



기업분석 | 통신/미디어

Analyst
김현웅

02 3779 8955

hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

| | |
|------|------------------|
| 목표주가 | 300,000 원 |
| 현재주가 | 221,600 원 |

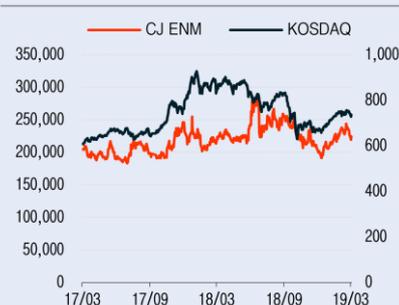
컨센서스 대비

| 상회 | 부합 | 하회 |
|----|----|----|
| | ● | |

Stock Data

| | |
|-----------------|---------------------|
| KOSDAQ (3/27) | 728.45 pt |
| 시가총액 | 48,588 억원 |
| 발행주식수 | 21,926 천주 |
| 52 주 최고가/최저가 | 286,400 / 191,200 원 |
| 90 일 일평균거래대금 | 159.87 억원 |
| 외국인 지분율 | 19.5% |
| 배당수익률(19.12E) | 1.3% |
| BPS(19.12E) | 143,064 원 |
| KOSDAQ 대비 상대수익률 | 1개월 -3.3% |
| | 6개월 -2.3% |
| | 12개월 2.1% |
| 주주구성 | 씨제이(주)외 5인 42.7% |
| | 국민연금공단 5.0% |

Stock Price



CJ ENM (035760)

복합기업의 장점이 부각되는 구간

다소 슬로우한 미디어를 영화/커머스가 메이크업하는 1분기

동사 1분기 실적은 매출액 1조 1,118억원(YoY +7.8%), 영업이익 865억원(YoY -4.0%)으로 매출은 컨센서스에 부합하나, 영업이익은 7% 가량 하회할 전망이다. 그러나 콘텐츠 흥행작 공백과 TV 광고단가의 성장률(프라임타임 평균단가 1~2월 합산 기준 YoY +2.2%) 정체로 인한 미디어 감익을 영화와 커머스가 메이크업하는 양호한 실적일 것으로 판단된다. 영화는 극한직업(관객수 1,600만명 돌파) 효과만 영업이익 80~100억원에 육박할 전망이다.

CJ헬로 매각과정 종결시 순차입금비율 40% → 0% 근접

미디어/엔터에 대한 전반적인 투자심리 위축되고 실적의 가시성이 낮아지는 현재의 구간에서는 복합기업인 CJ ENM의 장점이 더욱 부각되는 것으로 판단된다. 실적 방어 외에도 재무구조의 급격한 개선도 눈에 띄는 부분이다. CJ헬로 매각대금 8천억원이 유입되면 매각사업의 관련차입금이 제거되는 동시에 현금이 더해져, 작년말 1.4조원이 넘었던 순차입금은 1,000억원 수준으로 급감한다. 그간 아쉬운 점으로 지목되어 온 재무구조도 큰 폭으로 개선되고, 제작역량 강화를 위한 M&A 가능성도 한층 높아졌다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 30만원(유지)

동사에 대해 투자의견은 기존의 매수를 유지하고, 목표주가도 기존의 30만원을 유지하도록 한다. 투자의견 매수의 근거는 1분기 실적이 컨센서스를 소폭 하회하지만 Pure Player들과는 다르게 실적 방어력이 탁월하고, 3월말 빌리프랩 남자아이돌 글로벌 오디션 개시, 4월말에 Produce 101 시즌4 방영과 5월 아스달 연대기로 이어지는 모멘텀이 강하기 때문이다.

Financial Data

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 2,260 | 3,427 | 4,669 | 4,987 | 5,296 |
| 영업이익 | 224 | 251 | 352 | 389 | 423 |
| 세전계속사업손익 | 184 | 217 | 416 | 454 | 488 |
| 순이익 | 143 | 184 | 344 | 377 | 405 |
| EPS (원) | 21,705 | 8,766 | 15,682 | 17,185 | 18,490 |
| 증감률 (%) | n/a | -59.6 | 78.9 | 9.6 | 7.6 |
| PER (x) | 10.6 | 24.3 | 14.3 | 13.1 | 12.1 |
| PBR (x) | 1.4 | 1.6 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA (x) | 4.1 | 8.8 | 7.7 | 7.0 | 6.5 |
| 영업이익률 (%) | 9.9 | 7.3 | 7.5 | 7.8 | 8.0 |
| EBITDA 마진 (%) | 20.8 | 20.3 | 17.5 | 17.5 | 17.5 |
| ROE (%) | 13.5 | 8.5 | 11.5 | 11.4 | 11.2 |
| 부채비율 (%) | 88.8 | 96.1 | 88.8 | 83.0 | 78.8 |

