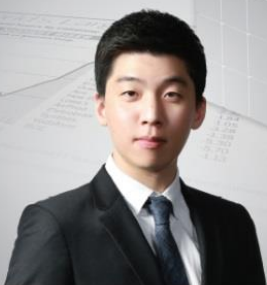


2019. 1. 21



## ▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6098-6681

jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 280,000 원

현재주가 (1.18) 206,500 원

상승여력 35.6%

KOSDAQ 696.34pt

시가총액 45,278억원

발행주식수 2,193만주

유동주식비율 46.83%

외국인비중 19.00%

52주 최고/최저가 286,400원/191,200원

평균거래대금 160.0억원

## 주요주주(%)

CJ 외 5인 42.71

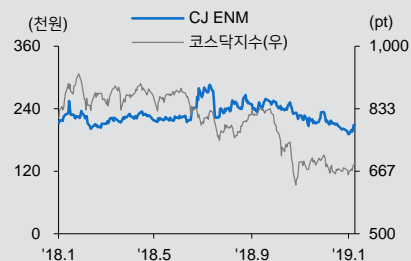
국민연금 5.00

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.2 -20.5 -13.1

상대주가 -6.4 -7.4 12.2

## 주가그래프



## CJ ENM 035760

4Q18 Preview:  
2019년을 책임질 미디어 사업

- ✓ 4Q18 영업이익 856억원(+41.3% YoY)으로 시장 컨센서스(823억원) 상회 전망
- ✓ 대표 콘텐츠 흥행으로 TV와 디지털 광고 전년 대비 +10.0%, +28.0% 성장 전망
- ✓ 2019년 연결 매출액 4.58조원(+6.2% YoY), 영업이익 3,844억원(+16.1% YoY) 전망
- ✓ CJ헬로 매각 시 미디어 사업 투자 확대 및 재무구조 개선 효과 기대
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 29만원에서 28만원으로 하향

## 4Q18 Preview: 시장 컨센서스 상회 전망

4Q18 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,344억원(+4.1% YoY), 856억원(+41.3% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 823억원)를 상회할 전망이다. 부문별 영업이익은 미디어 299억원, 커머스 371억원, 영화 -26억원, 음악 39억원, CJ헬로 174억원이 예상된다. 커머스 매출액은 3,148억원(-5.0% YoY)이 예상되나, 취급고가 아닌 수익성에 위주의 사업 전략 변화로 이익 기여도 측면에서 긍정적인 변화가 기대된다.

## 성장세를 지속한 미디어, 다소 아쉬운 영화 부문

미디어 부문은 〈알함브라 궁전의 추억〉, 〈남자친구〉 등 대표 콘텐츠에 힘입어 TV광고와 디지털 광고가 각각 전년 대비 +10.0%, +28.0% 성장할 전망이다. tvN, OCN, Mnet 등 주요 채널뿐만 아니라 XtvN, Olive 등 세컨 Tier 채널 광고단가도 성장을 지속하고 있다. 영화 부문은 4Q18 투자/배급을 담당한 〈국가부도의 날〉과 〈PMC: 더 벙커〉가 각각 375만명(제작비 70억원 손익분기점 260만명), 166만명(제작비 140억원, 손익분기점 410만명) 관객을 동원하며 소폭 영업적자를 기록할 전망이다.

## 투자 의견 Buy 유지, 적정주가는 29만원 → 28만원으로 하향

2019년 연결 매출액과 영업이익은 각각 4,580억원(+6.2% YoY), 3,844억원(+16.1% YoY)을 전망한다. 영업이익 내 커머스 비중이 높았던 2018년과는 달리 2019년에는 미디어 영업이익(1,620억원)이 커머스(1,415억원)를 넘어설 전망이다. 협상을 진행 중인 CJ헬로 매각 완료 시 국내외 미디어 사업 투자 확대 및 부채비율 정상화를 통한 재무구조 개선도 기대할 수 있다. 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 비영업가치 하락을 반영해 기존 29만원에서 28만원으로 하향한다.

