



하나금융그룹

2019년 5월 10일 | Equity Research

CJ ENM (035760)

1분기의 아쉬움도, 2분기의 기대감도 여전히 미디어의 고성장

미디어 부문에도 연간 이익 가이던스는 유지

부문별 이익 조정으로 목표주가를 29만원(-3%)으로 하향한다. 그러나, 연간 방송 부문의 제작비 증가율(+15%)을 상회하는 TV광고 성장(+17%) 및 디지털 광고의 고성장(+39%), 그리고 이에 기반한 프리미엄 광고 패키지 증가(+19%)는 ENM만이 가능한 지표들이다. 1분기 다소 아쉬운 실적에도 연간 영업이익 가이던스를 유지하는 만큼 역대급 컨텐츠들이 반영될 2분기는 다시 한번 미디어 부문의 기대감을 높게 가져갈 필요가 있다.

1Q Review: OPM 8.3%(-0.4%p YoY)

1분기 매출액/영업이익은 각각 1.1조원(+7% YoY)/921억원(+2%)으로 컨센서스(950억원)에 부합했다. 부문별 영업이익은 미디어 137억원(-44%), 커머스 420억원(-1%), 영화 188억원(+162%), 음악 46억원(+70%) 등이다. 가장 아쉬운 미디어는 TV광고와 디지털이 각각 17%/39% 성장하면서 12%의 매출 성장을 기록했다. 충분히 중익이 가능했음에도 불구하고 S급 PD들의 채용(효리네 민박, 1박2일 등)과 상각비 증가 등으로 감익했는데, 전년 수준의 이익률(7%)만 기록했어도 연결 영업이익은 1,050억원을 상회했다. 커머스는 자체 브랜드 취급과 고성장(+41%)과 1회성 이익(부가세 환급, 100억원 이상)이 송출수수료 증가를 만회했고, 영화는 극한직업의 역대 1위 매출, 음악은 마지막 워너월의 콘서트 매출 등이 반영되면서 상당히 높은 성장을 기록했다. 법인세율이 43%까지 상승했는데, 헬로 매각을 대비한 이연법인세를 분기 약 100억원 정도 안분한 영향이다.

향후 3~5년을 좌우할 시즌제 IP가 집중된 2분기

5년 계약인 프로듀스 101 시즌4의 시작(3분기 데뷔), 시즌제 드라마 아스달연대기(시즌3까지 확정), 시즌제 예능인 강식당2 및 영화 기생충(봉준호 감독작)이 방영한다. 1분기의 아쉬움을 충분히 만회할 뿐만 아니라 향후 3~5년을 좌우할 시즌제 IP가 집중되어 있기에 여전히 기대감을 높게 가져갈 필요가 있다. 2분기 예상 영업이익은 950억원(+20% YoY), 헬로 제외 시 790억원(+24%)이다.

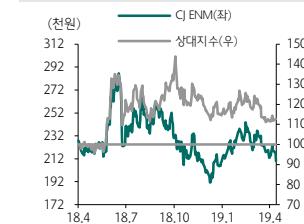
Update

BUY

| TP(12M): 290,000원(하향) | CP(5월 9일): 210,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	724.22		
52주 최고/최저(원)	286,400/191,200	4,695.3	4,982.2
시가총액(십억원)	4,605.1	374.0	422.7
시가총액비중(%)	1.85	312.6	363.0
발행주식수(천주)	21,929.2		
60일 평균 거래량(천주)	63.8		
60일 평균 거래대금(십억원)	14.5		
19년 배당금(예상,원)	1,222		
19년 배당수익률(예상,%)	0.58		
외국인지분율(%)	19.12		
주요주주 지분율(%)			
CJ 외 5 인	42.70		
국민연금	5.00		
주가상승률 1M 6M 12M	1M 6M 12M		
절대	(8.8) (7.5) (5.1)		
상대	(4.7) (12.2) 11.4		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,260.0	3,426.8	4,603.8	4,949.4	5,370.1
영업이익	십억원	224.5	251.0	376.5	420.9	466.8
세전이익	십억원	184.3	217.3	403.7	461.5	509.1
순이익	십억원	130.9	162.6	231.6	294.2	324.6
EPS	원	21,054	11,514	10,561	13,419	14,802
증감률	%	458.6	(45.3)	(8.3)	27.1	10.3
PER	배	10.97	17.54	19.88	15.65	14.19
PBR	배	1.38	1.35	1.32	1.23	1.14
EV/EBITDA	배	5.49	8.23	8.39	8.42	8.22
ROE	%	13.45	8.58	8.08	9.47	9.57
BPS	원	167,432	149,371	158,857	171,183	185,014
DPS	원	3,000	1,200	1,222	1,085	689



