



BUY(Maintain)

목표주가: 166,500원(상향)

주가(7/13): 125,000원

시가총액: 27,411억원

미디어/엔터/레저

Analyst 이남수

02) 3787-5115 namsu.lee@kiwoom.com

RA 이한결

02) 3787-3759 gksruf9212@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (7/13)		781.19pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	177,300 원	81,500원
등락률	-29.5%	53.4%
수익률	절대	상대
1M	9.6%	4.7%
6M	-21.9%	-32.1%
1Y	-25.9%	-36.1%

Company Data

발행주식수	21,929 천주
일평균 거래량(3M)	130천주
외국인 지분율	19.2%
배당수익률(20E)	1.1%
BPS(20E)	139,887원
주요 주주	CJ외 5인
	42.7%

투자지표

(십억원, IFRS)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	2,360.4	3,789.7	3,485.1	3,719.2
영업이익	182.1	269.4	205.0	241.9
EBITDA	708.4	1,028.3	799.7	742.4
세전이익	163.9	189.6	217.2	243.8
순이익	184.2	58.6	143.6	152.4
지배주주지분순이익	162.6	104.2	131.0	139.0
EPS(원)	11,514	4,754	5,973	6,337
증감률(% YoY)	-45.3	-58.7	25.6	6.1
PER(배)	17.5	33.6	21.1	19.9
PBR(배)	1.60	1.19	0.90	0.86
EV/EBITDA(배)	9.1	4.0	3.9	4.3
영업이익률(%)	7.7	7.1	5.9	6.5
ROE(%)	8.6	3.7	4.4	4.4
순차입금비율(%)	40.2	14.0	4.7	5.8

자료: 키움증권

Price Trend

 2Q20 Preview

CJ ENM (035760)

길게 보면 참으로 편안하다



2분기 동사의 실적은 커머스의 안정성이 돋보일 것으로 판단합니다. 반면 대규모 실적 성장성을 보였던 미디어와 콘텐츠(영화, 음악) 부문은 코로나19로 인해 부진이 심화될 것으로 전망합니다. 이와 같은 침체는 오프라인 콘텐츠가 재개되고, 언택트의 온택트 고도화가 추진되며 해소될 것으로 예상되어 중장기적인 투자 관점의 접근이 필요한 시기라 판단합니다.

>>> 2분기 영업이익 512억원(yoy -41.4%)

2분기 매출액 8,000억원(yoy -20.4%), 순이익 373억원(yoy -43.4%), 영업이익률 6.4%로 코로나19 영향에 따라 전년동기 대비 부진한 실적은 불가피할 것으로 추정한다. 커머스는 코로나19에 따른 디지털 확대가 예상되고, 자체 브랜드 강화로 견조한 실적 추세를 유지할 것으로 보인다.

그러나 방송 시장 침체에 따른 전통 광고의 감소, 대규모 대면 사업 분야인 영화 및 콘서트 등의 개최가 불가능해지며 미디어와 콘텐츠에서의 성장성이 심화되어 코로나19의 영향을 벗어나는 시기까지는 전체적인 성장성을 훼손시키는 구간에 진입하였다고 판단한다. 다만 매출 부진이 발생하더라도 비용 효율화 등을 통한 수익 내실화 노력은 지속 추진될 것으로 보여 중장기적인 실적 개선에 따른 투자 접근이 필요하다고 판단하다.

>>> 디지털 전환 속도와 온택트에 관심을 가질 때

정부는 6월 말 '디지털 미디어 생태계 발전전략'을 발표하며 국내 미디어 시장을 글로벌 수준으로 육성하겠다는 방침을 발표하였다. 기존 규제 완화 및 신규 규제 도입 최소화 및 온라인 영상물 규제 완화 등을 추진하여 동사는 JTBC와 협작 설립한 티빙의 경쟁력이 문화콘텐츠 펀드 조성 등에 의해 강화될 것으로 보인다.

