

미디어/엔터



박성호

02 3770 5657  
sungho.park@yuantakorea.com

|            |                     |
|------------|---------------------|
| 투자 의견      | <b>BUY (M)</b>      |
| 목표주가       | <b>285,000원 (D)</b> |
| 현재주가 (1/9) | <b>200,000원</b>     |
| 상승여력       | <b>43%</b>          |

|             |                |
|-------------|----------------|
| 시가총액        | 43,853억원       |
| 총발행주식수      | 21,926,384주    |
| 60일 평균 거래대금 | 161억원          |
| 60일 평균 거래량  | 73,418주        |
| 52주 고       | 286,400원       |
| 52주 저       | 191,200원       |
| 외인지분율       | 18.97%         |
| 주요주주        | CJ 외 5인 42.71% |

|          |       |        |        |
|----------|-------|--------|--------|
| 주가수익률(%) | 1개월   | 3개월    | 12개월   |
| 절대       | (8.3) | (16.8) | (7.6)  |
| 상대       | (7.5) | (6.1)  | 12.9   |
| 절대(달려환산) | (8.4) | (16.1) | (12.1) |

## 드래곤 제외 기준으로도 고성장 기업

**4Q18 Preview** 연결실적은 매출액 1.16조원(+6% YoY; pro-forma basis), 영업이익 876억원(+45% YoY), 당기순이익(지배주주) 510억원(+127% YoY)을 기록해 영업이익 기준으로 컨센서스 소폭 상회 기대. **부문별 영업이익은 미디어 358억원(드래곤 115억원, 기타 244억원), 커머스 371억원, 영화 -40억원, 음악 28억원, 헬로 159억원.** 동 수치는 특별한 1회성 비용이 없다는 전제 하에 산출된 것. 참고로, 4Q17 舊 CJ E&M의 경우, 1회성 비용이 무려 109억원에 달했던 바 있음(음악재고자산 평가손실 25억원 + 특별상여 84억원)

▶**미디어** : 동 부문 영업이익은 드래곤 제외 기준으로 **4Q17 51억원 → 3Q18 244억원으로 증가 예상.** 동사의 TV광고는 10%대 고성장(YoY) 유지 예상. tvN, OCN을 중심으로 채널 시청률과 TV 광고 단가가 상승세에 있기 때문. 양호한 TV광고 성장으로 인해, 동 사업부 방송제작비 상승분은 대부분 상쇄 기대. 동사의 증익은 1)PIP 및 MCN 중심의 디지털 광고매출 고성장세 유지와 2)『알함브라 궁전의 추억』 등 드라마 관련 유통수수료 증가에서 발생할 것. 3)CJ블루 관련 영업손실도 4Q17 -69억원 대비 대폭 축소 기대. 참고로, 미디어 사업부가 전년동기의 舊 CJ E&M 특별상여 中 가장 많은 부분을 인식한 것으로 추정되는만큼, 영업이익의 기저도 매우 낮은 것으로 판단. ▶**영화** : 4Q18 투자/배급 라인업으로는 『국가부도의 날』(11월 28일 개봉)과 『PMC : 더 벙커』(12월 26일 개봉) 등 2편이 있음. 영화관 관객수는 『국가부도의 날』 375만명, 『PMC : 더 벙커』 164만명(12월 26~31일 118만명 + 1월 1~8일 누적 46만명) 기록. 이들 작품 관련 프로젝트 손익(박스오피스 기준)은 『국가부도의 날』 17억원, 『PMC : 더 벙커』 -38억원 추정. 참고로, 『PMC : 더 벙커』의 예상 손익분기점은 410만명임

**동영상 광고 성장 및 드라마 수출 수혜** 동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 31만원 → 28.5만원으로 하향 조정. 목표주가 28.5만원은 Sum-of-the-parts(SOTP) 방식으로 산출.[표3 참고] 목표주가 하향 조정은 舊 CJ E&M 및 舊 CJ오쇼핑간의 합병 관련 주식매수청구권 행사금액 5,039억원 발생으로 인해 3Q18 CJ ENM 연결 순차입금이 대폭 상승한 점에 기인

동사의 투자포인트는 1)동영상 광고시장의 고속성장을 배경으로 PIP, MCN 등 고마진 디지털 광고 성장이 지속되고, 2)스튜디오드래곤의 드라마 수출판매 관련 유통수수료가 증가해 드래곤 제외 기준으로도 2019년 미디어 사업부 증익이 가능한 점을 들 수 있음. 3)CJ헬로 매각시, 주당 3~3.5만원의 기업 가치 상승이 예상되는 점은 플러스 알파.(목표주가 미반영 상태) **동사의 2019E PER은 동영상 광고 및 드라마 관련 수혜 효과에도 불구하고 12.6배에 불과해 Valuation 매력이 매우 높은 것으로 판단**

|            | 4Q18E  | 전년동기대비   | 전분기대비    | 컨센서스   | 컨센서스대비   |
|------------|--------|----------|----------|--------|----------|
| 매출액        | 11,558 | 89.6     | 7.2      | 11,536 | 0.2      |
| 영업이익       | 876    | 53.4     | 14.4     | 817    | 7.2      |
| 세전계속사업이익   | 774    | 67.9     | 6.7      | 881    | -12.1    |
| 지배순이익      | 510    | 12.7     | 21.5     | 580    | -12.0    |
| 영업이익률 (%)  | 7.6    | -1.8 %pt | +0.5 %pt | 7.1    | +0.5 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 4.4    | -3.0 %pt | +0.5 %pt | 5.0    | -0.6 %pt |