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

dagyeompark@hanafn.com

표 1. CJ ENM 목표주가(SOTP) 하향

(단위: 십억원)

항목	가치	비고
지분가치	2,541	
- 넷마블	1,741	지분 22%, 25% 할인
- CJ헬로	800	지분 54%, 매각 예정가 반영
영업가치	4,546	
- 미디어	2,492	NOPAT에 25X 적용
- 커머스	1,167	NOPAT에 11X 적용
- 음악	663	NOPAT('20년)에 30X 적용
- 영화	224	쇼박스 시가총액 대비 10% 할증
순차입금	792	약 1.4조원에서 CJ헬로 제외(약 0.6조원)
기업가치	6,295	
발행주식수	22	백만주
주당적정가치	287,119	원
목표주가	290,000	원
현재주가	210,000	원
상승 여력	38	%

자료: 하나금융투자

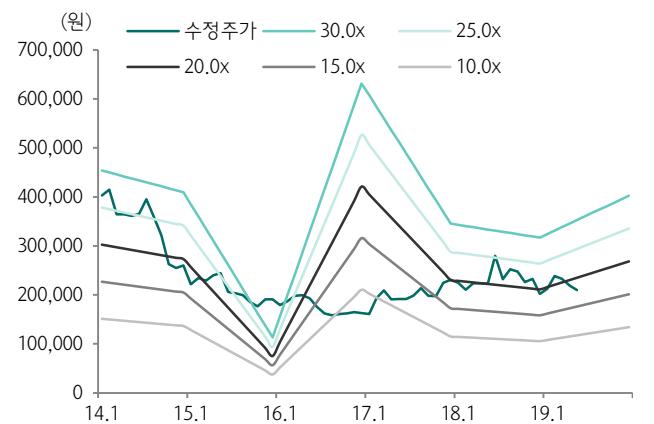
표 2. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	4,358	4,604	4,949	1,032	1,049	1,079	1,198	1,105	1,128	1,130	1,241
1. 미디어	1,568	1,768	2,021	340	369	407	451	380	451	446	491
2. 커머스	1,293	1,329	1,357	291	307	293	402	324	317	302	387
3. 영화	213	277	259	80	36	45	52	104	46	58	70
4. 음악	233	183	246	56	67	58	53	52	40	43	49
5. CJ헬로	1,050	1,046	1,067	264	270	276	240	245	275	281	245
영업이익	315	377	421	90	79	77	69	92	95	92	97
OPM	7%	8%	9%	9%	8%	7%	6%	8%	8%	8%	8%
1. 미디어	112	133	162	25	29	37	21	14	36	39	44
2. 커머스	124	141	146	42	34	18	30	42	35	32	33
3. 영화	-1	23	14	7	-4	-2	-2	19	6	0	-1
4. 음악	11	12	29	3	4	3	1	5	2	2	3
5. CJ헬로	69	67	70	13	16	21	20	13	16	20	19
당기순이익	269	272	346	96	79	54	40	49	71	63	89
NPM	6%	6%	7%	9%	8%	5%	3%	4%	6%	6%	7%

