

CJ ENM (035760)

자체적인 성장 변수의 반등을 기다리며

비용절감형 이익 개선이 아닌 자체 성장 변수가 필요하다

넷마블과 스튜디오드래곤(이하 드래곤)을 30% 할인한 지분 가치는 각각 1.8조원/1.0조원으로 현재 시가총액(2.7조원)을 설명하고 있어 영업가치가 완전히 배제된 극단적인 저평가 구간이다. 다만, 자체적인 성장 변수가 낮아 넷마블/드래곤에 더해 CJ ENM을 매수해야 하는 요인이 약하다. 지난 2년을 보면, 1) 10% 내외의 TV광고 성장에 더한 유튜브/티빙 등의 디지털 트래픽 고성장, 2) 3년간 적자를 기록하던 영화 부문의 오스카로 대변되는 흥행성 제고, 그리고 3) 아이돌 음악 산업의 판도를 바꾼 프로듀스 시리즈의 성공이었다.

그러나 하반기를 보면 TV는 여전히 불확실하고, 영화는 사회적 거리두기로 극한직업/기생충 등과 같이 의미 있는 수익 기여가 힘들다. 음악은 20~30대가 적극적으로 소비하면서 역대급 수익화 과정을 보여줬던 프로듀스 시리즈와는 다르게 아이랜드/TOO는 완전히 10대를 타깃하고 있고 국내에서 낮은 인지도로 인해 실적 변수가 되기까지 시일이 꽤 걸릴 것이다. 커머스의 엄청난 고성장과 보유 지분가치의 반등으로 주가의 저점은 높아지겠지만 TV광고의 추세적인 개선과 영화의 부문의 흥행 변수를 확인할 필요가 있겠다.

2Q Review: OPM 8.8%(+0.1%p YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 8,375억원(-17%)/734억원(-16% YoY)으로 컨센서스(558억원)를 크게 상회했다. 미디어 부문은 TV/디지털이 각각 -31%/+17% 변동하면서 영업이익은 249억원(-32%)을 기록했으며, 드래곤 제외 시 81억원(-68%)이다. 커머스는 취급고 감소(-5%)에도 영업이익이 498억원(+38%)으로 사상 최대 실적을 시현했다. 식품/리빙 등의 고수의 상품과 자체 브랜드 비중 확대 때문이다. 하반기에도 이런 기조가 이어질 것으로 기대하고 있다. 영화는 신작 개봉 부재와 극장 섀다운으로 -35억원, 음악은 아이즈 원/헤이즈 등의 컴백으로 21억원의 이익을 시현했다. 영화 부재 및 아스달연대기 기저효과로 매출원가가 23% 감소했는데, 1) OCN 편성 축소, 2) 교차 편성 및 3) 편당 드라마 제작비 감소로 연간 12% 내외의 절감이 가능할 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 160,000원 | CP(8월 6일): 122,200원

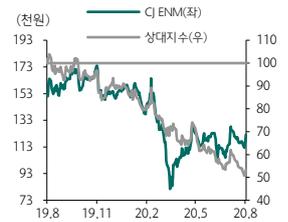
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	854.12
52주 최고/최저(원)	174,000/81,500
시가총액(십억원)	2,679.7
시가총액비중(%)	0.84
발행주식수(천주)	21,929.2
60일 평균 거래량(천주)	116.6
60일 평균 거래대금(십억원)	13.8
20년 배당금(예상, 원)	1,400
20년 배당수익률(예상, %)	1.15
외국인지분율(%)	19.11
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5인	42.70
국민연금공단	5.01
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.9 (16.1) (19.0)
상대	(5.8) (33.9) (47.7)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,633.5	3,922.0
영업이익(십억원)	225.5	284.1
순이익(십억원)	158.5	198.0
EPS(원)	6,641	8,366
BPS(원)	155,662	163,554

