

## 충분히 고생했다 위로가 시작되는 구간

### 목표주가 상향

미디어/커머스 부문의 기준 연도를 2021년으로 변경하여 SOTP 방식을 통해 목표주가를 190,000원(+19%)으로 상향한다. 상반기는 갑작스런 코로나19와 비탄력적인 편성으로 인해 제작비와 TV광고의 엇 박자가 있었지만, 하반기부터는 제작비는 축소되는데 사회적 거리두기 완화에 따른 광고 업황 개선이 나타날 수 있다. 이번 기저효과가 내년 상반기까지 지속되는 점을 감안하면 충분히 고생했다는 이유만으로도 투자가 가능한 저평가 구간으로 판단한다.

### 3Q Preview: OPM 7.4%(+0.8%p YoY)

3분기 예상 매출액/영업이익은 각각 8,770억원(-4% YoY)/649억원(+8%)으로 컨센서스(620억원)에 부합할 것이다. 미디어는 TV/디지털이 각각 -10%/+25% 변동하여 영업이익은 191억원(+19%)을 예상한다. 작년 3분기는 갑작스런 지소미아 이슈로 주요 광고주들의 이탈을 대비하지 못했지만, 올해는 부진한 업황을 대비해 제작비 절감 노력이 반영될 것이다. 커머스는 자체 브랜드 등 수익성 기초가 지속되면서 433억원(+47%)의 호실적이 예상된다. 영화는 <다만 악에서 구하소서>의 관객 수가 430만명으로 기적처럼 BEP를 상회했고, 음악은 아이즈원 컴백이 반영되면서 흑자가 예상된다.

### 사회적 거리두기 완화의 수혜가 될까?

극도의 저평가 구간에서도 보수적 투자 의견을 제시했던 이유는 지소미아 이슈로 인한 기저에 더해 제작비 축소로 실적은 개선 되겠지만, 매출 성장이 아닌 비용 통제형이라는 점에서 트레이딩 관점으로만 적절하다고 판단했기 때문이다. 그러나, 지난 7월부터 광고경기전망지수(KAI)가 4개월 연속으로 100을 상회하고 있다. 1) 지소미아부터 코로나19로 이어지는 약 1년간의 기저효과에 더해 2) 민생경제의 부정적 영향을 고려해 사회적 거리두기를 1단계로 조정할 만큼 경기에 민감한 광고 부문의 회복도 기대할 수 있다. 이미 비용이 통제된 만큼 약간의 매출 성장에도 의미 있는 개선이 가능해 사회적 거리두기 완화 관련해서는 여행/카지노/극장보다는 방송사에 대한 투자가 가장 좋은 대안이라고 판단한

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 190,000원(상향) | CP(10월13일): 145,500원

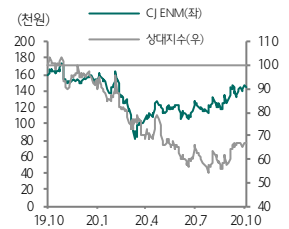
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	871.92
52주 최고/최저(원)	174,000/81,500
시가총액(십억원)	3,190.7
시가총액비중(%)	0.94
발행주식수(천주)	21,929.2
60일 평균 거래량(천주)	170,379.4
60일 평균 거래대금(십억원)	22.3
20년 배당금(예상, 원)	1,400
20년 배당수익률(예상, %)	1.13
외국인지분율(%)	20.37
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5인	42.70
국민연금공단	5.01
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.8 36.7 (10.5)
상대	13.9 (6.4) (35.0)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,501.1	3,846.4
영업이익(십억원)	245.7	299.8
순이익(십억원)	155.0	200.1
EPS(원)	6,297	8,438
BPS(원)	157,776	166,248

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,360.4	3,789.7	3,481.8	3,946.5	4,306.9
영업이익	십억원	182.1	269.4	245.9	313.3	358.5
세전이익	십억원	163.9	189.6	196.4	264.1	308.8
순이익	십억원	162.6	104.2	134.3	175.9	205.7
EPS	원	11,514	4,754	6,125	8,021	9,379
증감율	%	(45.31)	(58.71)	28.84	30.96	16.93
PER	배	17.54	33.57	23.76	18.14	15.51
PBR	배	1.35	1.01	0.89	0.86	0.82
EV/EBITDA	배	9.14	4.04	3.89	4.23	4.34
ROE	%	8.58	3.65	4.48	5.62	6.25
BPS	원	149,371	157,708	162,580	169,347	177,338
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  
dayeompark@hanafn.com

