

CJ ENM(035760) 미디어 사업 성장 궤도에 진입

Analyst 정지수 02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

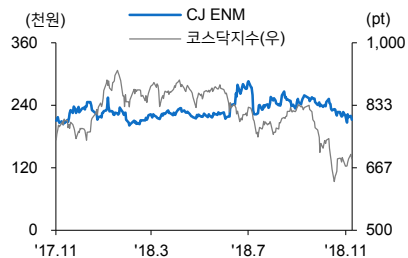
Buy (신규)

적정주가 (12개월)	290,000원
현재주가 (11.20)	212,500원
상승여력	36.5%
KOSDAQ	690.81pt
시가총액	46,594억원
발행주식수	2,193만주
유동주식비율	46.83%
외국인비중	18.83%
52주 최고/최저가	286,400원/201,500원
평균거래대금	225.0억원

주요주주(%)	
CJ 외 5 인	42.71
국민연금	5.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.6	-5.0	1.6
상대주가	-7.4	19.5	15.5

주가그래프



콘텐츠 경쟁력을 확인한 3Q18 실적

- 3Q18 미디어 부문 매출액과 영업이익은 각각 4,068억원(+31.4% YoY), 372억원(+304.8% YoY) 기록
- 비수기임에도 <미스터 션샤인>을 필두로 한 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 분기 사상 최대 미디어 실적 기록
- 특히, 디지털 광고는 3Q18 1,240억원으로 전년 동기 대비 +44.6% 성장하며 미디어 실적을 견인

본격적인 성장 궤도에 오른 미디어 사업

- 4Q18 <알함브라 궁전의 추억>, <남자친구> 등 텐트폴 드라마 방영은 TV 및 디지털 광고 성장에 긍정적
- 2019년에도 방송 계절성을 고려한 전략적인 콘텐츠 라인업 구축으로 안정적인 실적 지속 전망
- 2019년 연결 매출액 4조 5,650억원(+5.7% YoY), 영업이익 3,604억원(+11.7% YoY) 전망

투자의견 Buy, 적정주가 290,000원으로 커버리지 개시

- 커머스 사업은 홈쇼핑송출수수료 증가로 일시 부진했으나, 미디어와 결합한 시너지 기대
- 음악 사업은 4Q18부터 '아이즈원(IZ · ONE)' 활동이 본격화되며 2017년 보여준 '워너원' 효과 기대
- 투자의견 Buy, 적정주가 290,000원으로 커버리지 개시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	2,208.6	178.9	23.4	3,769	-70.9	147,596	43.2	1.1	4.3	2.6	102.0
2017	2,260.0	224.5	130.9	21,054	340.2	165,443	11.0	1.4	5.1	13.5	88.8
2018E	4,318.1	266.3	233.3	16,518	-25.6	54,854	13.3	4.0	10.2	20.9	107.7
2019E	4,565.0	360.4	289.5	13,202	-17.6	65,370	16.6	3.4	8.3	22.0	96.6
2020E	4,759.4	400.3	319.0	14,550	10.0	77,233	15.1	2.8	7.5	20.4	86.3

