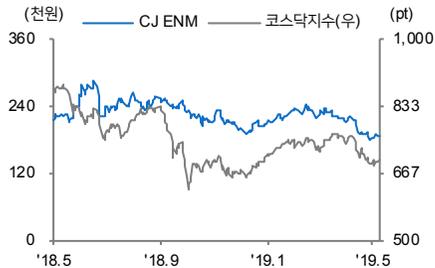


# CJ ENM(035760) 미디어 성장 기대감은 여전히 유효

Analyst 정지수 02.6454-4863  
jjsoo.jeong@meritz.co.kr

## Buy

적정주가(12개월)	260,000원	
현재주가 (6월 4일)	187,300원	
상승여력	38.8%	
KOSDAQ	702.53pt	
시가총액	41,073억원	
발행주식수	2,193만주	
유동주식비율	46.83%	
외국인비중	18.98%	
52주 최고/최저가	286,400원/181,100원	
평균거래대금	134.7억원	
<b>주요주주(%)</b>		
CJ 외 5인	42.70	
국민연금	5.00	
<b>주가상승률(%)</b>		
	절대주가	상대주가
1개월	-14.5	-7.3
6개월	-19.3	-18.6
12개월	-15.6	5.5
<b>주가그래프</b>		



### 2Q19 연결 영업이익 843억원(+6.5% YoY) 전망

- 1Q19 상각비 및 인건비 증가로 미디어 부문 영업이익 전년 대비 -44.2% 감소한 137억원 기록
- <아스달 연대기> 방영 등 콘텐츠 투자 확대로 2Q19 미디어 영업이익 276억원(-5.7% YoY) 전망
- 다만, 2Q19에도 TV광고와 디지털 광고는 각각 전년 대비 +12.0%, +18.0% 개선되며 성장 기대감 지속

### 2019년 연결 영업이익 3,611억원(+14.6% YoY) 전망

- 2019년 연결 매출액 4조 6,623억원(+6.6% YoY), 영업이익 3,611억원(+14.6% YoY) 전망
- TV 및 디지털 광고 성장이 지속될 전망이며, 커머스도 수익성 위주의 사업 포트폴리오 강화 계획
- 음악 부문 역시 <프로듀스X101> 흥행과 하반기 <프로듀스101 재팬> 효과로 의미 있는 실적 기여 가능

### 투자의견 Buy 유지, 적정주가 260,000원으로 하향

- 하반기 <아스달 연대기>, <빌리플랩>, <쇼미더머니8> 등 자체 콘텐츠를 활용한 광고 수익 증대 기대
- 2019년 배당성향 15%를 유지할 전망이며, 실적 개선에 따른 DPS 상향 가능성 존재
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 280,000원에서 260,000원으로 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,260.0	224.5	130.9	21,054	340.2	165,443	11.0	1.4	5.1	13.5	88.8
2018	3,426.8	251.0	162.6	11,514	-43.5	126,022	17.5	1.6	8.3	8.6	97.2
2019E	4,662.3	361.1	242.3	11,047	-15.3	134,815	17.3	1.4	7.0	8.5	104.3
2020E	4,910.7	401.1	294.6	13,435	21.6	145,564	14.3	1.3	7.1	9.6	99.6
2021E	5,169.7	450.7	347.3	15,836	17.9	158,267	12.1	1.2	6.8	10.4	94.6

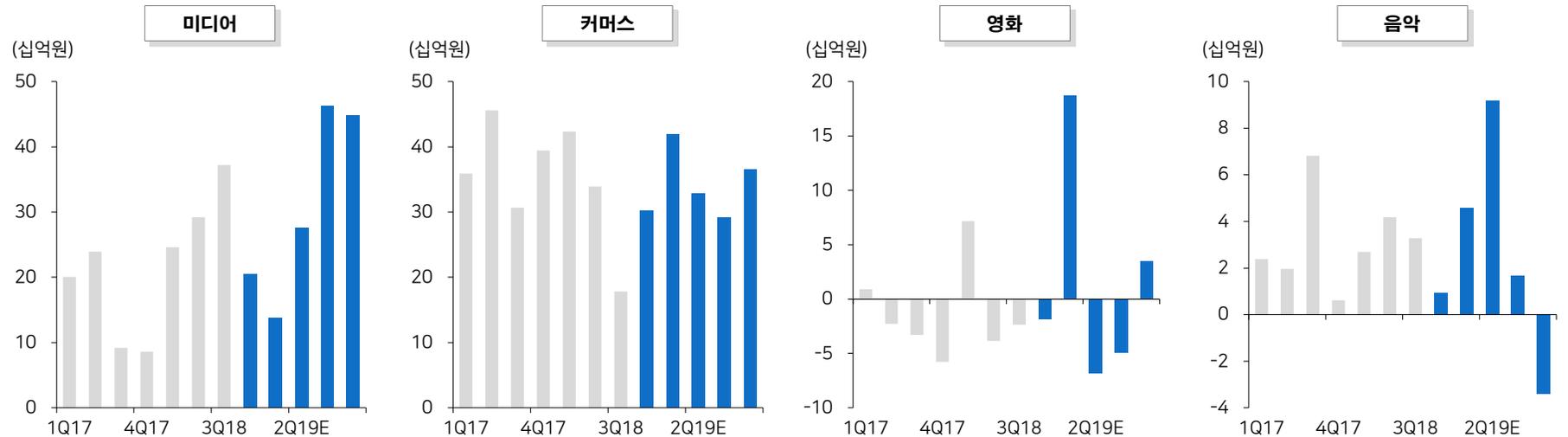
# CJ ENM - CJ ENM 사업부별 실적 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 2019년 미디어/커머스/음악 등 전 사업부 실적 개선 기대