주: IFRS 연결 기준

자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

1분기 실적 Preview

동사 1분기 실적은 매출액 1조 1,118억원(YoY +7.8%), 영업이익 865억원(YoY -4.0%)으로 매출은 컨센서스에 부합하나, 영업이익은 7% 가량 하회할 전망이다. 그러나 콘텐츠 흥행작 공백과 TV 광고단가의 성장률(프라임타임 평균단가 1~2월 합산 기준 YoY +2.2%) 정체로 인한 미디어 감익을 영화와 커머스가 메이크업하는 양호한 실적일 것으로 판단된다. 영화는 극한직업(관객수 1,600만명 돌파) 효과만 영업이익 80~100억원에 육박할 전망이다.

올해 실적은 매출액 4조 6,691억원(YoY +7.1%), 영업이익 3,523억원(YoY +11.9%)로 이익은 현재의 시장기대치를 4% 가량 하회할 것으로 전망한다. 매출 증가는 전 사업부문이 고르게 기여하는 가운데 커머스가 약 1,000억원, 음악/영화가 800억원, 미디어가 700억원 증가할 것으로 예상된다. 이익 측면에서도 커머스의 마진 정상화와 음악/영화의 증익이 두자리수 증익의 가장 큰 동인이다. 미디어의 경우 지상파 중간광고 도입 가능성이 상존하는 상황에서 TV 광고 고성장 유지여부와 콘텐츠 흥행작 부담이 복합적으로 작용하는 상황이라 판단된다.

표1 CJ ENM 부문별 실적추정 상세 내역

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 3,972.3 | 4,357.6 | 4,669.1 | 1,031.7 | 1,049.0 | 1,078.6 | 1,198.2 | 1,111.8 | 1,115.4 | 1,175.7 | 1,266.2 |
| % YoY | n/a | 9.7% | 7.1% | 12.1% | 7.3% | 10.9% | 9.91% | 7.8% | 6.3% | 9.0% | 5.7% |
| % QoQ | | | | -5.4% | 1.7% | 2.8% | 11.09% | -7.2% | 0.3% | 5.4% | 7.7% |
| 미디어 | 1,269.0 | 1,567.9 | 1,636.9 | 340.4 | 369.5 | 406.8 | 451.2 | 355.4 | 385.8 | 424.7 | 471.1 |
| 영화 | 220.6 | 213.3 | 256.8 | 80.0 | 36.0 | 45.0 | 52.3 | 98.8 | 41.1 | 58.9 | 58.1 |
| 음악 | 235.2 | 233.5 | 271.9 | 56.2 | 66.5 | 58.2 | 52.6 | 57.3 | 61.2 | 74.5 | 79.0 |
| 커머스 | 1,172.9 | 1,293.3 | 1,401.3 | 290.9 | 307.4 | 292.7 | 402.3 | 322.9 | 344.3 | 327.8 | 406.3 |
| CJ헬로 | 1,062.4 | 1,049.7 | 1,102.2 | 264.3 | 269.6 | 276.0 | 239.8 | 277.5 | 283.1 | 289.8 | 251.8 |
| 영업이익 | 287.7 | 315.0 | 352.3 | 90.1 | 79.1 | 76.4 | 69.4 | 86.5 | 87.6 | 91.7 | 86.5 |
| % YoY | n/a | 9.5% | 11.9% | 25.8% | -10.4% | 23.4% | 4.2% | -4.0% | 10.8% | 20.0% | 24.6% |
| % QoQ | | | | 35.3% | -12.2% | -3.4% | -9.2% | 24.6% | 1.3% | 4.7% | -5.7% |
| 미디어 | 61.9 | 111.5 | 114.0 | 24.6 | 29.2 | 37.2 | 20.5 | 22.4 | 27.2 | 35.5 | 28.9 |
| 영화 | -9.0 | -0.9 | 12.1 | 7.2 | -3.9 | -2.3 | -1.9 | 9.7 | -0.4 | 1.2 | 1.6 |
| 음악 | 11.0 | 11.2 | 16.3 | 2.8 | 4.0 | 3.5 | 0.9 | 2.4 | 4.5 | 5.6 | 3.8 |
| 커머스 | 152.3 | 124.4 | 139.6 | 42.5 | 33.9 | 17.8 | 30.2 | 38.6 | 40.1 | 28.8 | 32.1 |
| CJ헬로 | 72.2 | 68.9 | 70.3 | 13.1 | 15.9 | 20.2 | 19.7 | 13.4 | 16.2 | 20.6 | 20.1 |
| 영업이익률 (%) | 7.2% | 7.2% | 7.5% | 8.7% | 7.5% | 7.1% | 5.8% | 7.8% | 7.9% | 7.8% | 6.8% |
| 미디어 | 4.9% | 7.1% | 7.0% | 7.2% | 7.9% | 9.1% | 4.5% | 6.3% | 7.1% | 8.4% | 6.1% |
| 영화 | -4.1% | -0.4% | 4.7% | 9.0% | -10.8% | -5.1% | -3.6% | 9.8% | -1.0% | 2.0% | 2.8% |
| 음악 | 4.7% | 4.8% | 6.0% | 5.0% | 6.0% | 6.0% | 1.7% | 4.2% | 7.4% | 7.5% | 4.8% |
| 커머스 | 13.0% | 9.6% | 10.0% | 14.6% | 11.0% | 6.1% | 7.5% | 12.0% | 11.6% | 8.8% | 7.9% |
| CJ헬로 | 6.8% | 6.6% | 6.4% | 5.0% | 5.9% | 7.3% | 8.2% | 4.8% | 5.7% | 7.1% | 8.0% |

