	스튜디오드래곤재팬 설립

자료: CJ ENM, KB증권

그림 60. CJ ENM 및 관계사들의 지배구조도 (2022년 1분기 기준)



자료: CJ ENM, KB증권

IV. 투자 포인트

미디어 산업에 집중

CJ ENM은 자회사를 통해 OTT와 콘텐츠 투자를 확대하고 있다. CJ ENM의 자회사 티빙은 자체 오리지널 콘텐츠, 파트너십, 해외 진출을 통해 OTT 구독자를 확보하고, OTT 시장 점유율을 높일 전망이다. CJ ENM의 미국 자회사 엔데버콘텐츠는 글로벌 제작 확대로 매출액 기여도가 높아질 전망이다. 미디어 산업에 대한 투자가 계속되는 가운데 TV 광고 부문은 캐시카우 역할을 할 것으로 예상된다.

① 자회사 OTT 서비스 티빙의 공격적 확장

티빙이 가지는 플랫폼으로서의 가치

티빙은 2022년 2월 투자 유치 과정에서 2조원의 기업가치를 인정 받았다. 티빙은 플랫폼으로서의 사업 확장 가능성이 높기 때문이다. 현재 티빙은 플랫폼에 필요한 구독자를 확보하는데 집중하고 있다. 그러나 장기적으로 구독자 수가 안정화되면 티빙은 플랫폼 비즈니스로 수익성을 높일 전망이다.

2023년 800만 구독자 목표로 하는 티빙

CJ ENM의 2020년 10월 물적분할로 설립된 티빙은 1) 자체 오리지널 콘텐츠, 2) 파트너십, 3) 해외 진출로 구독자를 확보할 전망이다. 티빙은 구독자 목표로 2022년 400~500만명, 2023년 800만명 (국내 고객 기준)을 제시했고, 순항 중이다.

2022년 2,000억원의 콘텐츠 투자 계획

티빙은 오리지널 콘텐츠를 통해 이용자 락인을 강화하고 있다. 티빙은 2022년 콘텐츠에만 2,000억원을 집행 계획이다. 독립 출범 이후 60편이 넘는 오리지널 콘텐츠를 제공했고, 올해는 100편 이상을 방영 예정이다.

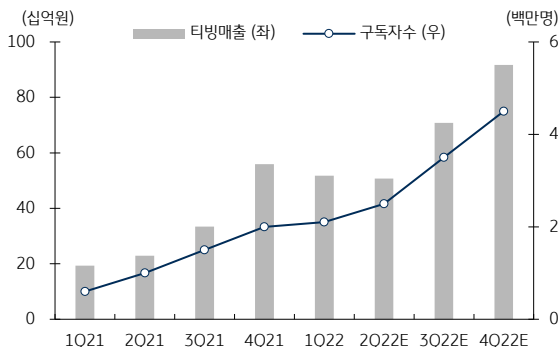
파트너십으로 구독자 확보 가속화

티빙은 전후방산업과 연계를 강화하고 있다. 티빙은 NAVER, SLL 지분 투자 유치에 이어 파라마운트와의 파트너십, KT 시즌 흡수합병으로 OTT 시장 점유율을 높이고 있다. 티빙의 구독자 수는 2021년 NAVER 멤버십 협력 후 1년 사이 3배 늘었다. 2022년에는 Paramount+를 통한 해외 콘텐츠 강화와 KT의 인터넷 및 휴대폰 이용자 확보로 구독자 수를 확보할 전망이다.

