

CJ ENM(035760)

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

미디어 본연의 가치 강화

7월 출범한 합병 법인의 첫 분기 실적
 미디어는 사상 최대 분기 실적 달성했으나 커머스는 수익성 하락으로 감익
 콘텐츠와 플랫폼 유통 경쟁력 활용해 입지 강화 이어갈 것

Facts : 합병 법인의 첫 분기 실적, 영업이익 24% 증가

7월 1일 출범한 합병 법인의 첫 분기 실적이다. 3분기 실적은 커머스 부문 이익이 예상보다 적어 컨센서스를 하회했다. 연결 매출액(CJ헬로 포함)은 1조 963억원, 영업이익은 765억원으로 전년동기대비(pro-forma 기준) 각각 12.7%, 23.6% 늘었다. 미디어 부문은 자회사 성과 확대, 콘텐츠 경쟁력 향상에 따른 TV, 디지털 광고 매출 증가 등으로 호실적을 기록했다. 영화 부문은 부가관련 매출 등의 감소로 적자를 지속했고 음악 부문은 음반, 음원 매출이 줄어 감익했으나 자체 IP의 라인업 출시 시점 차이에 기인한 것으로 우려할 사항은 아니다.

Pros & cons : 분기 최대 실적의 미디어 vs. 수익성 하락한 커머스

미디어 부문 영업이익은 372억원으로 전년동기대비 304.8% 늘었다. 자회사 스튜디오드래곤이 제작한 드라마 ‘미스터 션샤인(7/7~9/30)’이 넷플릭스와 방영권 라이선스 계약을 체결해 관련 매출 인식으로 콘텐츠 매출이 59.1% 증가했다. 자회사의 해외 판권 판매를 제외하더라도 광고, 디지털 광고 등 본연의 성과 지표도 좋았다. 보유 채널 방영 드라마, 예능 등의 인기로 광고단가가 높아져 TV광고는 프리미엄 콘텐츠 편성 전략에 힘입어 23.7% 늘고 디지털 광고는 53.7% 증가했다. 반면 커머스 부문은 IPTV 플랫폼 중심으로 송출수수료가 인상됨에 따라 수익성 하락이 예상보다 컸다. 송출수수료가 전년동기대비 약 130억원 늘었다. 커머스 영업이익률이 6.0%로 5.1%p 하락해 영업이익은 178억원으로 41.8% 감소했다.

Action : 콘텐츠와 플랫폼 유통 경쟁력 활용해 입지 강화 지속

CJ ENM에 대해 매수 의견을 유지하나 커머스 사업 부문 가치 하락 등을 반영해 목표주가를 335,000원(SOTP 방식, 표 4)으로 기존대비 4% 하향한다. 콘텐츠와 플랫폼 유통 경쟁력을 십분 활용해 국내뿐 아니라 글로벌 시장에서 입지를 확대해 갈 전망이다. 급변하는 미디어 환경 내에서 광고, 콘텐츠 등 미디어 본연의 가치 상승은 지속되고 있다. 핵심 사업 가치를 높이는 한편 보유 투자지분을 활용한 전략적 제휴, 인수 합병 등 사업 확장 가능성이 열려있다.

매수(유지)

목표주가: 335,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(11/7)	2,079
주가(11/7)	218,500
시가총액(십억원)	4,791
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저(가원)	286,400/191,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	20,529
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.8/19.0
주요주주(%)	CJ 외 5인 42.7
	국민연금 5.0

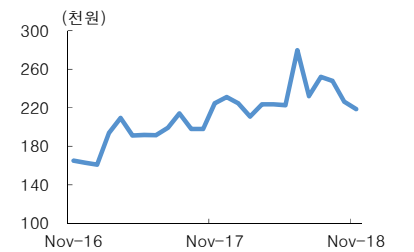
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	2.5	15.1	14.8
PBR(x)	0.5	1.7	1.6
ROE(%)	20.3	9.6	9.9
DY(%)	1.3	1.4	1.4
EV/EBITDA(x)	5.4	11.5	10.2
EPS(원)	93,776	14,453	14,794
BPS(원)	502,993	128,667	139,227

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(11.3)	0.6	12.7
KOSDAQ 대비(%p)	0.5	20.9	15.4

