CJ ENM
(035760.KQ)

4Q19 Review:
답답한 미디어 부문의 이익 변동성

Tech Media Telecom
T·M·T

2020. 02. 14



5G/Telecom/Contents 한상웅
02)368-6139
sangwoung@eugenefn.com



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

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	200,000원
현재주가(2/13)	164,500원

Key Data	(기준일: 2020.2.13)
KOSPI(pt)	2,233
KOSDAQ(pt)	688
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	3,607
52 주 최고/최저(원)	247,600 / 134,500
52 주 일간 Beta	0.78
발행주식수(천주)	21,929
평균거래량(3M,천주)	106
평균거래대금(3M,백만원)	16,379
배당수익률(20F, %)	0.9
외국인 지분율(%)	19.1
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5 인	42.7
국민연금공단	6.0

Company Performance				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.8	9.1	4.6	-25.2
KOSPI 대비상대수익률	1.6	5.2	-11.8	-18.1

▪ 4Q19 Review: CJ 헬로 제외해도 시장 컨센서스 하회

CJ ENM 의 4 분기 매출액과 영업이익은 각각 1.01 조원(+5.7% yoy, 이하 CJ 헬로 제외 기준), 4,269 억원(-14.9% yoy)으로 CJ 헬로(現 LG 헬로비전) 실적을 제외하더라도 시장 컨센서스를 큰 폭으로 하회하는 실적을 기록했다. 사업부문별 영업이익은 미디어 46 억원(-78% yoy), 커머스 418 억원(+37% yoy), 영화 -10 억원(적자전환 yoy), 음악 -28 억원(적자전환 yoy)다. 미디어 부문의 부진이 실적 하회의 원인이다. **미디어 부문의 부진은 1) 방송광고시장 침체에 따른 TV 광고 매출 감소(-2.4% yoy), 디지털 광고의 매출 성장 둔화(+0.7% yoy), 2) 고마진의 콘텐츠 판매 감소(-9.6% yoy), 3) 연결 자회사 스튜디오드래곤의 적자 전환(-40 억원)했기 때문**이다.

당기순손실은 무형자산(드라마, 영업권, 보유지분 등)에 대한 손상차손 반영에 따른 영업외손실과 CJ 헬로 매각관련 손실(매각 차익 외 CJ 헬로의 4 분기 대규모 당기순손실, 매각 수익에 대한 법인세, 영업권 상각 등의 비용 발생) 때문이다.

▪ 광고시장 둔화에 따른 2020 년 미디어 이익 성장의 불확실성으로 목표주가 하향

2020 년 동사의 매출액과 영업이익을 각각 3.83 조원(+1% yoy), 2,945 억원(+9% yoy)으로 전망한다. 영업이익 개선의 핵심은 미디어 부문의 성장이다. 당사에서는 동사의 2020 년 콘텐츠 제작비 규모를 2019 년과 유사한 수준으로 추정하며, 자체 드라마('슬기로운 의사생활' 등)와 교양 프로그램 편성을 통한 내실화로 영업이익 개선을 전망한다. **목표주가 산정 기준을 2020 년으로 변경하고, 미디어 부문의 이익 하향 조정으로 목표주가를 기존 대비 17% 하향한 200,000 원으로 수정 제시**한다. 이번 실적으로 단기적인 주가 조정은 불가피할 전망이나, 보유지분 가치와 사업가치를 감안한 주가 상승 여력이 존재해 투자의견 BUY 는 유지한다.

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	4Q19P					1Q20E			2018	2019P		2020E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	1,014	1,258	-19.4	1,224	-17.2	909	-10.4	5.7	4,375	4,532	3.6	3,826	-15.6
영업이익	43	79	-45.6	67	-35.8	66	53.5	-16.5	315	296	-6.1	295	-0.4
세전이익	-32	79	적전	74	적전	69	흑전	-19.8	318	200	-37.1	271	35.6
순이익	-86	39	적전	64	적전	51	흑전	4.1	269	104	-61.4	201	93.2
영업이익률	4.2	6.3	-2.0	5.5	-1.2	7.3	3.0	-1.9	7.2	6.5	-0.7	7.7	1.2
순이익률	-8.5	3.1	-11.6	5.2	-13.7	5.6	14.1	-0.1	6.1	2.3	-3.9	5.2	3.0
EPS(원)	-	-	-	-	-	-	-	-	12,136	4,739	-60.9	8,697	83.5
BPS(원)	-	-	-	-	-	-	-	-	128,011	110,935	-13.3	118,233	6.6
ROE(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	9.0	4.0	-5.0	7.6	3.6
PER(X)	-	-	-	-	-	-	-	-	13.8	34.7	-	18.9	-
PBR(X)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.3	1.5	-	1.4	-