해외진출로 사업 확장 기대

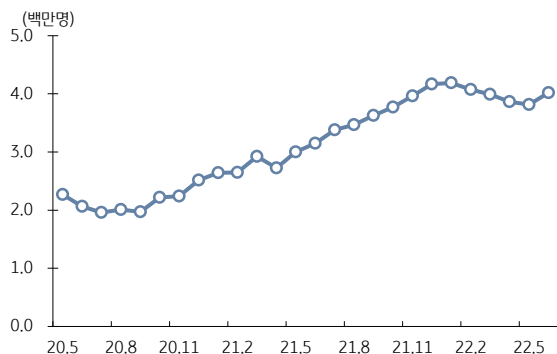
티빙은 2022년 라인을 통해 일본, 대만에 진출하고 2023년 미국으로 서비스를 확장 계획이다. 라인은 일본과 대만의 1위 메신저 플랫폼으로 티빙은 라인과의 파트너십으로 해외 이용자 확보가 용이할 것으로 예상된다. 티빙은 글로벌 OTT 시장에 후발주자이므로 단기적 실적 성과를 기대하기 어렵지만, 글로벌 내 한국 콘텐츠 수요가 높다는 점을 고려하면 장기적으로 국내 콘텐츠의 글로벌 진출 교두보 역할을 수행할 것으로 예상된다.

그림 61. 티빙 매출 및 구독자수 추정



자료: CJ ENM, KB증권 추정
주: 구독자수는 KB증권 추정치

그림 62. 티빙의 MAU 추이



자료: 모바일인덱스 KB증권

**엔데버콘텐츠 연결 편입으로
매출액 성장에 기여할 전망**

② 엔데버콘텐츠를 통한 글로벌 제작 확대

CJ ENM은 2022년 1월 엔데버콘텐츠의 지분 80%를 9,337억원에 인수했고, 1분기부터 이를 연결 실적으로 반영하고 있다. 엔데버콘텐츠의 2022년 매출액은 7,500억원 (-17% YoY)을 기록하여 CJ ENM 매출액에 기여도가 높겠지만 2022년 수익성은 소폭의 적자를 전망한다.

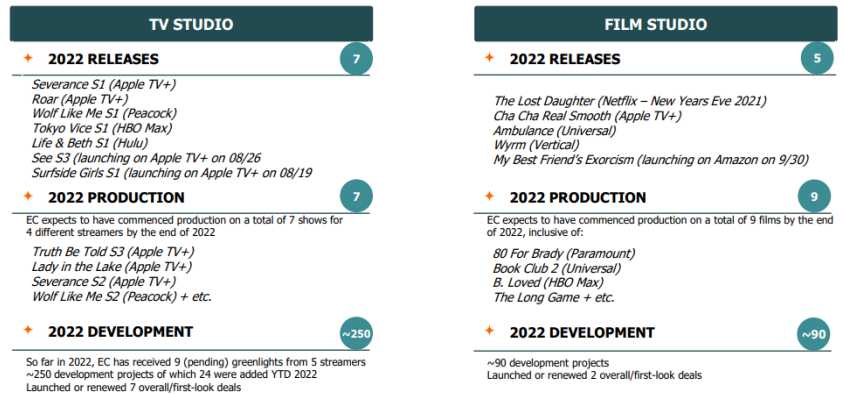
해외 현지 제작으로 매출액 성장 기대

엔데버콘텐츠는 2022년 13~15편의 영화/드라마를 제작예정이고, 2023년까지 40여편을 제작할 전망이다. 미국의 콘텐츠 규모는 국내보다 크기 때문에 엔데버콘텐츠의 제작이 늘어날수록 CJ ENM의 매출액 성장이 빨라질 전망이다. 엔데버콘텐츠의 1Q22 매출액은 플랫폼 딜리버리 기준으로 콘텐츠 1편만 인식하여 1,171억원을 기록했으나 2Q22에는 제작비가 높은 <See season 3> (8부작)의 딜리버리가 반영되어 매출액 2,246억원 (+91% YoY)을 기록했다. 하반기에도 7개의 TV 콘텐츠 제작이 예정되어 있어 매출액 성장은 지속될 전망이다.

