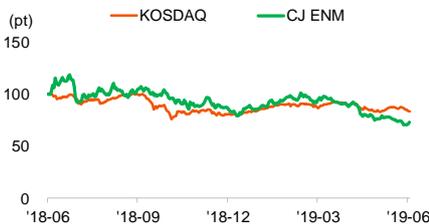


‘반쪽’가치, 나머지 반쪽을 채워주세요!

BUY(신규)

목표주가	290,000 원		
현재주가	177,000 원		
목표수익률	63.8%		
Key Data	2019년 6월 28일		
산업분류	통신방송서비스		
KOSDAQ	690.53		
시가총액 (억원)	38,815		
발행주식수 (백만주)	21.9		
외국인 지분율 (%)	18.6		
52 주 고가 (원)	286,400		
저가 (원)	169,700		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	13.4		
주요주주	(%)		
씨제이(주) 외 5인	42.7		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.8	-12.3	-31.1
상대주가	-2.1	-14.2	-19.2

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 서형석

hsseo@leading.co.kr

+822-2009-7086

1. 목표주가, 290,000원

투자 의견 ‘매수’ 및 목표주가 ‘290,000 원’ 제시하며 커버리지 재개. 목표주가는 Sum of the parts 방식을 통해 산출. 기업가치 6.4 조원으로 추정.

이는 ① **영업가치**는 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**는 3.7 조원. ‘넷마블’ 지분가치 1.6 조원(지분율 22%, 할인율 25%)과 ‘스튜디오 드래곤’ 1.3 조원(지분율 71%, 할인율 25%), ‘CJ 헬로’ 매각대금 0.8 조원. 순차입금 0.7 조원 반영.

투자포인트는 다음과 같다.

① **완벽한 콘텐츠 사업 포트폴리오를 갖춘 국가대표.** 드라마, 영화, 예능, 음원, 애니메이션 등 모든 콘텐츠 제작과 유통 역량을 갖춘 기업. 강력한 콘텐츠 파워를 기반으로 다변화된 플랫폼에 최적의 콘텐츠를 제공하고, 커머스 및 콘텐츠 해외진출, 디지털광고 등 선도적 사업자 지위 영위.

② **플랫폼의 가치.** 기존 방송 플랫폼(tvN, OCN 등) 이외에 모바일 트랜드에 적합한 DIA TV, TVING 등 디지털 플랫폼을 보유. 모바일 환경에 최적화된 플랫폼.

③ **내재가치 대비 매력적인 현재가치.** 영업가치(3.4 조원)와 투자자산 가치(3.7 조원)를 반영한 기업가치는 6.4 조원. 반면 현재 시가총액은 3.9 조원. <CJ 라이브시티> 투자 우려를 반영하고 있다는 판단. 추정 총사업비 1.5 조원으로 현재 1,450 억원 출자. 추가 출자나 지급보증 가능성은 상존하나, 이를 반영해도 현재 가치는 반쪽가치로 판단.

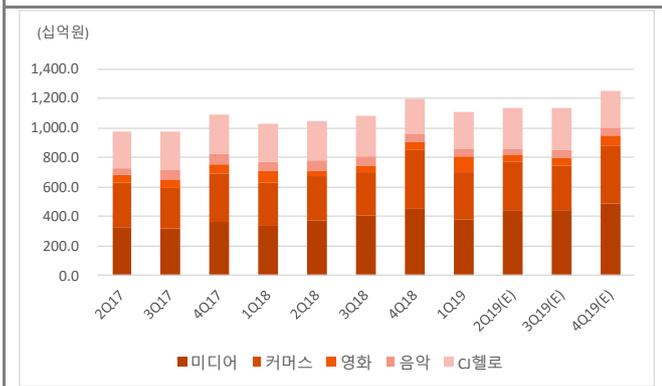
Valuation Forecast

구분	단위	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	억원	22,086	22,600	34,268	46,264	48,575
영업이익	억원	1,789	2,245	2,510	3,668	4,129
세전이익	억원	621	1,843	2,173	3,824	4,456
순이익	억원	326	1,434	1,842	2,563	3,119
지배순이익	억원	234	1,309	1,626	2,224	2,707
PER	배	43.22	10.97	27.22	17.45	14.34
PBR	배	1.10	1.40	1.60	1.25	1.11
EV/EBITDA	배	2.34	3.14	6.64	4.06	3.80

