CJ ENM(035760.KQ)



미디어/엔터 한상웅
Tel. 02)368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)		
Above	In-line	Below
		O

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	270,000원
현재주가(02/14)	216,400원

Key Data	(기준일: 2019.02.14)
KOSPI(pt)	2,226
KOSDAQ(pt)	742
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	4,745
52주 최고/최저(원)	294,900 / 187,400
52주 일간 Beta	0.82
발행주식수(천주)	21,926
평균거래량(3M,천주)	70
평균거래대금(3M,백만원)	14,878
배당수익률(19F, %)	1.1
외국인 지분율(%)	19.2
주요주주 지분율(%)	
CJ외 5인	42.7
국민연금	5.0
자사주	10.5

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.3	4.7	-14.8	6.6
KOSPI 대비상대수익률	-6.4	-5.8	-12.2	19.1

전 사업 부문의 고른 성장 속 CJ헬로 매각추진은 덤

■ **미운게 없는 사업부문들, 팔방미인으로 거듭나는 중**

CJ ENM의 4분기 매출액과 영업이익은 각각 1.2조원(+9.9% yoy), 694억원(+14.6% yoy)으로 시장 기대치(영업이익 832억원)을 하회하는 실적을 기록했다. 영업이익이 시장기대치를 하회한 것은 자회사 스튜디오드래곤이 콘텐츠 관련 무형자산의 추가상각(110억원)에 따라 미디어 사업부문의 영업이익이 감소했기 때문이다. **미디어 사업부문의 일회성 비용을 제외한 기준으로는 시장 기대치에 부합하는 실적**이다.

고른 성장이 이어진 사업부문별 실적을 살펴보면,

1) 커머스(홈쇼핑): 계절적 성수기로 매출액 4,024억원(+21.4% yoy, 이하 yoy 생략), 영업이익 302억원(-23.3%)을 기록했다. 다소 부진한 영업이익은 홈쇼핑 채널 이동에 따른 송출수수료 인상 및 해외 자회사 관련 손실이 반영됐기 때문이다. 2) 미디어: 영업이익 205억원(+138.5%). TV광고(+12.1%), 디지털광고(+51.8%), 콘텐츠 해외 수출(+70.9%)의 증가로 자회사의 일회성 이슈에도 성장세를 기록했다.

3) 음악/영화: 음악부문의 영업이익은 9억원(+51.6%), CJ디지털 뮤직 연결 제외 및 대표 아티스트 '워너원'의 콘서트 개최 시점 변경에도 불구하고 성장세를 이어나갔다. 영화부문의 영업손실은 19억원으로 전년동기(-58억원)대비 손실 폭을 축소했다.

■ **CJ헬로 매각을 통해 확보한 투자재원, 재무구조 개선 및 콘텐츠 경쟁력 강화에 활용할 계획**

동사는 자회사 CJ헬로(지분율 53.92%)의 지분 중 3.9%를 제외 한 전체 CJ헬로 상장주식수의 50%+1주를 LG유플러스에 8,000억원에 매각할 예정이다. 공정거래위원회 등의 심사가 남아있으나, 2016년과 달리 정부의 기조가 달라졌다는 점에서 승인 될 가능성이 높다는 판단이다. 특히 **동사는 지분 매각을 통해 확보한 투자재원을 통해 합병에 따라 급증한 단기차입금 일부의 상환과 IP투자확대 등 콘텐츠 경쟁력 강화에 집중할 계획이라는 점에서 동사의 기업가치 평가에 긍정적**인 요소로 작용할 것으로 전망한다.

■ **목표주가 270,000원으로 하향 조정, 투자의견 BUY는 유지**

CJ ENM에 대한 목표주가를 기존 320,000원에서 15.6% 하향한 270,000원으로 수정제시한다. 목표주가 하향은 스튜디오드래곤의 가치를 기존에는 영업가치로 반영했으나, 지분 매각 가능성에 따라 비영업가치인 보유지분가치로 반영 방식을 변경했기 때문이다. 다만 CJ헬로 매각에 따른 단기차입금 상환을 통한 재무구조 개선, 핵심 사업가치 확대를 위한 인수합병, 전략적 제휴 등이 가능할 것으로 예상된다는 점에서 투자의견은 유지한다.