표 1. CJ ENM 목표주가 산정(SOTP) 방식

(단위: 십억원)

항목	가치	비고
지분가치	1,850	
- 넷마블	1,850	지분 22%, 30%할인
영업가치	2,858	
- 미디어	1,376	NOPAT에 24X → 21X 하향 적용
- 커머스	1,216	NOPAT에 11X 적용
- 음악	63	NOPAT('18년)에 15X 적용(정상화 확인 후 미래가치 반영)
- 영화	204	쇼박스 시가총액 대비 10% 할증
순차입금	432	
기업가치	4,276	
발행주식수	22	백만주
목표주가	190,000	원
현재주가	145,500	원
상승 여력	31	%

자료: 하나금융투자

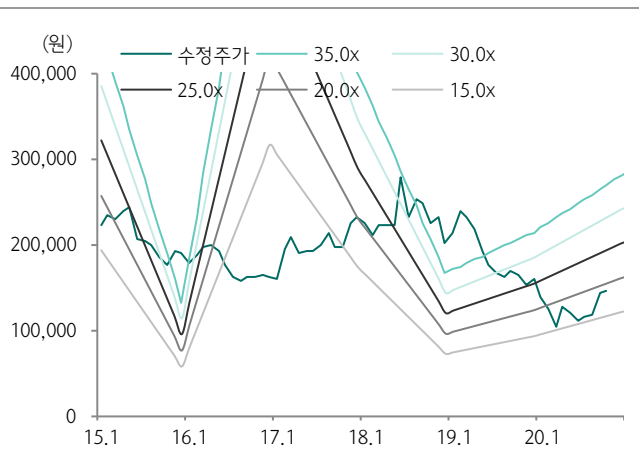
표 1. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
매출액	3,790	3,482	3,946	4,307	860	1,006	910	1,014	811	838	877	956
1. 미디어	1,678	1,639	1,814	1,978	380	426	427	445	341	406	437	455
2. 커머스	1,427	1,541	1,657	1,749	324	358	336	410	376	376	368	421
3. 영화	349	136	263	316	104	68	84	93	54	13	32	38
4. 음악	335	165	212	264	52	154	63	66	40	43	40	42
영업이익	269	246	313	358	79	87	60	43	40	73	65	68
OPM	7%	7%	8%	8%	9%	9%	7%	4%	5%	9%	7%	7%
1. 미디어	71	77	103	123	14	37	16	5	4	25	19	29
2. 커머스	149	169	183	194	42	36	29	42	38	50	43	38
3. 영화	44	(4)	21	32	19	10	16	(1)	(2)	(3)	1	0
4. 음악	6	4	6	11	5	5	(1)	(3)	(0)	2	1	1
당기순이익	59	149	195	229	49	66	31	(87)	30	39	44	35
NPM	2%	4%	5%	5%	6%	7%	3%	-9%	4%	5%	5%	4%

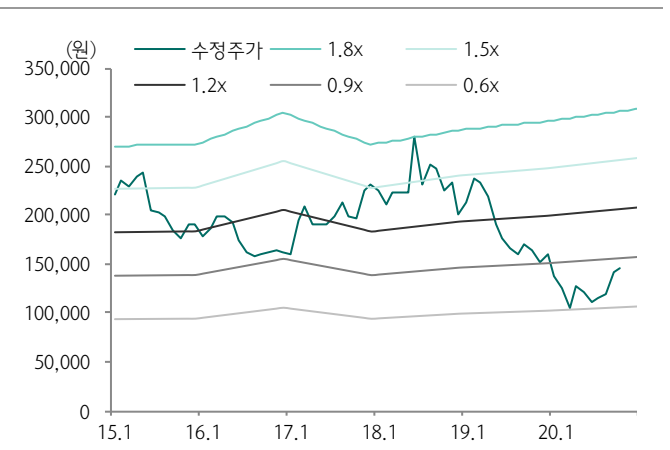
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 1. CJ ENM 12MF P/E 밴드차트