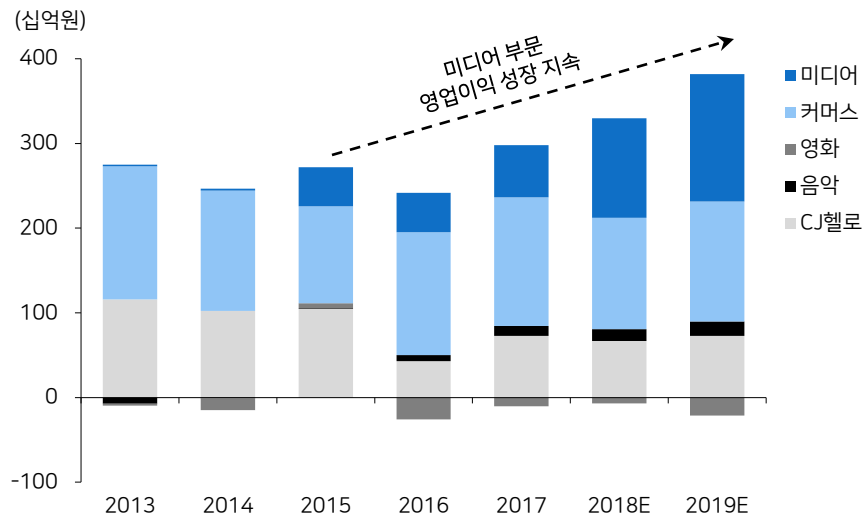
CJ ENM - 성장 궤도에 오른 미디어 사업

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16
미디어/광고_ Digital Chaser

미디어 사업 호조 지속

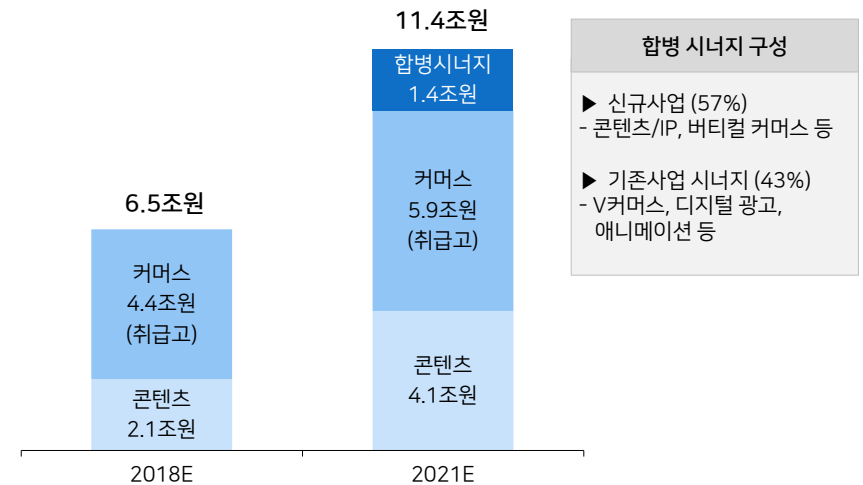
- 3Q18 미디어 사업 영업이익 372억원(+304.8% YoY)으로 분기 사상 최대 실적 기록
- 디지털 광고 매출은 1,240억원으로 전년 대비 +44.6% 성장하며 미디어 사업 실적을 견인
- 2019년 연결 매출액 4조 5,650억원(+5.7% YoY), 영업이익 3,604억원(+11.7% YoY) 전망

CJ ENM 사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 메리츠증권리서치센터

CJ ENM 중장기 성장 목표



자료: CJ ENM, 메리츠증권리서치센터

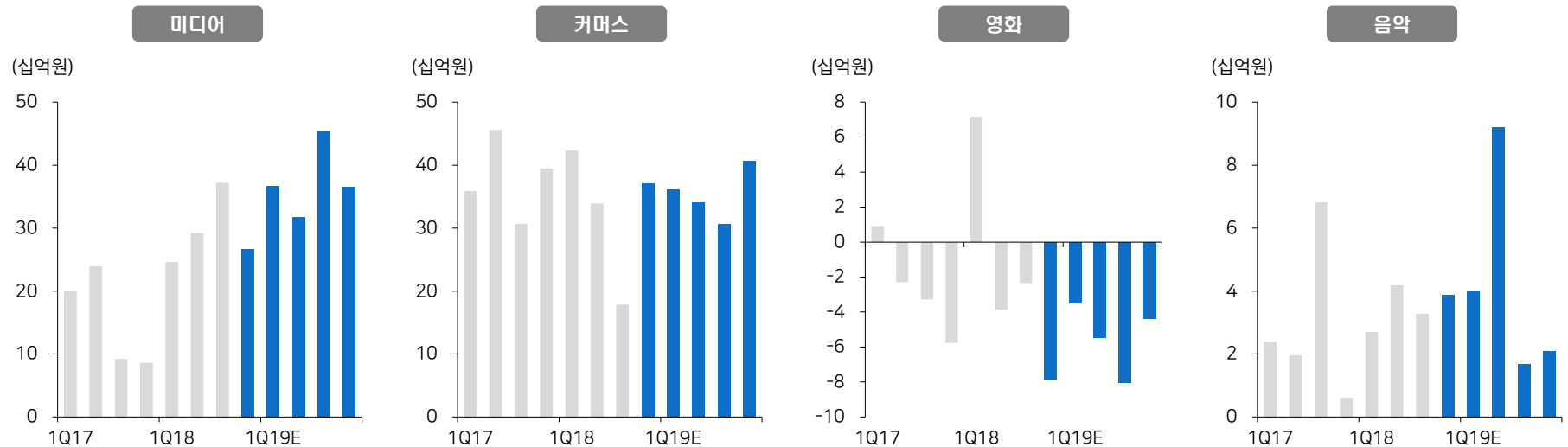
CJ ENM - CJ ENM 사업부별 실적 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16
미디어/광고_Digital Chaser