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	4Q18P					1Q19F			2017	2018P		2019F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	1,198	1,151	4.1	1,138	5.3	1,152	-3.8	1.1	3,973	4,375	10.1	4,794	9.6
영업이익	69	82	-15.0	83	-15.7	104	49.3	1.2	288	315	9.5	394	25.1
세전이익	27	84	-67.3	82	-66.6	108	295.5	0.9	777	362	-53.4	448	23.9
순이익	40	62	-36.7	61	-35.6	84	113.0	0.9	565	280	-50.5	353	26.4
영업이익률	5.8	7.1	-1.3	7.2	-1.4	9.0	3.2	0.8	7.2	7.2	0.0	8.2	1.0
순이익률	3.3	5.4	-2.1	5.4	-2.1	7.3	4.0	3.4	14.2	6.4	-7.8	7.4	1.0
EPS(원)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,617	-48.5	15,309	21.3
BPS(원)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	128,011	-9.9	121,504	-5.1
ROE(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.3	-9.9	12.3	2.9
PER(X)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17.2	-	14.1	-
PBR(X)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.7	-	1.8	-

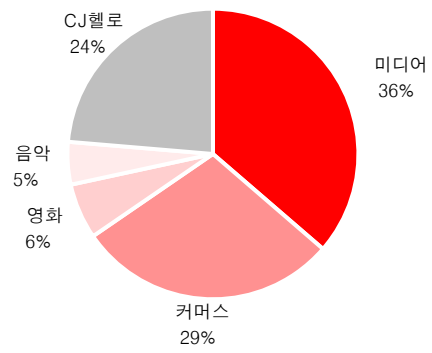
자료: 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

도표 1 CJ ENM 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017A	2018P	2019F
매출액	**1,031.7**	**1,049.0**	**1,096.3**	**1,198.2**	**1,152.4**	**1,140.8**	**1,183.5**	**1,317.6**	**3,973.4**	**4,375.3**	**4,794.3**
YoY	*10.6%*	*7.3%*	*12.7%*	*9.9%*	*11.7%*	*8.7%*	*8.0%*	*10.0%*	-	*10.1%*	*9.6%*
미디어	332.5	361.9	406.8	451.2	377.7	410.9	461.5	492.3	1,261.9	1,552.4	1,742.3
커머스	290.9	307.5	295.0	402.4	331.9	334.2	317.2	410.6	1,193.3	1,295.7	1,394.0
영화	80.0	36.0	45.0	52.3	115.1	49.2	57.0	75.3	225.2	213.2	296.6
음악	56.2	66.5	58.2	52.6	50.7	61.2	62.9	52.3	230.7	233.5	227.0
CJ헬로	272.1	277.2	291.4	239.9	277.0	285.3	284.9	287.0	1,062.3	1,080.6	1,134.2
매출원가	625.6	639.0	690.7	725.9	710.8	694.5	739.6	828.1	2,261.3	2,681.2	2,973.0
매출원가율	60.6%	60.9%	63.0%	60.6%	61.7%	60.9%	62.5%	62.9%	56.9%	61.3%	62.0%
매출총이익	406.1	410.0	405.6	472.3	441.6	446.3	443.9	489.5	1,712.1	1,694.1	1,821.3
판관비	316.2	330.8	329.1	402.9	338.0	351.2	352.2	385.8	1,424.4	1,379.1	1,427.2
판관비율	30.6%	31.5%	30.0%	33.6%	29.3%	30.8%	29.8%	29.3%	35.8%	31.5%	29.8%
영업이익	**89.9**	**79.2**	**76.5**	**69.4**	**103.6**	**95.1**	**91.7**	**103.7**	**287.6**	**315.0**	**394.0**
YoY	*17.0%*	*(10.4%)*	*23.6%*	*14.6%*	*15.2%*	*20.1%*	*19.8%*	*49.5%*	-	*9.5%*	*25.1%*
미디어	24.6	29.2	37.2	20.5	36.4	41.1	40.1	40.7	61.8	111.5	158.3
커머스	42.3	33.9	17.8	30.2	32.1	31.9	30.7	43.5	151.6	124.4	138.2
영화	7.2	(3.9)	(2.3)	(1.9)	15.0	0.8	(1.3)	(0.8)	(10.4)	(0.9)	13.6
음악	2.7	4.2	3.3	0.9	2.6	3.6	4.4	2.1	11.8	11.1	12.7
CJ헬로	13.1	15.7	20.5	19.6	17.4	17.7	17.9	18.1	72.9	68.9	71.2
OPM	8.7%	7.5%	7.0%	5.8%	9.0%	8.3%	7.7%	7.9%	7.2%	7.2%	8.2%
미디어	7.4%	8.1%	9.1%	4.5%	9.1%	9.2%	9.5%	9.0%	4.8%	7.4%	9.2%
커머스	14.6%	11.0%	6.0%	7.5%	9.7%	9.5%	9.7%	10.6%	12.7%	9.6%	9.9%
영화	9.0%	-10.7%	-5.2%	-3.6%	20.0%	2.9%	-3.4%	-1.7%	-5.3%	-0.5%	7.2%
음악	4.8%	6.3%	5.6%	1.8%	5.2%	5.8%	6.9%	4.1%	5.1%	4.7%	5.6%
CJ헬로	4.8%	5.7%	7.1%	8.2%	6.3%	6.2%	6.3%	6.3%	6.9%	6.4%	6.3%
영업외순익	30.2	18.6	(4.0)	(42.0)	4.5	8.3	14.6	3.0	489.0	2.9	30.4
세전이익	120.2	97.8	72.6	27.3	108.1	103.3	106.3	106.7	776.6	317.9	424.5
법인세비용	23.8	19.0	18.3	(12.2)	23.8	22.7	23.4	23.5	211.2	48.9	93.4
당기순이익	**96.4**	**78.8**	**54.2**	**39.6**	**84.3**	**80.6**	**82.9**	**83.2**	**565.4**	**269.0**	**331.1**