자료: 유안타증권

|           | 결산 (12월) | 2016A  | 2017A  | 2018F  | 2019F  |
|-----------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       |          | 22,086 | 22,600 | 33,843 | 48,132 |
| 영업이익      |          | 1,789  | 2,245  | 2,692  | 4,456  |
| 지배순이익     |          | 234    | 1,309  | 1,763  | 3,336  |
| PER       |          | 46.3   | 9.4    | 25.1   | 12.6   |
| PBR       |          | 1.1    | 1.2    | 1.4    | 1.2    |
| EV/EBITDA |          | 4.5    | 4.6    | 9.1    | 6.8    |
| ROE       |          | 2.6    | 13.5   | 9.2    | 11.4   |

자료: 유안타증권

[표 1] 합병회사 연결 실적 추이 및 전망 (Pro-forma basis)

(단위: 억원)

|                   | 2017년        |              |              |               | 2018년         |               |               |               | 연간 실적         |               |               |               |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                   | 1분기          | 2분기          | 3분기          | 4분기           | 1분기           | 2분기           | 3분기           | 4분기(e)        | 2017년         | 2018년(e)      | 2019년(e)      | 2020년(e)      |
| <b>매출액</b>        | <b>9,330</b> | <b>9,776</b> | <b>9,725</b> | <b>10,902</b> | <b>10,317</b> | <b>10,490</b> | <b>10,963</b> | <b>11,558</b> | <b>39,734</b> | <b>43,328</b> | <b>48,132</b> | <b>50,961</b> |
| - 미디어             | 2,786        | 3,231        | 3,097        | 3,505         | 3,325         | 3,619         | 4,068         | 4,056         | 12,619        | 15,068        | 17,668        | 19,435        |
| - 커머스             | 2,856        | 3,000        | 2,762        | 3,314         | 2,909         | 3,075         | 2,950         | 3,507         | 11,933        | 12,440        | 13,580        | 14,654        |
| - 영화              | 611          | 461          | 565          | 615           | 800           | 360           | 450           | 441           | 2,252         | 2,050         | 2,526         | 2,526         |
| - 음악              | 474          | 471          | 663          | 698           | 562           | 665           | 582           | 553           | 2,307         | 2,362         | 2,480         | 2,604         |
| - CJ 헬로           | 2,603        | 2,612        | 2,638        | 2,769         | 2,721         | 2,772         | 2,914         | 3,001         | 10,623        | 11,408        | 11,879        | 11,743        |
| 매출원가              | 5,161        | 5,399        | 5,667        | 6,386         | 6,256         | 6,390         | 6,907         | 7,157         | 22,613        | 26,710        | 29,263        | 30,423        |
| 판권비               | 3,400        | 3,494        | 3,439        | 3,911         | 3,162         | 3,308         | 3,291         | 3,525         | 14,244        | 13,286        | 14,413        | 14,985        |
| <b>영업이익</b>       | <b>769</b>   | <b>883</b>   | <b>619</b>   | <b>605</b>    | <b>899</b>    | <b>792</b>    | <b>765</b>    | <b>876</b>    | <b>2,876</b>  | <b>3,332</b>  | <b>4,456</b>  | <b>5,553</b>  |
| - 미디어             | 201          | 240          | 92           | 86            | 246           | 292           | 372           | 358           | 618           | 1,268         | 2,214         | 3,159         |
| - 커머스             | 359          | 456          | 307          | 395           | 423           | 339           | 178           | 371           | 1,516         | 1,312         | 1,469         | 1,586         |
| - 영화              | 9            | -23          | -33          | -58           | 72            | -39           | -23           | -40           | -104          | -31           | 0             | 0             |
| - 음악              | 24           | 20           | 68           | 6             | 27            | 42            | 33            | 28            | 118           | 129           | 124           | 130           |
| - CJ 헬로           | 176          | 191          | 185          | 176           | 131           | 157           | 205           | 159           | 729           | 653           | 649           | 679           |
| OPM               | 8%           | 9%           | 6%           | 6%            | 9%            | 8%            | 7%            | 8%            | 7%            | 8%            | 9%            | 11%           |
| - 미디어             | 7%           | 7%           | 3%           | 2%            | 7%            | 8%            | 9%            | 9%            | 5%            | 8%            | 13%           | 16%           |
| - 커머스             | 13%          | 15%          | 11%          | 12%           | 15%           | 11%           | 6%            | 11%           | 13%           | 11%           | 11%           | 11%           |
| - 영화              | 1%           | -5%          | -6%          | -9%           | 9%            | -11%          | -5%           | -9%           | -5%           | -1%           | 0%            | 0%            |
| - 음악              | 5%           | 4%           | 10%          | 1%            | 5%            | 6%            | 6%            | 5%            | 5%            | 5%            | 5%            | 5%            |
| - CJ 헬로           | 7%           | 7%           | 7%           | 6%            | 5%            | 6%            | 7%            | 5%            | 7%            | 6%            | 5%            | 6%            |
| <b>순이익 (지배주주)</b> | <b>620</b>   | <b>4,375</b> | <b>374</b>   | <b>225</b>    | <b>918</b>    | <b>725</b>    | <b>420</b>    | <b>510</b>    | <b>5,594</b>  | <b>2,573</b>  | <b>3,336</b>  | <b>4,221</b>  |
| NIM               | 7%           | 45%          | 4%           | 2%            | 9%            | 8%            | 5%            | 5%            | 14%           | 7%            | 8%            | 10%           |

