



2020년 3월 4일 | Equity Research

CJ ENM (035760)

주가 반전의 트리거는 결국 드라마

목표주가 하향

연간 미디어 부문의 이익 및 목표 P/E를 하향해 목표주가를 190,000원(-10%)으로 하향한다. 1분기까지는 실적이 다소 쉬어 가겠지만, 3월부터 자체 제작 시즌제 드라마 '슬기로운 의사생활'을 기점으로 드라마 라인업들의 흥행이 재개된다면, P/E 14배에 불과한 현 주가는 절대적 저평가 구간이다.

1Q Preview: OPM 5.2%(-4.0%p YoY)

1분기 예상 매출액/영업이익은 각각 7,738억원(-10% YoY)/399억원(-50%)이다. 부문별 영업이익으로 보면 미디어는 76억원(-44%)을 전망하는데 1) 코로나19 영향에 따른 소비(및 광고) 위축 2) 엠넷/OCN 라인업의 1~2월 공백 그리고, 3) 여전히 아쉬운 시청률로 인해 TV광고가 역성장(-6% 추정)할 것으로 예상되기 때문이다. 영화는 '클로젯'의 부진으로 -31억원, 음악은 아이즈원 외 부재한 라인업 및 프듀 관련 비용으로 -27억원이 예상된다. 커머스 제외 시 합산 이익은 약 20억원 수준이다.

반전 트리거는 ENM보다 스튜디오드래곤

2020년 가이던스 매출액/영업이익은 각각 3.8조원(+0% YoY)/3,100억원(+15%)이다. TV/디지털이 각각 10%/20% 이상 성장함을 가정한다면, 음악/영화의 역 성장이 예상된다. 주가의 반전 트리거는 2019년 계획 대비 약 400억원 초과한 제작비의 통제 및 흥행 회복이다. ENM은 스튜디오드래곤(이하 드래곤)의 경쟁력에 기대 아스달연대기 등 텐트폴 드라마들의 스케일업으로 더 높은 ROI를 추구하고자 했지만, 흥행 부진에 더해 타 방송사 대비 일반 드라마들의 경쟁력도 위축되는 결과로 나타나 10개 분기 만에 TV광고가 역성장했다. 2019년 드래곤 제외 미디어 영업이익이 제작비 초과분과 비슷(422억원)할 정도로 투자했지만, 드래곤도 흥행 부진으로 역 성장했다. 2020년에는 텐트폴 드라마들은 외부로 편성(SBS/넷플릭스 등)하고, '비밀의 숲2', '청춘기록', '싸이코지만 괜찮아' 등 준 텐트폴 드라마들을 배치해 제작비 통제 및 흥행 회복으로 재차 성장을 도모할 것이다.

Update

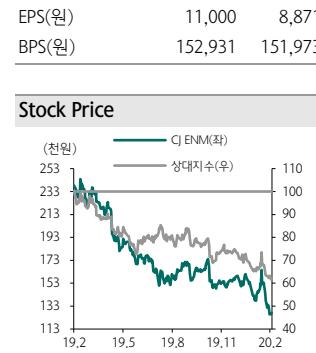
BUY

| TP(12M): 190,000원(하향) | CP(3월 3일): 127,000원

Key Data

	2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	626.82	
52주 최고/최저(원)	243,800 /125,800	
시가총액(십억원)	2,785.0	
시가총액비중(%)	1.22	
발행주식수(천주)	21,929.2	
60일 평균 거래량(천주)	125.8	
60일 평균 거래대금(십억원)	19.2	
19년 배당금(예상,원)	1,400	
19년 배당수익률(예상,%)	0.88	
외국인지분율(%)	18.47	
주요주주 지분율(%)		
CJ 외 5 인	42.70	
국민연금공단	6.01	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(7.7) (19.1) (46.7)	
상대	(4.8) (20.0) (37.8)	