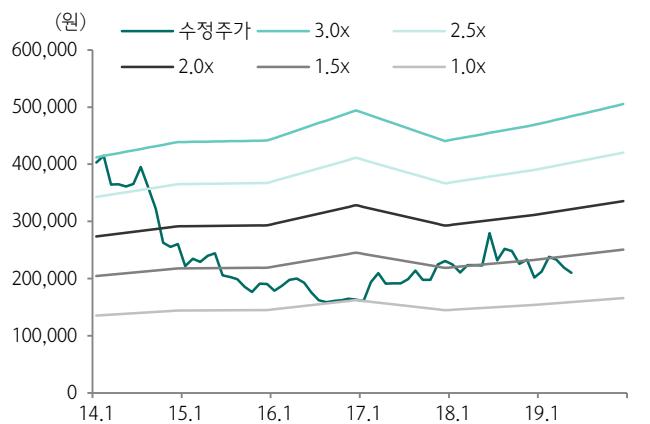
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 1. 12MF P/E 밴드차트



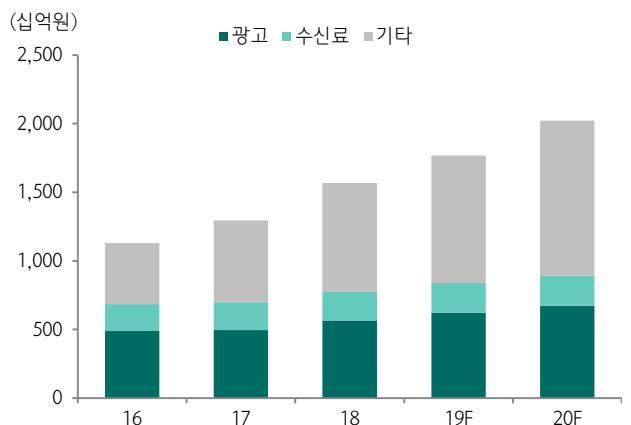
자료: 하나금융투자

그림 2. 12MF P/B 밴드차트



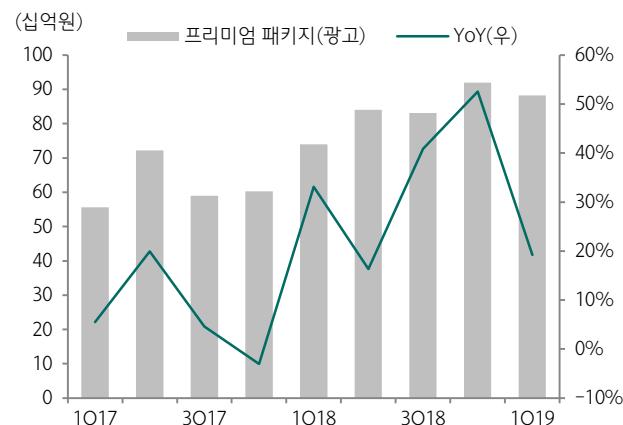
자료: 하나금융투자

그림 3. 미디어 부문 실적 추이



자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 4. 분기별 프리미엄 패키지(광고) 매출 추이



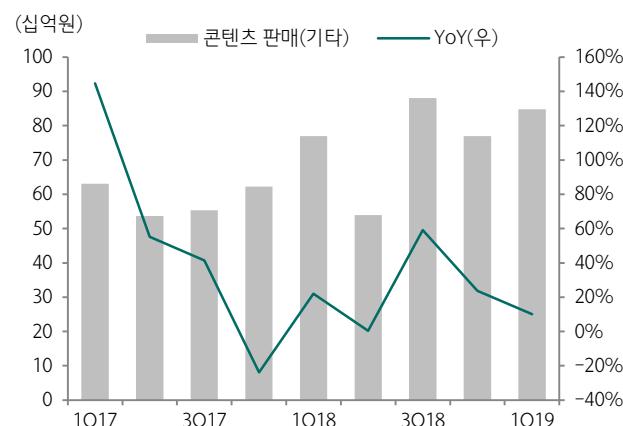
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 5. 분기별 디지털 광고(기타) 매출 추이



자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 6. 분기별 프리미엄 콘텐츠 판매(기타) 매출 추이