2019년 미디어/커머스/음악 등 전 사업부 실적 개선 기대

- 미디어 사업은 2019년에도 계절성을 고려한 콘텐츠 라인업 구축으로 안정적인 실적 지속 전망
- 커머스 사업은 홈쇼핑송출수수료 증가로 일시 부진했으나, 시너지를 통한 점진적인 실적 개선 가능
- 영화 사업은 성숙기에 접어든 국내 영화 시장 상황을 반영해 보수적으로 전망
- 음악 사업은 <프로듀스>, <쇼미더머니> 등 성공적인 포맷 기반의 안정적 실적 전망

CJ E&M 사업부별 영업이익의 추이 및 전망



자료: CJ E&M, 메리츠증권 리서치센터

CJ ENM - SOTP Valuation

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16
미디어/광고_ Digital Chaser

CJ ENM 투자의견 Buy,
적정주가 290,000원

- CJ ENM 투자의견 Buy, 적정주가 290,000원으로 커버리지 개시
- 커머스와 미디어 영업가치는 국내 유통 및 미디어 업종 평균 PER을 각각 적용한 3조 1,713억원 추정
- 비영업가치는 넷마블, 스튜디오드래곤 등 보유 지분가치에 30% 할인을 적용한 3조 7,325억원 추정

CJ ENM SOTP Valuation

	12MF 순이익 (십억원)	Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
CJ ENM 커머스 영업가치 (A)	103.7	11.0	1,141.0	유통업종 평균 PER
CJ ENM 미디어 영업가치 (B)	101.5	20.0	2,030.3	넷마블, 스튜디오드래곤 가치 제거 / 미디어 업종 평균 PER
비영업가치 (C)			3,732.5	
넷마블 지분가치			1,731.1	지분율 22%, 할인율 30% 적용
스튜디오드래곤 지분가치			1,629.7	지분율 71%, 할인율 30% 적용
CJ헬로 지분가치			303.7	지분율 54%, 할인율 30% 적용
삼성생명 지분가치			68.0	지분율 0.5%, 할인율 30% 적용
순차입금 (D)			560.6	
총기업가치 (E=A+B+C-D)			6,343.2	
발행주식수 (F / 만주)			2,193	
적정주가 (E/F)			289,245	

자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

CJ ENM 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16
미디어/광고_ Digital Chaser