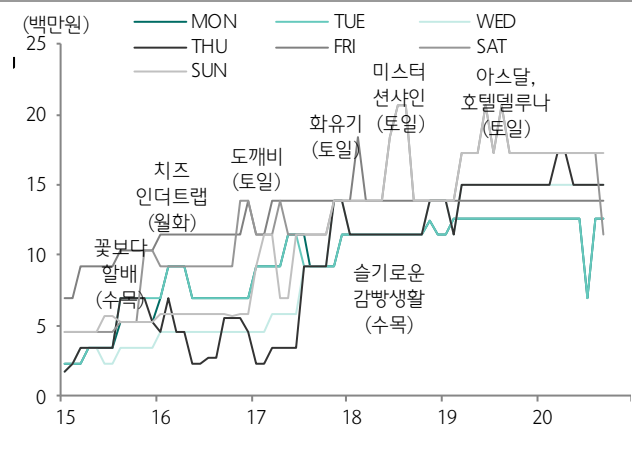
자료: 하나금융투자

그림 2. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트



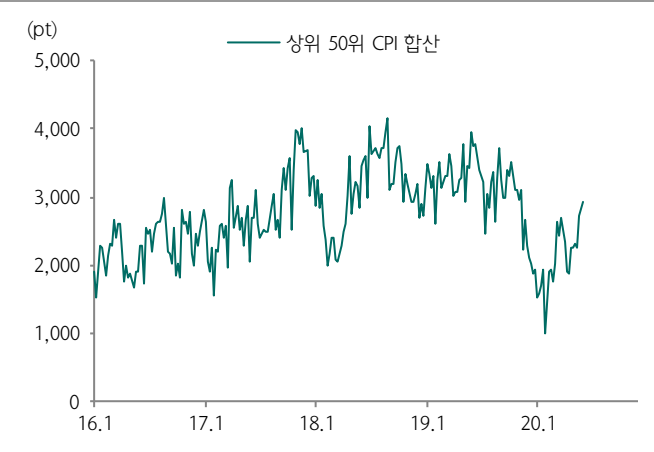
자료: 하나금융투자

그림 3. CJ ENM 요일별 최고 UAP 추이



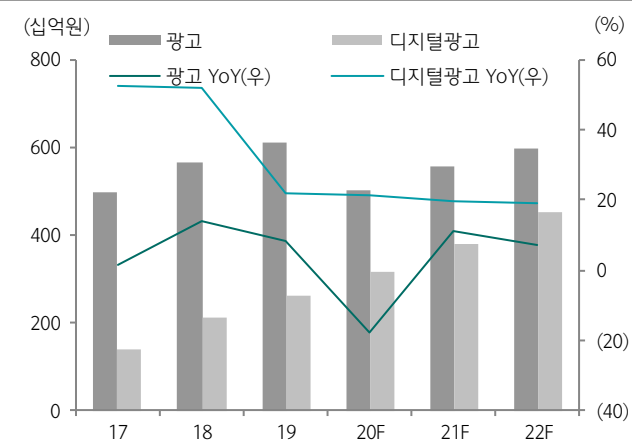
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 4. 상위 50위 CPI 합산 트렌드



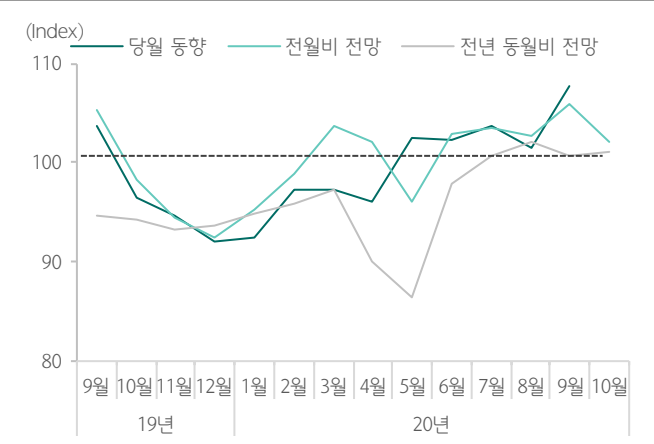
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 5. TV와 디지털 광고 성장률