주가추이



자료: FnGuide

최민하

mhchoi@truefriend.com

〈표 1〉 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	972.5	1,090.2	1,031.7	1,049.0	1,096.3	4.5	12.7	1,060.9
영업이익	61.9	60.5	89.9	79.2	76.5	(3.3)	23.6	85.1
영업이익률	6.4	5.6	8.7	7.5	7.0	(0.6)	0.6	8.0
세전이익	59.9	32.1	120.2	97.8	72.6	(25.8)	21.1	94.5
순이익	38.1	20.7	96.4	78.8	54.2	(31.2)	42.3	64.8

주: 1Q17~2Q18 실적은 합병 법인의 비공식 재무실적(pro-forma) 기준
 자료: CJ ENM, FnGuide, 한국투자증권

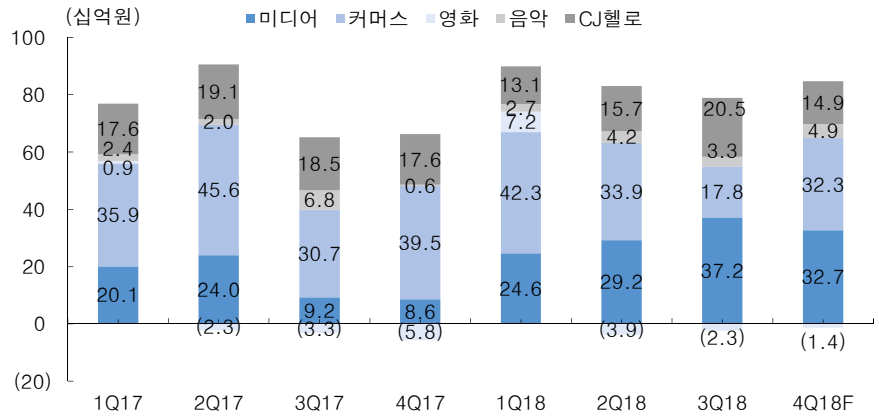
〈표 2〉 분기 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	933	978	973	1,090	1,032	1,049	1,096	1,160	3,707	3,973	4,337	4,566
미디어	279	323	310	351	333	362	407	407	1,093	1,262	1,508	1,657
커머스	286	300	276	331	291	307	295	335	1,163	1,193	1,228	1,265
영화	61	46	57	61	80	36	45	61	211	225	222	223
음악	47	47	66	70	56	67	58	78	199	231	259	294
CJ헬로	260	261	264	277	272	277	291	278	1,041	1,062	1,119	1,127
매출총이익	417	438	406	452	406	410	406	401	1,558	1,712	1,622	1,746
영업이익	77	88	62	61	90	79	77	83	207	288	329	371
미디어	20	24	9	9	25	29	37	33	46	62	124	150
커머스	36	46	31	39	42	34	18	32	136	152	126	135
영화	1	(2)	(3)	(6)	7	(4)	(2)	(1)	(26)	(10)	(0)	1
음악	2	2	7	1	3	4	3	5	7	12	15	19
CJ헬로	18	19	19	18	13	16	21	15	43	73	64	67
세전이익	92	592	60	32	120	98	73	97	130	777	387	419
지배주주순이익	67	440	38	21	96	79	42	67	93	565	284	290
매출총이익률	44.7	44.8	41.7	41.4	39.4	39.1	37.0	34.5	42.0	43.1	37.4	38.2
영업이익률	8.2	9.0	6.4	5.6	8.7	7.5	7.0	7.2	5.6	7.2	7.6	8.1
순이익률	7.1	45.0	3.9	1.9	9.3	7.5	3.8	5.7	2.5	14.2	6.5	6.4
(% YoY)												
매출액	-	-	-	-	10.6	7.3	12.7	6.4	7.2	9.2	5.3	
미디어	-	-	-	-	19.4	12.0	31.4	16.2	15.4	19.5	9.8	
커머스	-	-	-	-	1.8	2.5	6.8	1.1	2.6	2.9	3.0	
영화	-	-	-	-	30.9	(21.9)	(20.4)	(0.0)	7.0	(1.2)	0.4	
음악	-	-	-	-	18.4	41.1	(12.2)	11.5	15.7	12.2	13.6	
CJ헬로	-	-	-	-	4.5	6.1	10.5	0.6	2.1	5.4	0.7	
매출총이익	-	-	-	-	(2.6)	(6.3)	(0.0)	(11.3)	9.9	(5.2)	7.6	
영업이익	-	-	-	-	17.0	(10.4)	23.6	37.7	39.1	14.4	12.8	
미디어	-	-	-	-	22.5	21.9	304.8	279.5	33.1	100.0	21.0	
커머스	-	-	-	-	17.9	(25.6)	(41.8)	(18.2)	11.5	(16.6)	7.2	
영화	-	-	-	-	688.7	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(흑전)	
음악	-	-	-	-	13.0	113.7	(51.9)	694.1	63.3	27.7	23.5	
CJ헬로	-	-	-	-	(25.4)	(17.7)	11.0	(15.4)	69.7	(11.7)	4.0	
세전이익	-	-	-	-	30.3	(83.5)	21.1	201.5	499.0	(50.1)	8.2	
지배주주순이익	-	-	-	-	44.7	(82.1)	10.1	221.7	505.1	(49.8)	2.4	
매출총이익률	-	-	-	-	(5.3)	(5.7)	(4.7)	(6.9)	1.1	(5.7)	0.8	
영업이익률	-	-	-	-	0.5	(1.5)	0.6	1.6	1.7	0.3	0.5	
순이익률	-	-	-	-	2.2	(37.5)	(0.1)	3.8	11.7	(7.7)	(0.2)	