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,260.0	3,426.8	3,789.7	3,792.9	4,048.6
영업이익	십억원	224.5	251.0	269.4	287.3	338.5
세전이익	십억원	184.3	217.3	187.9	294.9	348.6
순이익	십억원	130.9	162.6	105.5	196.4	232.2
EPS	원	21,054	11,514	4,809	8,956	10,588
증감률	%	458.6	(45.3)	(58.2)	86.2	18.2
PER	배	10.97	17.54	33.19	14.18	11.99
PBR	배	1.38	1.35	1.04	0.79	0.75
EV/EBITDA	배	5.07	8.33	7.29	6.14	5.76
ROE	%	13.45	8.58	3.76	6.70	7.45
BPS	원	167,432	149,371	153,087	160,789	170,124
DPS	원	3,000	1,200	1,400	1,400	1,550



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

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

 **하나금융투자**

표 1. CJ ENM 목표주가 산정(SOTP) 방식

(단위: 십억원)

항목	가치	비고
지분가치	1,156	
- 넷마블	1,156	지분 22%, 30% 할인
영업가치	3,363	
- 미디어	1,738	NOPAT에 24X → 21X 하향 적용
- 커머스	1,259	NOPAT에 11X 적용
- 음악	125	NOPAT(18년)에 15X 적용(정상화 확인 후 미래가치 반영)
- 영화	242	쇼박스 시가총액 대비 10% 할증
순차입금	348	
기업가치	4,171	
발행주식수	22 백만주	
목표주가	190,000 원	
현재주가	127,500 원	
상승 여력	50 %	

자료: 하나금융투자

표 2. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	18	19	20F	21F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	3,309	3,790	3,793	4,049	860	1,006	910	1,014	774	962	972	1,084
1. 미디어	1,568	1,678	1,833	1,981	380	426	427	445	382	466	472	514
2. 커머스	1,294	1,427	1,495	1,556	324	358	336	410	331	387	354	424
3. 영화	213	349	277	290	104	68	84	93	28	61	94	94
4. 음악	233	335	188	221	52	154	63	66	34	49	52	53
영업이익	246	269	287	338	79	87	60	43	40	80	85	83
OPM	7%	7%	8%	8%	9%	9%	7%	4%	5%	8%	9%	8%
1. 미디어	112	71	112	143	14	37	16	5	8	40	35	29
2. 커머스	124	149	155	164	42	36	29	42	38	39	34	44
3. 영화	(1)	44	15	20	19	10	16	(1)	(3)	(1)	11	8
4. 음악	11	6	6	11	5	5	(1)	(3)	(3)	2	4	2
당기순이익	269	60	218	258	49	66	31	(86)	33	66	65	54
NPM	8%	2%	6%	6%	6%	7%	3%	-8%	4%	7%	7%	5%

자료: CJ ENM, 하나금융투자

표 3. 2014~2020년 매체별 총 광고비

(단위: 십억원, %)

구분	매체	광고비							성장률		
		'14년	'15년	'16년	'17년	'18년	'19년	'20년(F)	'19년(구)	'19년	'20년(F)
방송	지상파TV	1,974	1,970	1,658	1,531	1,412	1,196	1,220	1.9	(15.3)	2.0
	라디오	274	297	289	278	249.8	232	235	(0.8)	(7.2)	1.3
	케이블/종편	1,522	1,777	1,866	1,846	1,990	1,948	1,983	4.5	(2.1)	1.8
	IPTV	64	80	77	99.4	116.1	124	128	12.9	6.7	3.3
	위성, DMB 등	105	104	111	200	198	191	186	(3.7)	(3.4)	(2.8)
인쇄	방송 계	3,940	4,228	4,000	3,954	3,966	3,691	3,752	3.1	(7.0)	1.7
	신문	1,494	1,501	1,471	1,437	1,429	1,400	1,385	(0.3)	(2.1)	(1.1)
	잡지	438	417	378	344	308	283	269	(5.8)	(8.1)	(5.1)
디지털	인쇄 계	1,932	1,918	1,849	1,781	1,737	1,683	1,654	(1.3)	(3.1)	(1.7)
	PC	1,867	1,769	1,638	1,625	1,592	1,771	1,873	(1.6)	11.2	5.8
	모바일	839	1,175	1,745	2,216	2,801	3,282	3,752	18.7	17.2	14.3
OOH	디지털 계	2,706	2,944	3,383	3,840	4,393	5,053	5,625	11.3	15.0	11.3
	옥외	371	359	351	339	326	358	380	4.3	9.9	6.1
	극장	176	212	225	228	221	214	220	4.1	(3.0)	2.7
	교통	389	434	433	435	487	465	460	2.7	(4.4)	(1.2)
	OOH계	936	1,005	1,009	1,002	1,034	1,038	1,060	3.5	0.4	2.1
	제작	585	574	643	607	573	510	538	6.1	(11.0)	5.4
	총 계	10,100	10,727	10,883	11,185	11,704	11,975	12,628	5.7	2.3	5.5

