

2020. 2. 14



## ▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 문경원

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 225,000 원

현재주가 (2.13) 164,500 원

상승여력 36.8%

KOSDAQ 687.61pt

시가총액 36,073억원

발행주식수 2,193만주

유동주식비율 46.83%

외국인비중 19.12%

52주 최고/최저가 243,800원/137,600원

평균거래대금 163.2억원

## 주요주주(%)

CJ 외 5인 42.70

국민연금공단 6.01

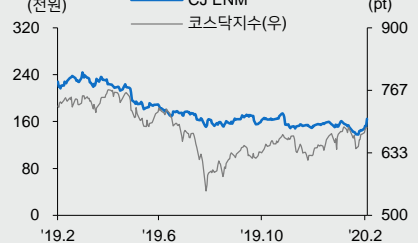
## 주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 2.8 4.6 -25.2

상대주가 1.6 -10.2 -19.5

## 주가그래프



## CJ ENM 035760

## 4Q19 Review: 다소 아쉬운 실적

- ✓ 4Q19 연결 영업이익 427억원(-14.3% YoY)으로 시장 컨센서스(675억원) 하회
- ✓ TV광고(-2.4% YoY)와 디지털광고(+1.5% YoY) 성장 둔화로 미디어 사업 부진
- ✓ 영화와 음악 모두 영업손실을 기록한 가운데, 커머스 사업만 높은 성장 달성
- ✓ 2020년 연결 매출액 3,82조원(+0.9% YoY), 영업이익 2,812억원(+4.4% YoY) 전망
- ✓ 외형 성장보다는 효율적인 비용 관리로 수익성 위주의 사업 전략 예상

## 4Q19 Review: 커머스 부문 제외 부진한 실적

4Q19 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조 141억원(+5.8% YoY), 427억원(-14.3% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 675억원)를 하회했다. (구)CJ헬로 매각으로 4Q19 연결 실적에서 제외시키며 중단사업손실 447억원을 반영했다. 미디어 사업은 광고 시장 침체 영향으로 TV광고(-2.4% YoY)와 디지털광고(+1.5%) 성장이 둔화되며 매출액 4,451억원(-1.3% YoY), 영업이익 46억원(-77.6% YoY)을 기록했다. 커머스 부문 영업이익은 자체 브랜드 경쟁력 강화에 따른 취급고(+28.1% YoY) 성장으로 전년 대비 +36.8% 증가한 418억원을 기록했다. 영화는 해외 제작/배급 투자 대비 낮은 이익 기여로 10억원 영업손실, 음악은 아티스트 음반 및 프로그램 사전 제작 영향으로 28억원 영업손실을 각각 기록했다.

## 2020년 영업이익 2,812억원(+4.4% YoY) 전망

2020년 연결 매출액과 영업이익은 각각 3조 8,231억원(+0.9% YoY), 2,812억원(+4.4% YoY)을 전망한다. 회사는 2020년 가이드선으로 매출액 3.8조원, 영업이익 3,100억원을 제시했으며, 배당 성향 15% 이상을 유지한다는 방침이다. 국내 광고 경기 둔화와 코로나19 여파로 TV광고와 디지털 광고는 전년 대비 각각 +7.8%, +11.1% 성장할 전망이다. 콘텐츠 판매는 전년 대비 +8.0% 성장한 3,595억원을 추정하나, HBO와의 오리지널 콘텐츠 공동 제작, 미국 법인의 사업 확장에 따라 상향 가능성은 있다. 커머스 사업은 최근 3년간 이어온 외형 성장 기조를 2020년에도 이어갈 전망이다. 영화는 대작 라인업의 부재, 음악은 프로듀스101 관련 수익 및 BTS 공연 매출 등 직전 년도의 높은 기여효과로 인해 역성장이 불가피할 전망이다.

(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
2018	3,426.8	251.0	162.6	11,514	-43.5	126,022	17.5	1.6	8.3	8.6	97.2
2019P	3,789.7	269.4	77.6	3,539	-72.9	127,307	45.1	1.3	5.4	2.8	66.2
2020E	3,823.1	281.2	217.3	9,909	180.0	134,530	16.6	1.2	6.0	7.6	45.4
2021E	3,974.8	301.0	239.2	10,907	10.1	142,303	15.1	1.2	5.9	7.9	43.7