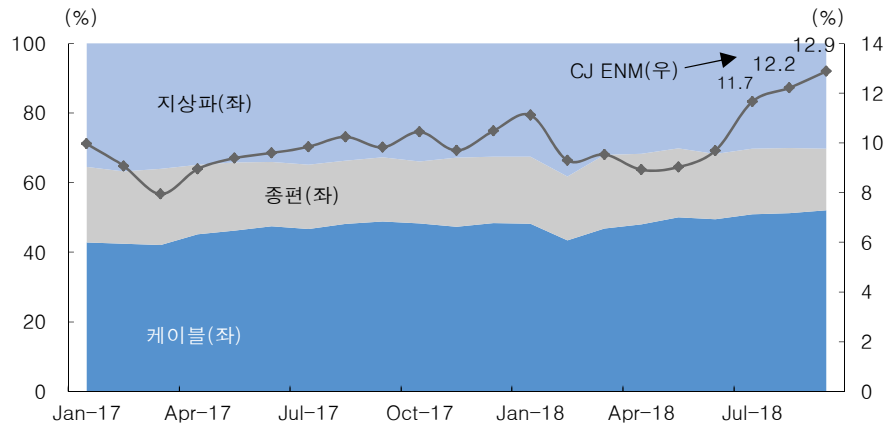
주: 1Q17~2Q18 분기 실적과 2016~2017년 연간 실적은 합병 법인의 비공식 재무실적(pro-forma) 기준
 자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 1] 부문별 영업이익



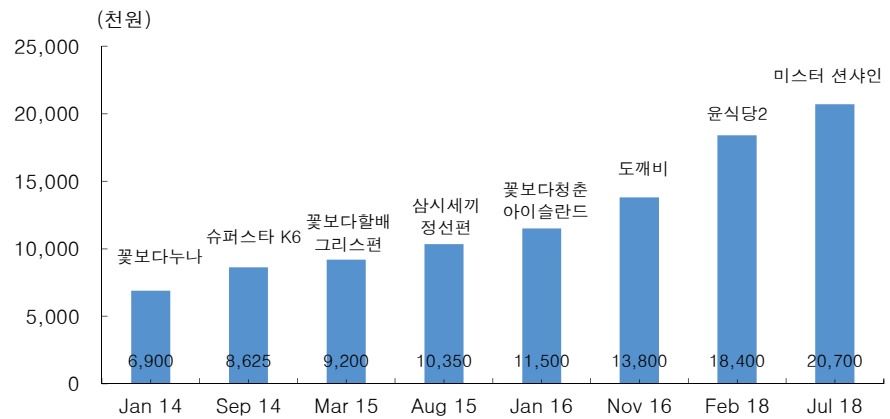
자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 2] CJ ENM의 시청자(viewership) 점유율은 상승세