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,360.4	3,789.7	3,505.1	3,966.1	4,283.8
영업이익	십억원	182.1	269.4	244.3	338.2	371.6
세전이익	십억원	163.9	189.6	194.8	289.0	322.0
순이익	십억원	162.6	104.2	133.2	192.5	214.4
EPS	원	11,514	4,754	6,075	8,777	9,778
증감률	%	(45.3)	(58.7)	27.8	44.5	11.4
PER	배	17.54	33.57	20.11	13.92	12.50
PBR	배	1.35	1.01	0.75	0.72	0.68
EV/EBITDA	배	9.14	4.04	3.87	3.99	4.12
ROE	%	8.58	3.65	4.44	6.14	6.48
BPS	원	149,371	157,708	162,530	170,054	178,444
DPS	원	1,200	1,400	1,400	1,550	1,550



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

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

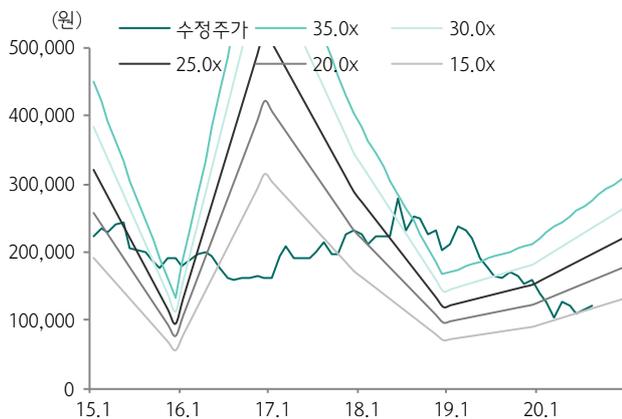
표 1. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F
매출액	3,790	3,505	3,966	4,284	860	1,006	910	1,014	811	838	880	977
1. 미디어	1,678	1,633	1,827	1,992	380	426	427	445	341	406	430	456
2. 커머스	1,427	1,525	1,639	1,729	324	358	336	410	376	376	365	408
3. 영화	349	182	278	304	104	68	84	93	54	13	49	67
4. 음악	335	165	222	259	52	154	63	66	40	43	36	47
영업이익	269	244	338	372	79	87	60	43	40	73	62	69
OPM	7%	7%	9%	9%	9%	9%	7%	4%	5%	9%	7%	7%
1. 미디어	71	76	131	149	14	37	16	5	4	25	21	27
2. 커머스	149	163	176	186	42	36	29	42	38	50	39	36
3. 영화	44	2	22	24	19	10	16	(1)	(2)	(3)	2	5
4. 음악	6	3	9	12	5	5	(1)	(3)	(0)	2	0	1
당기순이익	59	148	214	238	49	66	31	(87)	30	39	42	36
NPM	2%	4%	5%	6%	6%	7%	3%	-9%	4%	5%	5%	4%

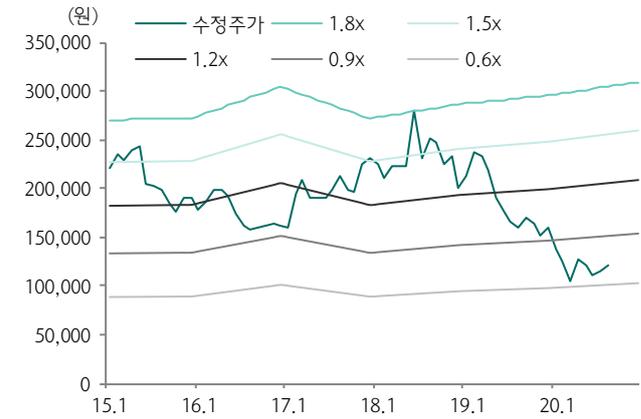
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 1. CJ ENM 12MF P/E 밴드차트



