

CJ ENM (035760)

1분기보다 재밌는 2분기

목표주가 하향하나 미디어 내 탐픽 유지

목표주가를 250,000원(-9%)으로 하향하는데 영업외적으로는 1) 넷마블의 지분 가치 하락과 2) 헬로 매각금액을 세후 기준으로 변경, 영업적으로는 미디어의 실적 추정을 보다 보수적으로 하향 조정했다. 다만, 2분기는 수익성에 긍정적인 프로그램들(예능 + 음악)의 높은 화제성과 영화(기생충) 및 음악(아이즈원)의 성과가 어우러지면서 실적 Mix 측면에서는 보다 긍정적인 900억원대 영업이익이 예상된다. 1분기와 같은 쇼크가 없다면 하반기로 갈수록 텐트폴 드라마들의 제작비가 하향 안정화되고, 음악의 높은 모멘텀까지 감안할 때 한번 더 호실적을 기대하며 속아볼 필요가 있다는 판단이다.

2Q Preview: OPM 7.8%(+0.3%p YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 1.16조원(+10.5% YoY)/902억원(+14.0%)을 예상한다. 부문별 영업이익은 미디어가 1) 아스달연대기가 사상 최고 수준의 광고 선판매, 2) 수익성 기여가 높은 예능에서 '스페인하숙', '현지에서 먹힐까? 미국편', '강식당2' 등의 흥행, 3) 증익한 스튜디오드래곤의 실적(93억원), 그리고 4) 5~6월 연속 SMR 조회수 1위를 기록한 프듀X101 등이 기여하면서 약 320억원(+10%)이 예상된다. 영화는 기생충(약 960만명, BEP 370만)의 흥행, 음악은 아이즈원/김재환 등의 컴백이 반영되며 합산 102억원을 기여할 것이다. 커머스는 320억원(-6%) 수준이 예상된다.

하반기로 갈수록 안정적이다

하반기로 보면 '호텔 델루나' 및 '사랑의 불시착' 등 텐트폴 드라마들의 제작비가 전년(미스터션샤인+알함브라 궁전의 추억) 대비 크게 낮아질 것인데 이미 호텔 델루나의 경우 선판매 광고 단가가 미스터션샤인과 비슷한 수준이다. 음악은 아이즈원에 더해 하반기부터 프듀X 101, 프듀 재팬, 티오오(TOO), 빌리프랩 등 총 4개 그룹이 데뷔를 준비 중이다. 영화는 엑시트 외에도 귀수, 나쁜 녀석들 등 스핀 오프 작품들을 준비하고 있다. CJ헬로 매각금액은 단기차입금 상환에 우선적으로 활용될 예정이다.

Update

BUY

| TP(12M): 250,000원(하향) | CP(7월 2일): 177,800원

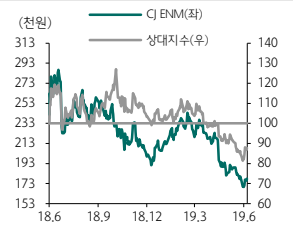
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	696.25
52주 최고/최저(원)	286,400/169,700
시가총액(십억원)	3,899.0
시가총액비중(%)	1.63
발행주식수(천주)	21,929.2
60일 평균 거래량(천주)	69.6
60일 평균 거래대금(십억원)	13.5
19년 배당금(예상, 원)	1,300
19년 배당수익률(예상, %)	0.73
외국인지분율(%)	18.44
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5인	42.70
국민연금공단	5.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.2) (9.5) (33.2)
상대	(7.2) (13.0) (24.2)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	4,652.1	4,931.1
영업이익(십억원)	357.2	395.4
순이익(십억원)	259.0	321.4
EPS(원)	10,861	13,442
BPS(원)	150,959	165,299