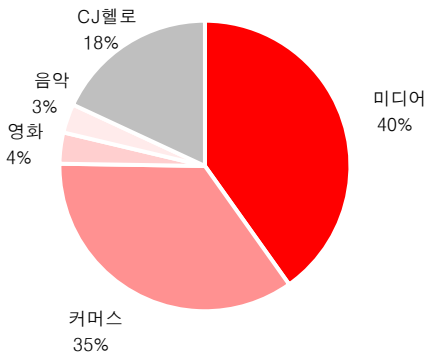
자료: 유진투자증권

도표 2 사업부문별 매출 비중 전망 (2019년 기준)



자료: 유진투자증권

도표 3 사업부문별 영업이익 비중 전망 (2019년 기준)



자료: 유진투자증권

도표 4 목표주가 산정 식

구분	산정가치 (십억원)	세부사항
영업가치 (A)	**2,520**	(A)=①+②+③+④
미디어사업 가치 ①	960	스튜디오드래곤 제외한 2019년 NOPLAT 54.5(십억원), 17.6배 적용, 디지털 광고 감안해 국내 광고 평균에 10% 할증
커머스사업 가치 ②	1,186	2019년 NOPLAT 107.8(십억원), 11.0배 적용, 시장점유율 감안해 홈쇼핑 평균에 10% 할증
영화사업 가치 ③	202	영화 사업을 영위하는 쇼박스 가치 적용
음악사업 가치 ④	172	2019년 NOPLAT 9.9(십억원), 17.4배 적용, 지니뮤직의 2019년 기준 PER
지분가치(B)	**3,379**	(B)=(a)+(b)+(c)
CJ헬로 (지분율 54%)	0	LG유플러스에 지분 매각 예정으로, 매각 대금을 순차입금에 반영
스튜디오드래곤 (지분율 71%) (a)	1,703	전일 시가총액 10% 할인(지분 매각 가능성을 감안)
넷마블 (지분율 22%) (b)	1,626	전일 시가총액 30% 할인
삼성생명 (지분율 0.5%) (c)	50	전일 시가총액 30% 할인
순차입금(C)	**43.5**	**(C)=2018년 연말기준 순차입금(CJ헬로 순차입금 제외) – CJ헬로 지분매각 수익(8,000억원)**
기업가치(D)=(A)+(B)-(C)	**5,856**	
주당가치 (원)	267,870	
목표주가 (원)	**270,000**	
상승여력 (%)	24.8%	
현재주가 (원)	216,400	

자료: 유진투자증권
주: 지분가치는 전일(2019.02.14) 종가 기준의 시가총액 적용

CJ ENM(035760.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**5,535**	**6,556**	**6,755**	**6,714**	**7,119**
유동자산	1,673	1,939	1,807	1,732	2,085
현금성자산	184	239	341	199	463
매출채권	817	834	881	906	974
재고자산	232	242	236	278	299
비유동자산	3,862	4,617	4,948	4,982	5,034
투자자산	1,114	1,754	1,723	1,888	2,030
유형자산	1,090	1,129	1,398	1,240	1,121
기타	1,657	1,734	1,827	1,854	1,884
부채총계	**2,557**	**2,823**	**3,330**	**3,431**	**3,530**
유동부채	1,943	1,550	2,022	2,121	2,218
매입채무	532	558	536	630	678
유동성이자부채	425	217	693	698	748
기타	986	776	793	793	793
비유동부채	614	1,273	1,308	1,310	1,312
비유동이자부채	515	1,020	1,115	1,115	1,115
기타	99	253	193	195	197
자본총계	**2,978**	**3,733**	**3,426**	**3,283**	**3,590**
지배지분	2,464	3,114	2,807	2,664	2,971
자본금	225	225	225	225	225
자본잉여금	1,071	1,071	1,071	1,071	1,071
이익잉여금	1,231	1,760	1,070	1,379	1,686
기타	(63)	59	441	(11)	(11)
비지배지분	515	619	619	619	619
자본총계	**2,978**	**3,733**	**3,426**	**3,283**	**3,590**
총차입금	1,265	1,371	1,808	1,813	1,863
순차입금	846	818	1,467	1,614	1,400