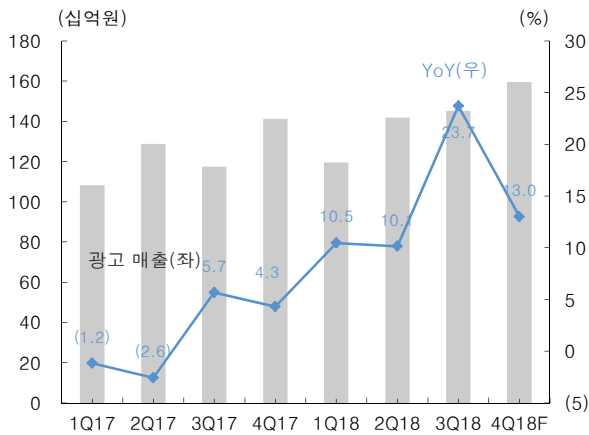
주: CJ ENM(UXN, 잉글리시 썸 제외 15개 채널), 지상파(KBS2, MBC, SBS), 케이블(CJ ENM 채널, 지상파PP, 기타 케이블 PP), 종편(JTBC, MBN, TV조선, 채널A) 기준
 자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 3] CJ ENM의 평균 광고 단가 상승세



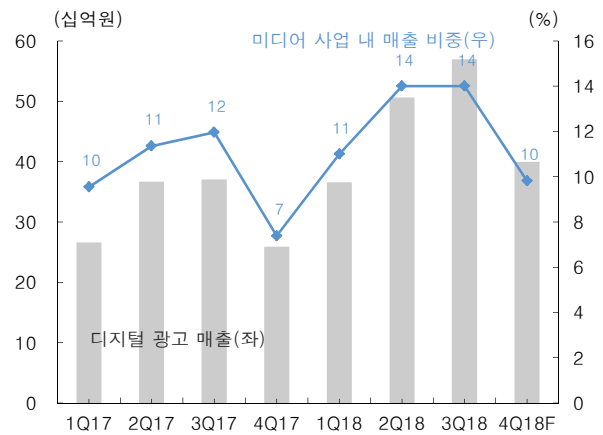
자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 4] 광고 매출과 전년동기대비 증가율



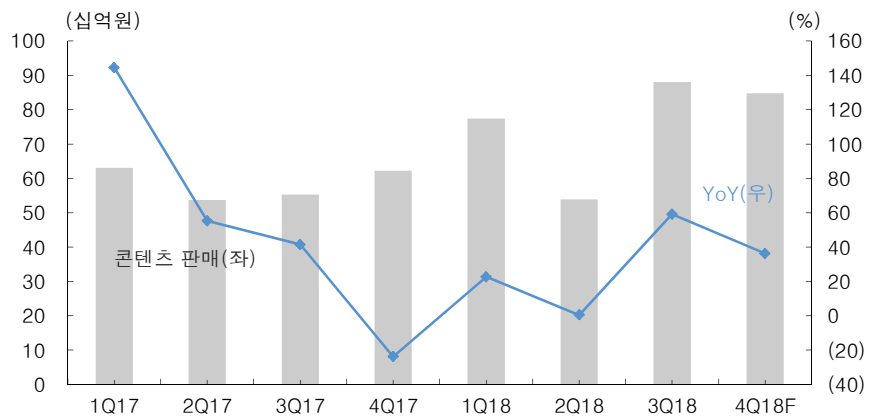
자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 5] 디지털 광고 매출과 미디어 부문 내 비중



자료: CJ ENM, 한국투자증권

[그림 6] 콘텐츠 판매액과 전년동기대비 증가율



자료: CJ ENM, 한국투자증권

<표 3> 보유 지분 현황

(단위: 십억원, %)

보유 지분	보유 지분율	보유 지분 가치	최초 취득일
넷마블(251270)	22.0	2,144.7	2011년 11월
스튜디오드래곤(253450)	71.3	1,949.9	2016년 5월
CJ헬로(037560)	53.9	390.4	1999년 12월
삼성생명(032830)	0.5	91.9	2011년 9월
현대HCN(126560)	1.1	5.6	2004년 11월
KT스카이라이프(053210)	0.3	1.3	2001년 3월
자사주	10.5	501.4	-

주: 1. 자사주는 18년 7월 1일 합병에 따른 주식매수청구권 행사 주식을 취득하여 증가

2. 11월 7일 추가 기준

자료: 금융감독원전자공시시스템, 한국투자증권

〈표 4〉 목표주가 산정방식(SOTP)

(단위: 십억원, 배)