자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 7. 커머스 부문 실적 추이



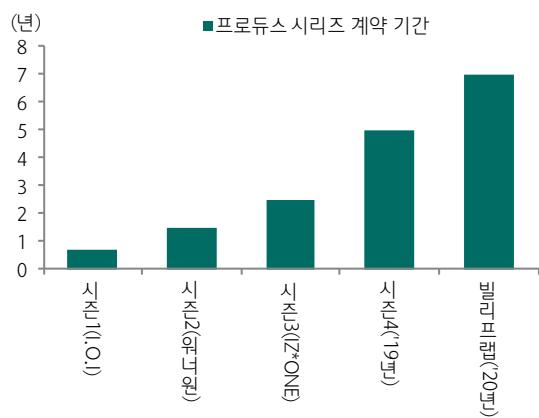
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 8. 1Q19 주요 자체 브랜드(YoY +40.7%, 취급고 비중 12.5%)



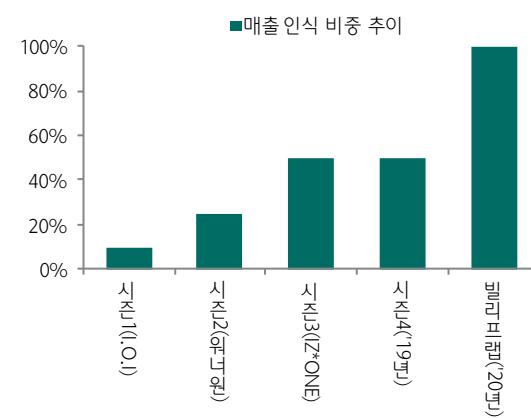
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 9. 프로듀스 시리즈의 계약 기간 추이 및 전망



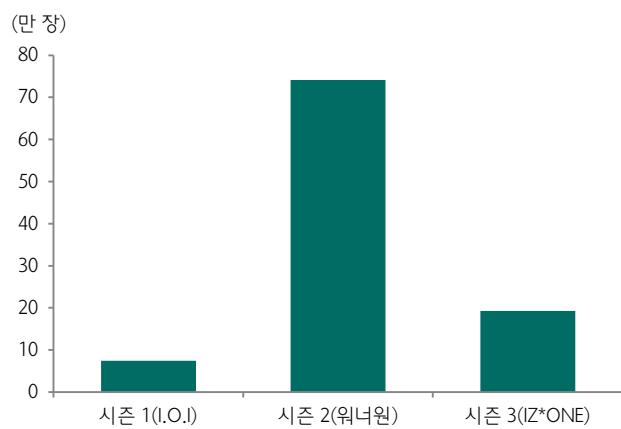
주: 시즌4는 언론 보도 예상, 빌리프랩은 자사 아이돌
자료: 하나금융투자

그림 10. 프로듀스 시리즈의 ENM 매출 인식 비중 추이(예상치)



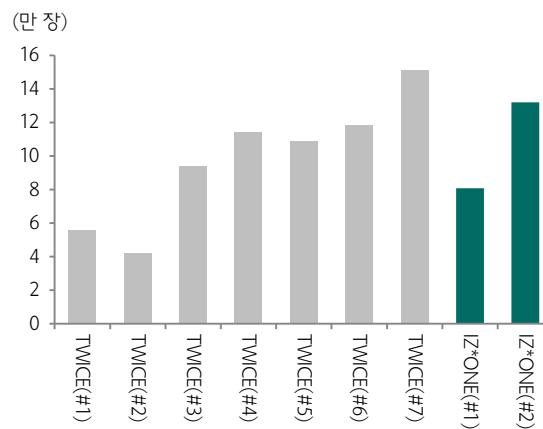
자료: 하나금융투자

그림 11. 프로듀스 시리즈 첫 앨범 판매량



자료: 가온차트, 하나금융투자

그림 12. 트와이스, IZ*ONE 앨범 초동 판매량



자료: 위키피디아, 하나금융투자

그림 13. 극한직업 미국 상영에 이어 리메이크(Kevin Hart 출연 예정)



