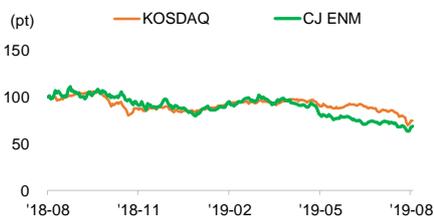


## ‘콘텐츠 파워’와 ‘플랫폼 가치’가 빛난다

## BUY(TP 하향)

목표주가	240,000 원		
현재주가	164,100 원		
목표수익률	46.3%		
<b>Key Data</b>	<b>2019년 8월 9일</b>		
산업분류	통신방송서비스		
KOSDAQ	590.04		
시가총액 (억원)	35,986		
발행주식수 (백만주)	21.9		
외국인 지분율 (%)	18.1		
52 주 고가 (원)	286,500		
저가 (원)	150,900		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	11.8		
주요주주	(%)		
씨제이(주) 외 5인	42.7		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.8	-27.2	-33.0
상대주가	7.3	-10.1	-10.4

## Relative Performance



## LEADING RESEARCH

Analyst 서형석

hsseo@leading.co.kr

+822-2009-7086

## 1. 목표주가, 240,000원

투자이전 ‘매수’ 유지. 목표주가 기존 ‘290,000 원’에서 240,000 원으로 하향 조정. 이는 넷마블, 스튜디오드래곤 등 투자자산 가치를 반영해 기존 3.7 조원에서 2.6 조원으로 하향조정했기 때문. 부문별 가치는 ① 영업가치 3.4 조원. 미디어/콘텐츠 부문 Target PER 25 배 적용한 2.3 조원, 커머스 부문 Target PER 11 배 적용해 1.1 조원으로 산출. ② 투자자산 가치 2.6 조원. ‘넷마블’ 지분가치 1.2 조원(지분율 22%, 할인율 25%)과 ‘스튜디오 드래곤’ 0.9 조원(지분율 71%, 할인율 25%), ‘CJ 헬로’ 0.5 조원(지분율 54%). 순차입금 0.7 조원 반영.

## 2. ‘19년 3Q 실적 Preview

‘19년 3분기 연결기준 예상실적은 매출액 1조1,856억원(YoY+9.9%, QoQ-5.9%), 영업이익 842억원(YoY+10.0%,QoQ-13.0%) 전망. 불확실한 대내외 경제환경과 광고 비수기 진입에도 불구하고, 동사는 양질의 콘텐츠와 차별성을 갖춘 통합 광고 솔루션 전략으로 안정적인 실적을 달성할 것으로 예상.

① 미디어부문은 <호텔 델루나>, <지정생존자>, <삼시세끼-산촌편> 등 신선한 소재의 드라마/예능 콘텐츠의 경쟁력을 기반으로 광고와 콘텐츠 판매의 호실적은 이어질 전망. 디지털 콘텐츠 IP를 활용해 사업 성장성을 강화할 것으로 예상. ② 커머스 부문은 <베라왕>, <지스튜디오> 등 자체 패션 브랜드의 상품을 확대하고, 신규 브랜드 런칭 및 상품 카테고리 확대를 통한 성장전략 유지할 전망. 수익성은 상품 포트폴리오 및 마케팅 효율 제고를 통해 제고 계획. ③ 영화 부문은 7월 개봉작 <엑시트>의 흥행성공에 이어 9월 개봉예정작 <나쁜녀석들:더 무비>까지 시장 기대치를 충족할 것으로 예상.

## Valuation Forecast

구분	단위	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	억원	22,086	22,600	34,268	48,919	51,716
영업이익	억원	1,789	2,245	2,510	3,669	3,928
세전이익	억원	621	1,843	2,173	3,542	3,833
순이익	억원	326	1,434	1,842	2,357	2,672
지배순이익	억원	234	1,309	1,626	2,046	2,319
PER	배	43.22	10.97	27.22	17.59	15.52
PBR	배	1.10	1.40	1.60	1.17	1.04
EV/EBITDA	배	2.34	3.14	6.64	3.82	3.63