	NOPLAT	Multiple	가치	설명
영업가치(a)			5,751	
방송	143.1	27	3,793	12개월 forward NOPLAT
커머스	133.2	10	1,292	업종 평균 PER에 10% 할증
영화			223	플랫폼 가치, PSR 1배 적용
음악	17.7	25	442	12개월 forward NOPLAT
지분가치(b)			2,338	
넷마블			1,718	시가총액의 20% 할인, 지분율 22%
CJ헬로			547	시가총액에 경영권 프리미엄, 지분율 54%
삼성생명			74	시가총액의 20% 할인, 지분율 0.5%
사업가치			8,089	
순차입금(c)			711	CJ헬로 순차입금 제외
적정가치			7,378	=(a) + (b) - (c)
주식수(천주)			21,926	
주당적정가치(원)			336,483	
목표주가(원)			335,000	
현재 주가(11/7)			218,500	
Upside(%)			53.3	

주: 1. 영화 부문에 공연 사업 포함, 2. 상장사 지분 가치는 11월 7일 시가총액 기준
자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

CJ ENM은 2018년 7월 1일, CJ오쇼핑과 CJ E&M의 합병으로 출범한 미디어 커머스 기업. 주요 사업은 미디어(방송 채널 및 콘텐츠 제작 등), 커머스 사업(TV 및 온라인을 통한 상품 판매), 영화(제작, 투자, 배급 등), 음악(음반 제작 및 유통, 콘서트 등)임. 주요 종속회사로는 유선 방송업을 영위하는 CJ헬로(지분율 53.9%), 드라마 콘텐츠 기획 및 제작 등의 사업을 하는 스튜디오드래곤(71.3%) 등이 있으며, 넷마블 지분 21.97%, 삼성생명보험 0.5% 등을 보유하고 있음. 최대 주주는 CJ(40.1%)이고, 자사주는 10.5%임.

- OTT: Over The Top. 인터넷을 통해 방송, 영화 등 미디어 콘텐츠를 제공하는 서비스
- V커머스: 비디오 커머스. 비디오와 커머스의 합성어로 비디오 콘텐츠를 활용한 전자상거래 유형
- PPL: 특정 기업의 협찬을 대가로 영화, 드라마 등 콘텐츠에서 해당 기업의 상품이나 브랜드 이미지를 노출시켜 홍보하는 기법
- MCN: 다중채널네트워크(Multi-Channel Network). 1인 크리에이터를 종합적으로 관리하는 인터넷 방송 서비스
- 주식매수청구권: 합병, 영업양도 등 주주의 이익과 중대한 관계가 있는 법적 사항에 관해 반대하는 주주들이 회사에 주식을 사달라고 요청할 수 있는 권리

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,673	1,939	2,004	2,086	2,159
현금성자산	185	239	325	349	367
매출채권및기타채권	817	835	829	846	855
재고자산	62	76	75	79	83
비유동자산	3,862	4,617	4,551	4,651	4,795
투자자산	575	1,154	1,259	1,307	1,375
유형자산	1,090	1,129	841	819	821
무형자산	1,657	1,734	1,855	1,913	1,973
자산총계	5,535	6,556	6,555	6,737	6,954
유동부채	1,943	1,550	1,847	1,635	1,555
매입채무및기타채무	532	558	655	689	725
단기차입금및단기사채	425	217	717	417	332
유동성장기부채	398	310	356	296	246
비유동부채	614	1,273	1,261	1,391	1,392
사채	439	960	919	974	974
장기차입금및금융부채	32	3	5	61	43
부채총계	2,557	2,823	3,108	3,025	2,947
지배주주지분	2,464	3,114	2,809	3,040	3,297
자본금	31	31	111	111	111
자본잉여금	85	80	80	80	80
기타자본	1,114	1,238	628	628	628
이익잉여금	1,231	1,760	1,984	2,216	2,473
비지배주주지분	515	619	638	672	710
자본총계	2,978	3,733	3,447	3,712	4,007