- 미디어 사업은 콘텐츠 상각비에 대한 우려는 남아있으나, 방송 부문의 외형 성장은 지속 가능
- 커머스 사업은 자체 브랜드 확대를 통해 수익성 개선이 가능할 전망
- 영화 사업은 성숙기에 접어든 국내 영화 시장 상황을 반영해 보수적으로 전망
- 음악 사업은 <프로듀스X101>, <프로듀스101 재팬> 효과로 실적 개선 기대

## CJ ENM 사업부별 영업이익의 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 메리츠증권리서치센터

# CJ ENM - SOTP Valuation

투자의견 Buy 유지,  
적정주가 260,000원으로 하향

- 투자의견 Buy 유지, 적정주가 280,000원에서 260,000원으로 하향
- 커머스와 미디어 영업가치는 국내 유통 및 미디어 업종 평균 PER을 각각 적용한 3조 3,858억원 추정
- 비영업가치는 넷마블, 스튜디오드래곤 등 보유 지분가치에 20% 할인을 적용한 2조 9,753억원 추정

## CJ ENM SOTP Valuation

	12MF 세후영업이익 (십억원)	Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
CJ ENM 커머스 영업가치 (A)	102.9	11.0	1,132.2	유통업종 평균 PER
CJ ENM 미디어 영업가치 (B)	112.7	20.0	2,253.6	넷마블, 스튜디오드래곤 가치 제거, 미디어 업종 평균 PER
<b>비영업가치 (C)</b>			<b>2,975.3</b>	
넷마블 지분가치			1,729.9	지분율 22%, 할인율 20% 적용
스튜디오드래곤 지분가치			1,180.8	지분율 71%, 할인율 20% 적용
삼성생명 지분가치			64.6	지분율 0.5%, 할인율 20% 적용
순차입금 (D)			<b>584.3</b>	CJ헬로 매각대금 포함
<b>총기업가치 (E=A+B+C-D)</b>			<b>5,776.8</b>	
발행주식수 (F / 만주)			2,193	
<b>적정주가 (E/F)</b>			<b>263,421</b>	