주: 2019년 넷마블 순이익 가정은 컨센서스 수치(4,011 억원)를 사용함. 자료: 유안타증권 리서치센터

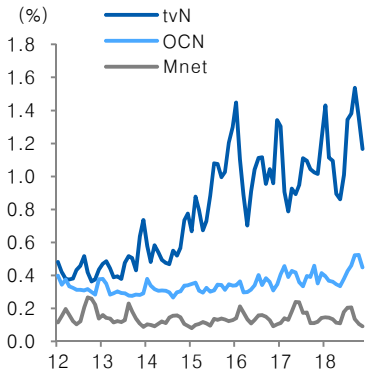
[표 2] 미디어부문(舊 방송부문) 실적 Breakdown 및 전망

(단위: 억원)

|                       | 2016년        |              |              |              | 2017년        |              |              |              | 2018년        |              |              |              | 연간 실적         |               |               |               |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                       | 1분기          | 2분기          | 3분기          | 4분기          | 1분기          | 2분기          | 3분기          | 4분기          | 1분기          | 2분기          | 3분기          | 4분기(e)       | 17년           | 18년(e)        | 19년(e)        | 20년(e)        |
| <b>미디어 매출액</b>        | <b>2,254</b> | <b>2,684</b> | <b>2,686</b> | <b>3,661</b> | <b>2,857</b> | <b>3,321</b> | <b>3,172</b> | <b>3,591</b> | <b>3,404</b> | <b>3,619</b> | <b>4,068</b> | <b>4,056</b> | <b>12,619</b> | <b>15,068</b> | <b>17,668</b> | <b>20,955</b> |
| - 광고                  | 1,096        | 1,322        | 1,111        | 1,353        | 1,083        | 1,288        | 1,174        | 1,412        | 1,197        | 1,419        | 1,453        | 1,624        | 4,957         | 5,693         | 6,091         | 6,517         |
| - 수신료                 | 472          | 470          | 466          | 560          | 489          | 493          | 512          | 543          | 501          | 501          | 496          | 543          | 2,038         | 2,042         | 2,042         | 2,042         |
| - 기타                  | 686          | 891          | 1,108        | 1,748        | 1,285        | 1,540        | 1,486        | 1,636        | 1,706        | 1,698        | 2,120        | 1,889        | 5,624         | 7,335         | 9,535         | 12,396        |
| 방송매출액(YoY)            | 27%          | 20%          | 18%          | 31%          | 27%          | 24%          | 18%          | -2%          | 19%          | 12%          | 31%          | 16%          | 24%           | 19%           | 17%           | 19%           |
| - 광고                  | 20%          | 7%           | -5%          | 0%           | -1%          | -3%          | 6%           | 4%           | 11%          | 10%          | 24%          | 15%          | 5%            | 15%           | 7%            | 7%            |
| - 수신료                 | 0%           | 0%           | -4%          | 0%           | 4%           | 5%           | 10%          | -3%          | 2%           | 2%           | -3%          | 0%           | -1%           | 0%            | 0%            | 0%            |
| - 기타                  | 74%          | 68%          | 79%          | 95%          | 87%          | 73%          | 34%          | -6%          | 33%          | 17%          | 50%          | 22%          | 82%           | 30%           | 30%           | 30%           |
| <b>미디어 영업이익</b>       | <b>51</b>    | <b>205</b>   | <b>87</b>    | <b>121</b>   | <b>201</b>   | <b>240</b>   | <b>92</b>    | <b>86</b>    | <b>246</b>   | <b>292</b>   | <b>372</b>   | <b>358</b>   | <b>618</b>    | <b>1,268</b>  | <b>2,214</b>  | <b>3,519</b>  |
| 광고매출                  | 1,096        | 1,323        | 1,111        | 1,353        | 1,083        | 1,288        | 1,174        | 1,412        | 1,197        | 1,419        | 1,453        | 1,624        | 4,957         | 5,693         | 6,091         | 6,517         |
| - 프리미엄패키지             | -            | -            | -            | -            | 622          | 722          | 590          | 603          | 740          | 840          | 831          | -            | 2,471         | -             | -             | -             |
| - 기타                  | -            | -            | -            | -            | 461          | 566          | 584          | 809          | 457          | 579          | 622          | -            | 2,486         | -             | -             | -             |
| - 프리미엄패키지(YoY)        | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | 19%          | 16%          | 41%          | -            | 7%            | -             | -             | -             |
| - 기타(YoY)             | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -1%          | 2%           | 6%           | -            | -3%           | -             | -             | -             |
| 기타매출                  | 686          | 891          | 1,108        | 1,748        | 1,214        | 1,450        | 1,410        | 1,550        | 1,627        | 1,698        | 2,120        | 1,889        | 5,624         | 7,335         | 9,535         | 12,396        |
| - 콘텐츠판매               | -            | -            | -            | -            | 631          | 537          | 553          | 603          | 774          | 539          | 880          | -            | 2,324         | -             | -             | -             |
| - 기타                  | -            | -            | -            | -            | 583          | 913          | 857          | 947          | 853          | 1,159        | 1,240        | -            | 3,300         | -             | -             | -             |
| - 콘텐츠판매(YoY)          | -            | -            | -            | -            | 145%         | 30%          | 15%          | -33%         | 23%          | 0%           | 59%          | -            | 16%           | -             | -             | -             |
| - 기타(YoY)             | -            | -            | -            | -            | 53%          | 100%         | 44%          | 17%          | 46%          | 27%          | 45%          | -            | 47%           | -             | -             | -             |
| <b>드래곤 실적</b>         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |               |
| 매출액                   | -            | -            | -            | -            | 753          | 621          | 775          | 719          | 799          | 743          | 1,237        | 1,032        | 2,868         | 3,811         | 4,383         | 5,633         |
| 영업이익                  | -            | -            | -            | -            | 140          | 89           | 66           | 35           | 107          | 73           | 215          | 115          | 330           | 509           | 1,050         | 1,955         |
| <b>미디어 실적(드래곤 제외)</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |               |
| 매출액                   | -            | -            | -            | -            | 2,033        | 2,610        | 2,322        | 2,786        | 2,527        | 2,876        | 2,831        | 3,024        | 9,751         | 11,257        | 13,285        | 15,322        |
| 영업이익                  | -            | -            | -            | -            | 61           | 151          | 25           | 51           | 139          | 219          | 157          | 244          | 288           | 759           | 1,164         | 1,564         |