자료: 구글, 하나금융투자

그림 15. 보이스 시즌3 5월 방영 예정



자료: 구글, 하나금융투자

그림 14. 베테랑 중국 리메이크 영화 대인물 – 관련 수익 2Q 반영 예상



자료: 구글, 하나금융투자

그림 16. 시즌제 드라마 아스달 연대기 6월 1일 방영 예정



자료: 조선일보, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,260.0	3,426.8	4,603.8	4,949.4	5,370.1
매출원가	988.0	1,998.0	2,779.1	3,004.5	3,299.1
매출총이익	1,272.0	1,428.8	1,824.7	1,944.9	2,071.0
판관비	1,047.5	1,177.8	1,448.1	1,524.1	1,604.3
영업이익	224.5	251.0	376.5	420.9	466.8
금융손익	(13.0)	(2.8)	8.7	10.3	12.0
종속/관계기업손익	6.1	(2.1)	30.3	30.3	30.3
기타영업외손익	(33.2)	(28.8)	(11.9)	0.0	0.0
세전이익	184.3	217.3	403.7	461.5	509.1
법인세	40.9	33.0	131.2	115.4	127.3
계속사업이익	143.4	184.2	272.4	346.2	381.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	143.4	184.2	272.4	346.2	381.8
비지배주주지분 순이익	12.6	21.6	40.9	51.9	57.3
지배주주순이익	130.9	162.6	231.6	294.2	324.6
지배주주지분포괄이익	130.5	113.2	230.8	293.2	323.5
NOPAT	174.7	212.8	254.1	315.6	350.1
EBITDA	469.1	777.4	768.2	714.8	689.3
성장성(%)					
매출액증가율	2.3	51.6	34.3	7.5	8.5
NOPAT증가율	86.2	21.8	19.4	24.2	10.9
EBITDA증가율	5.2	65.7	(1.2)	(7.0)	(3.6)
영업이익증가율	25.5	11.8	50.0	11.8	10.9
(지배주주)순익증가율	459.4	24.2	42.4	27.0	10.3
EPS증가율	458.6	(45.3)	(8.3)	27.1	10.3
수익성(%)					
매출총이익률	56.3	41.7	39.6	39.3	38.6
EBITDA이익률	20.8	22.7	16.7	14.4	12.8
영업이익률	9.9	7.3	8.2	8.5	8.7
계속사업이익률	6.3	5.4	5.9	7.0	7.1

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	21,054	11,514	10,561	13,419	14,802
BPS	167,432	149,371	158,857	171,183	185,014
CFPS	76,426	51,528	37,277	34,999	33,207
EBITDAPS	75,472	55,033	35,034	32,599	31,437
SPS	363,607	242,601	209,965	225,729	244,917
DPS	3,000	1,200	1,222	1,085	689
주가지표(배)					
PER	11.0	17.5	19.9	15.6	14.2
PBR	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
PCFR	3.0	3.9	5.6	6.0	6.3
EV/EBITDA	5.5	8.2	8.4	8.4	8.2
PSR	0.6	0.8	1.0	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	13.5	8.6	8.1	9.5	9.6
ROA	4.7	3.4	3.3	3.9	4.1
ROIC	10.2	7.9	7.4	10.0	12.0
부채비율	88.8	97.2	98.3	93.9	90.1
순부채비율	45.9	38.1	31.0	16.7	5.8
이자보상배율(배)	11.1	7.5	8.8	10.5	11.6

