

CJ ENM (035760)

미디어 수익성 개선 지속 전망



▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(유지): 170,000원

현재 주가(11/25)	136,900원
상승여력	▲24.2%
시가총액	30,021억원
발행주식수	21,929천주
52 주 최고가 / 최저가	164,500 / 81,500원
90 일 일평균 거래대금	222.24억원
외국인 지분율	20.8%

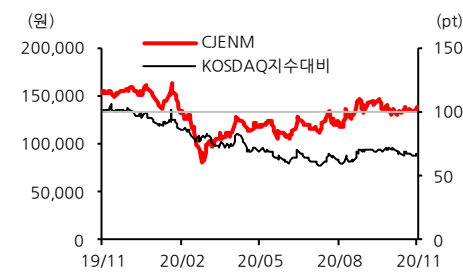
주주 구성	
CI (외 6인)	42.7%
자사주 (외 1인)	10.5%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.1	10.0	15.7	-10.8
상대수익률(KOSDAQ)	-7.1	6.6	-4.5	-44.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E
매출액	3,790	3,394	3,820
영업이익	269	265	296
EBITDA	1,028	785	864
지배주주순이익	104	145	167
EPS	4,754	6,603	7,619
순차입금	461	116	416
PER	33.6	20.7	18.0
PBR	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.9	4.0	4.0
배당수익률	0.9	1.0	1.0
ROE	3.7	4.7	5.1

주가 추이



동사의 4 분기 실적은 시장 기대치를 상회할 것으로 전망됩니다. 미디어와 음악 부문의 이익 턴어라운드 지속되고, 영화도 최악의 시기가 지나갔다고 판단합니다. 동사에 대해 비중 확대 의견을 제시합니다.

광고 업황 회복으로 가장 탄력적인 반응 기대

우리는 4분기에도 미디어 이익의 턴어라운드 추세가 이어질 것으로 전망한다. 여전히 TV광고 업황은 역성장이 불가피하지만, 동사의 사업 환경은 10월부터 급격히 회복되고 있는 것으로 파악된다. 광고주들은 ROI를 증대시킬 수 있는 매체쪽으로 선별적인 예산 집행이 늘어나고 있는데, tvN, Mnet, OCN 등 메인 채널에서 화제성과 시청률이 고르게 올라오고 있는 동사에 우호적인 환경이 조성되고 있는 것으로 추정된다. 또한, 3분기 제작비는 전년 대비 21% 감소했는데, 4분기에도 이러한 기조가 유지되며 수익성 회복이 지속될 것으로 판단한다. 한편, 조만간 티빙과 프리미엄 콘텐츠 부문에서 네이버와의 협업 전략이 구체화되면 디지털 사업의 추가적인 가치 상승이 반영될 것으로 전망한다.

4분기 실적은 시장 기대치 상회 전망

동사의 4분기 실적은 매출액 9466억 원, 영업이익 808억 원을 기록하며 컨센서스를 상회할 것으로 전망된다. 지난해 기저효과가 있기는 하지만 영업이익 성장률이 89%에 달하는 수준이다. 1) 미디어 영업이익은 320억 원으로 제작비 통제를 동반한 콘텐츠 경쟁력 확대 전략이 수익성 극대화으로 나타날 것으로 판단하고, 2) 성수기에 진입한 커머스 영업이익은 고마진 위주의 수익성 강화 기조가 유지되며 469억 원을 기록할 것으로 전망한다. 3) 음악 부문은 연말 온라인 콘서트와 신규 앨범 발매로 인해 전분기 대비 증의 추세를 이어갈 것으로 예상한다.

투자의견 BUY와 목표주가 17만 원 유지

동사에 대해 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 우리는 업황이 회복되는 구간에 동사가 가장 탄력적인 매출 성장을 나타낼 것이라는 기존 의견을 유지한다. 대면 관련 사업의 불확실성이 지속되고 있다는 점은 우려 요인이다. 하지만, 동사가 보유한 투자자산 가치가 2조 중반 수준이라는 점을 고려하면, 저평가 매력이 크다고 판단한다. 모든 사업 부분의 업황이 더 나빠질게 없는 구간으로, 실적과 투자심리 모두 턴어라운드 지속될 것으로 전망한다.