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	1,031.7	1,049.0	1,096.3	1,141.0	1,095.3	1,119.8	1,137.9	1,211.9	3,973.4	4,318.1	4,565.0
% YoY	10.6%	7.3%	12.7%	4.7%	6.2%	6.7%	3.8%	6.2%	6.4%	8.7%	5.7%
미디어	332.5	361.9	406.8	391.2	355.0	387.8	434.9	419.9	1,261.9	1,492.4	1,597.6
광고	119.6	141.9	145.3	148.2	129.2	153.3	156.9	160.1	495.7	555.0	599.4
수신료	50.2	50.1	49.6	52.6	49.8	49.8	50.1	56.0	203.8	202.5	205.6
기타	162.7	169.8	212.0	190.3	176.1	184.7	227.9	203.9	562.4	734.8	792.6
커머스	290.9	307.5	295.0	314.8	319.1	322.7	292.4	347.1	1,193.3	1,208.1	1,281.3
TV	154.1	154.1	145.4	158.8	161.4	156.5	132.7	170.7	645.8	612.5	621.4
디지털	96.4	105.5	99.2	108.3	114.4	116.2	113.0	127.4	385.7	409.5	471.0
기타	40.3	47.9	50.3	47.6	43.3	50.0	46.7	49.0	161.7	186.1	188.9
영화	80.0	36.0	45.0	67.2	71.3	40.5	52.9	69.7	225.2	228.1	234.4
극장	41.5	12.4	28.1	30.1	39.6	20.0	31.8	29.7	111.2	112.1	121.1
부가판권	10.5	7.4	6.9	7.6	9.3	7.6	7.1	7.8	33.2	32.4	31.8
뮤지컬	14.4	7.4	4.3	9.0	8.8	4.0	8.3	11.5	26.6	35.1	32.5
기타	13.6	8.8	5.7	20.5	13.7	8.9	5.8	20.7	54.2	48.5	49.0
음악	56.2	66.5	58.2	71.8	58.6	69.5	58.4	74.1	230.7	252.7	260.6
음반/음원	28.2	29.0	23.0	33.1	33.2	33.8	33.9	34.4	92.2	113.3	135.3
기타	28.0	37.5	35.2	38.7	25.5	35.7	24.5	39.7	138.6	139.4	125.4
CJ헬로	272.1	277.2	291.4	296.1	291.3	299.4	299.2	301.1	1,062.3	1,136.8	1,191.1
영업이익	89.9	79.2	76.5	77.1	86.6	92.7	88.3	92.8	287.6	322.8	360.4
% YoY	17.0%	-10.4%	23.6%	27.4%	-3.7%	17.1%	15.4%	20.3%	33.2%	12.2%	11.7%
미디어	24.6	29.2	37.2	26.7	36.7	31.8	45.4	36.6	61.8	117.7	150.4
커머스	42.3	33.9	17.8	37.1	36.1	34.1	30.6	40.7	151.6	131.2	141.5
영화	7.2	-3.9	-2.3	-7.9	-3.5	-5.5	-8.0	-4.4	-10.4	-7.0	-21.4
음악	2.7	4.2	3.3	3.9	4.0	9.2	1.7	2.1	11.8	14.0	17.0
CJ헬로	13.1	15.7	20.5	17.4	13.4	23.0	18.6	17.8	72.9	66.8	72.8
법인세차감전순이익	120.2	97.8	72.6	87.0	100.6	102.6	96.1	103.5	776.6	377.5	402.9
법인세비용	11.1	13.3	16.1	12.8	13.9	16.0	16.2	15.0	211.2	82.9	93.5
당기순이익	96.4	78.8	54.2	65.3	78.1	79.0	73.1	79.1	565.4	294.7	309.4
이익률 (%)											
영업이익률	8.7	7.5	7.0	6.8	7.9	8.3	7.8	7.7	7.2	7.5	7.9
당기순이익률	9.3	7.5	4.9	5.7	7.1	7.1	6.4	6.5	14.2	6.8	6.8

