



2018/08/09

CJ ENM(035760)

콘텐츠 사업의 이익 비중 확대에 따른 기업가치 향상 기대

■ 2Q18 Review: 매출액 +7.3% YoY, 영업이익 -10.4% YoY 기록

CJ ENM의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 490억원(+7.3% YoY), 792억 원(-10.4% YoY)을 기록했다. 월드컵 효과로 상대적으로 케이블TV 채널이 불리했는데도 불구하고 채널 및 프라임 시간대 브랜딩 강화를 기반으로 TV광고 매출액은 전년동기대비 10.1% 증가했다. 3분기는 비수기이지만 '미스터션샤인', '꽃보다 할배 리턴즈' 등의 콘텐츠 경쟁력을 기반으로 TV광고 매출액은 두자릿수 성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 지난해 2분기에 부가세 환급분 90억원이 반영되어 올해 2분기 영업이익은 역성장을 기록했지만, 미디어와 음악 사업 부문의 지속적인 수익성 개선과 영화 사업의 흑자 전환으로 3분기 영업이익은 플러스 성장으로 전환할 것으로 기대한다.

■ 콘텐츠와 커머스 결합을 통한 시너지 창출 기대

기존 CJ오쇼핑과 CJ E&M은 전통 TV 채널에서 벗어나 신규 커머스로 사업을 확장해 나갈 것이며, 일회성으로 소모되는 콘텐츠가 아닌 MD 상품 출시 등 IP를 활용한 수익 모델을 다각화할 예정이다. 높은 퀄리티의 콘텐츠에 커머스 기능이 결합되면 광고, 브랜드 콘텐츠, 커머스 등으로 수익 모델이 다변화 될 수 있으며 해외 시장 확대도 더욱 가속화될 수 있다. 연간 4천편의 디지털 오리지널 콘텐츠를 제작하여 SNS, 유튜브 등 디지털 채널을 통해 유통할 예정으로 콘텐츠의 초기 기획 단계부터 커머스 단계까지 고려한 타깃 맞춤형 디지털 콘텐츠 제작과 유통이 확대될 예정이다.

■ 투자의견 BUY, 목표주가 33.5만원으로 커버리지 개시

CJ ENM에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 33.5만원으로 커버리지 개시한다. 콘텐츠 사업, 커머스 사업 부문별 영업가치와 넷마블, CJ헬로의 지분가치를 합산한 SOTP 방식으로 목표주가를 산정했다. 상대적으로 낮은 멀티풀이 적용되는 커머스 사업의 영업이익은 전체 영업이익 대비 40% 수준을 차지하고 있는데 향후 방송과 음악 사업의 영업이익 비중이 점진적으로 향상되면서 기업가치 또한 함께 향상될 것으로 예상한다. 더불어 스튜디오드래곤, 넷마블, CJ헬로 등 보유자산 매각을 통한 M&A 진행 및 글로벌 미디어 사업자와의 전략적 협업에 대한 기대감이 긍정적인 투자 심리를 형성할 것으로 기대한다.

인터넷/게임/미디어 김민정
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

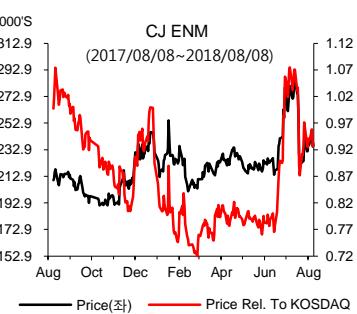
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	335,000원
종가(2018/08/08)	236,200원

Stock Indicator

자본금	31십억원
발행주식수	2,193만주
시가총액	5,179십억원
외국인지분율	20.9%
배당금(2017)	3,000원
EPS(2018E)	21,577원
BPS(2018E)	115,687원
ROE(2018E)	17.1%
52주 주가	191,100~286,400원
60일평균거래량	76,057주
60일평균거래대금	18.3십억원

Price Trend



<표 1> CJ ENM 2분기 잡정실적

	2017	2018E	2019E	2Q17	1Q18	2Q18P	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	3,973.4	4,317.7	4,628.5	977.6	1,031.7	1,049.0	1,044.5	0.4
YoY(%)	7.2	8.7	7.2		10.6	7.3	6.8	0.5
QoQ(%)				4.8	-5.4	1.7	1.2	0.4
영업이익	287.6	346.4	388.8	88.3	89.9	79.2	83.9	-5.7
YoY(%)	39.1	20.4	12.2		17.0	-10.4	-5.0	-5.4
QoQ(%)				14.9	48.5	-12.0	-6.7	-5.3
이익률(%)	7.2	8.0	8.4	9.0	8.7	7.5	8.0	-0.5
순이익	565.4	334.1	343.2	440.0	96.4	78.8	n/a	-
이익률(%)	14.2	7.7	7.4	45.0	9.3	7.5	n/a	-