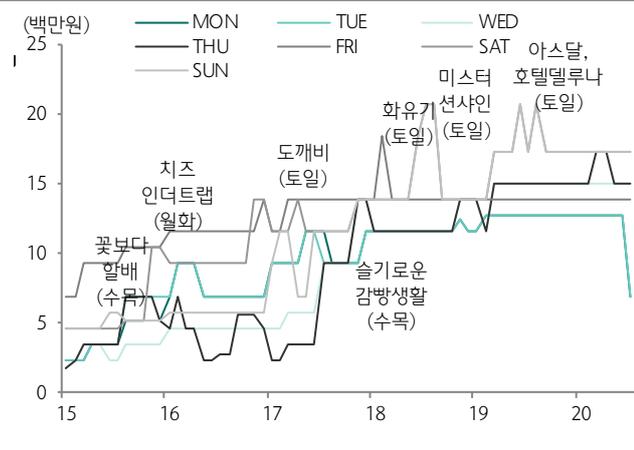
자료: 하나금융투자

그림 2. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트



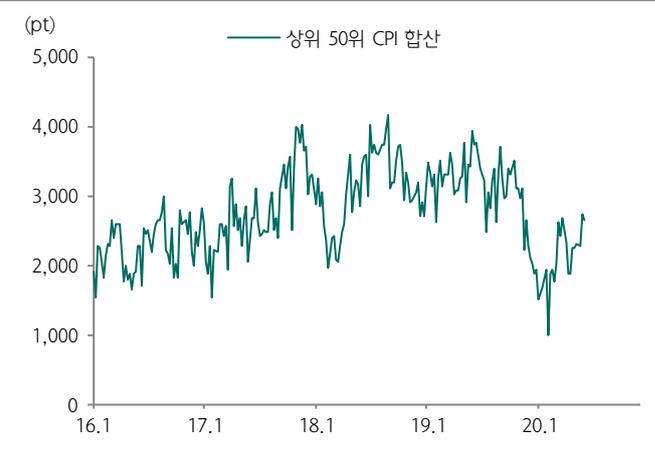
자료: 하나금융투자

그림 3. CJ ENM 요일별 최고 UAP 추이



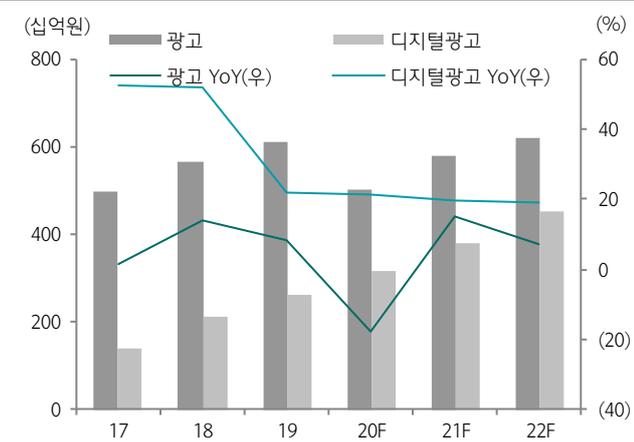
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 4. 상위 50위 CPI 합산 트렌드



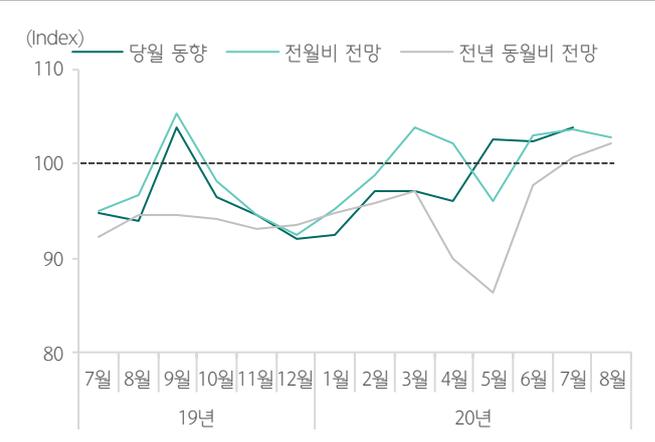
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 5. TV와 디지털 광고 성장률