또한 2012년부터 매년 진행해온 케이콘 콘서트가 코로나19로 개최가 힘들어졌지만, 6월말 1주일간 언택트 형식으로 글로벌 150개국 400만명 이상의 관객이 유료 또는 무료로 관람해 온택트 시대의 변화된 콘텐츠 소비 문화를 선도했다. 이와 같은 온택트 콘텐츠 증가는 국내 가장 많은 히트 IP를 보유한 동사의 콘텐츠 확장성에 기대할 수 있는 주요 포인트라 판단한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 166,500원으로 상향

2020년에는 커머스 분야를 제외한 미디어, 영화, 음악 등의 사업 영역은 코로나19로 인해 매출 성장을 도모하기 힘든 상황으로 보인다. 다만, 콘텐츠 투자의 효율화 제고 등이 주효하며 수익성 위주의 경쟁력은 하반기로 갈수록 강화될 것으로 전망한다. 또한 중장기적으로 언택트 소비를 이끌 커머스의 선전이 기대되고, 영화 및 콘서트 등이 올해 바닥을 통과하며 텐어라운드 할 것으로 전망하여, 보유 지분 등의 개선을 반영해 목표주가는 166,500원으로 상향하고 투자의견은 BUY를 유지한다.

CJ ENM 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	860.2	1,005.5	909.9	1,014.1	810.7	800.0	862.1	1,012.2	3,789.7	3,485.1	3,719.2
(YoY)	10.5%	27.2%	16.5%	5.7%	-5.8%	-20.4%	-5.2%	-0.2%	14.5%	-8.0%	6.7%
미디어	380.0	426.4	426.9	445.1	340.8	379.0	416.5	452.7	1,678.4	1,589.1	1,639.7
커머스	324.1	357.6	335.8	409.9	375.9	365.2	352.2	399.0	1,427.3	1,492.4	1,556.7
영화	104.1	67.8	84.3	93.1	54.2	25.5	47.9	92.8	349.3	220.4	281.8
음악	52.1	153.8	62.9	66.0	39.8	30.4	45.5	67.6	334.8	183.3	241.1
매출원가	503.4	616.8	564.8	642.6	473.3	448.1	521.0	611.5	2,327.6	2,053.9	2,228.7
(YoY)	13.4%	34.7%	17.1%	20.6%	-6.0%	-27.4%	-7.7%	-4.8%	21.4%	-11.8%	8.5%
매출총이익	356.8	388.7	345.1	371.5	337.5	351.9	341.1	400.7	1,462.1	1,431.2	1,490.5
(YoY)	6.6%	17.0%	15.6%	-12.9%	-5.4%	-9.5%	-1.2%	7.9%	5.0%	-2.1%	4.1%
GPM	41.5%	38.7%	37.9%	36.6%	41.6%	44.0%	39.6%	39.6%	38.6%	41.1%	40.1%
판관비	277.8	301.2	284.8	328.8	297.8	300.7	287.3	340.6	1,192.7	1,226.4	1,248.6
(YoY)	7.4%	12.2%	17.7%	-12.7%	7.2%	-0.2%	0.9%	3.6%	4.1%	2.8%	1.8%
영업이익	79.0	87.4	60.3	42.7	39.7	51.2	53.8	60.1	269.4	204.8	241.9
(YoY)	4.1%	37.3%	7.0%	-14.9%	-49.8%	-41.4%	-10.7%	40.7%	9.5%	-24.0%	18.1%
OPM	9.2%	8.7%	6.6%	4.2%	4.9%	6.4%	6.2%	5.9%	7.1%	5.9%	6.5%
미디어	13.7	36.5	16.1	4.6	3.9	14.0	20.1	20.6	70.9	58.6	62.8
커머스	42.0	36.0	29.4	41.8	37.9	38.0	32.5	37.5	149.2	145.9	160.0
영화	18.8	10.0	15.8	-1.0	-2.0	-0.1	1.2	0.3	43.6	-0.5	11.2
음악	4.6	4.9	-1.0	-2.8	-0.2	-0.8	-0.1	1.7	5.6	0.6	7.9
순이익	49.0	65.8	30.9	-87.1	30.2	37.3	35.5	40.6	58.6	143.5	152.4
(YoY)	-49.2%	-16.4%	-43.1%	-320.1%	-38.4%	-43.4%	14.8%	-146.6%	-78.2%	144.8%	6.2%
NPM	5.7%	6.5%	3.4%	-8.6%	3.7%	4.7%	4.1%	4.0%	1.5%	4.1%	4.1%