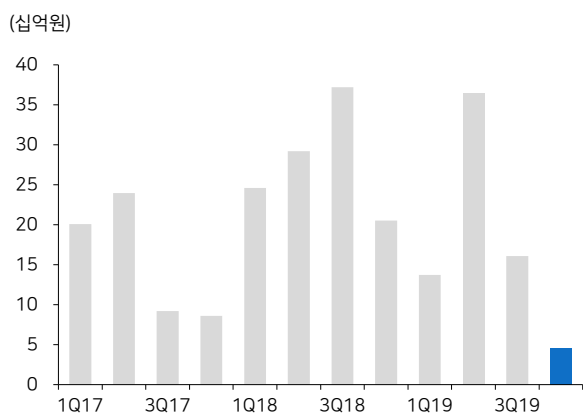
표1 CJ ENM 4Q17 실적 Review

(십억원)	4Q19P	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,014.1	958.4	5.8	909.9	11.5	1,227.5	-17.4	1,238.6	-18.1
영업이익	42.7	49.8	-14.3	60.3	-29.2	67.5	-36.8	81.1	-47.4
세전이익	-32.3	7.8	-515.1	47.7	-167.7	128.4	-125.1	85.6	-137.7
순이익	-41.8	20.0	-308.8	27.1	-254.3	102.4	-140.8	59.7	-170.0

주: 4Q18, 4Q19년 실적은 (구)CJ헬로 제외 PRO-FORMA 기준

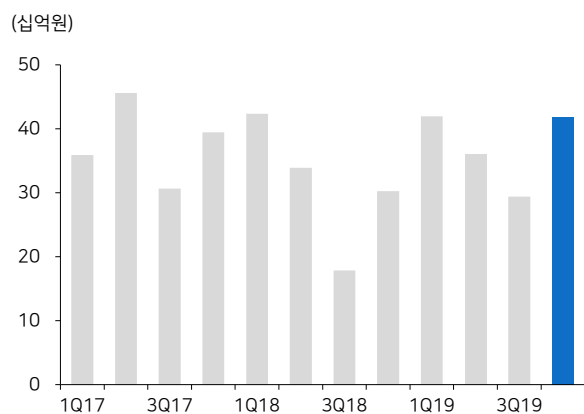
자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 미디어 사업 분기 영업이익 추이



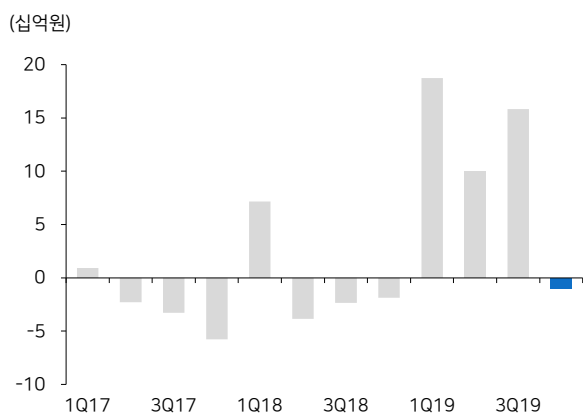
자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 커머스 사업 분기 영업이익 추이



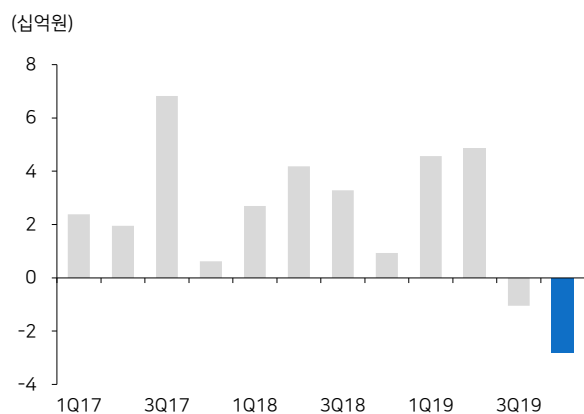
자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