자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

# CJ ENM 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,031.7</b>	<b>1,049.0</b>	<b>1,096.3</b>	<b>1,198.2</b>	<b>1,104.8</b>	<b>1,123.7</b>	<b>1,167.3</b>	<b>1,266.5</b>	<b>4,375.3</b>	<b>4,662.3</b>	<b>4,910.7</b>
% YoY	10.6%	7.3%	12.7%	9.9%	7.1%	7.1%	6.5%	5.7%	10.1%	6.6%	5.3%
미디어	332.5	361.9	406.8	451.2	380.0	401.6	467.4	501.0	1,552.4	1,749.9	1,930.5
광고	119.6	141.9	145.3	158.2	139.8	158.9	167.1	170.9	565.0	636.7	705.4
수신료	50.2	50.1	49.6	58.6	53.0	49.8	50.1	58.0	208.5	210.9	213.9
기타	162.7	169.8	212.0	234.4	187.2	192.8	250.2	272.1	778.9	902.3	1,011.2
커머스	290.9	307.5	295.0	402.4	324.1	352.5	327.5	381.6	1,295.7	1,385.7	1,467.6
TV	154.1	154.1	145.4	172.3	146.4	162.5	139.1	151.4	626.0	599.4	580.1
디지털	96.4	105.5	99.2	158.3	122.6	130.7	130.9	163.5	459.4	547.7	644.6
기타	40.3	47.9	50.3	71.8	55.1	59.3	57.5	66.7	210.3	238.6	242.8
영화	80.0	36.0	45.0	52.3	104.1	38.8	53.1	70.9	213.2	266.9	236.1
극장	41.5	12.4	28.1	19.2	75.9	18.4	32.0	32.8	101.1	159.1	121.6
부가판권	10.5	7.4	6.9	8.2	7.2	7.6	7.1	8.4	33.0	30.3	31.3
뮤지컬	14.4	7.4	4.3	5.6	4.0	4.0	8.3	10.2	31.7	26.4	31.6
기타	13.6	8.8	5.7	19.3	17.0	8.9	5.8	19.5	47.3	51.1	51.6
음악	56.2	66.5	58.2	52.6	52.1	69.5	58.4	54.1	233.5	234.1	242.0
음반/음원	28.2	29.0	23.0	32.9	21.6	33.8	33.9	34.4	113.1	123.7	139.1
기타	28.0	37.5	35.2	19.6	30.5	35.7	24.5	19.7	120.3	110.4	102.9
CJ헬로	272.1	277.2	291.4	239.9	244.6	261.4	261.0	258.9	1,080.6	1,025.7	1,034.5
<b>영업이익</b>	<b>89.9</b>	<b>79.2</b>	<b>76.5</b>	<b>69.4</b>	<b>92.1</b>	<b>84.3</b>	<b>89.9</b>	<b>94.7</b>	<b>315.0</b>	<b>361.1</b>	<b>401.1</b>
% YoY	17.0%	-10.4%	23.6%	14.6%	2.4%	6.5%	17.5%	36.5%	9.5%	14.6%	11.1%
미디어	24.6	29.2	37.2	20.5	13.7	27.6	46.3	44.8	111.5	132.4	174.4
커머스	42.3	33.9	17.8	30.2	42.0	32.8	29.1	36.6	124.4	140.5	149.5
영화	7.2	-3.9	-2.3	-1.9	18.8	-6.8	-4.9	3.5	-0.9	10.5	-7.3
음악	2.7	4.2	3.3	0.9	4.6	9.2	1.7	-3.4	11.1	12.0	16.4
CJ헬로	13.1	15.7	20.5	19.6	13.1	21.6	17.7	13.2	68.9	65.6	68.2
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>120.2</b>	<b>97.8</b>	<b>72.6</b>	<b>27.3</b>	<b>86.3</b>	<b>90.0</b>	<b>89.1</b>	<b>98.2</b>	<b>317.9</b>	<b>363.6</b>	<b>401.9</b>
법인세비용	11.1	13.3	16.1	0.3	21.1	16.6	20.4	19.0	48.9	121.3	107.2
<b>당기순이익</b>	<b>96.4</b>	<b>78.8</b>	<b>54.2</b>	<b>39.6</b>	<b>49.0</b>	<b>63.7</b>	<b>61.8</b>	<b>67.8</b>	<b>269.0</b>	<b>242.3</b>	<b>294.6</b>
<b>이익률 (%)</b>											
영업이익률	8.7	7.5	7.0	5.8	8.3	7.5	7.7	7.5	7.2	7.7	8.2
당기순이익률	9.3	7.5	4.9	3.3	4.4	5.7	5.3	5.4	6.1	5.2	6.0