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,260.0	3,426.8	4,612.8	4,929.4	5,320.6
영업이익	십억원	224.5	251.0	357.1	393.4	424.3
세전이익	십억원	184.3	217.3	384.2	434.1	466.7
순이익	십억원	130.9	162.6	215.3	276.7	297.5
EPS	원	21,054	11,514	9,820	12,620	13,566
증감률	%	458.6	(45.3)	(14.7)	28.5	7.5
PER	배	10.97	17.54	18.11	14.09	13.11
PBR	배	1.38	1.35	1.12	1.05	0.98
EV/EBITDA	배	5.07	8.33	7.83	7.93	7.94
ROE	%	13.45	8.58	7.53	8.98	8.91
BPS	원	167,432	149,371	158,098	169,554	181,508
DPS	원	3,000	1,200	1,300	1,800	2,100



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

표 1. CJ ENM 목표주가 하향(SOTP)

(단위: 십억원)

항목	가치	비고
지분가치	2,037	
- 넷마블	1,437	지분 22%, 25%할인
- CJ헬로	600	지분 54%, 매각 예정가(세후 기준)
영업가치	4,169	
- 미디어	2,145	NOPAT에 25X 적용
- 커머스	1,141	NOPAT에 11X 적용
- 음악	663	NOPAT('20년)에 30X 적용
- 영화	220	쇼박스 시가총액 대비 10% 할증
순차입금	792	약 1.4조원에서 헬로 제외(약 0.6조원)
기업가치	5,414	
발행주식수	22	백만주
목표주가	250,000	원
현재주가	177,800	원
상승 여력	41	%

자료: 하나금융투자

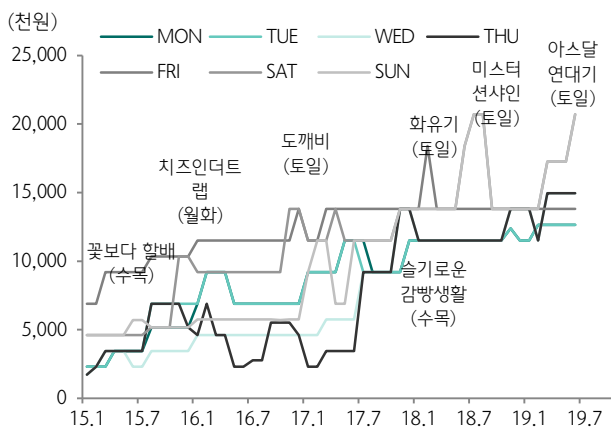
표 2. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	4,358	4,613	4,929	1,032	1,049	1,079	1,198	1,105	1,159	1,115	1,234
1. 미디어	1,568	1,756	1,984	340	369	407	451	380	460	431	484
2. 커머스	1,293	1,329	1,357	291	307	293	402	324	317	302	387
3. 영화	213	299	276	80	36	45	52	104	67	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	357	393	90	79	77	69	92	90	86	89
OPM	7%	8%	8%	9%	8%	7%	6%	8%	8%	8%	7%
1. 미디어	112	114	137	25	29	37	21	14	32	33	35
2. 커머스	124	138	143	42	34	18	30	42	32	32	33
3. 영화	-1	25	15	7	-4	-2	-2	19	7	0	-1
4. 음악	11	12	29	3	4	3	1	5	3	2	3
5. CJ헬로	69	67	70	13	16	21	20	13	16	20	19
당기순이익	269	253	326	96	79	54	40	49	64	56	84
NPM	6%	5%	7%	9%	8%	5%	3%	4%	6%	5%	7%

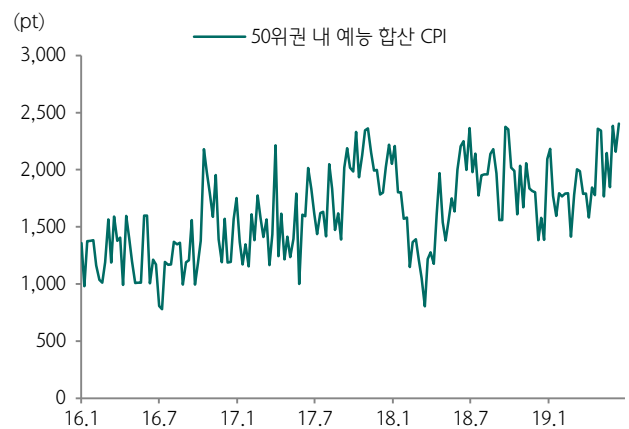
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 1. 요일별 최고 UAP 추이