**CJ ENM과 시너지로
IP 확대 및 수익성 개선 기대**

엔데버콘텐츠는 CJ ENM와 10개의 IP Sharing project를 진행중이다. 엔데버콘텐츠는 <Tokyo vice>를 통해 글로벌 시너지를 성공적으로 낸 경험이 있어 CJ ENM과 새로운 형태의 콘텐츠를 제작하며 IP를 확장해 나갈 전망이다. 또한 엔데버콘텐츠는 CJ ENM와 시너지 효과로 수익성을 점차 높여 나갈 것으로 예상된다. 엔데버콘텐츠는 CJ ENM 인수로 콘텐츠 판매처를 미국 중심에서 아시아로 다변화하고, 리쿱율을 높일 수 있다. CJ ENM은 자회사 OTT 티빙의 해외 콘텐츠를 자회사 엔데버콘텐츠를 통해 공급할 수 있으므로 해외 콘텐츠 공급 비용 효율화가 가능할 전망이다.

그림 63. 엔데버콘텐츠 파이프라인



자료: CJ ENM, KB증권

③ 안정적인 TV 광고 부문

TV 광고 부문은 캐시카우 역할

CJ ENM의 TV 광고 부문은 캐시 카우 역할을 예상한다. CJ ENM은 TV와 디지털 매체 광고를 병행하여 마케팅 솔루션을 제공하면서 TV 광고 판매율을 안정적으로 유지한다. 대기업 중심의 TV 광고 수요도 지속될 것으로 전망된다.

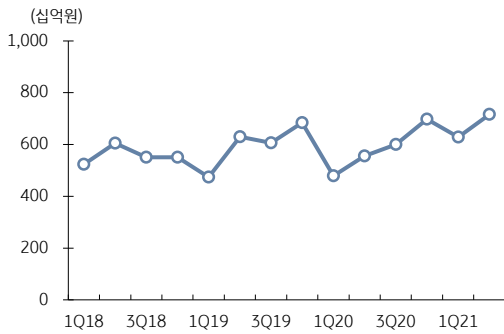
다양한 매체를 활용하여 광고 효과 극대화

CJ ENM은 15개의 TV 채널과 티빙 및 CJ Youtube 디지털 광고를 패키지로 판매하면서 안정적인 TV 광고 수요를 유지할 전망이다. CJ ENM 광고주의 90%는 TV와 디지털 광고를 함께 집행하고 있다. 광고 효과는 TV와 디지털 광고를 병행할 때 더 높기 때문이다.

광고주의 TV 광고 지출은 우상향

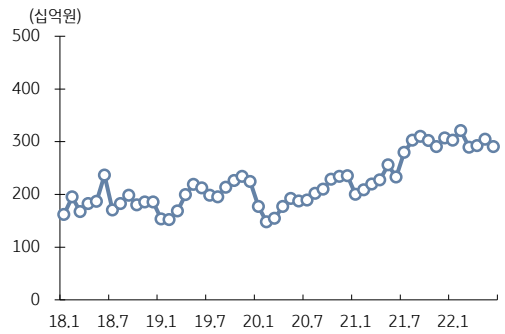
대기업의 TV 광고 지출은 증가하고 있다. TV 광고비에서 상위 100대 기업의 광고비가 차지하는 비중은 70%가 넘는다. 광고비 지출액 기준 상위 100대 기업의 TV 광고비 지출은 2021년 +23% YoY 성장했고, 2Q22에도 0.7조원을 기록하며 18.6% YoY 성장하면서 안정적인 수요를 유지하고 있다.