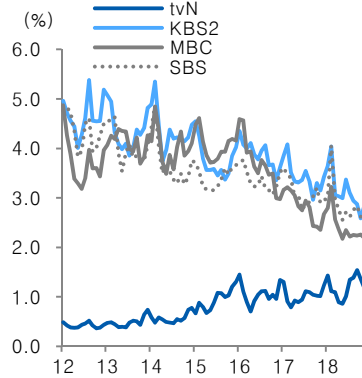
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] tvN, OCN, Mnet 채널 월간시청률 비교



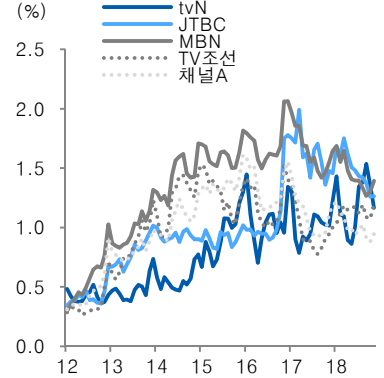
자료: AGB Nielsen

[그림 2] tvN 및 지상파 채널 월간시청률 비교



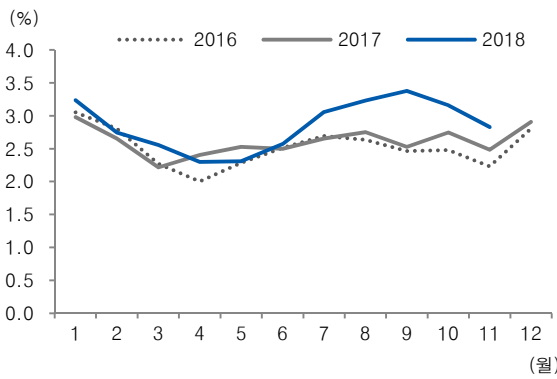
자료: AGB Nielsen

[그림 3] tvN 및 종편 채널 월간시청률 비교



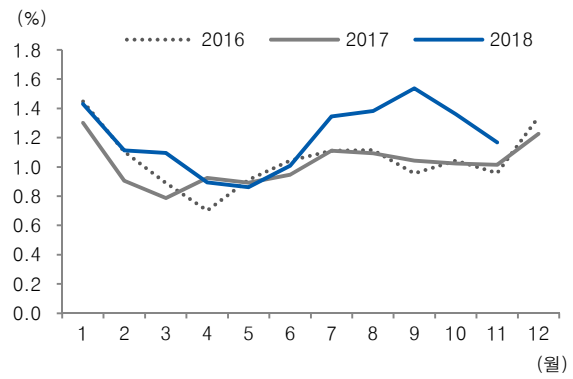
자료: AGB Nielsen

[그림 4] CJ ENM PP 채널 합산 시청률 추이



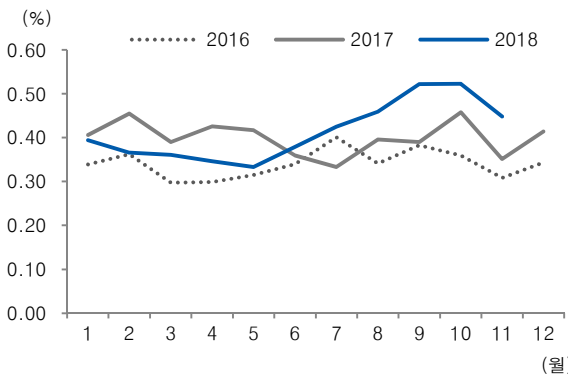
자료: AGB Nielsen

[그림 5] tvN 시청률 추이



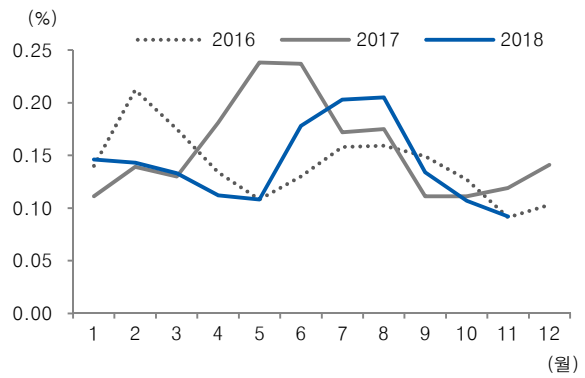
자료: AGB Nielsen

[그림 6] OCN 시청률 추이



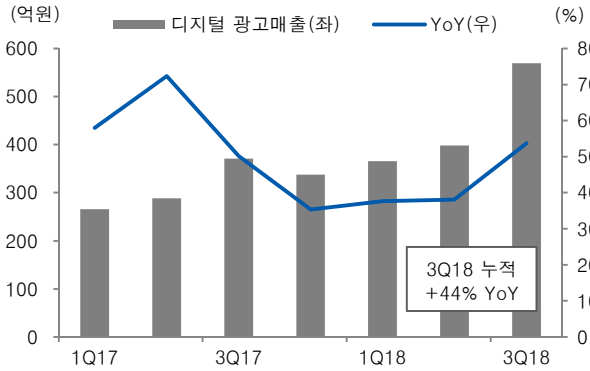