2. 기업 개요

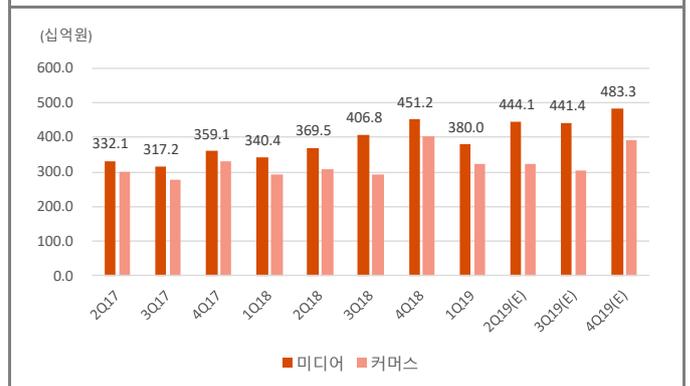
동사 사업은 <미디어>, <커머스>, <영화>, <음악>, <CJ헬로> 등으로 구분. '19년 1분기 기준 매출액 및 비중은 각각 3,800억원(34.4%), 3241억원(29.3%), 1041억원(9.4%), 521억원(4.7%), 2,446억원(22.1%). 반면 사업부별 영업이익의 비중은 커머스가 45.6% 가장 크며, <극한직업> 히트로 영화사업부가 20.4%, 미디어 14.9%, CJ헬로 14.2%, 음악 5% 순으로 구성.

Exhibit 1. 분기별 사업부 매출 추이 및 전망



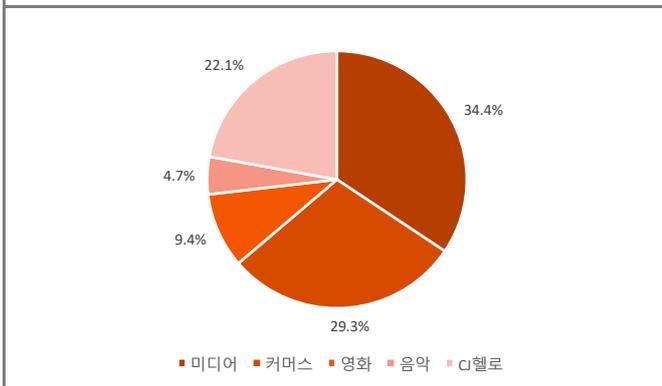
Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 2. 미디어/커머스 사업부의 매출액 추이 및 전망



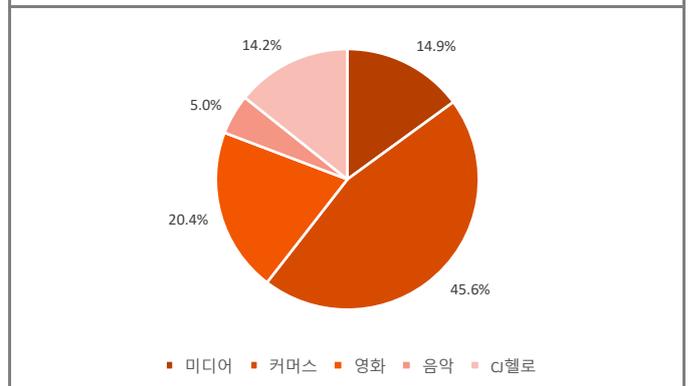
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 3. 사업부별 매출비중



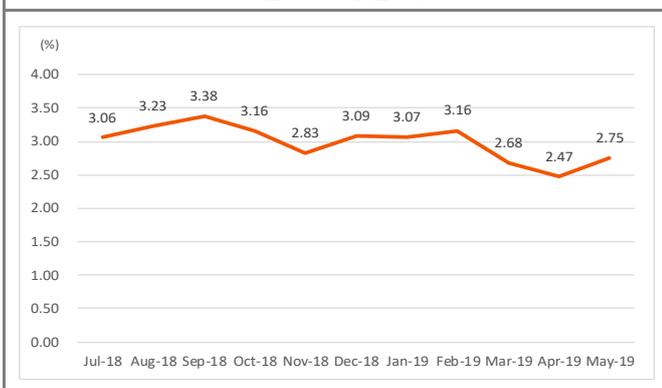
Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 4. 사업부별 영업이익 비중



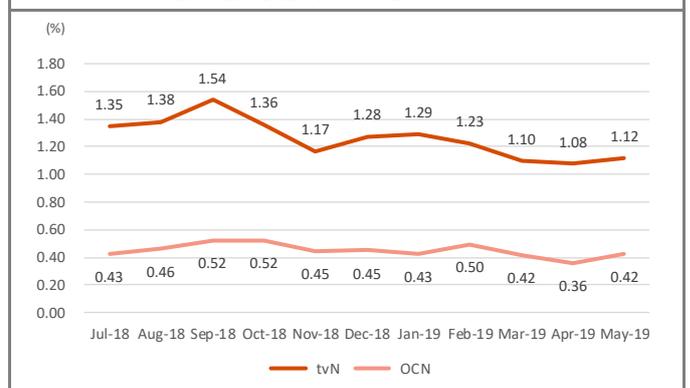
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 5. CJ ENM 채널의 시청률 추이



Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 6. 사업부별 영업이익 비중



Source: Company data, Leading Research Center

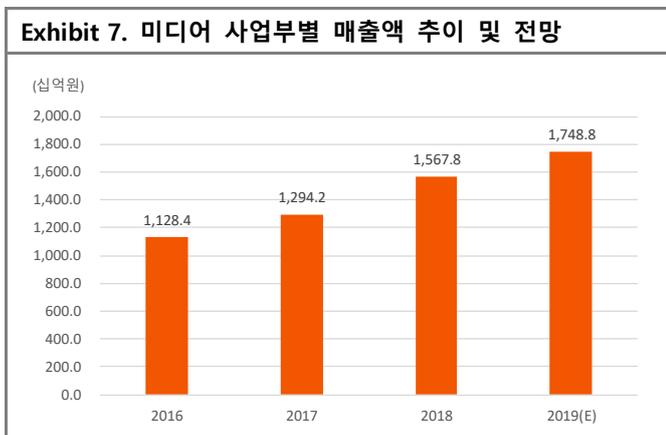
3. 미디어 시장의 최상위 포식자

① 디지털 광고시장의 연대기를 쓰다

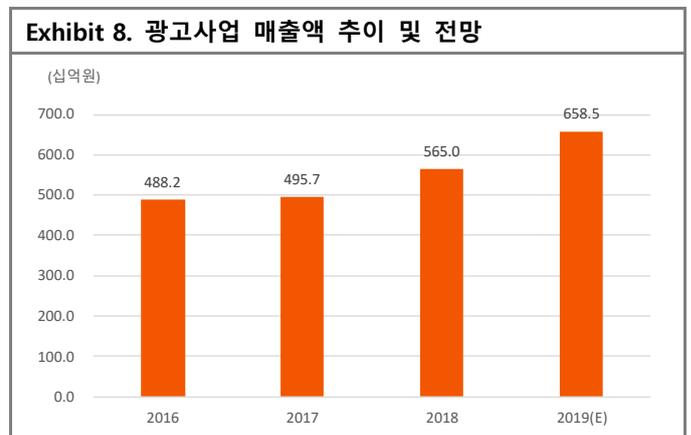
동사의 <미디어> 사업은 광고, 수신료, 기타매출로 구분. '19년 미디어 사업 예상실적은 매출액 1조7,488억원(YoY+11.5%) 전망. 광고사업 예상 매출액 6,585억원(YoY+16.5%), 수신료 2,111억원(YoY+1.3%), 기타매출 8,792억원(YoY+10.7%) 전망.

사업부의 장점은 ④ '영상 콘텐츠 제작' 및 '전문 방송 채널'을 보유하고 있다는 점. IP 생산자이면서 동시에 플랫폼 운영자로 IP 소비자. 범용 콘텐츠를 제작하기 보다 플랫폼에 최적화된 차별화된 콘텐츠를 제공. 독창성 및 트렌드 건인력 우수. IP매출과 광고매출이 상호 시너지를 발생시키며 생태계를 구성.

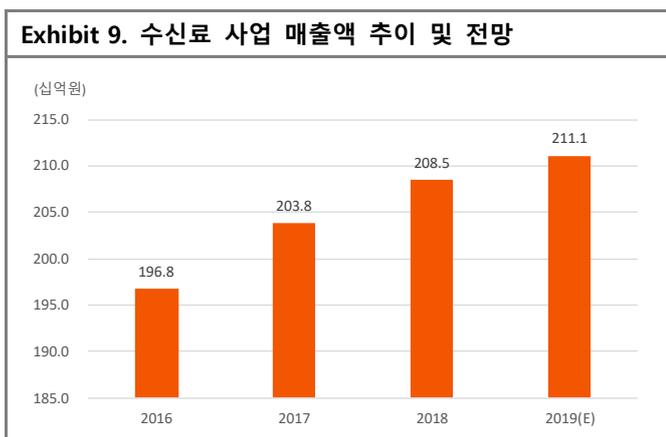
② 방송광고와 디지털 광고 모두 커버 가능. 국내 광고시장은 이미 디지털 광고가 방송광고 시장을 추월. TV, 디지털, 온/오프라인, 글로벌 등 모든 플랫폼에 광고노출 환경을 제공할 수 있다는 측면. 이를 반영한 <프리미엄 광고 패키지> 증가가 외형 성장을 주도.