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)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019P	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>860.2</b>	<b>1,005.5</b>	<b>909.9</b>	<b>1,014.1</b>	<b>900.8</b>	<b>970.8</b>	<b>945.1</b>	<b>1,006.4</b>	<b>3,789.7</b>	<b>3,823.1</b>	<b>3,974.8</b>
% YoY	13.3%	30.3%	13.0%	5.8%	4.7%	-3.4%	3.9%	-0.8%	15.0%	0.9%	4.0%
미디어	380.0	426.4	426.9	445.1	398.6	468.8	464.2	475.8	1,678.4	1,807.4	1,914.9
광고	139.8	172.3	146.5	154.4	137.0	194.7	162.6	166.7	612.9	660.9	701.5
수신료	53.0	52.7	52.5	61.4	52.2	52.2	52.6	59.8	219.6	216.9	221.4
기타	187.2	201.5	227.9	229.4	209.3	221.9	249.0	249.3	845.9	929.5	992.0
커머스	324.1	357.6	335.8	409.9	371.4	381.3	352.3	372.3	1,427.3	1,477.3	1,497.5
TV	146.4	166.6	159.4	195.9	168.0	173.4	175.1	170.1	668.3	686.6	681.9
디지털	122.6	134.9	124.5	161.7	142.8	140.8	135.0	149.7	543.7	568.3	587.4
기타	55.1	56.1	51.9	52.3	60.6	67.1	42.2	52.5	215.3	222.5	228.2
영화	104.1	67.8	84.3	93.1	79.2	67.0	67.2	92.9	349.3	306.2	322.7
극장	75.9	41.5	56.4	33.4	46.0	37.2	36.2	29.9	207.3	149.2	163.0
부가판권	7.2	13.7	14.3	13.6	7.4	14.1	14.7	14.0	48.8	50.3	51.8
뮤지컬	4.0	0.5	3.8	6.1	8.6	3.6	6.4	8.6	14.4	27.2	27.4
기타	17.0	12.0	9.7	40.0	17.2	12.1	9.8	40.4	78.8	79.6	80.5
음악	52.1	153.8	62.9	66.0	51.6	53.8	61.4	65.4	334.8	232.2	239.8
음반/음원	21.6	28.1	43.3	37.5	22.0	28.6	44.2	38.3	130.5	133.1	135.8
기타	30.5	125.7	19.6	28.5	29.6	25.1	17.3	27.1	204.3	99.0	104.0
<b>영업비용</b>	<b>781.2</b>	<b>918.1</b>	<b>849.6</b>	<b>971.4</b>	<b>841.5</b>	<b>896.6</b>	<b>882.7</b>	<b>921.0</b>	<b>3,520.3</b>	<b>3,541.9</b>	<b>3,673.8</b>
% YoY	14.4%	29.6%	13.4%	6.9%	7.7%	-2.3%	3.9%	-5.2%	15.5%	0.6%	3.7%
미디어	366.2	389.9	410.8	440.5	381.5	454.5	436.7	449.9	1,607.4	1,722.6	1,809.7
커머스	282.1	321.5	306.3	368.0	331.4	342.5	314.3	331.3	1,278.0	1,319.5	1,329.0
영화	85.3	57.8	68.5	94.1	84.3	49.5	63.5	74.3	305.7	271.6	304.5
음악	47.5	148.9	64.0	68.8	44.4	50.1	68.2	65.5	329.2	228.2	230.6
<b>영업이익</b>	<b>79.0</b>	<b>87.4</b>	<b>60.3</b>	<b>42.7</b>	<b>59.3</b>	<b>74.2</b>	<b>62.4</b>	<b>85.4</b>	<b>269.4</b>	<b>281.2</b>	<b>301.0</b>
% YoY	2.9%	37.8%	7.6%	-14.3%	-25.0%	-15.1%	3.5%	100.0%	9.5%	4.4%	7.0%
미디어	13.7	36.5	16.1	4.6	17.1	14.3	27.5	25.9	70.9	84.8	105.2
커머스	42.0	36.0	29.4	41.8	40.0	38.8	38.0	41.0	149.2	157.7	168.4
영화	18.8	10.0	15.8	-1.0	-5.1	17.5	3.6	18.6	43.6	34.7	18.1
음악	4.6	4.9	-1.0	-2.8	7.3	3.6	-6.8	-0.1	5.6	4.0	9.2
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>73.2</b>	<b>85.1</b>	<b>47.7</b>	<b>-32.3</b>	<b>64.9</b>	<b>74.6</b>	<b>54.2</b>	<b>55.2</b>	<b>173.7</b>	<b>248.9</b>	<b>266.1</b>
법인세비용	37.3	28.7	20.6	9.5	12.8	11.0	5.7	2.1	96.1	31.6	27.0
<b>당기순이익</b>	<b>35.9</b>	<b>56.4</b>	<b>27.1</b>	<b>-41.8</b>	<b>52.2</b>	<b>63.6</b>	<b>48.5</b>	<b>53.1</b>	<b>77.6</b>	<b>217.3</b>	<b>239.2</b>
<b>이익률 (%)</b>											
영업이익률	9.2	8.7	6.6	4.2	6.6	7.6	6.6	8.5	7.1	7.4	7.6
당기순이익률	4.2	5.6	3.0	-4.1	5.8	6.5	5.1	5.3	2.0	5.7	6.0

주: 2018, 2019년 실적은 (구)CJ헬로 제외 PRO-FORMA 기준

자료: CJ ENM, 메리츠증권리서치센터

## CJ ENM (035760)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	2,260.0	3,426.8	3,789.7	3,823.1	3,974.8
매출액증가율 (%)	2.3	51.6	10.6	0.9	4.0
매출원가	988.0	1,998.0	2,182.6	2,196.0	2,277.8
매출총이익	1,272.0	1,428.8	1,607.1	1,627.1	1,697.1
판매관리비	1,047.5	1,177.8	1,337.7	1,345.9	1,396.1
영업이익	224.5	251.0	269.4	281.2	301.0
영업이익률	9.9	7.3	7.1	7.4	7.6
금융손익	-13.0	-2.8	-22.5	-15.3	-9.2
중속/관계기업손익	6.1	-2.1	38.7	39.9	40.6
기타영업외손익	-33.2	-28.8	-111.8	-56.9	-66.3
세전계속사업이익	184.3	217.3	173.7	248.9	266.2
법인세비용	40.9	33.0	96.1	31.7	27.0
당기순이익	143.4	184.2	77.6	217.3	239.2
지배주주지분 순이익	130.9	162.6	77.6	217.3	239.2