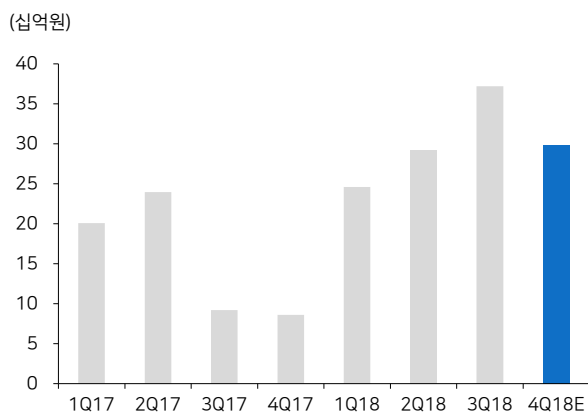
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,260.0	224.5	130.9	21,054	340.2	165,443	11.0	1.4	5.1	13.5	88.8
2018E	4,311.5	274.8	235.9	16,698	-24.8	54,970	13.1	4.0	10.0	21.1	107.4
2019E	4,579.4	384.4	300.0	13,681	-15.4	65,964	16.0	3.3	8.0	22.6	96.1
2020E	4,773.3	427.0	331.9	15,135	10.4	78,413	14.5	2.8	7.2	21.0	85.4
2021E	5,229.5	475.7	367.2	16,745	9.9	92,472	13.1	2.4	6.4	19.6	78.9

표1 CJ ENM 4Q18 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	YoY (%)	3Q18	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	1,134.4	1,090.2	4.1	1,096.3	3.5	1,150.0	-1.4
미디어	398.3	350.5	13.6	406.8	-2.1		
커머스	314.8	331.4	-5.0	295.0	6.7		
영화	53.4	61.5	-13.1	45.0	18.8		
음악	71.8	69.8	2.8	58.2	23.4		
CJ헬로	296.1	276.9	6.9	291.4	1.6		
영업이익	85.6	60.5	41.3	76.5	11.8	82.3	4.0
세전이익	81.9	32.1	155.0	72.6	12.9	86.5	-5.3
당기순이익	61.4	20.7	196.7	54.2	13.2	63.0	-2.5

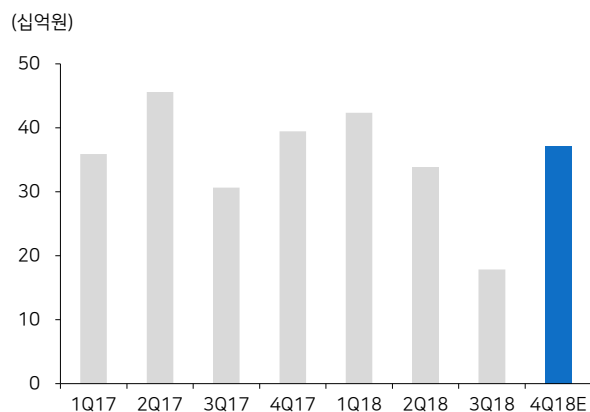
자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 미디어 사업 분기 영업이익 추이



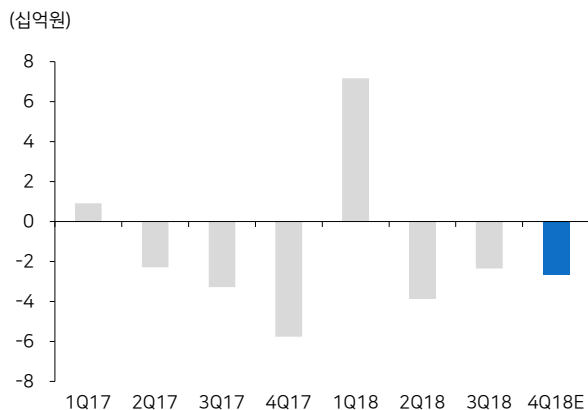
자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 커머스 사업 분기 영업이익 추이