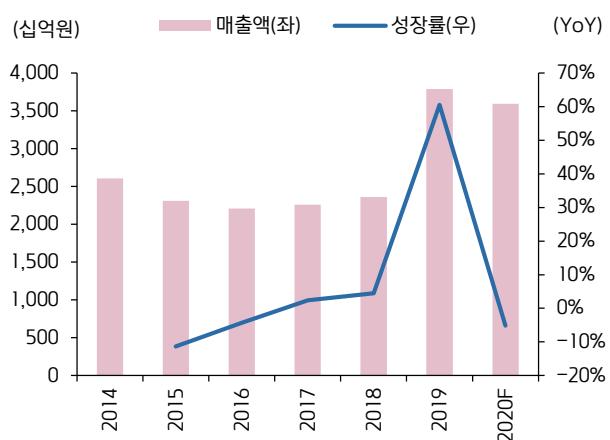
자료: CJ ENM, 키움증권

CJ ENM Valuation Table

구분	추정	비고
영업가치(A, 십억원)	1,492.6	
미디어	698.2	2020E NOPLAT 기준, 미디어 업종 평균 PER 17.5 배 적용
커머스	794.4	2020E NOPLAT 기준, 홈쇼핑 업종 평균 PER 8 배 적용 (10% 할증)
지분가치(B, 십억원)	2,314.2	
넷마블	1,203.6	직전 30 일 평균 시가총액 40% 할인 (지분율 22.3%)
스튜디오드래곤	1,110.6	직전 30 일 평균 시가총액 20% 할인 (지분율 58.2%)
순차입금(C, 십억원)	154	
기업가치(A+B-C)	3,652.5	
주당가치(원)	166,500	주식수 21,929 천주

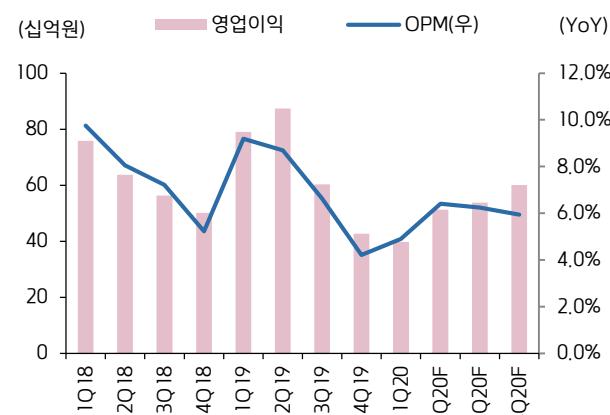
자료: 키움증권

CJ ENM 연도별 매출액 추이 및 성장률(K-IFRS연결)



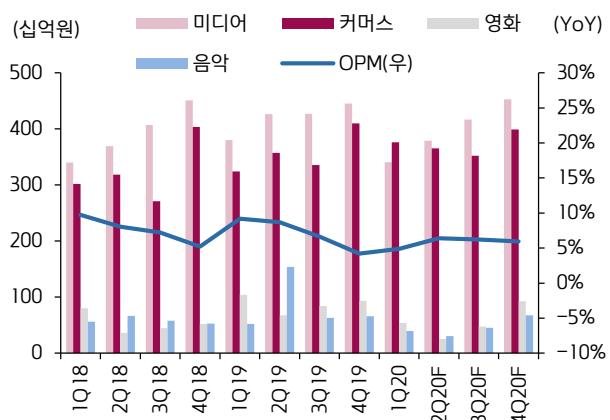
자료: CJ ENM, 키움증권

CJ ENM 분기별 영업이익 및 OPM 추이(K-IFRS연결)