자료: AGB Nielsen

[그림 7] Mnet 시청률 추이



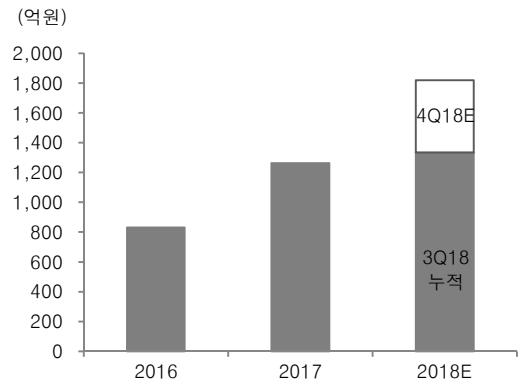
자료: AGB Nielsen

[그림 8] CJ ENM, 미디어사업부 디지털 광고매출(추정치) 추이



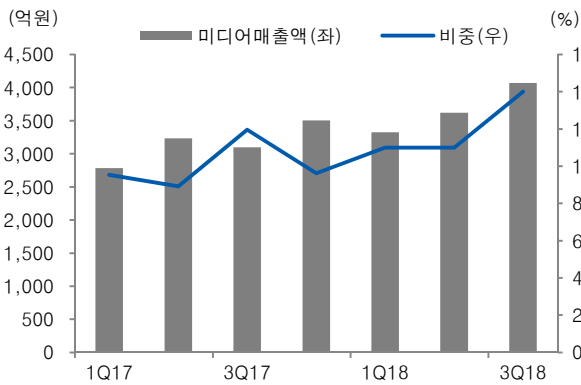
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] CJ ENM, 미디어사업부 디지털 광고매출(추정치) 추이



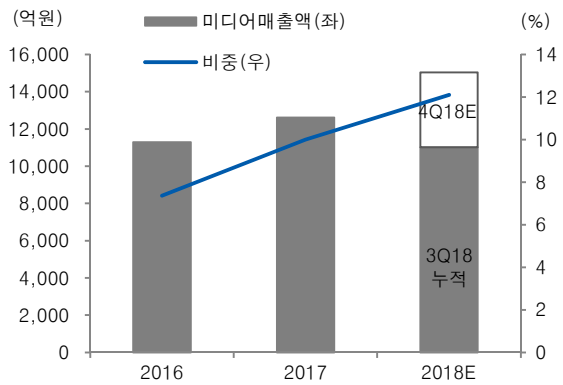
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] CJ ENM 미디어매출액 중 디지털 광고매출 비중(추정치) 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] CJ ENM 미디어매출액 중 디지털 광고매출 비중(추정치) 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 신규 목표주가 산출방식 (Sum-of-the-parts)