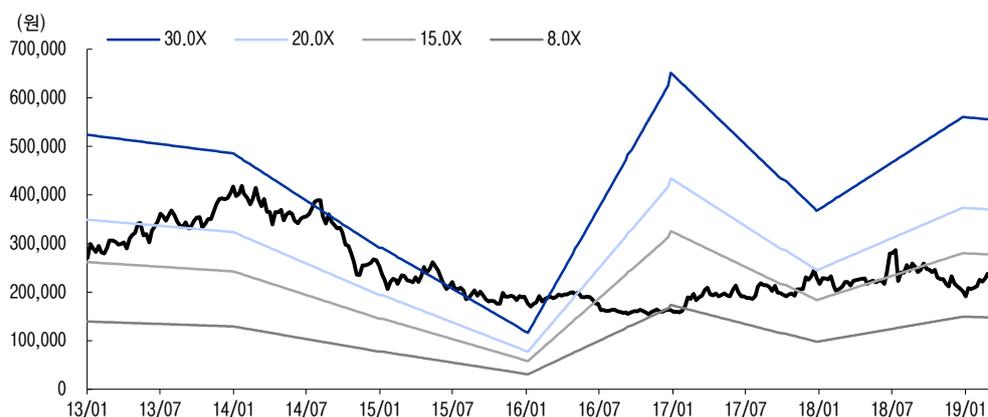
주: 2017년, 2018년 실적 테이블은 비교가능성을 위해 재무보고 기준이 아니라 합병후 실적기준으로 재작성
 자료: 씨제이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

동사에 대해 투자의견은 기존의 매수를 유지하고, 목표주가도 기존의 30만원을 유지하도록 한다. 투자의견 매수의 근거는 1분기 실적이 컨센서스를 소폭 하회하지만 Pure Player들과는 다르게 실적 방어력이 탁월하고, 3월말 빌리프랩 남자아이돌 글로벌 오디션 개시, 4월말 Produce 101 시즌4 방영과 5월 아스달 연대기로 이어지는 모멘텀이 강하기 때문이다.

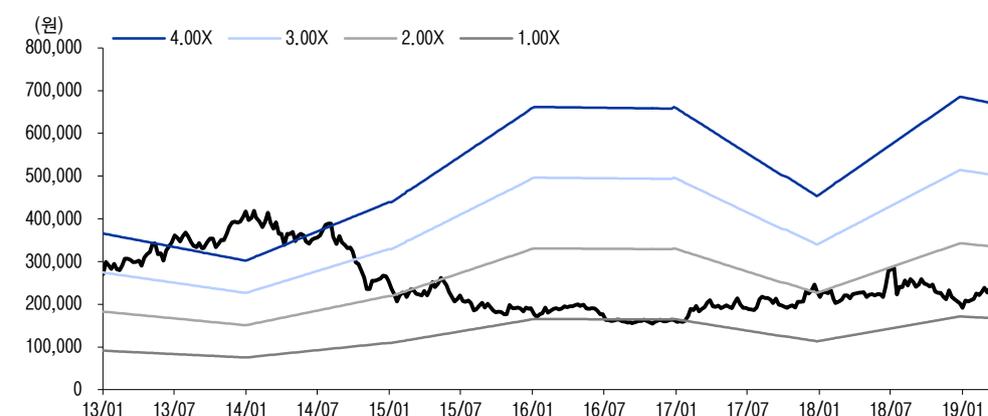
현재 주가는 CJ E&M과 CJ오쇼핑 합병 전후 기준의 전저점 21만원에서 5% 가량의 반등만 나온 상태다. 콘텐츠 해외판매, 디지털 광고를 중심으로 미디어 고성장이 여전히 유효하고, 올해부터는 그간 이익기여가 미약했던 음악과 영화가 본격적으로 실적에 기여한다. 복합기업의 메리트가 부각될만한 현재의 시장상황까지 감안한다면 동사는 지금이 매수 적기일 것으로 판단된다.