## 2. '19년 2Q 실적 Review

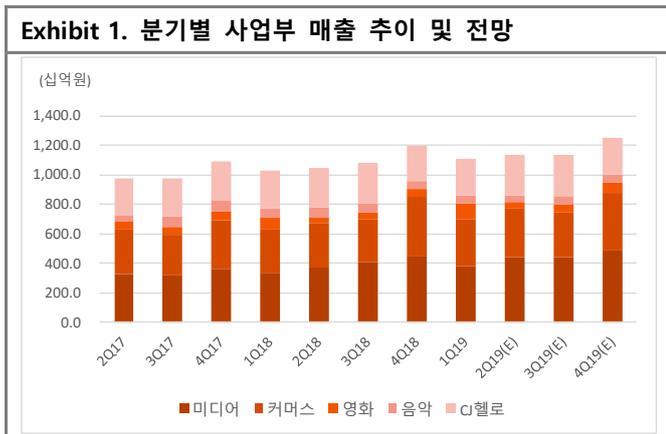
'19년 2분기 연결실적은 매출액 1조2,604억원(YoY+20.1%), 영업이익 968억원(YoY+22.3%) 달성. 당사 전망치 매출액 1조 1,321억원, 영업이익 940억원을 상회.

방송사업 매출 4,264억원(YoY+15.4%), 영업이익 365억원(YoY+25.1%). <아스달연대기>, <스페인하숙> 등 주요 오리지널 콘텐츠의 흥행성공과 DIA TV, TVING, TVN D 등 디지털 콘텐츠 제작/광고 성장에 힘입어 사상최대 분기 광고 매출 1,723억원(YoY+21.4%) 달성.

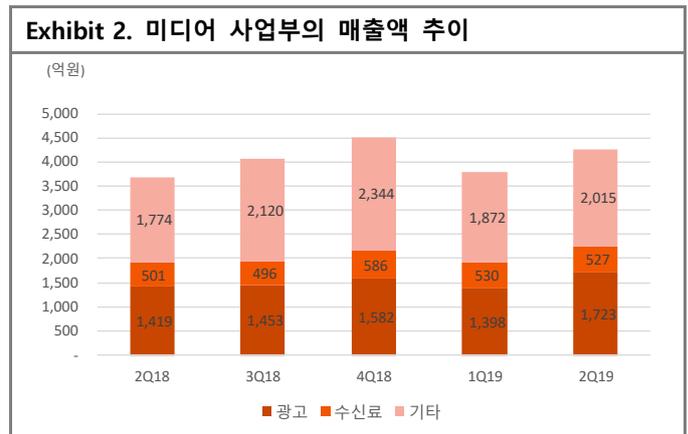
커머스 매출 3,576억원(YoY+16.3%), 영업이익 360억원(YoY+6.2%) 달성. 고수익상품 중심의 포트폴리오 개선, <A+G>, <G studio>, <베라왕>, <오후루> 등 자체 브랜드 취급고 고성장(YoY+61.2%), 전략적 편성 고도화 통한 T커머스(YoY+29.0%)의 안착 등으로 성장세 유지.

영화 매출 678억원(YoY+88.2%), 영업이익 100억원(YoY흑전) 달성. <극한직업>의 부가판권 매출과 <기생충>의 누적관객수 1,000만명 동원 등으로 외형성장 및 수익성 확보.

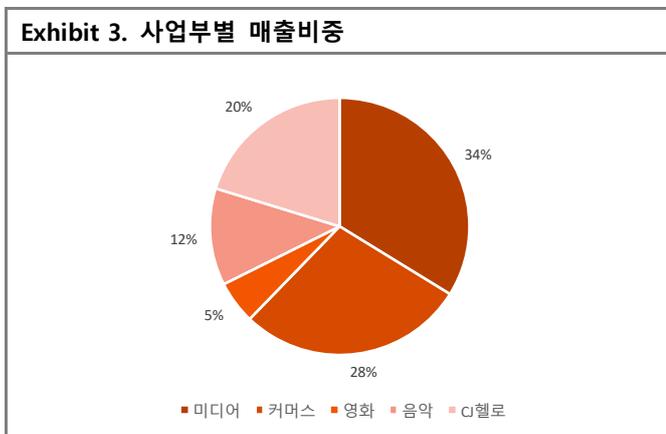
음악 매출 1,538억원(YoY+131.2%), 영업이익 49억원 달성. <아이즈원>, <몬스터엑스>, <BTS> 등의 콘서트 매출(1,111억원) 확대에 따른 사상 최대 분기 실적 달성.