|     |                    | 가치               | 비고   |
|-----|--------------------|------------------|--|
| (A) | 영업자산가치             | 3.67 조원          | (1) + (2)  |
|     | (1) 커머스 가치         | 1.23 조원          | 커머스 세후영업이익 x Target PER 11 배                         |
|     | 2019E 영업이익         | 1,469 억원         |  |
|     | 2019E 세후영업이익       | 1,114 억원         |  |
|     | 커머스 Target PER     | 11.0x            |  |
|     | (2) 미디어/콘텐츠 가치     | 2.44 조원          | 미디어/콘텐츠 세후영업이익 x Target PER 25 배                     |
|     | 2019E 영업이익         | 1,288 억원         | 미디어 2,214 억원 + 영화/공연 0 억원 + 음악 124 억원 - 드래곤 1,050 억원 |
|     | 2019E 세후영업이익       | 976 억원           |  |
|     | 미디어/콘텐츠 Target PER | 25x              |  |
|     |                    |                  |  |
| (B) | 투자자산가치             | 3.64 조원          | (1) + (2) + (3) + (4) + (5)                          |
|     | (1) 스튜디오드래곤 지분가치   | 1.55 조원          | 지분을 71.3%<br>6개월 평균시총 x 할인율 25%                      |
|     | 스튜디오드래곤 기업가치       | 2.17 조원          |  |
|     | (2) 넷마블 지분가치       | 1.73 조원          | 지분을 22.09%<br>6개월 평균시총 x 할인율 25%                     |
|     | 넷마블 기업가치           | 7.83 조원          |  |
|     | (3) CJ 헬로 지분가치     | 0.29 조원          | 지분을 53.9%<br>6개월 평균시총 x 할인율 25%                      |
|     | CJ 헬로 기업가치         | 0.55 조원          |  |
|     | (4) 삼성생명 지분가치      | 0.07 조원          | 지분을 0.5%<br>6개월 평균시총 x 할인율 25%                       |
|     | 삼성생명 기업가치          | 13.67 조원         |  |
|     | (5) 지니뮤직 지분가치      | 0.03 조원          | 지분을 15.35%<br>6개월 평균시총 x 할인율 25%                     |
|     | 지니뮤직 기업가치          | 0.22 조원          |  |
| (C) | 순차입금               | 10,595 억원        | (1) - (2) - (3)                                      |
|     | (1) CJ ENM 연결      | 15,021 억원        | 3Q18 기준  |
|     | (2) CJ 헬로 연결       | 6,054 억원         | 3Q18 기준  |
|     | (3) 스튜디오드래곤 연결     | -1,628 억원        | 3Q18 기준  |
| (D) | 기업가치               | 6.24 조원          | (A) + (B) - (C)                                      |
| (E) | 발행주식수              | 2,193 만주         |  |
|     | 목표주가               | <b>285,000 원</b> | (D) / (E)  |

주: 舊 CJ E&M 및 舊 CJ 오소핑간의 합병 당시 발생했던 주식매수청구권 행사금액 5,039 억원으로 인해 3Q18 CJ ENM 연결 순차입금 증가  
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 기준 목표주가 산출방식 (Sum-of-the-parts) - 2018년 11월 7일 기준

|     |                    | 가치               | 비고   |
|-----|--------------------|------------------|--|
| (A) | 영업자산가치             | 3.56 조원          | (1) + (2)  |
|     | (1) 커머스 가치         | 1.25 조원          | 커머스 세후영업이익 x Target PER 11 배                       |
|     | 2019E 영업이익         | 1,501 억원         |  |
|     | 2019E 세후영업이익       | 1,138 억원         |  |
|     | 커머스 Target PER     | 11.0x            |  |
|     | (2) 미디어/콘텐츠 가치     | 2.31 조원          | 미디어/콘텐츠 세후영업이익 x Target PER 25 배                   |
|     | 2019E 영업이익         | 1,217 억원         | 미디어 2,085 억원 + 영화 50 억원 + 음악 132 억원 - 드래곤 1,050 억원 |
|     | 2019E 세후영업이익       | 923 억원           |  |
|     | 미디어/콘텐츠 Target PER | 25x              |  |
|     |                    |                  |  |
| (B) | 투자자산가치             | 3.82 조원          | (1) + (2) + (3) + (4)                              |
|     | (1) 스튜디오드래곤 지분가치   | 1.57 조원          | 지분을 71.3%  |
|     | 스튜디오드래곤 기업가치       | 2.20 조원          | 6개월 평균시총 x 할인율 25%                                 |
|     | (2) 넷마블 지분가치       | 1.89 조원          | 지분을 22.09%   |
|     | 넷마블 기업가치           | 8.54 조원          | 6개월 평균시총 x 할인율 25%                                 |
|     | (3) CJ 헬로 지분가치     | 0.30 조원          | 지분을 53.9%  |
|     | CJ 헬로 기업가치         | 0.55 조원          | 6개월 평균시총 x 할인율 25%                                 |
|     | (4) 삼성생명 지분가치      | 0.07 조원          | 지분을 0.5%   |
|     | 삼성생명 기업가치          | 14.61 조원         | 6개월 평균시총 x 할인율 25%                                 |
| (C) | 순차입금               | 6,883 억원         | (1) - (2) + (3) - (4)                              |
|     | (1) 舊 오쇼핑 연결       | 6,735 억원         | 2Q18 기준  |
|     | (2) 헬로 연결          | 5,325 억원         | 2Q18 기준  |
|     | (3) 舊 E&M 연결       | 3,620 억원         | 1Q18 기준  |
|     | (4) 스튜디오드래곤 연결     | -1,852 억원        | 2Q18 기준  |
| (D) | 기업가치               | 6.69 조원          | (A) + (B) - (C)                                    |
| (E) | 발행주식수              | 2,193 만주         |  |
|     | 목표주가               | <b>310,000 원</b> | (D) / (E)  |