자료: CJ ENM, Dataguide, 하이투자증권

주: 연결기준

〈표 2〉 CJ ENM 실적 추이 및 전망

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	(단위: 십억원)
매출액	3973.4	4317.7	4628.5	933.0	977.6	972.5	1,090.2	1,031.7	1,049.0	1,050.1	1,186.9	
방송	1,261.9	1,441.5	1,576.1	278.6	323.1	309.7	350.5	332.5	361.9	350.5	396.6	
커머스	1,193.3	1,231.8	1,289.3	285.6	300.0	276.2	331.4	290.9	307.5	281.2	352.3	
영화	198.7	241.8	276.5	61.1	46.1	56.5	61.5	80.0	36.0	59.7	66.1	
음악	230.7	270.6	309.7	47.4	47.1	66.3	69.8	56.2	66.5	71.1	76.8	
CJ헬로	1,062.3	1,132.0	1,177.0	260.3	261.2	263.8	276.9	272.1	277.2	287.5	295.2	
매출총이익	1,712.1	1,722.8	1,874.6	416.9	437.7	405.8	451.6	406.1	410.0	420.0	486.6	
영업이익	287.6	346.4	388.8	76.9	88.3	61.9	60.5	89.9	79.2	82.2	95.1	
방송	61.8	115.4	126.1	20.1	24.0	9.2	8.6	24.6	29.2	29.1	32.5	
커머스	151.6	149.3	148.3	35.9	45.6	30.7	39.5	42.3	33.9	31.8	41.2	
영화	-10.4	5.8	5.5	0.9	-2.3	-3.3	-5.8	7.2	-3.9	1.8	0.7	
음악	11.8	18.2	21.6	2.4	2.0	6.8	0.6	2.7	4.2	4.7	6.6	
CJ헬로	72.9	57.8	87.3	17.6	19.1	18.5	17.6	13.1	15.7	14.8	14.1	
세전이익	776.6	427.1	451.6	92.2	592.4	59.9	32.1	120.2	97.8	96.0	113.1	
순이익	565.4	334.1	343.2	66.6	440.0	38.1	20.7	96.4	78.8	73.0	85.9	
성장률 (YoY %)												
매출액	7.2	8.7	7.2	n/a	n/a	n/a	n/a	10.6	7.3	8.0	8.9	
방송	15.4	14.2	9.3	n/a	n/a	n/a	n/a	19.4	12.0	13.2	13.1	
커머스	2.6	3.2	4.7	n/a	n/a	n/a	n/a	1.8	2.5	1.8	6.3	
영화	-5.7	21.7	14.4	n/a	n/a	n/a	n/a	30.9	-21.9	5.7	7.4	
음악	15.7	17.3	14.5	n/a	n/a	n/a	n/a	18.4	41.1	7.2	10.0	
CJ헬로	2.1	6.6	4.0	n/a	n/a	n/a	n/a	4.5	6.1	9.0	6.6	
매출총이익	9.9	0.6	8.8	n/a	n/a	n/a	n/a	-2.6	-6.3	3.5	7.8	
영업이익	39.1	20.4	12.2	n/a	n/a	n/a	n/a	17.0	-10.4	32.9	57.0	
방송	33.1	86.7	9.2	n/a	n/a	n/a	n/a	22.5	21.9	216.4	278.0	
커머스	11.5	-1.6	-0.7	n/a	n/a	n/a	n/a	17.9	-25.6	3.7	4.5	
영화	적지	흑전	-3.9	n/a	n/a	n/a	n/a	688.7	적지	흑전	흑전	
음악	63.3	54.6	18.7	n/a	n/a	n/a	n/a	13.0	113.7	-30.4	969.0	
CJ헬로	69.7	-20.7	51.2	n/a	n/a	n/a	n/a	-25.4	-17.7	-19.9	-20.2	
세전이익	499.0	-45.0	5.7	n/a	n/a	n/a	n/a	30.3	-83.5	60.3	252.2	
순이익	505.1	-40.9	2.7	n/a	n/a	n/a	n/a	44.7	-82.1	91.5	315.2	
이익률 (%)												
영업이익률	7.2	8.0	8.4	8.2	9.0	6.4	5.6	8.7	7.5	7.8	8.0	
세전이익률	19.5	9.9	9.8	9.9	60.6	6.2	2.9	11.6	9.3	9.1	9.5	
순이익률	14.2	7.7	7.4	7.1	45.0	3.9	1.9	9.3	7.5	6.9	7.2	