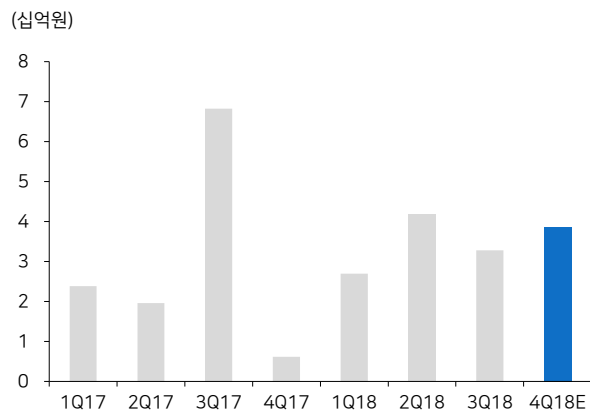
자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 영화 사업 분기 영업이익 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 음악 사업 분기 영업이익 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 CJ ENM 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,031.7</b>	<b>1,049.0</b>	<b>1,096.3</b>	<b>1,134.4</b>	<b>1,096.5</b>	<b>1,121.2</b>	<b>1,139.1</b>	<b>1,222.6</b>	<b>4,311.5</b>	<b>4,579.4</b>	<b>4,773.3</b>
% YoY	10.6%	7.3%	12.7%	4.1%	6.3%	6.9%	3.9%	7.8%	8.5%	6.2%	4.2%
미디어	332.5	361.9	406.8	398.3	356.2	389.2	436.1	429.9	1,499.5	1,611.5	1,718.5
광고	119.6	141.9	145.3	155.3	130.4	154.7	156.9	167.7	562.1	609.7	652.3
수신료	50.2	50.1	49.6	52.6	49.8	49.8	50.1	56.0	202.5	205.6	210.1
기타	162.7	169.8	212.0	190.3	176.1	184.7	229.1	206.3	734.8	796.2	856.0
커머스	290.9	307.5	295.0	314.8	319.1	322.7	292.4	347.1	1,208.1	1,281.3	1,352.3
TV	154.1	154.1	145.4	158.8	161.4	156.5	132.7	170.7	612.5	621.4	621.4
디지털	96.4	105.5	99.2	108.3	114.4	116.2	113.0	127.4	409.5	471.0	541.2
기타	40.3	47.9	50.3	47.6	43.3	50.0	46.7	49.0	186.1	188.9	189.7
영화	80.0	36.0	45.0	53.4	71.3	40.5	52.9	70.3	214.4	235.0	231.6
극장	41.5	12.4	28.1	16.4	39.6	20.0	31.8	30.3	98.3	121.7	114.2
부가판권	10.5	7.4	6.9	7.6	9.3	7.6	7.1	7.8	32.4	31.8	32.8
뮤지컬	14.4	7.4	4.3	9.0	8.8	4.0	8.3	11.5	35.1	32.5	35.2
기타	13.6	8.8	5.7	20.5	13.7	8.9	5.8	20.7	48.5	49.0	49.5
음악	56.2	66.5	58.2	71.8	58.6	69.5	58.4	74.1	252.7	260.6	267.8
음반/음원	28.2	29.0	23.0	33.1	33.2	33.8	33.9	34.4	113.3	135.3	139.1
기타	28.0	37.5	35.2	38.7	25.5	35.7	24.5	39.7	139.4	125.4	128.7
CJ헬로	272.1	277.2	291.4	296.1	291.3	299.4	299.2	301.1	1,136.8	1,191.1	1,203.1
<b>영업비용</b>	<b>968.5</b>	<b>989.0</b>	<b>1,030.3</b>	<b>1,048.8</b>	<b>1,009.4</b>	<b>1,028.0</b>	<b>1,045.1</b>	<b>1,112.6</b>	<b>4,036.7</b>	<b>4,195.0</b>	<b>4,346.2</b>
% YoY	10.5%	9.2%	10.1%	-0.4%	4.2%	3.9%	1.4%	6.1%	7.0%	3.9%	3.6%
미디어	307.9	332.7	369.6	368.4	319.1	356.8	387.6	385.9	1,378.5	1,449.4	1,534.0
커머스	248.5	273.5	277.2	277.7	282.9	288.5	261.8	306.5	1,076.9	1,139.7	1,195.1
영화	85.2	44.9	51.5	56.1	74.8	45.9	58.3	64.9	237.8	244.0	235.2
음악	53.5	62.3	54.9	68.0	54.6	60.3	56.8	72.0	238.7	243.7	252.1
CJ헬로	273.4	275.6	277.1	278.7	278.0	276.4	280.6	283.3	1,104.8	1,118.2	1,129.9
<b>영업이익</b>	<b>89.9</b>	<b>79.2</b>	<b>76.5</b>	<b>85.6</b>	<b>87.1</b>	<b>93.3</b>	<b>94.0</b>	<b>110.0</b>	<b>331.2</b>	<b>384.4</b>	<b>427.0</b>
% YoY	17.0%	-10.4%	23.6%	41.3%	-3.1%	17.8%	22.8%	28.5%	15.1%	16.1%	11.1%
미디어	24.6	29.2	37.2	29.9	37.1	32.4	48.5	44.0	120.9	162.0	184.5
커머스	42.3	33.9	17.8	37.1	36.1	34.1	30.6	40.7	131.2	141.5	157.2
영화	7.2	-3.9	-2.3	-2.6	-3.5	-5.5	-5.4	5.4	-1.7	-9.0	-3.6
음악	2.7	4.2	3.3	3.9	4.0	9.2	1.7	2.1	14.0	17.0	15.7
CJ헬로	13.1	15.7	20.5	17.4	13.4	23.0	18.6	17.8	66.8	72.8	73.3
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>120.2</b>	<b>97.8</b>	<b>72.6</b>	<b>81.9</b>	<b>106.7</b>	<b>99.9</b>	<b>96.5</b>	<b>101.0</b>	<b>372.4</b>	<b>404.1</b>	<b>448.2</b>
법인세비용	11.1	13.3	16.1	13.6	14.6	15.7	17.6	16.6	81.6	93.7	104.9
<b>당기순이익</b>	<b>96.4</b>	<b>78.8</b>	<b>54.2</b>	<b>61.4</b>	<b>82.9</b>	<b>76.9</b>	<b>73.4</b>	<b>77.2</b>	<b>290.8</b>	<b>310.3</b>	<b>343.3</b>
<b>이익률 (%)</b>											
영업이익률	8.7	7.5	7.0	7.5	7.9	8.3	8.3	9.0	7.7	8.4	8.9
당기순이익률	9.3	7.5	4.9	5.4	7.6	6.9	6.4	6.3	6.7	6.8	7.2