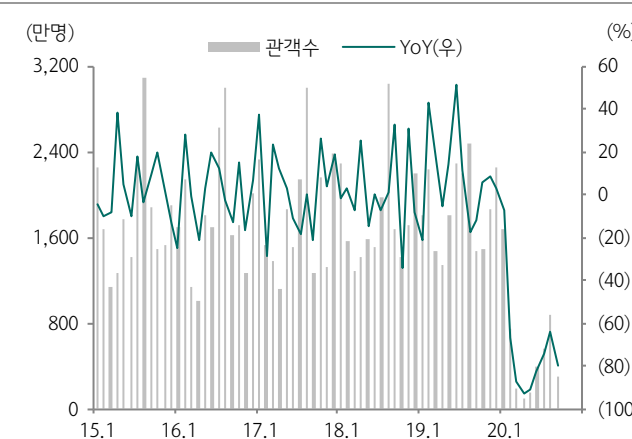
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 6. 케이블TV KAI 지수 트렌드



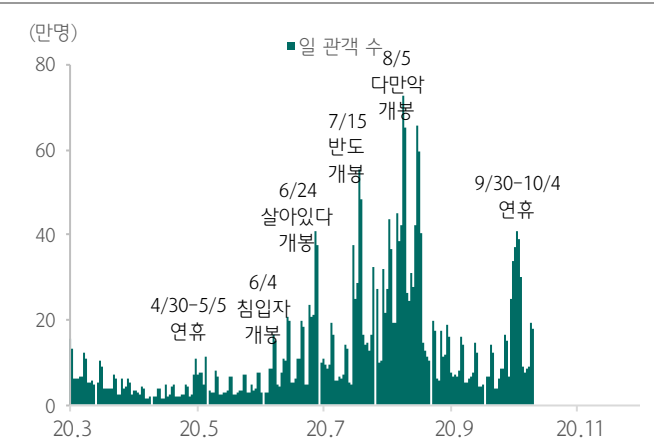
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 7. 극장 관객 수 추이 - 9월 299만명(YoY -80%)



자료: KOBIS, 하나금융투자

그림 8. 3월 이후 극장 일별 관객수 추이



자료: KOBIS, 하나금융투자

표 2. CJ ENM 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	한여리, 추자현	16
		3Q	청춘기록	박보검, 박소담	16
		4Q	산후조리원	엄지원, 박하선	8
		4Q	낮과 밤	남궁민, 설현	16
	수목	1Q	머니게임	고수, 이성민	16
		1Q	메모리스트	유승호, 이세영	16
		2Q	오 마이 베이비	장나라, 고준	16
		3Q	악의 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	미씽:그들이 있었다	고수, 안소희	12
		4Q	써치	장동윤, 정수정	10
		4Q	경이로운소문	조병규, 김세정	16
특별 편성	tvN 목	2Q	슬기로운 의사생활	조정석, 유연석, 전미도 등	12