그림 64. 분기별 국내 TV 광고비 지출금액



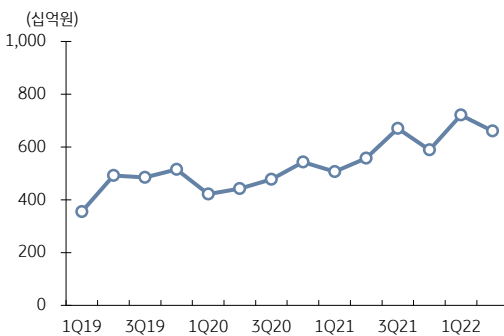
자료: 광고정보센터, KB증권

그림 65. 월간 국내 TV 광고비 지출금액



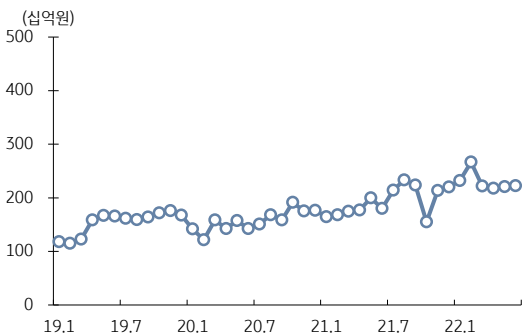
자료: 광고정보센터, KB증권

그림 66. 분기별 100대 광고주 국내 TV 광고비 지출금액



자료: 광고정보센터, KB증권

그림 67. 월간 100대 광고주 국내 TV 광고비 지출금액



자료: 광고정보센터, KB증권

V. 실적전망

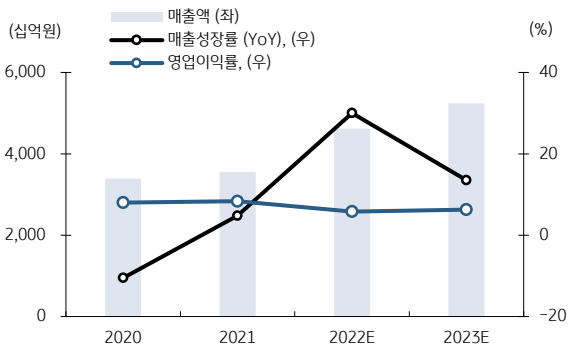
2022년: 엔데버 효과 매출액 성장 영업이익률 5.8%

CJ ENM의 2022년 매출액 4.6조원 (+30.0% YoY), 영업이익 2,678억원 (-9.7% YoY)을 기록할 전망이다. 2022년 엔데버콘텐츠 인수 효과로 미디어 부문 매출액이 2.7조원 (+54.9% YoY)을 기록하며 성장이 예상되나, 공격적인 콘텐츠 투자 계획 (연간 8,600억원)과 티빙 구독자 확보를 위한 프로모션으로 연간 영업이익률은 5.8% (-2.6%p YoY)를 기록할 전망이다. 티빙은 4Q22 구독자 400만명을 달성하고 2022년 매출액 2,652억원 (+101.6% YoY)을 기록할 전망이다.

2024년 매출액은 3yr CAGR +16.8%

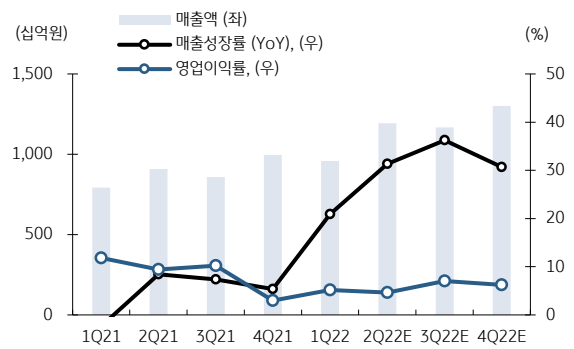
CJ ENM의 2024년 매출액은 5.7조원 (3yr CAGR +16.8%), 영업이익은 3,825억원 (3yr CAGR +8.8%, 영업이익률 6.8%)을 기록할 전망이다. 미디어 부문 매출액은 2024년 3.4조원을 기록하며 3yr CAGR +24.2%의 높은 매출성장률을 전망한다. CJ ENM의 영업이익률은 OTT 시장 침투를 위한 콘텐츠 투자 확대와 해외 진출로 2022년 감소 (-2.6%p YoY)가 예상되나 구독자 락인이 안정기에 접어들고 M&A 시너지가 본격화되는 2023년부터 다시 상승세 (2023년 OPM 6.3%, 2024년 6.8%)로 돌아설 전망이다.