자료: 유안타증권 리서치센터

CJ ENM (035760) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 억원)    |        |        |        |        |        |
| 결산 (12월)    | 2016A  | 2017A  | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
| 매출액         | 22,086 | 22,600 | 33,843 | 48,132 | 50,961 |
| 매출원가        | 9,996  | 9,880  | 19,878 | 29,263 | 30,423 |
| 매출충이익       | 12,090 | 12,720 | 13,966 | 18,869 | 20,538 |
| 판매비         | 10,302 | 10,475 | 11,273 | 14,413 | 14,985 |
| 영업이익        | 1,789  | 2,245  | 2,692  | 4,456  | 5,553  |
| EBITDA      | 4,458  | 4,691  | 7,185  | 9,158  | 9,883  |
| 영업외손익       | -1,167 | -402   | -19    | 528    | 875    |
| 외환관련손익      | 2      | -1     | 0      | 0      | 0      |
| 이자손익        | -181   | -136   | -24    | -87    | -18    |
| 관계기업관련손익    | -111   | 61     | 231    | 815    | 1,094  |
| 기타          | -878   | -325   | -226   | -200   | -200   |
| 법인세비용차감전순손익 | 621    | 1,843  | 2,673  | 4,984  | 6,428  |
| 법인세비용       | 296    | 409    | 640    | 1,206  | 1,556  |
| 계속사업순손익     | 326    | 1,434  | 2,033  | 3,778  | 4,873  |
| 중단사업순손익     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익       | 326    | 1,434  | 2,033  | 3,778  | 4,873  |
| 지배지분순이익     | 234    | 1,309  | 1,763  | 3,336  | 4,221  |
| 포괄순이익       | 306    | 1,419  | 1,766  | 3,605  | 4,700  |
| 지배지분포괄이익    | 216    | 1,305  | 1,492  | 2,914  | 3,800  |

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 재무상태표        |        |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 억원)     |        |        |        |        |        |
| 결산 (12월)     | 2016A  | 2017A  | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
| 유동자산         | 6,890  | 6,640  | 24,131 | 28,296 | 37,635 |
| 현금및현금성자산     | 1,032  | 1,143  | 7,137  | 10,197 | 18,834 |
| 매출채권 및 기타채권  | 3,539  | 3,725  | 10,627 | 11,621 | 12,253 |
| 재고자산         | 622    | 764    | 1,087  | 1,198  | 1,269  |
| 비유동자산        | 20,646 | 21,379 | 49,176 | 48,150 | 44,061 |
| 유형자산         | 8,149  | 8,156  | 13,742 | 13,742 | 13,742 |
| 관계기업등 지분관련자산 | 1,120  | 957    | 12,085 | 11,761 | 12,002 |
| 기타투자자산       | 1,432  | 1,925  | 2,848  | 2,848  | 2,848  |
| 자산총계         | 27,536 | 28,018 | 73,307 | 76,445 | 81,696 |
| 유동부채         | 10,173 | 7,315  | 20,367 | 20,519 | 22,138 |
| 매입채무 및 기타채무  | 5,102  | 4,620  | 8,277  | 8,429  | 10,048 |
| 단기차입금        | 1,570  | 218    | 6,813  | 6,813  | 6,813  |
| 유동성장기부채      | 2,681  | 1,519  | 2,306  | 2,306  | 2,306  |
| 비유동부채        | 3,734  | 5,862  | 13,615 | 13,615 | 13,615 |
| 장기차입금        | 20     | 0      | 2,519  | 2,519  | 2,519  |
| 사채           | 2,995  | 5,110  | 7,620  | 7,620  | 7,620  |
| 부채총계         | 13,907 | 13,177 | 33,982 | 34,134 | 35,753 |
| 지배지분         | 9,174  | 10,283 | 27,995 | 30,569 | 34,200 |
| 자본금          | 311    | 311    | 1,106  | 1,106  | 1,106  |
| 자본잉여금        | 849    | 804    | 22,464 | 22,464 | 22,464 |
| 이익잉여금        | 8,119  | 9,241  | 10,873 | 13,620 | 17,252 |
| 비지배지분        | 4,455  | 4,558  | 11,331 | 11,743 | 11,743 |
| 자본총계         | 13,629 | 14,841 | 39,325 | 42,311 | 45,943 |
| 순차입금         | 4,732  | 4,890  | 10,061 | 7,001  | -1,635 |
| 총차입금         | 7,266  | 6,861  | 19,333 | 19,333 | 19,333 |

| 현금흐름표           |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 억원)        |        |        |        |        |        |
| 결산 (12월)        | 2016A  | 2017A  | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
| 영업활동 현금흐름       | 4,161  | 3,300  | 4,294  | 6,928  | 9,240  |
| 당기순이익           | 326    | 1,434  | 2,033  | 3,778  | 4,873  |
| 감가상각비           | 1,687  | 1,657  | 1,325  | 0      | 0      |
| 외환손익            | -8     | 4      | 37     | 0      | 0      |
| 종속, 관계기업관련손익    | 111    | -61    | -213   | -815   | -1,094 |
| 자산부채의 증감        | 163    | -944   | -2,282 | -999   | 869    |
| 기타현금흐름          | 1,882  | 1,209  | 3,394  | 4,964  | 4,592  |
| 투자활동 현금흐름       | -3,291 | -2,564 | -1,711 | -1,050 | 2,950  |
| 투자자산            | -216   | -548   | 308    | 574    | 574    |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -1,276 | -1,832 | -1,117 | 0      | 0      |
| 유형자산 감소         | 103    | 9      | 19     | 0      | 0      |
| 기타현금흐름          | -1,902 | -192   | -920   | -1,624 | 2,376  |
| 재무활동 현금흐름       | -2,980 | -618   | -916   | -639   | -639   |
| 단기차입금           | 1,440  | -1,371 | 1,247  | 0      | 0      |
| 사채 및 장기차입금      | -4,243 | 928    | -3     | 0      | 0      |
| 자본              | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 현금배당            | -177   | -177   | -234   | -642   | -642   |
| 기타현금흐름          | 0      | 2      | -1,926 | 3      | 3      |
| 연결범위변동 등 기타     | 3      | -7     | 4,328  | -2,179 | -2,915 |
| 현금의 증감          | -2,108 | 111    | 5,994  | 3,060  | 8,636  |
| 기초 현금           | 3,140  | 1,032  | 1,143  | 7,137  | 10,197 |
| 기말 현금           | 1,032  | 1,143  | 7,137  | 10,197 | 18,834 |
| NOPLAT          | 1,789  | 2,245  | 2,692  | 4,456  | 5,553  |
| FCF             | 2,494  | 1,417  | 3,140  | 7,080  | 9,408  |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