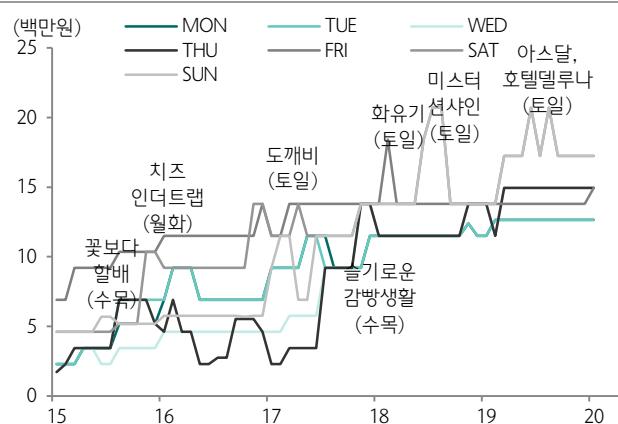
자료: 제일기획, 하나금융투자

표 4. 스튜디오드래곤 2020년 주요 방영 예정 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	1Q	블랙독	서현진, 라미란	16
		1Q	방법	엄지원, 성동일	12
		2Q	반의반	정해인, 채수빈	16
		2Q	아는건 별로 없지만 가족입니다	한예리, 추자현	16
		3Q	청춘기록	박보검, 박소담	16
	수목	1Q	메모리스트	유승호, 이세영	16
		2Q	오 마이 베이비	장나라, 고준	16
		3Q	악의 꽃	박민영, 김재욱	16
	토일	1Q	하이바이 마마	김태희, 이규형	16
		2Q	화양연화	유지태, 이보영	16
		3Q	싸이코지만 괜찮아	김수현	16
		3Q	비밀의숲2	조승우, 배두나	16
OCN	월화	1Q	루갈	최진혁, 박성웅	16
	토일	1Q	본대로 말하라	장혁, 수영, 진서연	16
기타	KBS주말	1Q	한번 다녀왔습니다	천호진, 차화연	50
	SBS금토	2Q	더킹: 영원의 군주	이민호, 김고은	16
	Netflix	1Q	나 홀로 그대	윤현민, 고성희	12
		3Q	좋아하면 올리는 2	김소현, 송강	8
		4Q	스위트홈	이시영, 이진욱, 송강	12

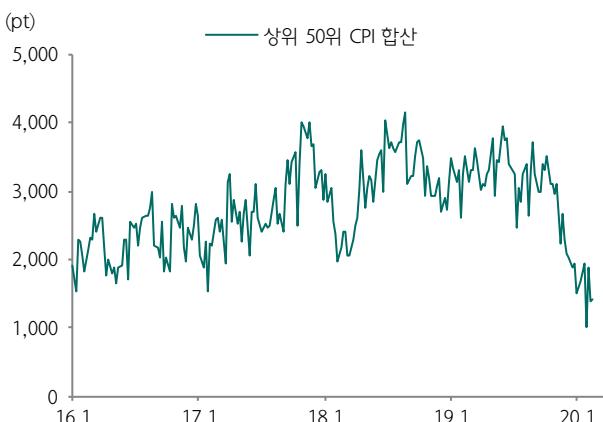
자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