그림 68. 연간 실적 추이 및 전망



자료: CJ ENM, KB증권 추정

그림 69. 분기별 실적 추이 및 전망



자료: CJ ENM, KB증권 추정

표 35. CJ ENM 실적 추정

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	791.9	907.9	857.5	995.0	957.3	1,192.5	1,168.2	1,300.5	3,391.2	3,552.4	4,618.5	5,243.5
미디어	386.2	456.4	442.8	489.2	546.4	722.8	698.3	780.9	1,590.7	1,774.5	2,748.4	3,151.1
엔터테인먼트					117.1	224.6	187.5	220.8			750.0	787.5
타빙	19.3	22.9	33.5	55.9	51.8	50.8	70.9	91.7		131.5	265.2	517.4
커머스	330.8	357.4	315.8	374.6	317.3	351.7	331.5	362.9	1,478.6	1,378.5	1,363.3	1,353.0
영화	22.7	28.8	33.1	32.8	27.0	25.6	41.4	54.8	141.6	117.4	148.7	278.1
음악	52.2	65.4	65.8	98.5	66.6	92.4	97.1	101.9	180.3	281.9	358.0	461.3
YoY %	-2.3	8.4	7.4	5.4	20.9	31.3	36.2	30.7	-10.5	4.8	30.0	13.5
미디어	13.3	12.3	19.5	3.4	41.5	58.4	57.7	59.6	-5.2	11.6	54.9	14.6
커머스	-12.0	-5.0	-8.3	-2.0	-4.1	-1.6	5.0	-3.1	3.6	-6.8	-1.1	-0.8
영화	-58.0	129.6	-10.2	-13.5	18.6	-11.1	24.9	66.9	-59.5	-17.0	26.6	87.1
음악	30.9	53.8	40.4	93.1	27.7	41.3	47.5	3.5	-46.2	56.4	27.0	28.8
QoQ %	-16.1	14.7	-5.5	16.0	-3.8	24.6	-2.0	11.3				
미디어	-18.4	18.2	-3.0	10.5	11.7	32.3	-3.4	11.8				
커머스	-13.5	8.0	-11.6	18.6	-15.3	10.8	-5.7	9.5				
영화	-40.1	26.4	15.2	-0.9	-17.8	-5.3	61.9	32.4				
음악	2.3	25.4	0.6	49.6	-32.4	38.8	5.0	5.0				
영업이익	93.6	85.8	87.8	29.6	49.6	55.6	81.9	80.7	272.1	296.9	267.8	328.0
미디어	53.8	57.7	64.2	-9.3	33.3	25.4	39.8	39.0	99.9	166.5	137.5	151.3
커머스	33.7	29.9	27.0	29.4	12.9	19.5	21.8	21.3	179.2	120.1	75.5	66.3
영화	-0.1	-4.0	-14.3	-9.8	-9.4	-4.1	1.2	1.6	-13.5	-28.2	-10.7	8.3
음악	6.2	2.1	10.9	19.2	12.9	14.8	19.1	18.7	6.5	38.5	65.5	102.1
영업이익률 (%)	11.8	9.5	10.2	3.0	5.2	4.7	7.0	6.2	8.0	8.4	5.8	6.3
미디어	13.9	12.6	14.5	-1.9	6.1	3.5	5.7	5.0	6.3	9.4	5.0	4.8
커머스	10.2	8.4	8.6	7.9	4.1	5.6	6.6	5.9	12.1	8.7	5.5	4.9
영화	-0.4	-13.8	-43.3	-29.8	-35.0	-16.1	3.0	3.0	-9.6	-24.0	-7.2	3.0
음악	11.9	3.3	16.6	19.5	19.3	16.0	19.7	18.4	3.6	13.7	18.3	22.1
지배주주순이익	73.6	31.9	66.9	21.2	6.7	-23.9	98.7	77.0	56.9	193.5	158.6	211.0
(YoY %)	1.7	-0.1	1.3	흑전	-0.9	적전	0.5	2.6	-45.4	239.8	-18.0	33.1
(QoQ %)	흑전	-56.7	109.9	-68.4	-68.1	적전	흑전	-22.0				
순이익률 (%)	9.3	3.5	7.8	2.1	0.7	-2.0	8.4	5.9	1.7	5.4	3.4	4.0