자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>2,360.4</b>	<b>3,789.7</b>	<b>3,481.8</b>	<b>3,946.5</b>	<b>4,306.9</b>
매출원가	1,233.8	2,327.6	2,030.6	2,368.5	2,622.6
매출총이익	1,126.6	1,462.1	1,451.2	1,578.0	1,684.3
판매비	944.5	1,192.7	1,205.4	1,264.6	1,325.8
<b>영업이익</b>	<b>182.1</b>	<b>269.4</b>	<b>245.9</b>	<b>313.3</b>	<b>358.5</b>
금융손익	7.4	(10.4)	(19.4)	(11.4)	(3.4)
중속/관계기업손익	(2.3)	39.2	38.5	38.5	38.5
기타영업외손익	(23.3)	(108.6)	(68.5)	(76.2)	(84.7)
<b>세전이익</b>	<b>163.9</b>	<b>189.6</b>	<b>196.4</b>	<b>264.1</b>	<b>308.8</b>
법인세	21.0	85.3	47.1	68.7	80.3
계속사업이익	142.9	104.3	149.2	195.4	228.5
중단사업이익	41.3	(45.6)	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>184.2</b>	<b>58.6</b>	<b>149.2</b>	<b>195.4</b>	<b>228.5</b>
비배주주지분 순이익	21.6	(45.6)	14.9	19.5	22.9
<b>지배주주순이익</b>	<b>162.6</b>	<b>104.2</b>	<b>134.3</b>	<b>175.9</b>	<b>205.7</b>
지배주주지분포괄이익	113.2	122.8	240.3	314.7	368.0
NOPAT	158.8	148.2	186.9	231.8	265.3
EBITDA	708.4	1,028.3	694.3	579.3	516.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	4.44	60.55	(8.12)	13.35	9.13
NOPAT증가율	(9.10)	(6.68)	26.11	24.02	14.45
EBITDA증가율	51.01	45.16	(32.48)	(16.56)	(10.77)
영업이익증가율	(18.89)	47.94	(8.72)	27.41	14.43
영업이익(순이익)증가율	24.22	(35.92)	28.89	30.98	16.94
EPS증가율	(45.31)	(58.71)	28.84	30.96	16.93
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	47.73	38.58	41.68	39.98	39.11
EBITDA이익률	30.01	27.13	19.94	14.68	12.00
영업이익률	7.71	7.11	7.06	7.94	8.32
계속사업이익률	6.05	2.75	4.29	4.95	5.31

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	11,514	4,754	6,125	8,021	9,379
BPS	149,371	157,708	162,580	169,347	177,338
CFPS	56,294	49,967	29,442	23,783	20,700
EBITDAPS	50,152	46,892	31,662	26,418	23,572
SPS	167,103	172,821	158,775	179,964	196,402
DPS	1,200	1,400	1,400	1,550	1,550
<b>주가지표(배)</b>					
PER	17.54	33.57	23.76	18.14	15.51
PBR	1.35	1.01	0.89	0.86	0.82
PCFR	3.59	3.19	4.94	6.12	7.03
EV/EBITDA	9.14	4.04	3.89	4.23	4.34
PSR	1.21	0.92	0.92	0.81	0.74
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	8.58	3.65	4.48	5.62	6.25
ROA	3.40	1.71	2.54	3.31	3.64
ROIC	5.90	4.97	8.81	13.12	16.80
부채비율	97.19	72.43	57.59	59.60	59.90
순부채비율	40.41	14.25	(6.96)	(14.37)	(19.82)
이자보상배율(배)	12.27	9.09	16.71	26.99	30.73