그림1 CJ ENM PER 밴드 차트



자료: 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 CJ ENM PBR 밴드 차트



자료: 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

재무상태표

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 664 | 1,907 | 1,991 | 2,146 | 2,379 |
| 현금 및 현금성자산 | 114 | 244 | 240 | 287 | 415 |
| 매출채권 및 기타채권 | 372 | 919 | 971 | 1,037 | 1,102 |
| 재고자산 | 76 | 210 | 222 | 237 | 252 |
| 기타유동자산 | 101 | 534 | 558 | 584 | 610 |
| 비유동자산 | 2,138 | 4,994 | 5,179 | 5,373 | 5,574 |
| 관계기업투자등 | 236 | 1,383 | 1,439 | 1,498 | 1,559 |
| 유형자산 | 816 | 1,397 | 1,467 | 1,548 | 1,635 |
| 무형자산 | 950 | 1,831 | 1,873 | 1,912 | 1,948 |
| 자산총계 | 2,802 | 6,901 | 7,171 | 7,519 | 7,953 |
| 유동부채 | 732 | 2,032 | 2,055 | 2,097 | 2,177 |
| 매입채무 및 기타채무 | 216 | 525 | 555 | 593 | 630 |
| 단기금융부채 | 174 | 892 | 847 | 812 | 812 |
| 기타유동부채 | 342 | 615 | 653 | 693 | 735 |
| 비유동부채 | 586 | 1,350 | 1,319 | 1,313 | 1,328 |
| 장기금융부채 | 512 | 1,006 | 961 | 941 | 941 |
| 기타비유동부채 | 74 | 343 | 357 | 372 | 387 |
| 부채총계 | 1,318 | 3,382 | 3,373 | 3,411 | 3,505 |
| 지배주주지분 | 1,028 | 2,859 | 3,137 | 3,448 | 3,788 |
| 자본금 | 31 | 111 | 111 | 111 | 111 |
| 자본잉여금 | 80 | 2,246 | 2,246 | 2,246 | 2,246 |
| 이익잉여금 | 924 | 1,076 | 1,354 | 1,665 | 2,005 |
| 비지배주주지분(연결) | 456 | 660 | 660 | 660 | 660 |
| 자본총계 | 1,484 | 3,519 | 3,797 | 4,108 | 4,448 |

현금흐름표

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 영업활동 현금흐름 | 374 | 534 | 792 | 838 | 891 |
| 당기순이익(손실) | 143 | 184 | 344 | 377 | 405 |
| 비현금수익비용가감 | 332 | 570 | 461 | 481 | 503 |
| 유형자산감가상각비 | 166 | 207 | 308 | 324 | 342 |
| 무형자산상각비 | 79 | 238 | 157 | 161 | 164 |
| 기타현금수익비용 | 1 | 125 | -4 | -3 | -3 |
| 영업활동 자산부채변동 | -50 | -172 | -12 | -20 | -17 |
| 매출채권 감소(증가) | -9 | -47 | -52 | -66 | -64 |
| 재고자산 감소(증가) | -10 | -123 | -12 | -15 | -15 |
| 매입채무 증가(감소) | -6 | 19 | 30 | 38 | 37 |
| 기타자산, 부채변동 | -25 | -22 | 22 | 23 | 25 |
| 투자활동 현금 | -256 | -289 | -641 | -670 | -698 |
| 유형자산처분(취득) | -182 | -207 | -379 | -404 | -429 |
| 무형자산 감소(증가) | -81 | -312 | -200 | -200 | -200 |
| 투자자산 감소(증가) | 68 | 69 | -47 | -49 | -52 |
| 기타투자활동 | -61 | 161 | -16 | -16 | -17 |
| 재무활동 현금 | -106 | -115 | -156 | -121 | -66 |
| 차입금의 증가(감소) | -89 | 99 | -90 | -55 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | -18 | -18 | -66 | -66 | -66 |
| 배당금의 지급 | 18 | 18 | 66 | 66 | 66 |
| 기타재무활동 | 0 | -195 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가 | 11 | 129 | -4 | 48 | 127 |
| 기초현금 | 103 | 114 | 244 | 240 | 287 |
| 기말현금 | 114 | 244 | 240 | 287 | 415 |