자료: CJ ENM, KB증권 추정

VI. 리스크 요인

1. 커머스 둔화

리스크 요인은 홈쇼핑 이용자 감소에 따른 커머스 둔화다. CJ ENM은 홈쇼핑 이용자 감소에 따른 커머스 둔화가 지속되고 있다. CJ ENM은 2021년 4월 CJ오쇼핑 계열 채널을 CJ온스타일로 통합하였지만 취급고가 감소 중이다. 커머스 부문은 디지털 부문과 자체 브랜드 비중을 확대 전략으로 위기를 타개할 계획이다.

2. 영업권 상각비용

CJ ENM은 엔데버콘텐츠를 인수하는 과정에서 영업권 4,693억원을 인식했다. 상반기 반영된 PPA 상각 금액은 34억원에 불과하고 향후에도 상반기와 유사한 금액 수준이 예상되어 영업권 상각에 따른 수익성 악화 가능성은 적다고 판단된다. 또한 엔데버콘텐츠는 하반기 제작을 확대하여 PPA 상각 비용을 상회하는 매출 및 수익을 보여줄 전망이다.

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2020A (IFRS-C)	2021A (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)
매출액	3,391	3,552	4,618	5,243	5,663
매출원가	1,907	1,918	2,659	3,057	3,273
매출총이익	1,484	1,635	1,960	2,187	2,390
판매비와관리비	1,212	1,338	1,692	1,859	2,008
영업이익	272	297	268	328	383
EBITDA	769	813	1,261	1,355	1,407
영업외손익	-129	-1	-117	-124	-123
이자수익	8	6	3	4	4
이자비용	24	23	37	40	40
지분법손익	81	68	2	26	26
기타영업외손익	-193	-53	-85	-114	-113
세전이익	143	296	150	203	260
법인세비용	77	68	-10	-17	7
당기순이익	66	228	160	221	253
지배주주순이익	57	193	159	211	242
수정순이익	57	193	159	211	242

성장성 및 수익성 비율 (%)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액 성장률	-10.5	4.8	30.0	13.5	8.0
영업이익 성장률	1.0	9.1	-9.8	22.5	16.6
EBITDA 성장률	-25.2	5.8	55.0	5.9	5.5
지배기업순이익 성장률	-45.4	239.8	-18.0	33.1	14.5
매출총이익률	43.8	46.0	42.4	41.7	42.2
영업이익률	8.0	8.4	5.8	6.3	6.8
EBITDA이익률	22.7	22.9	27.3	25.5	24.9
세전이익률	4.2	8.3	3.3	3.9	4.6
지배기업순이익률	1.7	5.5	3.4	4.0	4.3