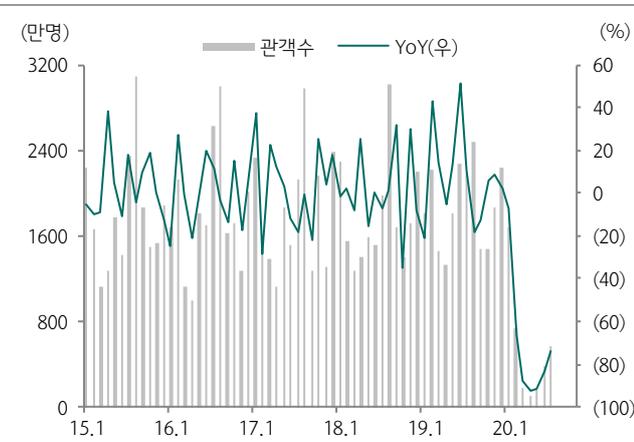
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 6. 케이블TV KAI 지수 트렌드



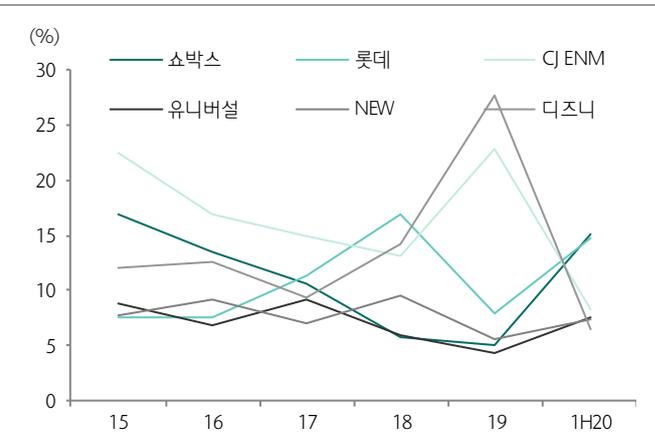
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 7. 박스오피스 일별 관객 수 추이 - 7월 562만명(YoY -74%)



자료: KOBIS, 하나금융투자

그림 8. TOP6 배급사 점유율 트렌드



자료: KOBIS, 하나금융투자

표 2. 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	12
		2Q	아는건 별로 없지만 가족입니다	한예리, 추자현	16
		3Q	청춘기록	박보검, 박소담	16
	4Q	낮과 밤	남궁민, 설현	16	
	수목	1Q	메모리스트	유승호, 이세영	16
		2Q	오 마이 베이비	장나라, 고준	16
		3Q	약의 꽃	박민영, 김재욱	16
		4Q	구미호연	이동욱, 조보아	16
		4Q	여신강림	차은우, 문가영	16
	토일	1Q	하이바이 마마	김태희, 이규형	16
		2Q	화양연화	유지태, 이보영	16
		3Q	사이코지만 괜찮아	김수현	16
		3Q	비밀의 숲2	조승우, 배두나	16
4Q	스타트업	수지, 남주혁	16		
OCN	토일	1Q	본대로 말하라	장혁, 수영, 진서연	16
		2Q	루갈	최진혁, 박성웅	16
		3Q	트레인	윤시윤, 경수진	12
		3Q	미생:그들이 있었다	고수, 안소희	12
		4Q	경이로운소문	조병규, 김세정	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
		4Q	스위트홈	이시영, 이진욱, 송강	12