그림 1. CJ ENM 요일별 최고 UAP 추이



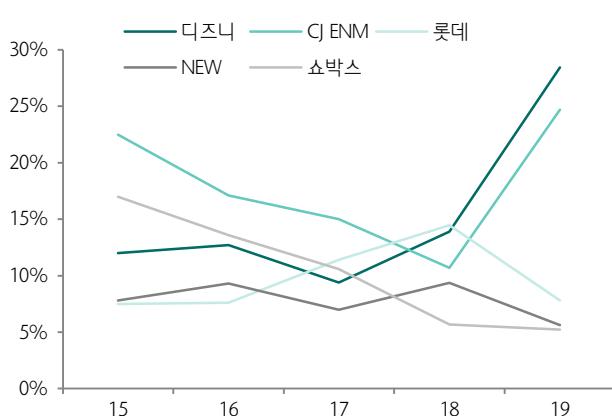
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 2. 상위 50위 CPI 합산 트렌드



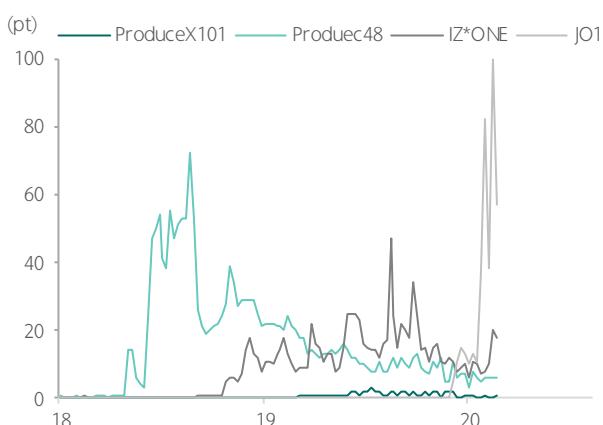
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 3. 박스오피스 관객 점유율 추이



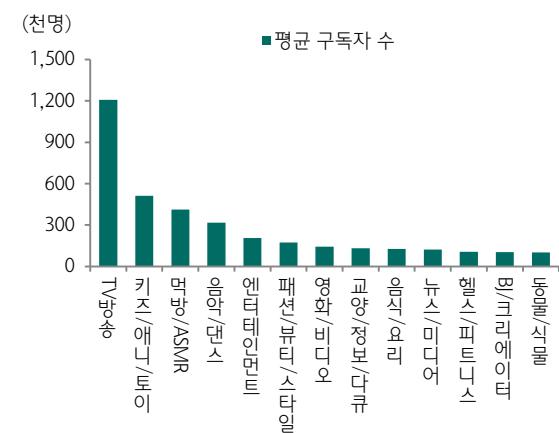
자료: KOBIS, 하나금융투자

그림 4. 프로듀스 시리즈의 일본 내 구글 트렌드(유튜브 기준)