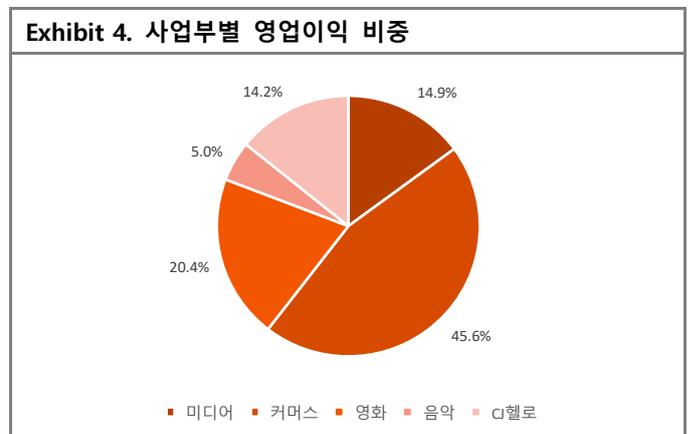
Source: Company data., Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center

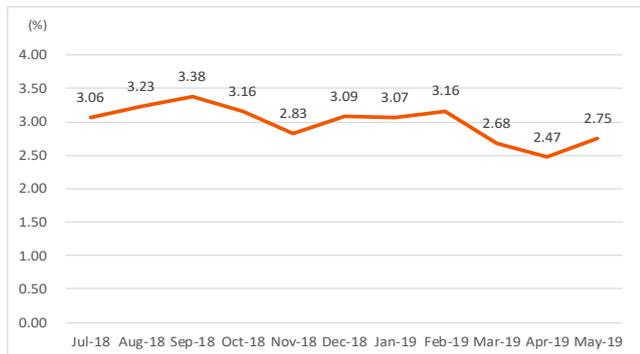


Source: Company data., Leading Research Center



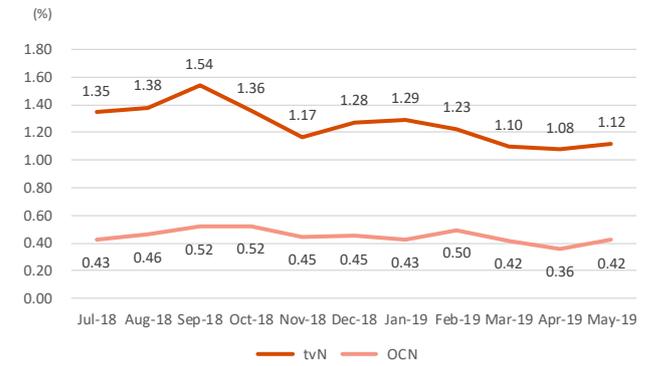
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 5. CJ ENM 채널의 시청률 추이



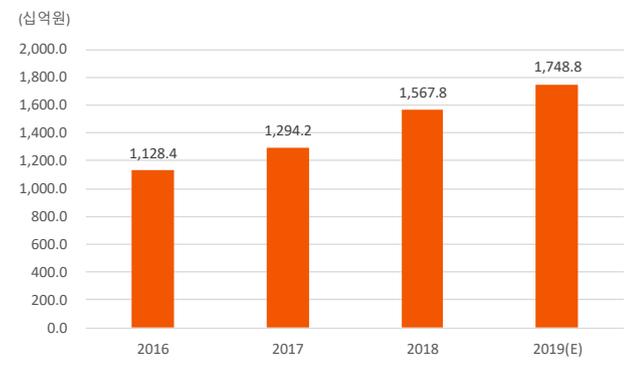
Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 6. 사업부별 영업이익 비중



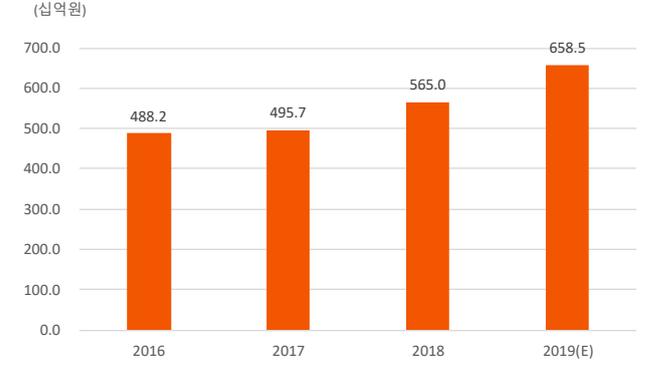
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 7. 미디어 사업부별 매출액 추이 및 전망