자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
매출액	2,360.4	3,789.7	3,505.1	3,966.1	4,283.8	
매출원가	1,233.8	2,327.6	2,055.4	2,363.3	2,586.4	
매출총이익	1,126.6	1,462.1	1,449.7	1,602.8	1,697.4	
판매비	944.5	1,192.7	1,205.4	1,264.6	1,325.8	
영업이익	182.1	269.4	244.3	338.2	371.6	
금융손익	7.4	(10.4)	(19.4)	(11.4)	(3.4)	
총속/관계기업손익	(2.3)	39.2	38.5	38.5	38.5	
기타영업외손익	(23.3)	(108.6)	(68.5)	(76.2)	(84.7)	
세전이익	163.9	189.6	194.8	289.0	322.0	
법인세	21.0	85.3	46.7	75.1	83.7	
계속사업이익	142.9	104.3	148.0	213.9	238.2	
중단사업이익	41.3	(45.6)	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	184.2	58.6	148.0	213.9	238.2	
비지배주주지분 순이익	21.6	(45.6)	14.8	21.4	23.8	
지배주주순이익	162.6	104.2	133.2	192.5	214.4	
지배주주지분포괄이익	113.2	122.8	238.4	344.4	383.6	
NOPAT	158.8	148.2	185.7	250.3	275.0	
EBITDA	708.4	1,028.3	692.7	604.2	530.1	
성장성(%)						
매출액증가율	4.4	60.6	(7.5)	13.2	8.0	
NOPAT증가율	(9.1)	(6.7)	25.3	34.8	9.9	
EBITDA증가율	51.0	45.2	(32.6)	(12.8)	(12.3)	
영업이익증가율	(18.9)	47.9	(9.3)	38.4	9.9	
(지배주주)순이익증가율	24.2	(35.9)	27.8	44.5	11.4	
EPS증가율	(45.3)	(58.7)	27.8	44.5	11.4	
수익성(%)						
매출총이익률	47.7	38.6	41.4	40.4	39.6	
EBITDA이익률	30.0	27.1	19.8	15.2	12.4	
영업이익률	7.7	7.1	7.0	8.5	8.7	
계속사업이익률	6.1	2.8	4.2	5.4	5.6	
투자지표						
주당지표(원)						
EPS	11,514	4,754	6,075	8,777	9,778	
BPS	149,371	157,708	162,530	170,054	178,444	
CFPS	56,294	49,967	29,373	24,918	21,280	
EBITDAPS	50,152	46,892	31,589	27,553	24,171	
SPS	167,103	172,821	159,837	180,859	195,349	
DPS	1,200	1,400	1,400	1,550	1,550	
주가지표(배)						
PER	17.5	33.6	20.1	13.9	12.5	
PBR	1.4	1.0	0.8	0.7	0.7	
PCFR	3.6	3.2	4.2	4.9	5.7	
EV/EBITDA	9.1	4.0	3.9	4.0	4.1	
PSR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6	
재무비율(%)						
ROE	8.6	3.7	4.4	6.1	6.5	
ROA	3.4	1.7	2.5	3.6	3.8	
ROIC	5.9	5.0	8.8	14.1	17.4	
부채비율	97.2	72.4	57.9	59.5	59.2	
순부채비율	40.4	14.3	(6.7)	(14.6)	(20.6)	
이자보상배율(배)	12.3	9.1	16.6	29.1	31.9	