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

# CJ ENM(035760)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,260.0	3,426.8	4,662.3	4,910.7	5,169.7
매출액증가율 (%)	2.3	51.6	36.1	5.3	5.3
매출원가	988.0	1,998.0	2,666.8	2,795.9	2,925.8
매출총이익	1,272.0	1,428.8	1,995.6	2,114.8	2,243.9
판매관리비	1,047.5	1,177.8	1,634.5	1,713.6	1,793.2
<b>영업이익</b>	<b>224.5</b>	<b>251.0</b>	<b>361.1</b>	<b>401.1</b>	<b>450.7</b>
영업이익률	9.9	7.3	7.7	8.2	8.7
금융손익	-13.0	-2.8	-4.2	-9.2	-1.1
중속/관계기업손익	6.1	-2.1	41.1	44.4	46.0
기타영업외손익	-33.2	-28.8	-34.4	-34.5	-33.8
세전계속사업이익	184.3	217.3	363.6	401.9	461.8
법인세비용	40.9	33.0	121.3	107.2	114.5
<b>당기순이익</b>	<b>143.4</b>	<b>184.2</b>	<b>242.3</b>	<b>294.6</b>	<b>347.3</b>
지배주주지분 순이익	130.9	162.6	242.3	294.6	347.3
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	664.0	1,806.6	2,229.3	2,557.5	2,864.3
현금및현금성자산	114.3	453.4	388.2	618.3	822.8
매출채권	320.2	880.6	1,198.1	1,261.9	1,328.5
재고자산	76.4	94.3	128.2	135.1	142.2
비유동자산	2,137.9	4,948.4	5,162.5	5,136.4	5,179.3
유형자산	815.6	1,398.2	1,326.2	1,350.5	1,379.0
무형자산	950.3	1,827.0	1,572.2	1,411.8	1,311.6
투자자산	288.2	1,517.2	2,064.3	2,174.2	2,288.9
<b>자산총계</b>	<b>2,801.8</b>	<b>6,755.0</b>	<b>7,391.8</b>	<b>7,693.9</b>	<b>8,043.6</b>
유동부채	731.5	2,021.8	2,398.7	2,474.4	2,552.9
매입채무	36.0	186.2	253.3	266.8	280.9
단기차입금	21.8	692.8	692.8	692.8	692.8
유동성장기부채	151.9	200.9	171.0	165.0	158.2
비유동부채	586.2	1,307.5	1,374.3	1,364.9	1,357.6
사채	511.1	762.3	732.3	703.5	675.8
장기차입금	0.0	270.5	270.5	270.5	270.5
<b>부채총계</b>	<b>1,317.7</b>	<b>3,329.3</b>	<b>3,772.9</b>	<b>3,839.3</b>	<b>3,910.5</b>
자본금	31.1	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	80.4	2,245.0	2,245.0	2,245.0	2,245.0
기타포괄이익누계액	5.1	-150.5	-150.5	-150.5	-150.5
이익잉여금	924.1	1,069.9	1,263.0	1,498.8	1,777.3
비지배주주지분	455.8	662.4	662.4	662.4	662.4
<b>자본총계</b>	<b>1,484.1</b>	<b>3,425.7</b>	<b>3,618.8</b>	<b>3,854.5</b>	<b>4,133.1</b>

주: 1H18 이전 실적은 합병이전 기준

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>330.0</b>	<b>586.7</b>	<b>793.5</b>	<b>733.4</b>	<b>734.8</b>
당기순이익(손실)	143.4	184.2	242.3	294.6	347.3
유형자산상각비	165.7	180.2	222.1	225.7	231.5
무형자산상각비	78.9	346.2	304.8	212.9	155.4
운전자본의 증감	-94.4	-81.5	24.4	0.2	0.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-256.4</b>	<b>-158.4</b>	<b>-781.3</b>	<b>-419.3</b>	<b>-437.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-183.2	-229.2	-150.0	-250.0	-260.0
투자자산의 감소(증가)	-27.0	-1,231.2	-547.0	-109.9	-114.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-61.9</b>	<b>-88.9</b>	<b>-83.4</b>	<b>-83.9</b>	<b>-93.3</b>
차입금의 증감	-40.5	1,246.7	-59.9	-34.8	-34.4
자본의 증가	-4.5	2,244.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.1	339.1	-65.2	230.1	204.5
기초현금	103.2	114.3	453.4	388.2	618.3
기말현금	114.3	453.4	388.2	618.3	822.8
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	363,607	242,601	212,615	223,933	235,747
EPS(지배주주)	21,054	11,514	11,047	13,435	15,836
CFPS	76,426	51,528	41,864	39,364	39,346
EBITDAPS	75,472	55,033	40,492	38,290	38,194
BPS	165,443	126,022	134,815	145,564	158,267
DPS	3,000	1,200	2,500	3,000	3,500
배당수익률(%)	1.3	0.6	1.3	1.6	1.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	11.0	17.5	17.3	14.3	12.1
PCR	3.0	3.9	4.6	4.9	4.9
PSR	0.6	0.8	0.9	0.9	0.8
PBR	1.4	1.6	1.4	1.3	1.2
EBITDA	469.1	777.4	887.9	839.7	837.6
EV/EBITDA	5.1	8.3	7.0	7.1	6.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.5	8.6	8.5	9.6	10.4
EBITDA 이익률	20.8	22.7	19.0	17.1	16.2
부채비율	88.8	97.2	104.3	99.6	94.6
금융비용부담률	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
이자보상배율(x)	11.1	7.5	7.5	8.5	9.7
매출채권회전율(x)	7.0	5.7	4.5	4.0	4.0
재고자산회전율(x)	32.6	40.2	41.9	37.3	37.3