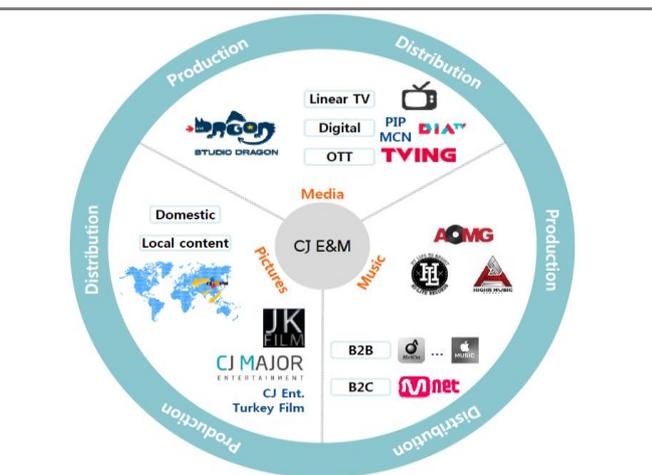
Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 8. 광고사업 매출액 추이 및 전망



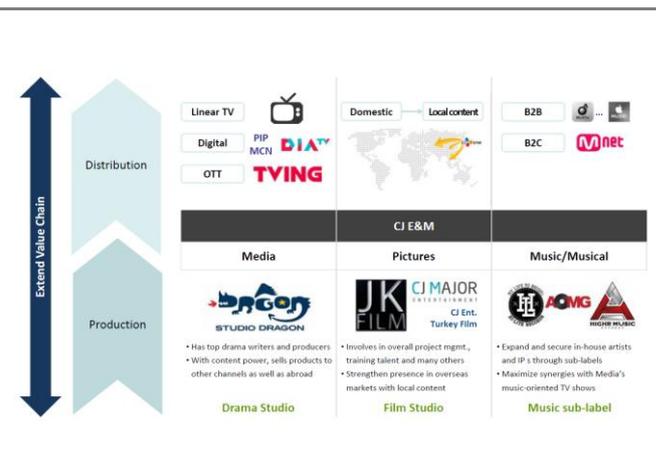
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 9. 주요 사업별 제작 및 플랫폼



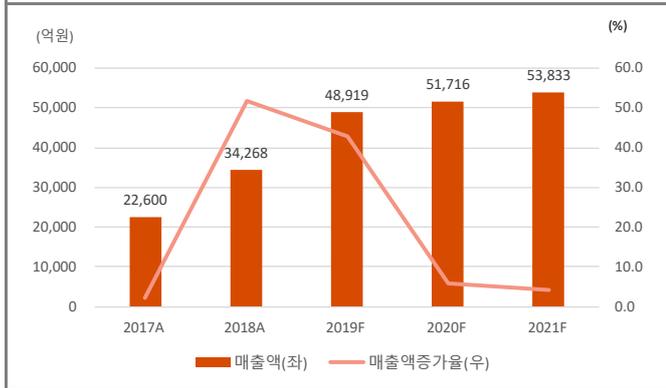
Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 10. 비즈니스 모델 및 전략



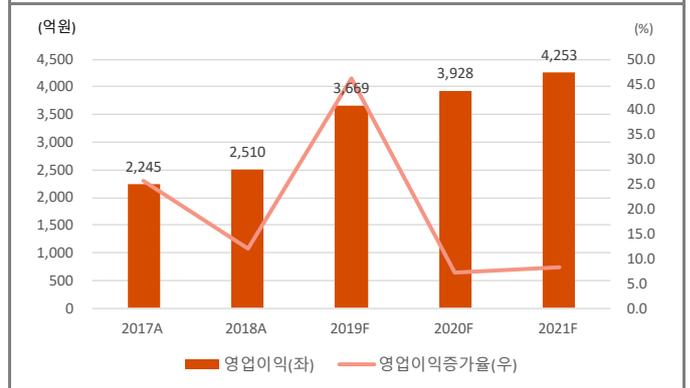
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 11. 매출액 및 증가율 전망 추이



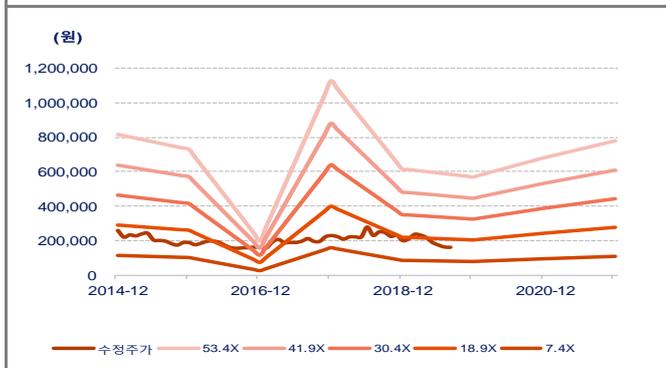
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. 영업이익 및 증가율 전망