[표1] CJ ENM의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	860.2	1,005.5	909.9	1,014.1	810.8	837.5	798.6	946.6	3,309	3,790	3,394	3,820
미디어	380.0	426.4	426.9	445.1	340.8	406.3	370.6	433.9	1,568	1,678	1,552	1,791
커머스	324.1	357.6	335.8	409.9	375.9	376.2	344.3	416.7	1,294	1,427	1,513	1,617
영화	104.1	67.8	84.3	93.1	54.2	12.5	36.9	41.1	213	349	145	191
음악	52.1	153.8	62.9	66.0	39.8	42.5	46.9	54.9	233	335	184	221
영업이익	79.0	87.4	60.3	42.7	39.7	73.3	71.0	80.8	246	269	265	296
미디어	13.7	36.5	16.1	4.6	3.9	24.9	29.3	32.0	112	71	90	100
커머스	42.0	36.0	29.4	41.8	37.9	49.8	42.4	46.9	124	149	177	183
영화	18.8	10.0	15.8	-1.0	-2.0	-3.5	-4.1	-1.9	-0.9	44	-11.6	2.1
음악	4.6	4.9	-1.0	-2.9	-0.0	2.1	3.5	3.8	11.1	5.6	9.4	11.3
영업이익률(%)	9.2	8.7	6.6	4.2	4.9	8.8	8.9	8.5	7.4	7.1	7.8	7.8
성장률 (YoY%)												
매출액	10.5	27.2	16.5	5.7	-5.7	-16.7	-12.2	-6.7	12.4	14.5	-10.5	12.6
미디어	11.6	15.4	4.9	-1.3	-10.3	-4.7	-13.2	-2.5	21.1	7.1	-7.6	15.4
커머스	7.4	12.4	23.9	1.6	16.0	5.2	2.5	1.7	8.5	10.3	6.0	6.8
영화	30.2	88.2	87.4	78.2	-47.9	-81.6	-56.3	-55.8	-5.3	63.8	-58.6	32.3
음악	-7.3	131.2	8.1	25.6	-23.5	-72.4	-25.5	-16.8	1.2	43.4	-45.0	20.0
영업이익	4.1	37.3	7.0	-14.9	-49.7	-16.2	17.9	89.2	15	9	-1.7	11.9
미디어	-44.3	25.0	-56.7	-77.6	-71.6	-31.8	81.7	594.6	80	-36.4	26.9	11.4
커머스	1.4	5.4	61.6	36.7	-9.8	38.3	44.3	12.3	-18.0	20	18.6	3.2
영화	162.4	흑전	흑전	적유	-110.8	-135.0	-126.1	92.7	적유	흑전	적전	흑전
음악	70.7	17.2	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	-5.9	-49.7	68.4	20.0

자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,360	3,790	3,394	3,820
매출총이익	1,127	1,462	1,309	1,474
영업이익	182	269	265	296
EBITDA	708	1,028	785	864
순이자손익	-8	-18	-17	-16
외화관련손익	-1	9	0	0
지분법손익	37	22	22	22
세전계속사업손익	164	190	219	252
당기순이익	184	59	151	174
지배주주순이익	163	104	145	167
증가율(%)				
매출액	4.4	60.6	-10.5	12.6
영업이익	-18.9	48.0	-1.7	11.9
EBITDA	51.0	45.2	-23.6	10.0
순이익	28.4	-68.2	157.3	15.4
이익률(%)				
매출총이익률	47.7	38.6	38.6	38.6
영업이익률	7.7	7.1	7.8	7.8
EBITDA 이익률	30.0	27.1	23.1	22.6
세전이익률	6.9	5.0	6.4	6.6
순이익률	7.8	1.5	4.4	4.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	587	743	989	643
당기순이익	184	59	151	174
자산상각비	526	759	520	567
운전자본증감	-149	-258	230	-38
매출채권 감소(증가)	-100	-130	334	-68
재고자산 감소(증가)	-9	-41	24	-12
매입채무 증가(감소)	-7	102	-215	43
투자현금흐름	-158	-288	-601	-912
유형자산처분(취득)	-226	-278	-253	-285
무형자산 감소(증가)	-296	-595	-539	-485
투자자산 감소(증가)	248	-6	15	0
재무현금흐름	-89	-641	-27	-31
차입금의 증가(감소)	182	-680	0	0
자본의 증가(감소)	-21	-26	-27	-31
배당금의 지급	-21	-26	-27	-31
총현금흐름	795	1,096	759	681
(-)운전자본증감(감소)	227	-42	-183	38
(-)설비투자	229	282	253	285
(+)자산매각	-293	-590	-539	-485
Free Cash Flow	46	265	150	-126
(-)기타투자	-194	-291	-222	143
잉여현금	240	556	372	-269
NOPLAT	159	148	183	204
(+) Dep	526	759	520	567
(-)운전자본투자	227	-42	-183	38
(-)Capex	229	282	253	285
OpFCF	229	667	634	450