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	416	330	278	655	598
당기순이익	93	565	303	324	354
유형자산감가상각비	169	166	166	166	164
무형자산상각비	98	79	86	89	92
자산부채변동	16	(94)	(236)	112	24
기타	40	(386)	(41)	(36)	(36)
투자활동현금흐름	(329)	(256)	(90)	(290)	(328)
유형자산투자	(128)	(183)	121	(145)	(167)
유형자산매각	10	1	1	1	1
투자자산순증	(146)	19	(40)	25	12
무형자산순증	(65)	(81)	(207)	(148)	(151)
기타	0	(12)	35	(23)	(23)
재무활동현금흐름	(298)	(62)	(102)	(341)	(251)
자본의증가	0	0	79	0	0
차입금의순증	(280)	(44)	506	(249)	(154)
배당금지급	(18)	(18)	(18)	(59)	(59)
기타	0	0	(669)	(33)	(38)
기타현금흐름	0	(1)	0	0	0
현금의증가	(211)	11	86	24	18

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

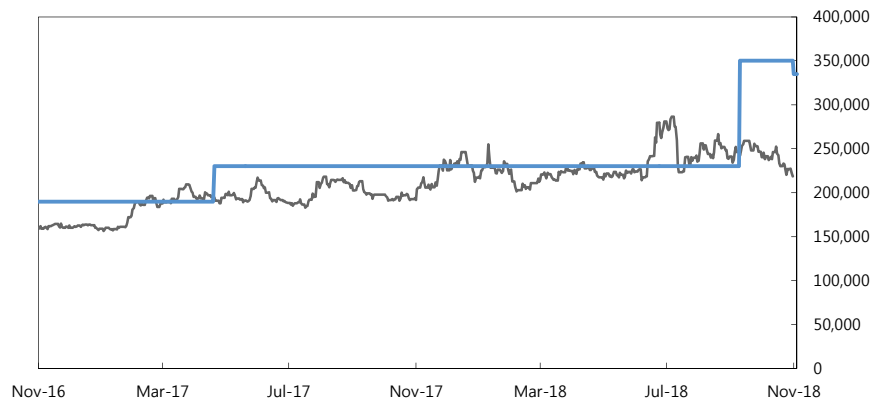
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,707	3,973	4,337	4,566	4,804
매출원가	2,149	2,261	2,715	2,820	2,964
매출총이익	1,558	1,712	1,622	1,746	1,840
판매관리비	1,351	1,424	1,293	1,375	1,433
영업이익	207	288	329	371	407
금융수익	32	25	58	60	62
이자수익	8	7	58	60	62
금융비용	64	59	56	61	64
이자비용	26	20	56	61	64
기타영업외손익	(115)	(61)	(10)	(24)	(26)
관계기업관련손익	70	583	66	73	80
세전계속사업이익	130	777	387	419	459
법인세비용	36	211	84	95	104
연결당기순이익	93	565	303	324	354
지배주주지분순이익	93	565	284	290	316
기타포괄이익	(2)	(1)	0	0	0
총포괄이익	31	142	303	324	354
지배주주지분포괄이익	22	131	284	290	316
EBITDA	474	532	582	626	663

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	15,499	93,776	14,453	14,794	16,076
BPS	398,352	502,993	128,667	139,227	150,934
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	60.6	7.2	9.2	5.3	5.2
영업이익증가율	(1.3)	39.1	14.4	12.8	9.6
순이익증가율	10.3	505.1	(49.8)	2.4	8.7
EPS증가율	10.1	505.1	(84.6)	2.4	8.7
EBITDA증가율	(5.1)	12.3	9.3	7.7	5.8
수익성(%)					
영업이익률	5.6	7.2	7.6	8.1	8.5
순이익률	2.5	14.2	6.5	6.4	6.6
EBITDA Margin	12.8	13.4	13.4	13.7	13.8
ROA	2.2	9.4	4.6	4.9	5.2
ROE	5.5	20.3	9.6	9.9	10.0
배당수익률	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
배당성향	16.1	3.2	20.8	20.3	18.7
안정성					
순차입금(십억원)	846	818	1,246	951	756
차입금/자본총계비율(%)	43.5	39.9	57.9	47.1	39.8
Valuation(X)					
PER	10.5	2.5	15.1	14.8	13.6
PBR	0.4	0.5	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.0	5.4	11.5	10.2	9.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ ENM (035760)	2016.11.01	매수	190,000원	-7.3	10.2
	2017.04.27	매수	230,000원	-8.8	10.9
	2018.04.27	1년경과		4.2	24.5
	2018.09.17	매수	350,000원	-31.3	-26.0
	2018.11.08	매수	335,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 8일 현재 CJ ENM 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 CJ ENM 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이거나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.