자료: CJ ENM, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준, 4Q19의 당사 예상치 및 시장 컨센서스, 2018년, 2019년 실적은 CJ헬로 포함 기준

도표 1 CJ ENM 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018A	2019P	2020F
매출액	**860**	**1,006**	**910**	**1,014**	**909**	**959**	**944**	**1,015**	**3,295**	**3,790**	**3,826**
YoY	*13.3%*	*30.3%*	*13.0%*	*5.8%*	*5.6%*	*(4.7%)*	*3.8%*	*0.1%*	*13.2%*	*15.0%*	*1.0%*
미디어	380	426	427	445	400	460	446	465	1,552	1,678	1,771
커머스	324	358	336	410	352	361	354	407	1,296	1,427	1,474
영화	104	68	84	93	88	60	76	72	213	349	296
음악	52	154	63	66	69	78	67	71	233	335	285
판관비	330	364	346	329	295	317	311	361	1,379	1,369	1,284
판관비율	29.9%	28.9%	30.0%	32.4%	32.5%	33.1%	32.9%	35.6%	31.5%	30.2%	33.6%
영업이익	**79**	**87**	**60**	**43**	**66**	**84**	**68**	**77**	**246**	**269**	**295**
YoY	*2.9%*	*37.8%*	*7.6%*	*(14.3%)*	*(17.1%)*	*(3.9%)*	*13.4%*	*79.5%*	*14.6%*	*9.5%*	*9.3%*
미디어	14	37	16	5	16	34	28	27	112	71	106
커머스	42	36	29.4	42	46	41	35	46	124	149	168
영화	19	10	16	(1)	2	4	(1)	(0)	(1)	44	5
음악	5	5	(1)	(3)	2	5	6	4	11	6	16
OPM	8.3%	7.7%	5.6%	4.2%	7.2%	8.8%	7.2%	7.5%	7.2%	6.5%	7.7%
미디어	3.6%	8.6%	3.8%	1.0%	3.8%	7.4%	6.1%	5.1%	7.1%	4.2%	5.6%
커머스	13.0%	10.1%	8.8%	10.2%	13.1%	11.3%	9.9%	11.3%	9.6%	10.5%	11.4%
영화	18.0%	14.8%	18.8%	-1.0%	4.0%	10.5%	-1.6%	-0.5%	-0.5%	12.5%	2.7%
음악	8.8%	3.2%	-1.7%	-4.2%	2.3%	6.2%	8.7%	5.0%	4.7%	1.7%	5.6%
영업외순익	(6)	(2)	(13)	(75)	3	6	(3)	(29)	3	(96)	(23)
세전이익	86	95	51	(32)	69	90	65	47	318	200	271
당기순이익	**49**	**66**	**31**	**(86)**	**51**	**66**	**48**	**35**	**269**	**60**	**201**

자료: 유진투자증권
주: CJ 헬로 매각에 따른 중단사업손실 반영에 따라 비교 편의성을 위해 4Q19 이전 기간에 걸쳐 CJ 헬로 관련 매출액과 영업이익을 단순 제외함

도표 2 2020 년 CJ ENM 실적 변경

(십억원)	수정후	수정전	변경률
매출액	3,826	4,068	-6.0%
영업이익	295	315	-6.4%
% of sales			
영업이익	7.7%	5.9%	
순이익	9.2%	0.3%	