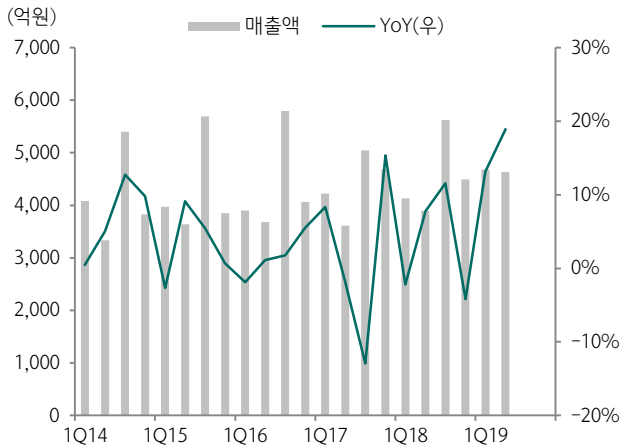
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 2. 주간 50위권 내 tvN 예능 합산 CPI



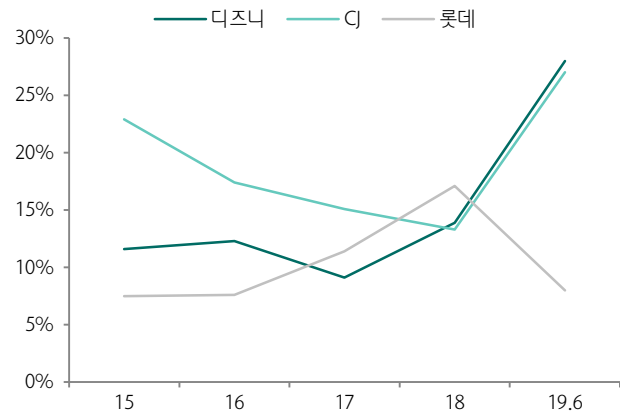
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 3. 분기별 국내 박스오피스 매출액 추이



자료: 영진위, 하나금융투자

그림 4. 매출기준 TOP3 배급사 점유율 추이



자료: 영진위, 하나금융투자

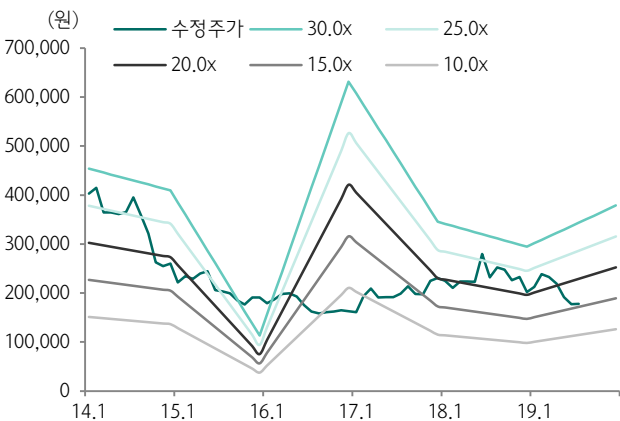
표 3. CJ ENM 2019년 배급 영화 라인업

(단위: 만명)

개봉일	작품	감독	출연진	누적 관객수
1/23	극한직업	이병헌	류승룡, 이하늬	1,626
2/20	사바하	장재현	이정재, 박정민	240
5/9	걸캅스	정다원	라미란, 이성경	162
5/30	기생충	봉준호	송강호, 이선균	962
7/31	엑시트	이상근	조정석, 윤아	
2H19	귀수(가제)	리건	권상우, 김희원	
2H19	나쁜 녀석들: 더 무비(가제)	손용호	마동석, 김상중	