자료: CJ ENM, Dataguide, 하이투자증권

주: 연결기준

〈표 3〉 CJ E&M 목표주가 산정

(단위: 십억원)

구분	비고
콘텐츠 사업 부문 12MF 영업이익	149.9
Target PER (배)	30.6
콘텐츠 사업부문 영업가치	4,586.8
커머스 사업 부문 12MF 영업이익	146.9
Target PER	12.4
커머스 사업부문 영업가치	1,821.4
넷마블 시가총액	12,099.8
넷마블 지분율 (%)	22.10
넷마블 지분가치	2,139.2
CJ 헬로 시가총액	697.7
CJ 헬로 지분율 (%)	53.92
CJ 헬로 지분가치	301.0
순차입금	1,469.1
목표 시가총액	7,379.3
발행주식수 (천주)	21,926
목표주가 (원)	335,000
현 주가 (원, 8/8 기준)	236,200
상승여력 (%)	41.8
	2Q18 기준

<표 4> CJ ENM Global Peers Valuation 비교

	화이 브라더스	넷플릭스	디즈니	알리바바	바이두	텐센트	
저장화처 필름	1.4	0.8	351.8	116.6	179.9	226.7	
현재주가 (달러)	2,421.3	2,292.7	153,207.0	173,353.0	466,385.8	79,358.8	
시가총액 (백만달러)	441,574.2						
절대수익률 (%)							
1M	-3.1	-7.2	-13.8	11.2	-6.4	-10.0	-5.8
3M	-16.9	-36.1	7.6	14.5	-8.3	-13.8	-6.8
6M	-22.6	-43.9	40.7	15.0	3.6	6.9	-13.4
1Y	-26.9	-39.5	97.3	9.0	14.2	-1.2	10.8
YTD	-13.9	-35.3	83.3	8.4	4.3	-3.2	-10.3
초과수익률 (%p)							
1M	-6.7	-10.8	-17.4	7.7	-10.0	-13.5	-9.4
3M	-23.9	-43.1	0.6	7.5	-15.3	-20.8	-13.8
6M	-33.3	-54.7	29.9	4.3	-7.2	-3.9	-24.1
1Y	-42.4	-55.0	81.8	-6.5	-1.3	-16.7	-4.7
YTD	-20.8	-42.2	76.4	1.5	-2.6	-10.1	-17.3
PER							
2017	14.9	29.1	143.8	17.3	47.1	37.3	44.5
2018E	21.1	16.1	110.9	16.4	30.0	22.5	35.6
2019E	16.4	13.9	71.4	15.5	23.0	19.7	27.0
PBR							
2017	2.6	2.5	23.2	3.6	6.7	4.6	12.5
2018E	2.2	1.5	29.5	3.8	6.7	3.7	9.0
2019E	1.9	1.3	21.1	3.2	5.4	3.2	7.0
EV/EBITDA							
2017	23.5	65.9	95.4	10.5	29.3	17.8	29.8
2018E	17.0	14.9	77.0	10.9	22.5	17.6	23.6
2019E	13.1	12.6	53.7	10.6	16.2	14.2	18.4
ROE(%)							
2017	9.6	8.9	17.9	21.2	17.5	17.6	33.2
2018E	10.7	9.0	26.7	25.3	17.6	17.1	27.9
2019E	12.5	9.6	30.1	22.1	20.5	15.9	28.1
매출액성장률(%)							
2017	18.0	12.7	32.4	-0.9	56.5	20.2	56.5
2018E	25.9	18.8	35.8	7.1	154.9	22.3	41.2
2019E	20.4	17.0	24.5	2.8	35.5	21.2	33.9
영업이익성장률(%)							
2017	54.3	-0.7	120.8	-3.0	65.1	56.1	59.9
2018E	20.0	213.4	104.4	8.7	84.0	27.0	31.2
2019E	29.1	21.0	58.5	1.5	42.3	20.5	26.1
순이익성장률(%)							
2017	32.6	2.5	199.4	-4.4	-38.9	57.3	74.0
2018E	23.1	5.5	152.9	21.0	140.1	31.8	17.0
2019E	28.4	18.9	51.0	2.2	33.4	13.7	32.4
영업이익률(%)							
2017	14.7	8.6	7.2	25.0	30.4	18.5	35.6
2018E	14.0	22.6	10.8	25.4	21.9	19.2	33.1
2019E	15.0	23.4	13.7	25.0	23.0	19.1	31.2
순이익률(%)							
2017	12.1	21.1	4.8	16.3	27.6	21.6	30.1
2018E	11.9	18.7	8.9	18.4	26.0	23.2	24.9
2019E	12.7	19.0	10.8	18.3	25.6	21.8	24.6