자료: 유진투자증권
주: 수정전 매출액과 영업이익에는 CJ 헬로 제외 기준임

도표 3 목표주가 산정 식

구분	산정가치 (십억원)	세부사항
영업가치 (A)	**2,163**	(A)=①+②+③+④
미디어사업 가치 ①	610	스튜디오드래곤 제외한 2020년 NOPLAT 35.3(십억원), 17.3배 적용, 디지털 광고 감안해 국내 광고 평균 10% 할증
커머스사업 가치 ②	980	2020년 NOPLAT 134.3(십억원), 7.3배 적용, 2020년 기준 홈쇼핑 평균 PER
영화사업 가치 ③	253	영화 사업을 영위하는 쇼박스 가치 적용
음악사업 가치 ④	320	2020년 NOPLAT 12.7(십억원), 25.2배 적용, 국내 엔터3사의 평균 PER
지분가치(B)	**2,556**	(B)=(a)+(b)+(c)
스튜디오드래곤 (지분율 71%) (a)	1,320	전일 시가총액 25% 할인
넷마블 (지분율 22%) (b)	37	전일 시가총액 25% 할인
삼성생명 (지분율 0.5%) (c)	1,199	전일 시가총액 25% 할인
순차입금(C)	**348**	**(C)=2019년 연말기준 순차입금**
기업가치(D)=(A)+(B)-(C)	**4,719**	
주당가치 (원)	199,348	
목표주가 (원)	**200,000**	
상승여력 (%)	21.6%	
현재주가 (원)	164,500	

자료: 유진투자증권
주: 지분가치는 전일(2020.02.13) 종가 기준의 시가총액 적용

CJ ENM(035760.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**6,556**	**6,755**	**6,447**	**6,485**	**6,097**
유동자산	1,939	1,807	1,575	2,061	1,755
현금성자산	239	540	407	1,068	764
매출채권	834	940	857	723	712
재고자산	242	94	263	220	230
비유동자산	4,617	4,948	4,872	4,424	4,342
투자자산	1,754	1,717	1,785	1,507	1,575
유형자산	1,129	1,398	1,233	1,034	850
기타	1,734	1,833	1,854	1,884	1,917
부채총계	**2,823**	**3,329**	**3,396**	**3,274**	**3,330**
유동부채	1,550	2,022	2,086	1,962	2,016
매입채무	558	536	596	472	526
유동성이자부채	217	894	698	698	698
기타	776	592	793	793	793
비유동부채	1,273	1,308	1,310	1,312	1,314
비유동이자부채	1,020	1,039	1,115	1,115	1,115
기타	253	268	195	197	199
자본총계	**3,733**	**3,426**	**3,051**	**3,211**	**2,767**
지배지분	3,114	2,763	2,432	2,592	2,148
자본금	225	111	225	225	225
자본잉여금	1,071	2,245	1,071	1,071	1,071
이익잉여금	1,760	1,070	1,147	1,307	1,482
기타	59	(662)	(11)	(11)	(629)
비지배지분	619	662	619	619	619
자본총계	**3,733**	**3,426**	**3,051**	**3,211**	**2,767**
총차입금	1,371	1,933	1,813	1,813	1,813
순차입금	818	1,393	1,406	745	1,049