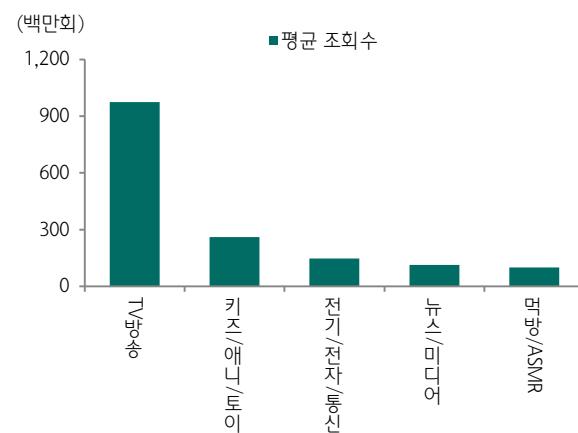
자료: 구글트렌드, 하나금융투자

그림 5. 19년 상반기 기준 유튜브 카테고리별 평균 구독자 수



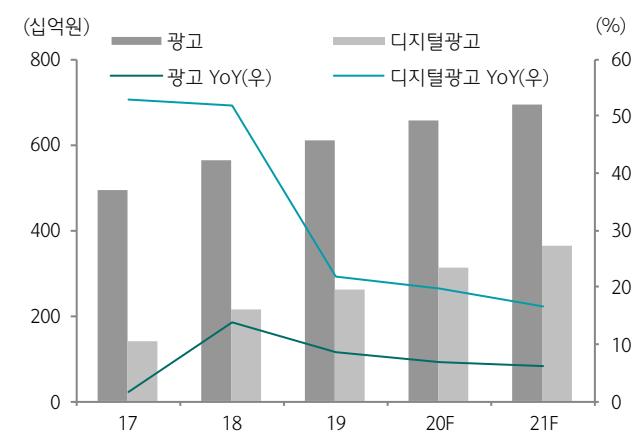
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 6. 19년 상반기 유튜브 평균 조회수 탑5 카테고리



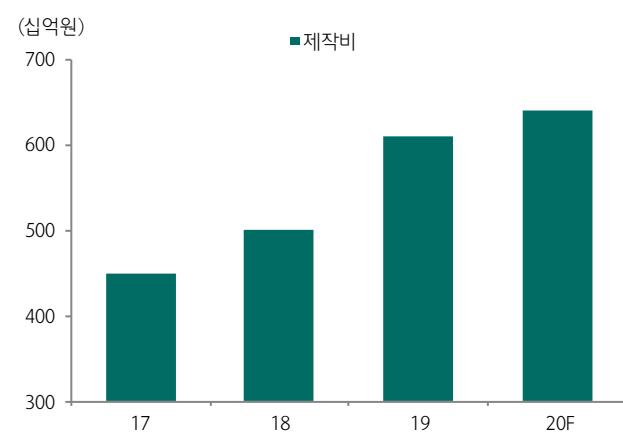
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 7. TV와 디지털 광고 성장률



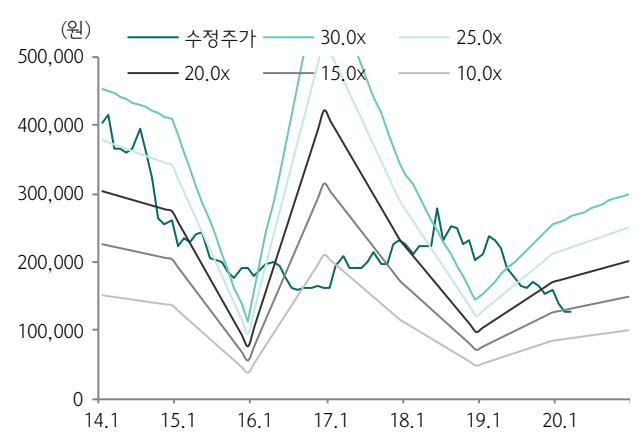
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 8. CJ ENM 제작비(가이던스) 추이



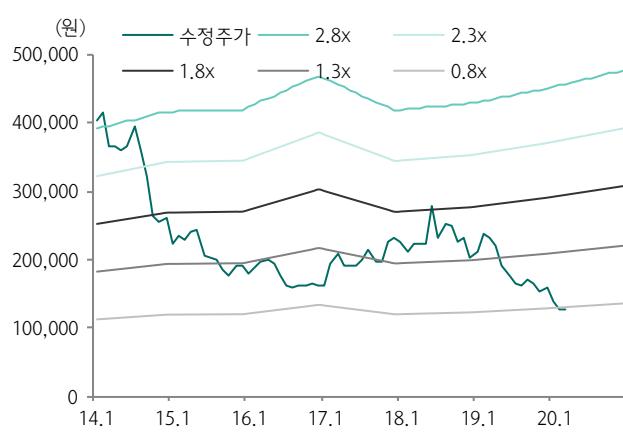
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 9. CJ ENM 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 10. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