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	330.0	586.7	390.9	652.4	632.3
당기순이익(손실)	143.4	184.2	77.6	217.3	239.2
유형자산상각비	165.7	180.2	299.1	228.2	230.6
무형자산상각비	78.9	346.2	285.1	217.7	176.6
운전자본의 증감	-94.4	-81.5	-270.9	-10.8	-14.1
투자활동 현금흐름	-256.4	-158.4	588.4	-314.8	-372.2
유형자산의증가(CAPEX)	-183.2	-229.2	-150.0	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-27.0	-1,231.2	-56.6	-13.9	-63.0
재무활동 현금흐름	-61.9	-88.9	-727.7	-703.7	-88.1
차입금의 증감	-40.5	1,246.7	-704.1	-654.6	-29.2
자본의 증가	-4.5	2,244.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.1	339.1	257.7	-366.1	172.0
기초현금	103.2	114.3	453.4	711.1	345.0
기말현금	114.3	453.4	711.1	345.0	517.0

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	664.0	1,806.6	1,979.9	1,625.0	1,847.8
현금및현금성자산	114.3	453.4	711.1	345.0	517.0
매출채권	320.2	880.6	835.4	842.8	876.2
재고자산	76.4	94.3	104.2	105.2	109.3
비유동자산	2,137.9	4,948.4	3,759.7	3,627.7	3,588.5
유형자산	815.6	1,398.2	948.1	919.9	889.4
무형자산	950.3	1,827.0	1,037.9	920.2	848.6
투자자산	288.2	1,517.2	1,573.8	1,587.7	1,650.7
자산총계	2,801.8	6,755.0	5,739.6	5,252.7	5,436.3
유동부채	731.5	2,021.8	1,660.6	1,041.4	1,069.0
매입채무	36.0	186.2	205.9	207.7	216.0
단기차입금	21.8	692.8	137.4	142.4	147.6
유동성장기부채	151.9	200.9	795.6	165.0	158.2
비유동부채	586.2	1,307.5	624.8	598.7	584.2
사채	511.1	762.3	264.4	235.4	207.8
장기차입금	0.0	270.5	24.9	24.9	24.9
부채총계	1,317.7	3,329.3	2,285.4	1,640.1	1,653.3
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
기타포괄이익누계액	5.1	-150.5	-150.5	-150.5	-150.5
이익잉여금	924.1	1,069.9	1,098.4	1,256.8	1,427.2
비지배주주지분	455.8	662.4	662.4	662.4	662.4
자본총계	1,484.1	3,425.7	3,454.2	3,612.6	3,783.0

## Key Financial Data

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	363,607	242,601	172,821	174,339	181,258
EPS(지배주주)	21,054	11,514	3,539	9,909	10,907
CFPS	76,426	51,528	35,211	31,624	30,401
EBITDAPS	75,472	55,033	38,925	33,155	32,296
BPS	165,443	126,022	127,307	134,530	142,303
DPS	3,000	1,200	2,500	3,000	3,500
배당수익률(%)	1.3	0.6	1.6	1.8	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	11.0	17.5	45.1	16.6	15.1
PCR	3.0	3.9	4.5	5.2	5.4
PSR	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
PBR	1.4	1.6	1.3	1.2	1.2
EBITDA	469.1	777.4	853.6	727.1	708.2
EV/EBITDA	5.1	8.3	5.4	6.0	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.5	8.6	2.8	7.6	7.9
EBITDA 이익률	20.8	22.7	22.5	19.0	17.8
부채비율	88.8	97.2	66.2	45.4	43.7
금융비용부담률	0.9	1.0	1.1	0.6	0.4
이자보상배율(x)	11.1	7.5	6.7	12.3	21.2
매출채권회전율(x)	7.0	5.7	4.4	4.6	4.6
재고자산회전율(x)	32.6	40.2	38.2	36.5	37.1

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## CJ ENM (035760) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.21	산업분석	Buy	290,000	정지수	-27.3	-19.3	
2019.01.21	기업브리프	Buy	280,000	정지수	-22.4	-12.9	
2019.06.05	산업분석	Buy	260,000	정지수	-36.0	-27.3	
2019.11.20	산업분석	Buy	225,000	정지수	-	-	