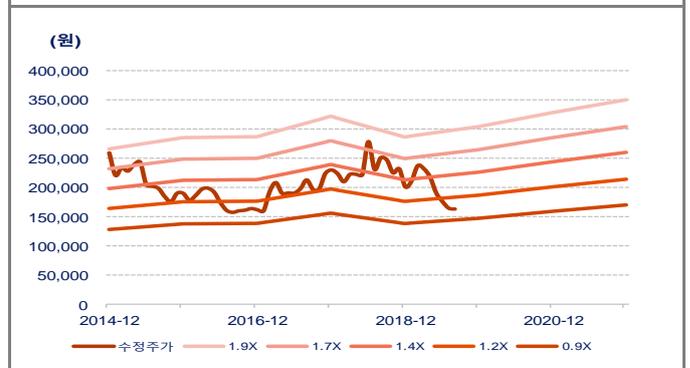
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 13. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>자산총계</b>	28,018	67,549	74,385	81,151	88,531
유동자산	6,640	18,066	19,287	21,041	22,955
현금및현금성자산	1,143	4,534	3,488	3,805	4,151
단기금융자산	829	951	2,165	2,362	2,577
매출채권및기타채권	3,725	9,413	10,054	10,968	11,966
재고자산	764	942	1,061	1,158	1,263
비유동자산	21,379	49,484	55,098	60,109	65,576
장기금융자산	1,925	2,764	2,842	3,100	3,382
관계기업등투자자산	957	12,408	13,694	14,940	16,298
유형자산	8,156	13,982	16,305	17,787	19,405
무형자산	9,503	18,270	19,934	21,747	23,725
<b>부채총계</b>	13,177	33,293	36,885	39,937	43,411
유동부채	7,315	20,218	23,917	26,092	28,465
단기차입부채	1,737	8,936	11,034	12,038	13,133
기타단기금융부채	0	0	19	20	22
매입채무및기타채무	4,464	9,406	9,679	10,559	11,520
비유동부채	5,862	13,075	12,967	13,845	14,946
장기차입부채	5,110	10,331	9,767	10,655	11,624
기타장기금융부채	14	61	58	64	69
<b>자본총계*</b>	14,841	34,256	37,501	41,213	45,120
지배주주지분*	10,283	27,632	30,837	34,549	38,456
비지배주주지분	4,558	6,624	6,664	6,664	6,664

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	3,300	5,867	10,359	10,836	11,962
당기순이익	1,434	1,842	2,357	2,672	2,896
현금유입(유출)이없는수익(비용)	3,316	5,436	9,183	9,566	10,447
자산상각비	2,446	5,263	8,038	8,776	9,574
영업자산부채변동	-944	-815	-289	-292	-176
매출채권및기타채권감소(증가)	-90	-998	-730	-914	-998
재고자산감소(증가)	-98	-90	-131	-97	-105
매입채무및기타채무증가(감소)	-58	-73	1,177	880	960
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,564	-1,584	-12,175	-13,458	-14,698
투자활동현금유입액	939	4,273	288	0	0
유형자산	9	34	16	0	0
무형자산	50	8	25	0	0
투자활동현금유출액	3,503	5,856	12,463	13,458	14,698
유형자산	1,832	2,292	3,289	4,153	4,531
무형자산	860	2,973	7,081	7,919	8,639
<b>재무활동현금흐름</b>	-618	-889	765	2,939	3,082
재무활동현금유입액	4,037	24,239	9,009	3,175	3,318
단기차입부채	409	22,492	7,407	1,004	1,095
장기차입부채	3,626	1,706	619	888	969
재무활동현금유출액	4,478	24,920	8,009	0	0
단기차입부채	4,478	22,994	7,956	0	0
장기차입부채	0	0	52	0	0
기타현금흐름	0	0	-10	-0	-0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-7	-3	15	0	0
<b>현금변동</b>	111	3,391	-1,046	317	346
기초현금	1,032	1,143	4,534	3,488	3,805
기말현금	1,143	4,534	3,488	3,805	4,151