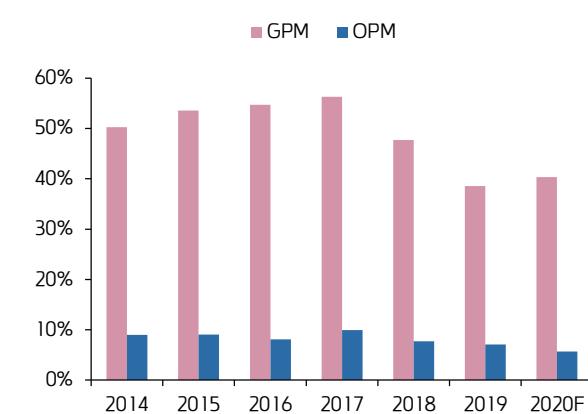
자료: CJ ENM, 키움증권

CJ ENM 부문별 매출액 추이 및 성장률



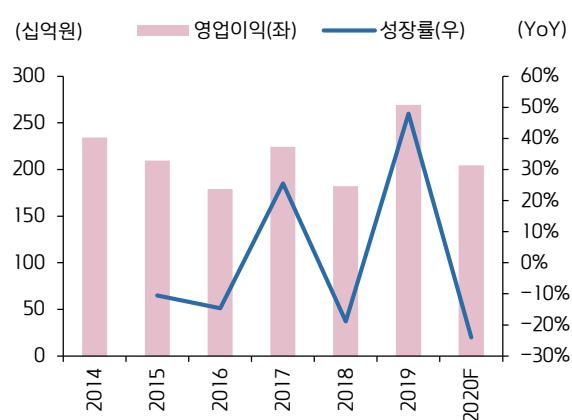
자료: CJ ENM, 키움증권

CJ ENM GPM 및 OPM 추이



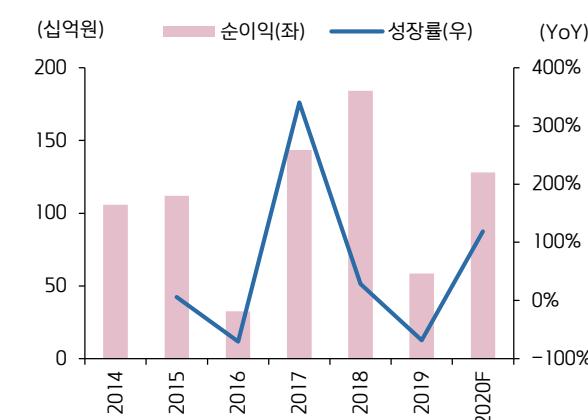
자료: CJ ENM, 키움증권

CJ ENM 연도별 영업이익 추이 및 성장률(K-IFRS연결)



자료: CJ ENM, 키움증권

CJ ENM 연도별 순이익 추이 및 성장률(K-IFRS연결)



자료: CJ ENM, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,360.4	3,789.7	3,485.1	3,719.2	3,897.0
매출원가	1,233.8	2,327.6	2,053.9	2,228.7	2,361.7
매출총이익	1,126.5	1,462.1	1,431.2	1,490.5	1,535.3
판관비	944.5	1,192.7	1,226.2	1,248.6	1,289.6
영업이익	182.1	269.4	205.0	241.9	245.7
EBITDA	708.4	1,028.3	799.7	742.4	793.5
영업외손익	-18.2	-79.8	12.2	1.9	7.4
이자수익	4.6	9.0	16.1	15.5	15.3
이자비용	14.8	29.6	30.2	30.9	32.2
외환관련이익	5.1	23.1	17.6	17.6	17.6
외환관련손실	6.0	14.3	11.1	11.1	11.1
종속 및 관계기업손익	-2.3	39.2	45.0	50.0	55.0
기타	-4.8	-107.2	-25.2	-39.2	-37.2
법인세차감전이익	163.9	189.6	217.2	243.8	253.1
법인세비용	21.0	85.3	73.6	91.5	94.9
계속사업순손익	142.9	104.3	143.6	152.4	158.2
당기순이익	184.2	58.6	143.6	152.4	158.2
지배주주순이익	162.6	104.2	131.0	139.0	144.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.4	60.6	-8.0	6.7	4.8
영업이익 증감율	-18.9	47.9	-23.9	18.0	1.6
EBITDA 증감율	51.0	45.2	-22.2	-7.2	6.9
지배주주순이익 증감율	24.3	-35.9	25.7	6.1	3.7
EPS 증감율	-45.3	-58.7	25.6	6.1	3.8
매출총이익률(%)	47.7	38.6	41.1	40.1	39.4
영업이익률(%)	7.7	7.1	5.9	6.5	6.3
EBITDA Margin(%)	30.0	27.1	22.9	20.0	20.4
지배주주순이익률(%)	6.9	2.7	3.8	3.7	3.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	586.7	743.4	996.3	790.7	862.9
당기순이익	184.2	58.6	143.6	152.4	158.2
비현금항목의 가감	611.0	1,037.1	840.0	760.0	807.3
유형자산감가상각비	180.2	216.6	103.9	106.7	115.3
무형자산감가상각비	346.2	542.2	490.7	393.7	432.5
지분법평가손익	-46.1	-180.9	-45.0	-50.0	-55.0
기타	130.7	459.2	290.4	309.6	314.5
영업활동자산부채증감	-148.8	-257.8	97.6	-17.6	6.4
매출채권및기타채권의감소	-99.8	-130.3	71.2	-54.7	-41.5
재고자산의감소	-9.0	-40.9	9.7	-7.4	-5.7
매입채무및기타채무의증가	-7.3	101.9	11.6	36.4	45.6
기타	-32.7	-188.5	5.1	8.1	8.0
기타현금흐름	-59.7	-94.5	-84.9	-104.1	-109.0
투자활동 현금흐름	-158.4	-287.7	133.0	7.9	-67.3
유형자산의 취득	-229.2	-282.3	-115.0	-140.0	-165.0
유형자산의 처분	3.4	4.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-296.5	-594.6	-350.0	-450.0	-500.0
투자자산의감소(증가)	-1,231.3	-27.3	-28.8	-28.8	-28.8
단기금융자산의감소(증가)	-12.2	-18.1	-3.4	-3.5	-3.6
기타	1,607.4	630.1	630.2	630.2	630.1
재무활동 현금흐름	-88.9	-641.3	63.4	68.4	83.4
차입금의 증가(감소)	120.3	-696.0	10.0	15.0	30.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-192.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-20.8	-26.2	-27.5	-27.5	-27.5
기타	4.2	80.9	80.9	80.9	80.9
기타현금흐름	-0.3	2.3	-894.2	-894.0	-894.0
현금 및 현금성자산의 순증가	339.1	-183.4	298.6	-27.0	-14.9
기초현금 및 현금성자산	114.3	453.4	270.0	568.5	541.6
기말현금 및 현금성자산	453.4	270.0	568.5	541.6	526.7