자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 2,260 | 3,427 | 4,669 | 4,987 | 5,296 |
| 매출원가 | 988 | 1,998 | 2,041 | 2,180 | 2,315 |
| 매출총이익 | 1,272 | 1,429 | 2,628 | 2,807 | 2,981 |
| 판매비 및 관리비 | 1,047 | 1,178 | 2,276 | 2,417 | 2,558 |
| 영업이익 | 224 | 251 | 352 | 389 | 423 |
| (EBITDA) | 469 | 696 | 817 | 874 | 929 |
| 금융손익 | -12 | 6 | 26 | 27 | 28 |
| 이자비용 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | 6 | 15 | 18 | 18 | 18 |
| 기타영업외손익 | -34 | -55 | 20 | 20 | 20 |
| 세전계속사업이익 | 184 | 217 | 416 | 454 | 488 |
| 계속사업법인세비용 | 41 | 33 | 72 | 77 | 83 |
| 계속사업이익 | 143 | 184 | 344 | 377 | 405 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 143 | 184 | 344 | 377 | 405 |
| 지배주주 | 131 | 165 | 344 | 377 | 405 |
| 총포괄이익 | 147 | 118 | 344 | 377 | 405 |
| 매출총이익률 (%) | 56.3 | 41.7 | 56.3 | 56.3 | 56.3 |
| 영업이익률 (%) | 9.9 | 7.3 | 7.5 | 7.8 | 8.0 |
| EBITDA 마진률 (%) | 20.8 | 20.3 | 17.5 | 17.5 | 17.5 |
| 당기순이익률 (%) | 6.3 | 5.4 | 7.4 | 7.6 | 7.7 |
| ROA (%) | 4.7 | 3.4 | 4.9 | 5.1 | 5.2 |
| ROE (%) | 13.5 | 8.5 | 11.5 | 11.4 | 11.2 |
| ROIC (%) | 10.5 | 8.0 | 8.0 | 8.5 | 8.9 |

주요 투자지표

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 투자지표 (x) | | | | | |
| P/E | 10.6 | 24.3 | 14.3 | 13.1 | 12.1 |
| P/B | 1.4 | 1.6 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 4.1 | 8.8 | 7.7 | 7.0 | 6.5 |
| P/CF | 3.0 | 5.3 | 6.1 | 5.7 | 5.4 |
| 배당수익률 (%) | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 2.3 | 51.6 | 36.3 | 6.8 | 6.2 |
| 영업이익 | 25.5 | 11.8 | 40.4 | 10.5 | 8.5 |
| 세전이익 | 196.6 | 17.8 | 91.4 | 9.2 | 7.6 |
| 당기순이익 | 340.2 | 28.4 | 86.7 | 9.6 | 7.6 |
| EPS | 458.6 | -59.6 | 78.9 | 9.6 | 7.6 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 88.8 | 96.1 | 88.8 | 83.0 | 78.8 |
| 유동비율 | 90.8 | 93.8 | 96.9 | 102.3 | 109.3 |
| 순차입금/자기자본(x) | 33.1 | 41.1 | 35.6 | 30.2 | 24.8 |
| 영업이익/금융비용(x) | 11.1 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 총차입금 (십억원) | 686 | 1,898 | 1,808 | 1,753 | 1,753 |
| 순차입금 (십억원) | 492 | 1,447 | 1,352 | 1,241 | 1,104 |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 21,705 | 8,766 | 15,682 | 17,185 | 18,490 |
| BPS | 165,443 | 130,382 | 143,064 | 157,249 | 172,738 |
| CFPS | 76,426 | 40,130 | 36,712 | 39,144 | 41,443 |
| DPS | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 |



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김현용)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

| 구분 | 투자등급 guide line (투자기간 6~12개월) | 투자등급 | 적용기준 (향후 12개월) | 투자의견 비율 | 비고 |
|-----------------|----------------------------------|---|--|---------------|--|
| Sector (업종) | 시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계 | Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소) | | | |
| Company (기업) | 절대수익률 기준 투자등급 3단계 | Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) | +15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대 | 96.4% 3.6% | 2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경 |
| | | 합계 | | 100.0% | 투자의견 비율은 2018. 1. 1 ~ 2018. 12. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신) |