현금흐름표 (십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	566	782	1,061	1,123	1,227
당기순이익	66	228	160	221	253
유무형자산상각비	497	517	993	1,007	1,025
기타비현금손익 조정	206	102	45	-43	-19
운전자본증감	-36	-32	-149	-93	-50
매출채권감소 (증가)	95	-59	-131	-138	-107
재고자산감소 (증가)	61	-26	-21	-13	-9
매입채무증가 (감소)	-40	20	60	37	9
기타운전자본증감	-153	34	-57	20	58
기타영업현금흐름	-166	-32	12	33	19
투자활동 현금흐름	-1,050	-727	-2,090	-1,187	-1,262
유형자산투자감소 (증가)	-110	-173	-185	-187	-193
무형자산투자감소 (증가)	-506	-697	-1,014	-948	-971
투자자산감소 (증가)	-64	-40	-840	-40	-79
기타투자현금흐름	-370	183	-50	-11	-19
재무활동 현금흐름	490	957	302	186	148
금융부채 증감	347	944	484	226	149
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	-54	-180	-147	-33
기타재무현금흐름	143	68	-3	108	33
기타현금흐름	-7	5	9	0	0
현금의 증가 (감소)	0	1,018	-718	122	113
기말현금	270	1,287	569	691	804
잉여현금흐름 (FCF)	-50	-88	-139	-12	63
순현금흐름	27	-235	-1,542	-92	-16
순현금 (순차입금)	-410	-644	-2,186	-2,278	-2,294

자료: CJ ENM, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2020A (IFRS-C)	2021A (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)
자산총계	6,280	7,941	9,041	9,561	10,053
유동자산	1,752	2,660	2,392	2,706	2,980
현금 및 현금성자산	270	1,287	569	691	804
단기금융자산	497	219	230	241	261
매출채권	727	800	1,196	1,334	1,441
재고자산	59	85	104	117	126
기타유동자산	200	269	293	322	348
비유동자산	4,528	5,280	6,649	6,855	7,073
투자자산	2,136	2,484	2,558	2,635	2,714
유형자산	984	1,121	1,200	1,312	1,423
무형자산	1,072	1,322	2,214	2,231	2,260
기타비유동자산	355	354	677	677	677
부채총계	2,495	3,737	4,688	5,020	5,293
유동부채	1,552	2,323	2,965	3,259	3,500
매입채무	228	251	323	361	369
단기금융부채	537	1,105	1,649	1,856	2,005
기타유동부채	787	968	992	1,042	1,125
비유동부채	943	1,414	1,723	1,761	1,793
장기금융부채	640	1,046	1,336	1,354	1,354
기타비유동부채	303	369	387	406	439
자본총계	3,785	4,203	4,354	4,541	4,761
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,487	2,538	2,393	2,393	2,393
기타자본항목	-341	-341	-341	-341	-341
기타포괄손익누계액	20	137	92	92	92
이익잉여금	1,162	1,334	1,449	1,627	1,835
지배자본 계	3,437	3,777	3,703	3,881	4,090
비지배자본	348	426	650	660	671

주요투자지표 (X, %, 원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Multiples					
P/E	53.7	15.7	14.0	10.5	9.2
P/B	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5
P/S	0.9	0.9	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.0	5.1	4.0	3.9	3.7
EV/EBIT	14.0	13.9	18.9	15.7	13.6
배당수익률	1.1	1.5	1.6	1.6	1.6
EPS	2,596	8,822	7,231	9,623	11,014
BVPS	156,746	172,252	168,884	176,995	186,496
SPS (주당매출액)	154,643	161,994	210,608	239,110	258,239
DPS (주당배당금)	1,600	2,100	1,600	1,600	1,600
배당성향 (%)	58.3	22.5	20.9	15.7	13.7
수익성지표					
ROE	1.8	5.4	4.2	5.6	6.1
ROA	1.1	3.2	1.9	2.4	2.6
ROIC	1.9	4.1	3.1	3.6	3.9
안정성지표					
부채비율	65.9	88.9	107.7	110.5	111.2
순차입비율	10.8	15.3	50.2	50.2	48.2
유동비율	1.1	1.2	0.8	0.8	0.9
이자보상배율 (배)	11.2	13.2	7.3	8.2	9.6
활동성지표					
총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
매출채권회전율	4.3	4.7	4.6	4.1	4.1
매입채무회전율	13.6	14.8	16.1	15.3	15.5
재고자산회전율	37.9	49.3	48.8	47.5	46.6