자료: Bloomberg, 하이투자증권 추정

주: Bloomberg Consensus

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2017	2018E	2019E	2020E			2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	664	1,487	2,232	2,873		매출액	3,973	4,318	4,629	4,975	
현금 및 현금성자산	114	652	1,329	1,896		증가율(%)	7.2	8.7	7.2	7.5	
단기금융자산	83	332	365	401		매출원가	2,261	2,595	2,754	2,926	
매출채권	372	405	434	466		매출총이익	1,712	1,723	1,875	2,050	
재고자산	76	83	89	96		판매비와관리비	1,424	1,376	1,486	1,612	
비유동자산	2,138	4,985	4,490	4,146		연구개발비	2	2	2	2	
유형자산	816	1,381	1,154	980		기타영업수익	-	-	-	-	
무형자산	950	1,831	1,553	1,371		기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계	2,802	6,472	6,722	7,019		영업이익	288	346	389	438	
유동부채	732	1,945	1,911	1,881		증가율(%)	39.1	20.4	12.2	12.6	
매입채무	36	39	42	45		영업이익률(%)	7.2	8.0	8.4	8.8	
단기차입금	22	1,272	1,272	1,272		이자수익	-	-	-	-	
유동성장기부채	152	152	152	152		이자비용	-	-	-	-	
비유동부채	586	1,506	1,506	1,506		지분법이익(손실)	6	6	6	6	
사채	511	1,431	1,431	1,431		기타영업외손익	496	125	83	72	
장기차입금	-	-	-	-		세전계속사업이익	777	427	452	510	
부채총계	1,318	3,451	3,417	3,388		법인세비용	41	93	108	122	
지배주주지분	1,028	2,537	2,789	3,083		세전계속이익률(%)	19.5	9.9	9.8	10.3	
자본금	31	1,295	1,295	1,295		당기순이익	565.4	334	343	388	
자본잉여금	80	80	80	80		순이익률(%)	14.2	7.7	7.4	7.8	
이익잉여금	924	1,170	1,424	1,719		지배주주귀속 순이익	131	305	313	354	
기타자본항목	-12	-12	-12	-12		기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	
비지배주주지분	456	485	515	549		총포괄이익	142	333	342	386	
자본총계	1,484	3,022	3,304	3,632		지배주주귀속총포괄이익	141	329	338	382	

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	330	483	802	695	
당기순이익	143	334	343	388	
유형자산감가상각비	166	164	227	174	
무형자산상각비	79	79	279	181	
지분법관련손실(이익)	6	6	6	6	
투자활동 현금흐름	-256	-3,367	-71	-75	
유형자산의 처분(취득)	-183	-730	-	-	
무형자산의 처분(취득)	-86	-960	-	-	
금융상품의 증감	67	-249	-33	-36	
재무활동 현금흐름	-62	3,416	-59	-59	
단기금융부채의증감	-	-	-	-	
장기금융부채의증감	363	920	-	-	
자본의증감	-	1,264	-	-	
배당금지급	-18	-18	-59	-59	
현금및현금성자산의증감	11	537	678	567	
기초현금및현금성자산	103	114	652	1,329	
기말현금및현금성자산	114	652	1,329	1,896	

주요투자지표		(단위:원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		21,054	21,577	14,279	16,130
BPS		165,443	115,687	127,210	140,584
CFPS		60,410	38,810	37,354	32,308
DPS		3,000	3,000	3,000	3,000
Valuation(배)					
PER		11.0	10.9	16.5	14.6
PBR		1.4	2.0	1.9	1.7
PCR		3.8	6.1	6.3	7.3
EV/EBITDA		3.6	12.0	7.1	7.2
Key Financial Ratio(%)					
ROE		13.5	17.1	11.8	12.0
EBITDA 이익률		13.4	13.7	19.3	15.9
부채비율		88.8	114.2	103.4	93.3
순부채비율		32.9	61.9	35.1	15.3
매출채권회전율(x)		10.9	11.1	11.0	11.1
재고자산회전율(x)		57.3	54.1	53.8	53.9

자료 : CJ ENM, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(CJ ENM)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-08-09	Buy	335,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자 :김민정](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-