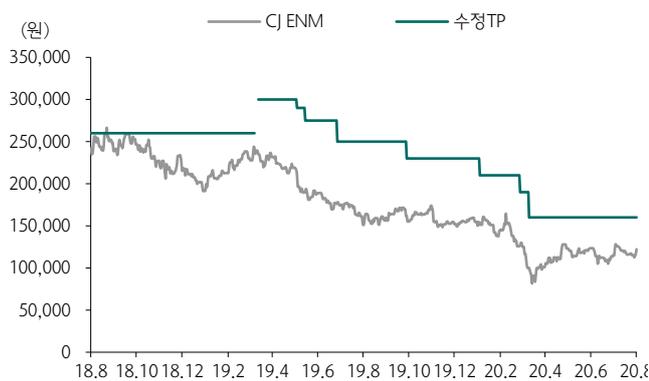
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
유동자산	1,806.6	1,676.1	1,954.7	2,400.0	2,760.6	
금융자산	548.5	383.0	758.2	1,047.1	1,299.9	
현금성자산	453.4	269.8	653.4	928.6	1,171.9	
매출채권 등	941.3	885.2	818.7	926.4	1,000.6	
재고자산	94.2	120.5	111.5	126.2	136.3	
기타유동자산	222.6	287.4	266.3	300.3	323.8	
비유동자산	4,948.4	3,758.8	3,207.0	3,108.4	3,065.4	
투자자산	1,517.3	1,583.8	1,480.4	1,647.8	1,763.2	
금융자산	76.2	43.8	40.5	45.8	49.5	
유형자산	1,398.2	947.7	807.0	715.7	656.5	
무형자산	1,826.9	1,037.9	730.1	555.4	456.2	
기타비유동자산	206.0	189.4	189.5	189.5	189.5	
자산총계	6,754.9	5,434.9	5,161.7	5,508.4	5,825.9	
유동부채	2,021.8	1,660.6	1,287.8	1,421.3	1,513.3	
금융부채	893.7	452.5	160.3	163.3	165.3	
매입채무 등	940.6	924.7	855.2	967.7	1,045.2	
기타유동부채	187.5	283.4	272.3	290.3	302.8	
비유동부채	1,307.5	622.4	604.2	633.7	654.1	
금융부채	1,039.1	379.6	379.6	379.6	379.6	
기타비유동부채	268.4	242.8	224.6	254.1	274.5	
부채총계	3,329.3	2,283.0	1,891.9	2,055.0	2,167.3	
지배주주지분	2,763.2	2,946.5	3,052.3	3,217.3	3,401.2	
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	
자본조정	(511.7)	(511.9)	(511.9)	(511.9)	(511.9)	
기타포괄이익누계액	(150.5)	(127.3)	(127.3)	(127.3)	(127.3)	
이익잉여금	1,069.9	1,145.5	1,251.3	1,416.3	1,600.2	
비지배주주지분	662.4	205.4	217.5	236.2	257.4	
자본총계	3,425.6	3,151.9	3,269.8	3,453.5	3,658.6	
순금융부채	1,384.3	449.1	(218.3)	(504.2)	(754.9)	
현금흐름표						
영업활동 현금흐름	586.7	743.4	594.2	483.5	399.2	
당기순이익	184.2	58.6	148.0	213.9	238.2	
조정	551.3	942.6	448.4	266.0	158.5	
감가상각비	526.3	758.9	448.4	266.0	158.4	
외환거래손익	3.7	(1.0)	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(37.5)	(139.8)	0.0	0.0	0.0	
기타	58.8	324.5	0.0	0.0	0.1	
영업활동 자산부채 변동	(148.8)	(257.8)	(2.2)	3.6	2.5	
투자활동 현금흐름	(158.4)	(287.7)	109.2	(183.9)	(127.6)	
투자자산감소(증가)	(1,226.8)	(27.3)	100.7	(170.1)	(118.1)	
유형자산감소(증가)	(225.8)	(277.9)	0.0	0.0	0.0	
기타	1,294.2	17.5	8.5	(13.8)	(9.5)	
재무활동 현금흐름	(88.9)	(641.3)	(319.8)	(24.5)	(28.4)	
금융부채증가(감소)	1,246.7	(1,100.6)	(292.3)	3.0	2.1	
자본증가(감소)	2,244.1	84.7	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(3,558.9)	400.8	0.0	0.0	(0.1)	
배당지급	(20.8)	(26.2)	(27.5)	(27.5)	(30.4)	
현금의 증감	339.1	(183.4)	383.5	275.2	243.3	
Unlevered CFO	795.2	1,095.7	644.1	546.4	466.6	
Free Cash Flow	357.5	461.0	594.2	483.5	399.2	

(단위: 십억원)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ ENM



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.16	BUY	160,000		
20.3.4	BUY	190,000	-38.68%	-31.63%
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		-	-
18.4.2	BUY	260,000	-11.33%	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	91.6%	8.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 7일

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 2020년 08월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 08월 07일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.