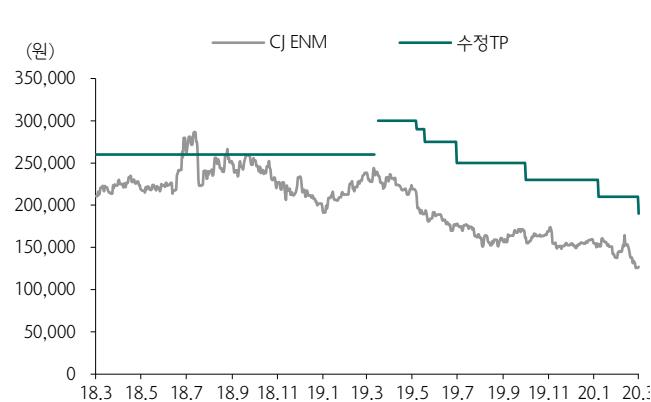
추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)					대차대조표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F			2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액		2,260.0	3,426.8	3,789.7	3,792.9	4,048.6	유동자산		664.0	1,806.6	1,856.2	2,291.1	2,707.4
매출원가		988.0	1,998.0	2,327.6	2,283.6	2,440.8	금융자산		197.2	548.5	475.5	909.2	1,232.8
매출총이익		1,272.0	1,428.8	1,462.1	1,509.3	1,607.8	현금성자산		114.3	453.4	427.9	861.6	1,182.0
판관비		1,047.5	1,177.8	1,192.7	1,221.9	1,269.3	매출채권 등		372.5	941.3	837.8	838.5	895.0
영업이익		224.5	251.0	269.4	287.3	338.5	재고자산		76.4	94.2	104.2	104.3	111.4
금융손익		(13.0)	(2.8)	(14.2)	19.8	27.8	기타유동자산		17.9	222.6	438.7	439.1	468.2
증속/관계기업손익		6.1	(2.1)	38.5	33.5	33.5	비유동자산		2,137.9	4,948.4	3,873.6	3,628.2	3,558.5
기타영업외손익		(33.2)	(28.8)	(105.7)	(45.7)	(51.1)	투자자산		288.2	1,517.2	1,677.9	1,679.3	1,792.5
세전이익		184.3	217.3	187.9	294.9	348.6	금융자산		192.5	276.4	305.7	305.9	326.6
법인세		40.9	33.0	83.4	76.7	90.6	유형자산		815.6	1,398.2	953.1	873.3	806.3
계속사업이익		143.4	184.2	104.5	218.2	258.0	무형자산		950.3	1,827.0	1,036.6	869.6	753.7
중단사업이익		0.0	0.0	(44.7)	0.0	0.0	기타비유동자산		83.8	206.0	206.0	206.0	206.0
당기순이익		143.4	184.2	59.8	218.2	258.0	자산총계		2,801.8	6,754.9	5,729.7	5,919.3	6,265.9
비지배주주지분 순이익		12.6	21.6	(45.6)	21.8	25.8	유동부채		731.5	2,021.8	1,641.7	1,642.8	1,739.0
지배주주순이익		130.9	162.6	105.5	196.4	232.2	금융부채		173.7	893.7	477.8	478.1	501.0
지배주주지분포괄이익		130.5	113.2	50.7	184.9	218.6	매입채무 등		446.4	940.6	545.5	546.0	582.8
NOPAT		174.7	212.8	149.8	212.6	250.5	기타유동부채		111.4	187.5	618.4	618.7	655.2
EBITDA		469.1	777.4	604.9	534.1	521.4	비유동부채		586.2	1,307.5	628.8	629.1	651.7
성장성(%)							금융부채		512.4	1,039.1	294.1	294.1	294.1
매출액증가율		2.3	51.6	10.6	0.1	6.7	기타비유동부채		73.8	268.4	334.7	335.0	357.6
NOPAT증가율		86.2	21.8	(29.6)	41.9	17.8	부채총계		1,317.7	3,329.3	2,270.5	2,272.0	2,390.8
EBITDA증가율		5.2	65.7	(22.2)	(11.7)	(2.4)	지배주주지분		1,028.3	2,763.2	2,845.1	3,003.1	3,194.9
영업이익증가율		25.5	11.8	7.3	6.6	17.8	자본금		31.1	110.6	110.6	110.6	110.6
(지배주주)순익증가율		459.4	24.2	(35.1)	86.2	18.2	자본잉여금		80.4	2,245.0	2,245.0	2,245.0	2,245.0
EPS증가율		458.6	(45.3)	(58.2)	86.2	18.2	자본조정		(12.4)	(511.7)	(511.7)	(511.7)	(511.7)
수익성(%)							기타포괄이익누계액		5.1	(150.5)	(150.5)	(150.5)	(150.5)
매출총이익률		56.3	41.7	38.6	39.8	39.7	이익잉여금		924.1	1,069.9	1,151.8	1,309.8	1,501.6