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

표2 CJ ENM SOTP Valuation

(십억원)	12MF 순이익	Multiple	적정가치	비고
CJ ENM 커머스 영업가치 (A)	94.5	11.0	1,039.2	유통업종 평균 PER
CJ ENM 미디어 영업가치 (B)	109.8	20.0	2,196.9	넷마블, 스튜디오드래곤 가치 제거
비영업가치 (C)			3,433.0	
넷마블 지분가치			1,632.3	지분율 22%, 할인율 25% 적용
스튜디오드래곤 지분가치			1,432.5	지분율 71%, 할인율 25% 적용
CJ헬로 지분가치			306.2	지분율 54%, 할인율 25% 적용
삼성생명 지분가치			62.0	지분율 0.5%, 할인율 25% 적용
순차입금 (D)			560.6	
총기업가치 (E=A+B+C-D)			6,108.5	
합병법인 발행주식수 (F/만주)			2,193	CJ오쇼핑 603만주 + 합병신주 1,590만주
합병법인 적정주가 (E/F)			278,544	
현재주가 (1/11)			208,700	
Upside/Downside (%)			33.5%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## CJ ENM (035760)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	2,260.0	4,311.5	4,579.4	4,773.3	5,229.5
매출액증가율 (%)	2.3	90.8	6.2	4.2	9.6
매출원가	988.0	1,378.6	1,449.4	1,534.0	1,616.8
매출총이익	1,272.0	2,932.9	3,130.0	3,239.3	3,612.7
판매관리비	1,047.5	2,658.2	2,745.6	2,812.2	3,137.0
영업이익	224.5	274.8	384.4	427.0	475.7
영업이익률	9.9	6.4	8.4	8.9	9.1
금융손익	-13.0	-6.9	-12.1	-13.2	-10.5
종속/관계기업손익	6.1	64.2	67.5	69.9	72.3
기타영업외손익	-33.2	-18.2	-20.8	-19.9	-27.4
세전계속사업이익	184.3	313.9	419.0	463.9	510.0
법인세비용	40.9	68.8	97.2	108.6	119.5
당기순이익	143.4	245.1	321.8	355.3	390.5
지배주주지분 순이익	130.9	235.9	300.0	331.9	367.2