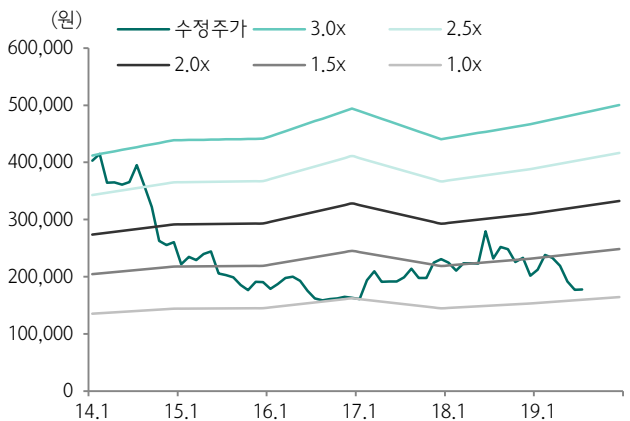
자료: 영진위, 하나금융투자

그림 5. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 6. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

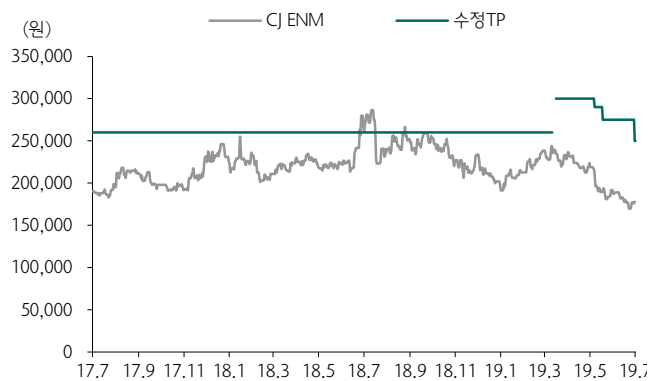
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,260.0	3,426.8	4,612.8	4,929.4	5,320.6
매출원가	988.0	1,998.0	2,810.4	3,014.9	3,295.1
매출총이익	1,272.0	1,428.8	1,802.4	1,914.5	2,025.5
판매비	1,047.5	1,177.8	1,445.3	1,521.1	1,601.2
영업이익	224.5	251.0	357.1	393.4	424.3
금융손익	(13.0)	(2.8)	8.7	10.3	12.0
중속/관계기업손익	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	384.2	434.1	466.7
법인세	40.9	33.0	130.9	108.5	116.7
계속사업이익	143.4	184.2	253.3	325.6	350.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	143.4	184.2	253.3	325.6	350.0
비배주주지분 순이익	12.6	21.6	38.0	48.8	52.5
지배주주순이익	130.9	162.6	215.3	276.7	297.5
지배주주지분포괄이익	130.5	113.2	214.6	275.8	296.5
NOPAT	174.7	212.8	235.5	295.1	318.2
EBITDA	469.1	777.4	748.7	687.3	646.8
성장성(%)					
매출액증가율	2.3	51.6	34.6	6.9	7.9
NOPAT증가율	86.2	21.8	10.7	25.3	7.8
EBITDA증가율	5.2	65.7	(3.7)	(8.2)	(5.9)
영업이익증가율	25.5	11.8	42.3	10.2	7.9
(지배주주)순이익증가율	459.4	24.2	32.4	28.5	7.5
EPS증가율	458.6	(45.3)	(14.7)	28.5	7.5
수익성(%)					
매출총이익률	56.3	41.7	39.1	38.8	38.1
EBITDA이익률	20.8	22.7	16.2	13.9	12.2
영업이익률	9.9	7.3	7.7	8.0	8.0
계속사업이익률	6.3	5.4	5.5	6.6	6.6
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	21,054	11,514	9,820	12,620	13,566
BPS	167,432	149,371	158,098	169,554	181,508
CFPS	76,426	51,528	36,603	34,007	31,579
EBITDAPS	75,472	55,033	34,144	31,343	29,497
SPS	363,607	242,601	210,354	224,788	242,625
DPS	3,000	1,200	1,300	1,800	2,100
주가지표(배)					
PER	11.0	17.5	18.1	14.1	13.1
PBR	1.4	1.4	1.1	1.0	1.0
PCFR	3.0	3.9	4.9	5.2	5.6
EV/EBITDA	5.1	8.3	7.8	7.9	7.9
PSR	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7
재무비율(%)					
ROE	13.5	8.6	7.5	9.0	8.9
ROA	4.7	3.4	3.1	3.7	3.8
ROIC	10.2	7.9	6.8	9.4	10.9
부채비율	88.8	97.2	98.1	93.8	90.5
순부채비율	32.9	40.4	34.7	20.5	10.4
이자보상배율(배)	11.1	7.5	7.7	8.9	9.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	664.0	1,806.6	2,155.6	2,728.5	3,240.2
금융자산	197.2	548.5	464.3	921.5	1,290.4
현금성자산	114.3	453.4	336.2	784.7	1,142.7
매출채권 등	372.5	941.3	1,267.1	1,354.1	1,461.5
재고자산	76.4	94.2	126.9	135.6	146.3
기타유동자산	17.9	222.6	297.3	317.3	342.0
비유동자산	2,137.9	4,948.4	5,081.8	4,928.1	4,878.8
투자자산	288.2	1,517.2	2,042.3	2,182.5	2,355.7