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**3,973**	**4,375**	**4,532**	**3,826**	**3,998**
증가율(%)	-	10.1	3.6	(15.6)	4.5
매출원가	2,261	2,681	2,868	2,248	2,356
매출총이익	**1,712**	**1,694**	**1,665**	**1,579**	**1,643**
판매 및 일반관리비	1,424	1,379	1,369	1,284	1,322
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	**288**	**315**	**296**	**295**	**320**
증가율(%)	-	9.5	(6.1)	(0.4)	8.7
EBITDA	**621**	**617**	**654**	**648**	**663**
증가율(%)	-	(0.8)	6.1	(0.9)	2.3
영업외손익	**489**	**3**	**(96)**	**(23)**	**(28)**
이자수익	25	66	55	50	58
이자비용	59	56	77	57	56
지분법손익	583	(592)	(491)	(8)	(8)
기타영업손익	(61)	585	418	(7)	(21)
세전순이익	**777**	**318**	**200**	**271**	**292**
증가율(%)	-	(59.1)	(37.1)	35.6	7.7
법인세비용	211	49	96	71	76
당기순이익	**565**	**269**	**104**	**201**	**216**
증가율(%)	-	(52.4)	(61.4)	93.2	7.7
지배주주지분	537	266	104	191	205
증가율(%)	-	(50.5)	(60.9)	83.5	7.7
비지배지분	28	3	0	10	11
EPS(원)	**-**	**12,136**	**4,739**	**8,697**	**9,364**
증가율(%)	-	(50.5)	(60.9)	83.5	7.7
수정EPS(원)	-	12,136	4,739	8,697	9,857
증가율(%)	-	(50.5)	(60.9)	83.5	13.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**491**	**783**	**843**	**684**	**(24)**
당기순이익	565	269	104	201	216
자산상각비	334	302	358	354	343
기타비현금성손익	109	(86)	24	78	(638)
운전자본증감	(518)	298	357	52	55
매출채권감소(증가)	(18)	(46)	24	133	11
재고자산감소(증가)	(132)	(200)	273	43	(10)
매입채무증가(감소)	26	(21)	60	(124)	54
기타	(394)	566	0	0	0
투자현금	**(419)**	**(891)**	**(756)**	**8**	**(250)**
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	4	(679)	(536)	192	(57)
설비투자	(347)	(131)	(136)	(96)	(100)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(76)	(80)	(84)	(88)	(93)
재무현금	**(18)**	**184**	**(21)**	**(31)**	**(31)**
차입금증가	0	250	5	0	0
자본증가	(18)	(66)	(26)	(31)	(31)
배당금지급	12	66	26	31	31
현금 증감	**54**	**77**	**66**	**661**	**(304)**
기초현금	184	239	316	382	1,043
기말현금	239	316	382	1,043	739
Gross Cash flow	1,009	485	486	633	(79)
Gross Investment	936	592	399	(60)	194
Free Cash Flow	**72**	**(107)**	**87**	**692**	**(274)**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-	12,136	4,739	8,697	9,364
BPS	-	128,011	110,935	118,233	97,974
DPS	-	1,200	1,400	1,400	1,400
밸류에이션(배,%)					
PER	-	14.4	35.3	19.2	17.9
PBR	-	1.4	1.5	1.4	1.7
EV/ EBITDA	-	8.6	7.8	6.8	7.1
배당수익율	0.2	0.7	0.8	0.8	0.8
PCR	n/a	7.9	7.6	5.8	n/a
수익성(%)					
영업이익율	5.6	7.2	6.5	7.7	8.0
EBITDA이익율	13.3	14.1	14.4	16.9	16.6
순이익율	2.5	6.1	2.3	5.2	5.4
ROE	5.3	9.0	4.0	7.6	9.1
ROIC	6.3	7.4	4.5	7.2	8.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	28.4	42.8	46.1	23.2	37.9
유동비율	86.1	89.4	75.5	105.0	87.0
이자보상배율	3.2	5.7	3.8	5.2	5.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
매출채권회전율	4.6	5.1	5.2	4.8	5.6
재고자산회전율	17.7	11.2	11.3	15.8	17.8
매입채무회전율	7.2	8.0	8.0	7.2	8.0

자료: 유진투자증권
주: CJ헬로 매각 미반영, Pro-Forma 기준으로 작성됨

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 제 3 자에게 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 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: 12 개월 (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	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.12.31 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	-32.2	-21.2
2018-11-08	Buy	320,000	1년	-33.5	-26.9
2019-02-15	Buy	270,000	1년	-22.7	-9.7
2019-03-13	Buy	270,000	1년	-24.6	-11.4
2019-05-10	Buy	270,000	1년	-32.3	-28.1
2019-05-29	Buy	270,000	1년	-33.3	-29.0
2019-06-04	Buy	270,000	1년	-33.8	-30.0
2019-07-09	Buy	240,000	1년	-33.8	-26.1
2019-08-09	Buy	240,000	1년	-34.4	-27.5
2019-09-18	Buy	240,000	1년	-34.6	-27.5
2019-10-16	Buy	240,000	1년	-35.4	-27.5
2019-11-08	Buy	240,000	1년	-36.6	-33.0
2019-11-11	Buy	240,000	1년	-36.6	-33.0
2019-11-22	Buy	240,000	1년	-36.6	-33.0
2020-02-14	Buy	200,000	1년		

CJ ENM(035760.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한상웅