EBITDA이익률		20.8	22.7	16.0	14.1	12.9	비지배주주지분		455.8	662.4	614.1	644.2	680.2
영업이익률		9.9	7.3	7.1	7.6	8.4	자본총계		1,484.1	3,425.6	3,459.2	3,647.3	3,875.1
계속사업이익률		6.3	5.4	2.8	5.8	6.4	순금융부채		489.0	1,384.3	296.4	(137.0)	(437.7)
투자지표							현금흐름표						(단위: 십억원)
		2017	2018	2019F	2020F	2021F			2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)							영업활동 현금흐름		330.0	586.7	374.8	465.0	444.0
EPS		21,054	11,514	4,809	8,956	10,588	당기순이익		143.4	184.2	59.8	218.2	258.0
BPS		167,432	149,371	153,087	160,789	170,124	조정		281.0	484.0	335.5	246.8	182.9
CFPS		76,426	51,528	21,681	24,397	23,349	감가상각비		244.6	526.3	335.5	246.8	182.9
EBITDAPS		75,472	55,033	27,584	24,356	23,778	외환거래손익		0.4	3.7	0.0	0.0	0.0
SPS		363,607	242,601	172,821	172,959	184,622	지분법손익		(6.1)	(37.5)	0.0	0.0	0.0
DPS		3,000	1,200	1,400	1,400	1,550	기타		42.1	(8.5)	0.0	0.0	0.0
주가지표(배)							영업활동 자산부채 변동		(94.4)	(81.5)	(20.5)	0.0	3.1
PER		11.0	17.5	33.2	14.2	12.0	투자활동 현금흐름		(256.4)	(158.4)	784.2	(4.1)	(119.1)
PBR		1.4	1.4	1.0	0.8	0.7	투자자산감소(증가)		(27.0)	(1,226.9)	(163.4)	(4.1)	(115.9)
PCFR		3.0	3.9	7.4	5.2	5.4	유형자산감소(증가)		(182.4)	(225.8)	350.0	0.0	0.0
EV/EBITDA		5.1	8.3	7.3	6.1	5.8	기타		(47.0)	1,294.3	597.6	0.0	(3.2)
PSR		0.6	0.8	0.9	0.7	0.7	재무활동 현금흐름		(61.8)	(88.9)	(1,184.5)	(27.2)	(4.5)
재무비율(%)							금융부채증가(감소)		(40.5)	1,246.7	(1,160.9)	0.3	22.9
ROE		13.5	8.6	3.8	6.7	7.5	자본증가(감소)		(4.5)	2,244.1	0.0	0.0	0.0
ROA		4.7	3.4	1.7	3.4	3.8	기타재무활동		0.9	(3,558.9)	0.0	0.0	0.1
ROIC		10.2	7.9	4.9	9.1	11.7	배당지급		(17.7)	(20.8)	(23.6)	(27.5)	(27.5)
부채비율		88.8	97.2	65.6	62.3	61.7	현금의 증감		11.1	339.1	(25.5)	433.7	320.4
순부채비율		32.9	40.4	8.6	(3.8)	(11.3)	Unlevered CFO		475.0	727.8	475.4	535.0	512.0
이자보상배율(배)		11.1	7.5	7.8	14.7	17.0	Free Cash Flow		146.8	357.5	724.8	465.0	444.0

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

CJ ENM



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
20.3.4	BUY	190,000		
20.1.10	BUY	210,000	-30.33%	-21.67%
19.10.4	BUY	230,000	-31.48%	-24.35%
19.7.3	BUY	250,000	-34.05%	-28.84%
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		-	-
18.3.29	BUY	260,000	-11.35%	10.15%

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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 4일

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 2020년 03월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 03월 04일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.