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,806.6	1,676.1	1,903.2	1,947.7	1,989.5
현금 및 현금성자산	453.4	269.8	568.6	541.6	526.7
단기금융자산	95.1	113.2	116.6	120.1	123.7
매출채권 및 기타채권	941.3	885.2	814.0	868.7	910.2
재고자산	94.2	120.5	110.9	118.3	124.0
기타유동자산	222.6	287.4	293.1	299.0	304.9
비유동자산	4,948.4	3,758.8	3,703.0	3,871.4	4,072.4
투자자산	1,517.3	1,583.8	1,657.6	1,736.5	1,820.3
유형자산	1,398.2	947.7	958.7	992.0	1,041.7
무형자산	1,826.9	1,037.9	897.2	953.5	1,020.9
기타비유동자산	206.0	189.4	189.5	189.4	189.5
자산총계	6,754.9	5,434.9	5,606.2	5,819.1	6,062.0
유동부채	2,021.8	1,660.6	1,682.2	1,733.6	1,809.2
매입채무 및 기타채무	940.6	924.7	936.2	972.7	1,018.2
단기금융부채	893.7	450.1	460.1	475.1	505.1
기타유동부채	187.5	285.8	285.9	285.8	285.9
비유동부채	1,307.5	622.4	638.3	657.3	676.3
장기금융부채	1,033.1	374.3	379.3	384.3	389.3
기타비유동부채	274.4	248.1	259.0	273.0	287.0
부채총계	3,329.3	2,283.0	2,320.5	2,390.9	2,485.5
자본지분	2,763.2	2,946.5	3,067.6	3,196.7	3,331.1
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,245.0	2,329.6	2,329.6	2,329.6	2,329.6
기타자본	-511.7	-511.9	-511.9	-511.9	-511.9
기타포괄손익누계액	-150.5	-127.3	-109.7	-92.1	-74.4
이익잉여금	1,069.9	1,145.5	1,249.0	1,360.5	1,477.3
비자본지분	662.4	205.4	218.0	231.4	245.4
자본총계	3,425.6	3,151.9	3,285.6	3,428.2	3,576.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

Compliance Notice

- 당사는 7월 13일 현재 'CJ ENM(035760)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		
				평균 주가대비	최고 주가대비	괴리율(%)
CJ ENM (035760)	2020-05-20	BUY(Initiate)	156,000원	6개월	-25.04	-17.76
	2020-07-14	BUY(Maintain)	166,500원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)**투자의견 및 적용기준**

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	증립	매도
96.39%	3.01%	0.60%