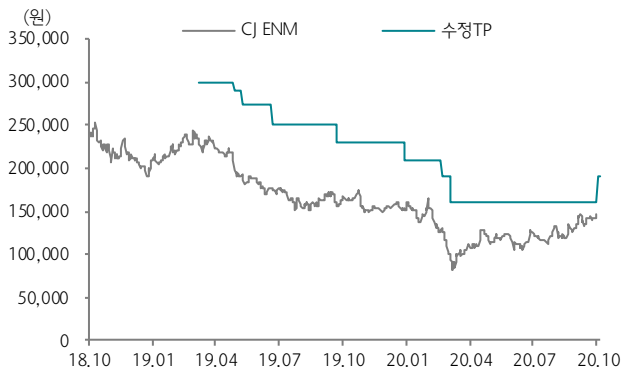
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>1,806.6</b>	<b>1,676.1</b>	<b>1,956.1</b>	<b>2,383.0</b>	<b>2,733.4</b>
금융자산	548.5	383.0	767.5	1,036.7	1,264.9
현금성자산	453.4	269.8	663.5	918.8	1,136.2
매출채권	880.6	835.4	767.5	869.9	949.4
재고자산	94.2	120.5	110.8	125.5	137.0
기타유동자산	283.3	337.2	310.3	350.9	382.1
<b>비유동자산</b>	<b>4,948.4</b>	<b>3,758.8</b>	<b>3,198.5</b>	<b>3,101.3</b>	<b>3,073.8</b>
투자자산	1,517.3	1,583.8	1,471.9	1,640.7	1,771.6
금융자산	276.4	251.2	247.6	253.0	257.2
유형자산	1,398.2	947.7	807.0	715.7	656.5
무형자산	<b>1,826.9</b>	<b>1,037.9</b>	<b>730.1</b>	<b>555.4</b>	<b>456.2</b>
기타비유동자산	<b>206.0</b>	<b>189.4</b>	<b>189.5</b>	<b>189.5</b>	<b>189.5</b>
<b>자산총계</b>	<b>6,754.9</b>	<b>5,434.9</b>	<b>5,154.7</b>	<b>5,484.3</b>	<b>5,807.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,021.8</b>	<b>1,660.6</b>	<b>1,281.0</b>	<b>1,415.6</b>	<b>1,520.0</b>
금융부채	893.7	452.5	160.1	163.1	165.5
매입채무	186.2	269.5	247.6	280.6	306.2
기타유동부채	941.9	938.6	873.3	971.9	1,048.3
<b>비유동부채</b>	<b>1,307.5</b>	<b>622.4</b>	<b>602.7</b>	<b>632.4</b>	<b>655.5</b>
금융부채	<b>1,039.1</b>	<b>379.6</b>	<b>379.6</b>	<b>379.6</b>	<b>379.6</b>
기타비유동부채	268.4	242.8	223.1	252.8	275.9
<b>부채총계</b>	<b>3,329.3</b>	<b>2,283.0</b>	<b>1,883.7</b>	<b>2,048.0</b>	<b>2,175.5</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,763.2</b>	<b>2,946.5</b>	<b>3,053.4</b>	<b>3,201.7</b>	<b>3,376.9</b>
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	1,252.4	1,400.8	1,576.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>662.4</b>	<b>205.4</b>	<b>217.6</b>	<b>234.5</b>	<b>254.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,425.6</b>	<b>3,151.9</b>	<b>3,271.0</b>	<b>3,436.2</b>	<b>3,631.6</b>
순금융부채	1,384.3	449.1	(227.8)	(494.0)	(719.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>586.7</b>	<b>743.4</b>	<b>595.2</b>	<b>465.1</b>	<b>389.8</b>
당기순이익	184.2	58.6	149.2	195.4	228.5
조정	55	94	45	27	16
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	(437.5)	(524.1)	(403.4)	(239.0)	(142.4)
영업활동 자산부채 변동	(148.8)	(257.8)	(2.4)	3.7	2.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(158.4)</b>	<b>(287.7)</b>	<b>118.4</b>	<b>(185.3)</b>	<b>(144.4)</b>
투자자산감소(증가)	(1,226.8)	(27.3)	109.2	(171.4)	(133.6)
자본증가(감소)	(225.8)	(277.9)	0.0	0.0	0.0
기타	1,294.2	17.5	9.2	(13.9)	(10.8)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(88.9)</b>	<b>(641.3)</b>	<b>(319.9)</b>	<b>(24.5)</b>	<b>(28.1)</b>
금융부채증가(감소)	1,246.7	(1,100.6)	(292.4)	3.0	2.3
자본증가(감소)	2,244.1	84.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3,558.9)	400.8	0.0	0.0	(0.0)
배당지급	(20.8)	(26.2)	(27.5)	(27.5)	(30.4)
<b>현금의 증감</b>	<b>339.1</b>	<b>(183.4)</b>	<b>393.6</b>	<b>255.3</b>	<b>217.4</b>
Unlevered CFO	795.2	1,095.7	645.6	521.5	453.9
Free Cash Flow	357.5	461.0	595.2	465.1	389.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ ENM



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.10.14	BUY	190,000		
20.3.16	BUY	160,000	-25.68%	-8.00%
20.3.4	BUY	190,000	-39.69%	-31.79%
20.1.10	BUY	210,000	-30.66%	-21.67%
19.10.4	BUY	230,000	-31.48%	-24.35%
19.7.3	BUY	250,000	-34.13%	-29.08%
19.5.21	BUY	275,000	-33.92%	-30.33%
19.5.10	BUY	290,000	-33.94%	-33.03%
19.3.19	BUY	300,000	-25.41%	-21.17%
19.3.15	담당자 변경		-	-
18.10.23	1년 경과		-	-
17.10.23	BUY	260,000	-11.63%	10.15%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	92.19%	7.81%	0.00%	100%

\* 기준일: 2020년 10월 11일

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 10월 14일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 10월 14일 현재 해당회사의 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.