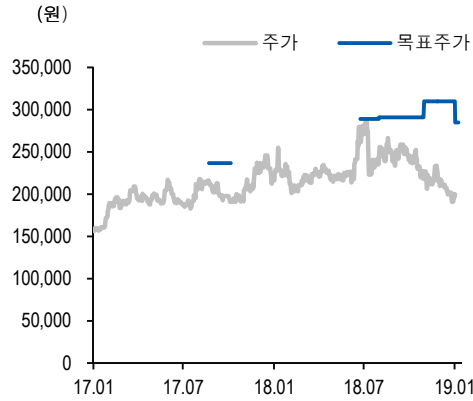
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| Valuation 지표  |         |         |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| (단위: 원, 배, %) |         |         |         |         |         |
| 결산 (12월)      | 2016A   | 2017A   | 2018F   | 2019F   | 2020F   |
| EPS           | 3,769   | 21,054  | 8,040   | 15,214  | 19,250  |
| BPS           | 152,157 | 170,555 | 142,600 | 155,711 | 174,211 |
| EBITDAPS      | 71,726  | 75,472  | 32,768  | 41,767  | 45,072  |
| SPS           | 355,336 | 363,607 | 154,350 | 219,517 | 232,419 |
| DPS           | 2,500   | 3,000   | 3,000   | 3,000   | 3,000   |
| PER           | 46.3    | 9.4     | 25.1    | 12.6    | 9.9     |
| PBR           | 1.1     | 1.2     | 1.4     | 1.2     | 1.1     |
| EV/EBITDA     | 4.5     | 4.6     | 9.1     | 6.8     | 5.5     |
| PSR           | 0.5     | 0.5     | 1.3     | 0.9     | 0.8     |

| 재무비율          |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 배, %)    |       |       |       |       |       |
| 결산 (12월)      | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액 증가율 (%)   | -4.3  | 2.3   | 49.7  | 42.2  | 5.9   |
| 영업이익 증가율 (%)  | -14.7 | 25.5  | 19.9  | 65.5  | 24.6  |
| 지배순이익 증가율 (%) | -72.4 | 458.6 | 34.7  | 89.2  | 26.5  |
| 매출총이익률 (%)    | 54.7  | 56.3  | 41.3  | 39.2  | 40.3  |
| 영업이익률 (%)     | 8.1   | 9.9   | 8.0   | 9.3   | 10.9  |
| 지배순이익률 (%)    | 1.1   | 5.8   | 5.2   | 6.9   | 8.3   |
| EBITDA 마진 (%) | 20.2  | 20.8  | 21.2  | 19.0  | 19.4  |
| ROIC          | 5.6   | 10.7  | 7.9   | 9.5   | 12.8  |
| ROA           | 0.8   | 4.7   | 3.5   | 4.5   | 5.3   |
| ROE           | 2.6   | 13.5  | 9.2   | 11.4  | 13.0  |
| 부채비율 (%)      | 102.0 | 88.8  | 86.4  | 80.7  | 77.8  |
| 순차입금/자기자본 (%) | 51.6  | 47.6  | 35.9  | 22.9  | -4.8  |
| 영업이익/금융비용 (배) | 7.0   | 11.1  | 43.4  | 18.0  | 25.9  |

CJ ENM (035760) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견    | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|----------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |          |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2019-01-10 | BUY      | 285,000 | 1년        |         |              |
| 2018-11-08 | BUY      | 310,000 | 1년        | -31.53  | -24.52       |
| 2018-08-09 | BUY      | 291,000 | 1년        | -16.27  | -8.42        |
| 2018-07-02 | HOLD     | 289,000 | 1년        | -13.10  | -            |
|            | 담당자 변경   |         |           |         |              |
| 2017-08-30 | BUY      | 237,000 | 1년        | -8.07   | 17.97        |
|            | 담당자 변경   |         |           |         |              |
| 2017-07-18 | 1년 경과 이후 |         | 1년        | -11.48  | -5.17        |
| 2016-07-18 | BUY      | 230,000 | 1년        | -22.32  | -5.17        |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 1.6        |
| Buy(매수)        | 85.3       |
| Hold(중립)       | 12.6       |
| Sell(비중축소)     | 0.5        |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2019-01-07

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.