Source: Company Data, Leading Research Center

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	22,600	34,268	48,919	51,716	53,833
매출원가	9,880	19,980	30,566	32,088	33,323
<b>매출총이익</b>	12,720	14,288	18,353	19,628	20,510
판매비와관리비	10,475	11,778	14,684	15,700	16,258
<b>영업이익</b>	2,245	2,510	3,669	3,928	4,253
EBITDA	4,691	7,774	11,707	12,704	13,827
비영업손익	-402	-338	-128	-94	-98
이자수익	66	130	148	569	592
이자비용	202	333	134	517	538
배당수익	13	21	0	0	0
외환손익	-1	-24	0	0	0
관계기업등관련손익	61	-21	297	320	333
기타비영업손익	-339	-111	-438	-465	-484
<b>세전계속사업이익</b>	1,843	2,173	3,542	3,833	4,155
법인세비용	409	330	1,184	1,162	1,259
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익*</b>	1,434	1,842	2,357	2,672	2,896
지배주주순이익*	1,309	1,626	2,046	2,319	2,513
비지배주주순이익	126	216	312	353	383
기타포괄손익	-15	-506	1,629	1,629	1,629
<b>총포괄손익</b>	1,419	1,337	3,986	4,301	4,525

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원 배%)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표 및 주가배수</b>					
EPS*	21,054	11,549	9,329	10,574	11,460
BPS*	165,443	196,227	140,625	157,549	175,363
CFPS	53,094	41,663	47,239	49,415	54,549
SPS	363,607	243,352	223,084	235,832	245,486
EBITDAPS	75,472	55,203	53,387	57,931	63,054
DPS (보통, 현금)	3,000	1,200	1,074	1,074	1,074
배당수익률 (보통, 현금)	1.3	0.5	0.7	0.7	0.7
배당성향 (보통, 현금)	13.8	14.5	11.5	10.2	9.4
PER*	11.0	27.2	17.6	15.5	14.3
PBR*	1.4	1.6	1.2	1.0	0.9
PCFR	4.4	7.5	3.5	3.3	3.0
PSR	0.6	1.3	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.1	6.6	3.8	3.6	3.4
<b>재무비율</b>					
매출액증가율	2.3	51.6	42.8	5.7	4.1
영업이익증가율	25.5	11.8	46.2	7.0	8.3
지배주주순이익증가율*	340.2	28.4	28.0	13.3	8.4
매출총이익률	56.3	41.7	37.5	38.0	38.1
영업이익률	9.9	7.3	7.5	7.6	7.9
EBITDA이익률	20.8	22.7	23.9	24.6	25.7
지배주주순이익률*	6.3	5.4	4.8	5.2	5.4
ROA	8.1	5.3	5.2	5.1	5.0
ROE	13.5	8.6	7.0	7.1	6.9
ROIC	10.8	8.6	7.1	7.2	7.1
부채비율	88.8	97.2	98.4	96.9	96.2
차입금비율	46.1	56.2	55.5	55.1	54.9
순차입금비율	33.3	40.8	41.1	40.8	40.6

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

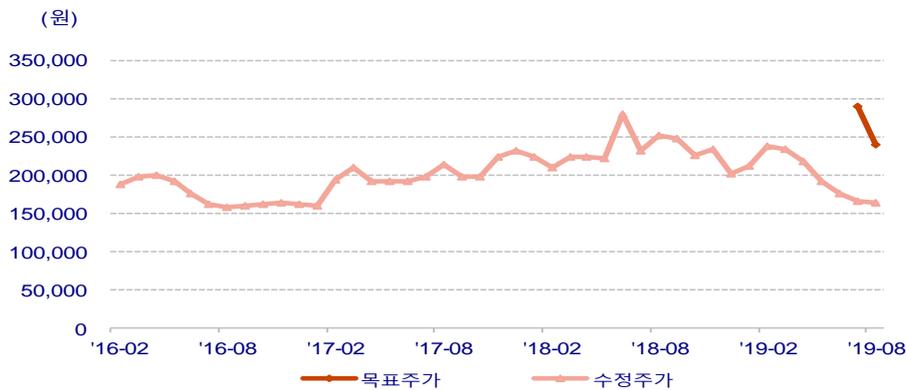
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

CJ E&M(035760)		
일자	2019-7-10	2019-8-12
투자의견	BUY(신규)	BUY(TP 하향)
목표주가	290,000 원	240,000 원
과리율(%)		
평균주가대비	-42.4%	
최고(최저)주가대비	-38.9%	

\* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2019.06.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%