주1. 2019부터 CJ HELLO 제외 PRO-FORMA 기준

주2. IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,807	1,676	1,576	1,356
현금성자산	540	371	716	416
매출채권	940	879	545	613
재고자산	94	121	96	108
비유동자산	4,948	3,759	3,844	4,246
투자자산	1,917	1,773	1,588	1,787
유형자산	1,398	948	979	1,030
무형자산	1,827	1,038	1,278	1,428
자산총계	6,755	5,435	5,420	5,602
유동부채	2,022	1,661	1,399	1,442
매입채무	536	557	342	385
유동성이자부채	894	453	453	453
비유동부채	1,308	622	625	627
비유동이자부채	1,039	380	380	380
부채총계	3,329	2,283	2,024	2,069
자본금	111	111	111	111
자본잉여금	2,245	2,330	2,330	2,330
이익잉여금	1,070	1,146	1,263	1,399
자본조정	-662	-639	-512	-512
자기주식	-512	-512	-512	-512
자본총계	3,426	3,152	3,397	3,533

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E
주당지표				
EPS	12,183	4,754	6,603	7,619
BPS	126,022	134,364	145,519	151,738
DPS	1,200	1,400	1,400	1,400
CFPS	59,568	49,968	34,594	31,035
ROA(%)	3.4	1.7	2.7	3.0
ROE(%)	8.6	3.7	4.7	5.1
ROIC(%)	6.1	5.3	8.4	8.8
Multiples(x, %)				
PER	16.6	33.6	20.7	18.0
PBR	1.6	1.2	0.9	0.9
PSR	1.1	0.9	0.9	0.8
PCR	3.4	3.2	4.0	4.4
EV/EBITDA	8.2	3.9	4.0	4.0
배당수익률	0.6	0.9	1.0	1.0
안정성(%)				
부채비율	97.2	72.4	59.6	58.6
Net debt/Equity	40.7	14.6	3.4	11.8
Net debt/EBITDA	196.6	44.8	14.8	48.2
유동비율	89.4	100.9	112.7	94.1
이자보상배율(배)	12.3	9.1	9.8	11.0
자산구조(%)				
투하자본	58.3	50.0	48.8	52.9
현금+투자자산	41.7	50.0	51.2	47.1
자본구조(%)				
차입금	36.1	20.9	19.7	19.1
자기자본	63.9	79.1	80.3	80.9

[Compliance Notice]

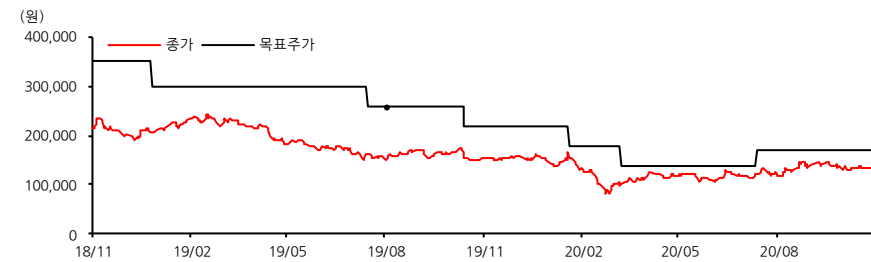
(공표일: 2020년 11월 26일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[CJ ENM의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2018.12.03	2019.01.21	2019.02.15	2019.02.27	2019.05.03
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		350,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2019.05.10	2019.05.17	2019.07.03	2019.08.09	2019.11.08	2019.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	260,000	220,000	220,000
일 시	2020.01.13	2020.02.14	2020.04.02	2020.05.08	2020.07.07	2020.08.07
투자의견	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	180,000	140,000	140,000	140,000	170,000
일 시	2020.08.19	2020.11.06	2020.11.11	2020.11.26		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	170,000	170,000	170,000	170,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.01.21	Buy	300,000	-32.40	-18.73
2019.08.08	Buy	260,000	-37.32	-33.08
2019.11.08	Buy	220,000	-30.74	-25.23
2020.02.14	Hold	180,000	-35.32	-14.72
2020.04.02	Buy	140,000	-17.29	-8.36
2020.08.07	Buy	170,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%