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	664.0	1,806.6	2,201.9	2,803.1	3,368.6
금융자산	197.2	548.5	513.9	988.8	1,400.6
현금성자산	114.3	453.4	386.1	851.4	1,251.6
매출채권 등	372.5	941.3	1,264.6	1,359.6	1,475.1
재고자산	76.4	94.2	126.6	136.1	147.7
기타유동자산	17.9	222.6	296.8	318.6	345.2
비유동자산	2,137.9	4,948.4	5,077.8	4,937.0	4,900.7
투자자산	288.2	1,517.2	2,038.4	2,191.4	2,377.7
금융자산	192.5	276.4	371.4	399.2	433.2
유형자산	815.6	1,398.2	1,247.0	1,120.0	1,013.4
무형자산	950.3	1,827.0	1,586.6	1,419.6	1,303.7
기타비유동자산	83.8	206.0	205.8	206.0	205.9
자산총계	2,801.8	6,754.9	7,279.8	7,740.0	8,269.3
유동부채	731.5	2,021.8	2,181.5	2,287.3	2,416.2
금융부채	173.7	893.7	692.8	692.8	692.8
매입채무 등	446.4	940.6	1,263.6	1,358.5	1,473.9
기타유동부채	111.4	187.5	225.1	236.0	249.5
비유동부채	586.2	1,307.5	1,426.5	1,461.4	1,503.9
금융부채	705.0	961.2	961.2	961.2	961.2
기타비유동부채	(118.8)	346.3	465.3	500.2	542.7
부채총계	1,317.7	3,329.3	3,607.9	3,748.7	3,920.1
지배주주지분	1,028.3	2,763.2	2,971.2	3,241.4	3,544.7
자본금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본조정	99.1	1,843.8	1,843.8	1,843.8	1,843.8
기타포괄이익누계액	5.1	(150.5)	(150.5)	(150.5)	(150.5)
이익잉여금	924.1	1,069.9	1,277.9	1,548.1	1,851.4
비지배주주지분	455.8	662.4	700.6	749.9	804.5
자본총계	1,484.1	3,425.6	3,671.8	3,991.3	4,349.2
순금융부채	681.5	1,306.4	1,140.1	665.2	253.4

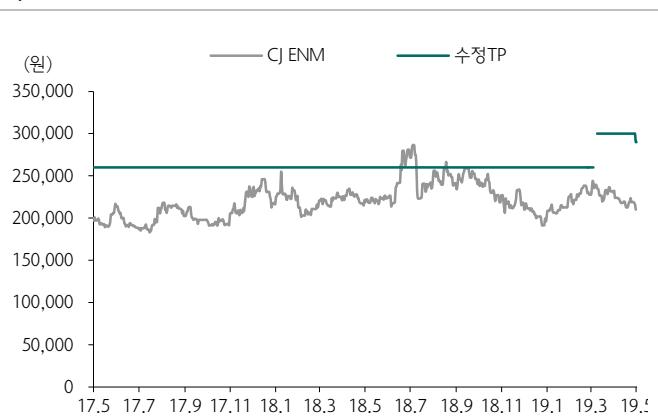
현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	330.0	586.7	713.6	654.6	622.1
당기순이익	143.4	184.2	272.4	346.2	381.8
조정	281.0	484.0	391.7	293.9	222.6
감가상각비	244.6	526.3	391.6	293.9	222.5
외환거래손익	0.4	3.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(6.1)	(37.5)	0.0	0.0	0.0
기타	42.1	(8.5)	0.1	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(94.4)	(81.5)	49.5	14.5	17.7
투자활동 현금흐름	(256.4)	(158.4)	(556.5)	(165.3)	(200.6)
투자자산감소(증가)	(27.0)	(1,226.9)	(523.8)	(155.7)	(188.9)
유형자산감소(증가)	(182.4)	(225.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(47.0)	1,294.3	(32.7)	(9.6)	(11.7)
재무활동 현금흐름	(61.8)	(88.9)	(224.4)	(24.0)	(21.3)
금융부채증가(감소)	(38.5)	976.2	(200.9)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.6)	(1,044.3)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(17.7)	(20.8)	(23.6)	(24.0)	(21.3)
현금의 증감	11.1	339.1	(67.3)	465.3	400.1
Unlevered CFO	475.0	727.8	817.3	767.4	728.1
Free Cash Flow	146.8	357.5	713.6	654.6	622.1



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

CJ ENM



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.5.10	BUY	290,000		
19.3.19	BUY	300,000	-25.18%	-21.17%
19.3.15	담당자변경		-	-
17.5.29	BUY	260,000	-15.18%	10.15%
17.2.27	BUY	230,000	-15.16%	-8.96%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2000년 0월 0일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 05월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.