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,208.6	2,260.0	4,318.1	4,565.0	4,759.4
매출액증가율(%)	-4.3	2.3	91.1	5.7	4.3
매출원가	999.6	988.0	1,374.7	1,447.2	1,531.0
매출총이익	1,209.0	1,272.0	2,943.4	3,117.8	3,228.5
판매비와관리비	1,030.2	1,047.5	2,677.1	2,757.4	2,828.2
영업이익	178.9	224.5	266.3	360.4	400.3
영업이익률(%)	8.1	9.9	6.2	7.9	8.4
금융손익	-14.8	-13.0	-2.5	-4.8	-5.5
중속/관계기업관련손익	-11.1	6.1	64.2	66.9	69.4
기타영업외손익	-90.9	-33.2	-17.2	-18.1	-18.3
세전계속사업이익	62.1	184.3	310.8	404.3	446.0
법인세비용	29.6	40.9	68.2	93.9	104.4
당기순이익	32.6	143.4	242.6	310.5	341.6
지배주주지분 순이익	23.4	130.9	233.3	289.5	319.0
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	689.0	664.0	898.7	952.5	1,049.3
현금및현금성자산	103.2	114.3	101.7	109.9	170.8
매출채권	326.8	320.2	358.7	379.2	395.3
재고자산	62.2	76.4	146.1	154.4	161.0
비유동자산	2,064.6	2,137.9	2,564.8	2,821.1	3,052.2
유형자산	814.9	815.6	806.9	788.6	757.4
무형자산	933.9	950.3	1,205.9	1,453.6	1,694.9
투자자산	255.2	288.2	468.3	495.1	516.1
자산총계	2,753.6	2,801.8	3,463.6	3,773.6	4,101.5
유동부채	1,017.3	731.5	1,150.6	1,208.9	1,255.4
매입채무	40.0	36.0	68.8	72.7	75.8
단기차입금	157.0	21.8	21.8	21.8	21.8
유동성장기부채	268.1	151.9	63.0	60.4	58.8
비유동부채	373.4	586.2	645.1	645.3	644.1
사채	299.5	511.1	502.9	495.0	487.4
장기차입금	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,390.7	1,317.7	1,795.8	1,854.2	1,899.5
자본금	31.1	31.1	31.1	31.1	31.1
자본잉여금	84.9	80.4	80.4	80.4	80.4
기타포괄이익누계액	1.9	5.1	5.1	5.1	5.1
이익잉여금	811.9	924.1	1,098.6	1,329.2	1,589.3
비지배주주지분	445.5	455.8	465.1	486.0	508.6
자본총계	1,362.9	1,484.1	1,667.8	1,919.4	2,202.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	416.1	330.0	888.2	653.9	708.8
당기순이익(손실)	32.6	143.4	242.6	310.5	341.6
유형자산감가상각비	168.7	165.7	238.7	243.7	252.1
무형자산상각비	98.3	78.9	44.4	67.3	89.5
운전자본의 증감	16.3	-94.4	362.5	32.5	25.6
투자활동 현금흐름	-329.1	-256.4	-785.6	-576.2	-579.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-127.7	-183.2	-230.0	-225.4	-220.9
투자자산의 감소(증가)	-20.9	-27.0	-180.1	-26.8	-21.1
재무활동 현금흐름	-298.0	-61.9	-115.2	-69.4	-68.0
차입금증감	-291.8	-40.5	-97.1	-10.5	-9.1
자본의증가	-1.0	-4.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-210.8	11.1	-12.6	8.2	60.9
기초현금	314.1	103.2	114.3	101.7	109.9
기말현금	103.2	114.3	101.7	109.9	170.8
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	355,336	363,607	305,700	208,194	217,064
EPS(지배주주)	3,769	21,054	16,518	13,202	14,550
CFPS	73,481	76,426	42,770	32,962	36,190
EBITDAPS	71,726	75,472	38,897	30,616	33,838
BPS	147,596	165,443	54,854	65,370	77,233
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
배당수익률(%)	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	43.2	11.0	13.3	16.6	15.1
PCR	2.2	3.0	5.1	6.7	6.1
PSR	0.5	0.6	0.7	1.1	1.0
PBR	1.1	1.4	4.0	3.4	2.8
EBITDA	445.8	469.1	549.4	671.3	741.9
EV/EBITDA	4.3	5.1	10.2	8.3	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.6	13.5	20.9	22.0	20.4
EBITDA이익률	20.2	20.8	12.7	14.7	15.6
부채비율	102.0	88.8	107.7	96.6	86.3
금융비용부담률	1.2	0.9	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	7.0	11.1	14.6	21.5	24.3
매출채권회전율(x)	7.0	7.0	12.7	12.4	12.3
재고자산회전율(x)	35.7	32.6	38.8	30.4	30.2

주: 1H18 이전 실적은 합병이전 기준