금융자산	192.5	276.4	372.1	397.6	429.2
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	205.9	206.0	206.0
자산총계	2,801.8	6,754.9	7,237.4	7,656.5	8,119.0
유동부채	731.5	2,021.8	2,184.2	2,281.2	2,401.0
금융부채	173.7	893.7	692.8	692.8	692.8
매입채무 등	446.4	940.6	1,266.1	1,353.0	1,460.3
기타유동부채	111.4	187.5	225.3	235.4	247.9
비유동부채	586.2	1,307.5	1,400.4	1,425.2	1,455.8
금융부채	512.4	1,039.1	1,039.1	1,039.1	1,039.1
기타비유동부채	73.8	268.4	361.3	386.1	416.7
부채총계	1,317.7	3,329.3	3,584.6	3,706.4	3,856.9
지배주주지분	1,028.3	2,763.2	2,955.0	3,206.2	3,468.4
자본금	31.1	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	80.4	2,245.0	2,245.0	2,245.0	2,245.0
자본조정	(12.4)	(511.7)	(511.7)	(511.7)	(511.7)
기타포괄이익누계액	5.1	(150.5)	(150.5)	(150.5)	(150.5)
이익잉여금	924.1	1,069.9	1,261.7	1,512.9	1,775.0
비지배주주지분	455.8	662.4	697.8	743.9	793.7
자본총계	1,484.1	3,425.6	3,652.8	3,950.1	4,262.1
손금유부채	489.0	1,384.3	1,267.7	810.4	441.6
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	330.0	586.7	667.9	625.6	580.1
당기순이익	143.4	184.2	253.3	325.6	350.0
조정	281.0	484.0	391.7	293.9	222.5
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	0.0
영업활동 자산부채 변동	(94.4)	(81.5)	22.9	6.1	7.6
투자활동 현금흐름	(256.4)	(158.4)	(560.7)	(151.7)	(186.7)
투자자산감소(증가)	(27.0)	(1,226.9)	(527.8)	(142.9)	(175.9)
유형자산감소(증가)	(182.4)	(225.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(47.0)	1,294.3	(32.9)	(8.8)	(10.8)
재무활동 현금흐름	(61.8)	(88.9)	(224.4)	(25.5)	(35.3)
금융부채증가(감소)	(40.5)	1,246.7	(200.9)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(4.5)	2,244.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.9	(3,558.9)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(17.7)	(20.8)	(23.6)	(25.5)	(35.3)
현금의 증감	11.1	339.1	(117.2)	448.4	358.0
Unlevered CFO	475.0	727.8	802.6	745.7	692.5
Free Cash Flow	146.8	357.5	667.9	625.6	580.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ ENM



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.3	BUY	250,000		
19.5.21	BUY	275,000	-33.72%	-29.49%
19.5.10	BUY	290,000	-33.57%	-32.24%
19.3.19	BUY	300,000	-25.18%	-21.17%
19.3.15	담당자변경		-	-
17.7.3	BUY	260,000	-14.70%	10.15%
17.2.27	BUY	230,000	-14.67%	-5.65%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 7월 2일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 07월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 07월 03일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.