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	330.0	889.3	667.9	722.4	819.6
당기순이익(손실)	143.4	245.1	321.8	355.3	390.5
유형자산상각비	165.7	238.7	243.7	252.1	257.9
무형자산상각비	78.9	44.4	67.3	89.5	111.3
운전자본의 증감	-94.4	361.0	35.2	25.5	60.0
투자활동 현금흐름	-256.4	-784.8	-579.3	-579.8	-630.0
유형자산의증가(CAPEX)	-183.2	-230.0	-225.4	-220.9	-216.5
투자자산의감소(증가)	-27.0	-179.5	-29.1	-21.0	-49.5
재무활동 현금흐름	-61.9	-115.2	-69.4	-68.0	-68.7
차입금의 증감	-40.5	-97.1	-10.5	-9.1	-9.8
자본의 증가	-4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.1	-10.7	19.2	74.6	121.0
기초현금	103.2	114.3	103.6	122.8	197.4
기말현금	114.3	103.6	122.8	197.4	318.4

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	664.0	900.0	968.7	1,079.1	1,284.4
현금및현금성자산	114.3	103.6	122.8	197.4	318.4
매출채권	320.2	358.7	381.0	397.1	435.0
재고자산	76.4	145.8	154.9	161.5	176.9
비유동자산	2,137.9	2,564.2	2,822.8	3,053.9	3,297.9
유형자산	815.6	806.9	788.6	757.4	716.0
무형자산	950.3	1,205.9	1,453.6	1,694.9	1,930.8
투자자산	288.2	467.7	496.8	517.8	567.3
자산총계	2,801.8	3,464.3	3,791.5	4,133.0	4,582.3
유동부채	731.5	1,149.0	1,212.5	1,258.8	1,368.9
매입채무	36.0	68.7	73.0	76.1	83.3
단기차입금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
유동성장기부채	151.9	63.0	60.4	58.8	56.3
비유동부채	586.2	644.9	645.8	644.6	652.2
사채	511.1	502.9	495.0	487.4	480.2
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,317.7	1,793.9	1,858.3	1,903.3	2,021.0
자본금	31.1	31.1	31.1	31.1	31.1
자본잉여금	80.4	80.4	80.4	80.4	80.4
기타포괄이익누계액	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
이익잉여금	924.1	1,101.1	1,342.2	1,615.2	1,923.4
비지배주주지분	455.8	465.1	486.9	510.4	533.7
자본총계	1,484.1	1,670.4	1,933.2	2,229.7	2,561.3

## Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	363,607	305,229	208,855	217,696	238,501
EPS(지배주주)	21,054	16,698	13,681	15,135	16,745
CFPS	76,426	42,989	33,621	36,981	40,184
EBITDAPS	75,472	39,495	31,711	35,056	38,532
BPS	165,443	54,970	65,964	78,413	92,472
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
배당수익률(%)	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	11.0	13.1	16.0	14.5	13.1
PCR	3.0	5.1	6.5	5.9	5.5
PSR	0.6	0.7	1.1	1.0	0.9
PBR	1.4	4.0	3.3	2.8	2.4
EBITDA	469.1	557.9	695.3	768.6	844.9
EV/EBITDA	5.1	10.0	8.0	7.2	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.5	21.1	22.6	21.0	19.6
EBITDA 이익률	20.8	12.9	15.2	16.1	16.2
부채비율	88.8	107.4	96.1	85.4	78.9
금융비용부담률	0.9	0.4	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	11.1	15.0	23.0	26.0	29.4
매출채권회전율(x)	7.0	12.7	12.4	12.3	12.6
재고자산회전율(x)	32.6	38.8	30.5	30.2	30.9

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:정지수)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## CJ ENM (035760) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