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**3,707**	**3,973**	**4,375**	**4,794**	**5,154**
증가율(%)	-	7.2	10.1	9.6	7.5
매출원가	2,149	2,261	2,681	2,973	3,246
매출총이익	**1,558**	**1,712**	**1,694**	**1,821**	**1,908**
판매 및 일반관리비	1,351	1,424	1,379	1,427	1,468
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	**207**	**288**	**315**	**394**	**440**
증가율(%)	-	39.1	9.5	25.1	11.7
EBITDA	**493**	**621**	617	754	772
증가율(%)	-	26.0	(0.8)	22.3	2.4
영업외손익	**(77)**	**489**	**47**	**54**	**44**
이자수익	32	25	61	45	45
이자비용	64	59	65	57	53
지분법손익	70	583	67	113	102
기타영업손익	(115)	(61)	(16)	(47)	(49)
세전순이익	**130**	**777**	**362**	**448**	**484**
증가율(%)	-	499.0	(53.4)	23.9	7.9
법인세비용	36	211	82	95	105
당기순이익	**93**	**565**	**280**	**353**	**379**
증가율(%)	-	505.1	(50.5)	26.4	7.1
지배주주지분	89	565	277	336	360
증가율(%)	-	505.1	(48.5)	21.3	7.1
비지배지분	5	1	3	18	19
EPS(원)	**-**	**24,497**	**12,617**	**15,309**	**16,401**
증가율(%)	-	-	(48.5)	21.3	7.1
수정EPS(원)	-	24,497	12,617	15,309	16,401
증가율(%)	-	-	(48.5)	21.3	7.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업현금	**246**	**491**	**783**	**717**	**510**
당기순이익	93	565	280	353	379
자산상각비	287	334	302	360	332
기타비현금성손익	(393)	109	(96)	(323)	(158)
운전자본증감	259	(518)	298	327	(42)
매출채권감소(증가)	(28)	(18)	(46)	(26)	(68)
재고자산감소(증가)	(18)	(132)	(200)	258	(21)
매입채무증가(감소)	32	26	(21)	94	47
기타	273	(394)	566	0	0
투자현금	**(371)**	**(419)**	**(891)**	**(838)**	**(243)**
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	(5)	4	(679)	(610)	(0)
설비투자	(323)	(347)	(131)	(144)	(155)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(44)	(76)	(80)	(84)	(88)
재무현금	**(16)**	**(18)**	**184**	**(21)**	**(3)**
차입금증가	0	0	250	5	50
자본증가	(16)	(18)	(66)	(26)	(53)
배당금지급	15	12	66	26	53
현금 증감	**(141)**	**54**	**77**	**(142)**	**264**
기초현금	326	184	239	316	174
기말현금	184	239	316	174	438
Gross Cash flow	(13)	1,009	485	390	552
Gross Investment	113	936	592	511	285
Free Cash Flow	**(125)**	**72**	**(107)**	**(121)**	**267**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	-	24,497	12,617	15,309	16,401
BPS	-	142,020	128,011	121,504	135,486
DPS	-	3,000	1,200	2,420	2,590
밸류에이션(배,%)					
PER	-	11.0	17.3	14.3	13.3
PBR	-	1.4	1.7	1.8	1.6
EV/ EBITDA	-	9.8	10.1	8.5	8.0
배당수익율	0.2	1.2	0.5	1.1	1.2
PCR	n/a	5.2	9.9	12.3	8.7
수익성(%)					
영업이익율	5.6	7.2	7.2	8.2	8.5
EBITDA이익율	13.3	15.6	14.1	15.7	15.0
순이익율	2.5	14.2	6.4	7.4	7.3
ROE	5.3	13.5	9.3	12.3	12.8
ROIC	6.3	6.5	6.8	9.0	10.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	28.4	21.9	42.8	49.2	39.0
유동비율	86.1	125.1	89.4	67.5	80.5
이자보상배율	3.2	4.9	4.8	6.9	8.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8
매출채권회전율	4.6	4.8	5.1	5.4	5.5
재고자산회전율	17.7	16.8	11.2	11.8	17.9
매입채무회전율	7.2	7.3	8.0	8.2	7.9

자료: 유진투자증권
주: Pro-Forma 기준으로 작성됨

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2018-10-15	BUY	320,000	1년	-26.7	-21.2
2018-11-08	BUY	320,000	1년	-33.5	-26.9
2019-02-15	BUY	270,000	1년		

CJ ENM(035760.KQ) 주가 및 목표주가 추이