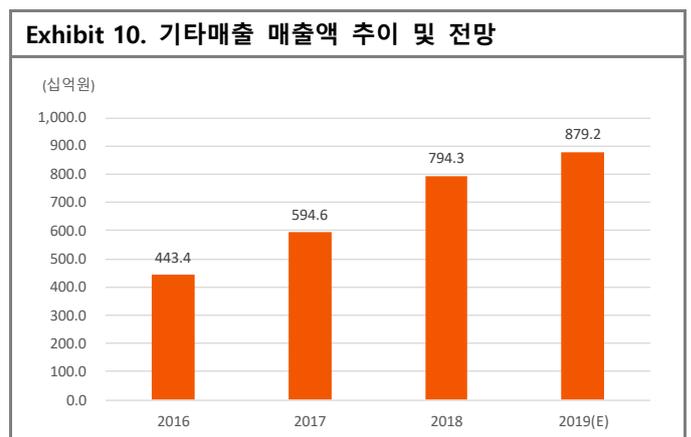
Source: Company data,, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center



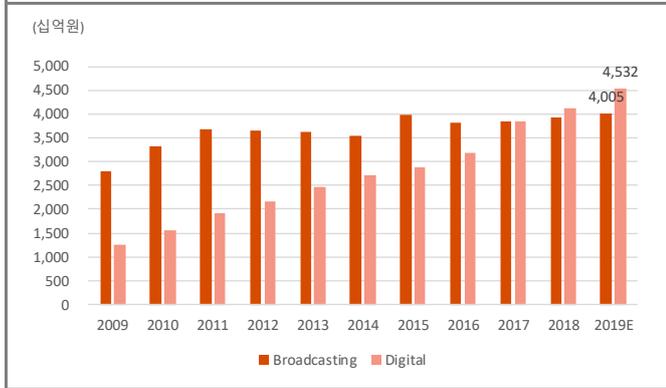
Source: Company data,, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center

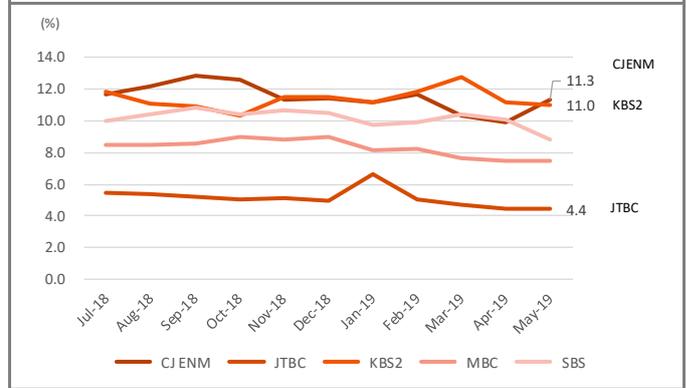
전통 방송광고 시장에서 최고의 IP와 tvN, OCN 등 채널 경쟁력을 기반으로 시장 지배력 유지. 차별화된 IP는 주력 TV채널인 tvN, OCN의 광고, 중간광고, PPL(product placement) 광고부문 성장에 기여. 주요 PP별 시장 점유율도 공중파 상회. 광고단가도 주말드라마 및 금요일 메인 예능 시간대는 이미 공중파 수준 및 상회.

Exhibit 11. 국내 주요 광고시장 추이



Source: KOBACO, KOA, Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. 주요 PP 별 시장 점유율 추이

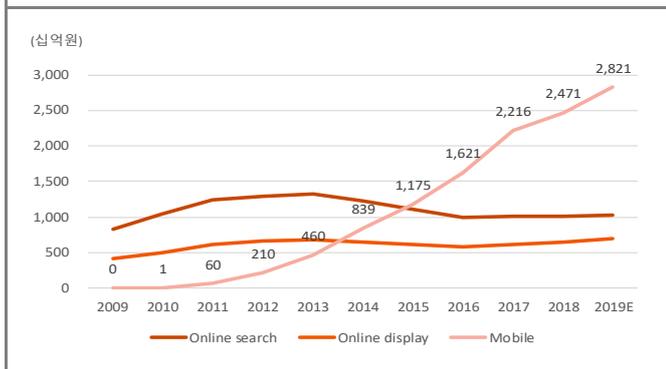


Source: AGB Nielsen, Company data, Leading Research Center

주목되는 분야는 디지털 광고시장. 광고시장의 변화는 아날로그에서 디지털로 전환을 지나, 디지털 광고시장도 새로운 트렌드의 변화를 적극적으로 흡수하고, 자생적으로 재생산하는 생태계를 구축. 동사는 DIA TV, TVING 등 자체 디지털 플랫폼 기반으로 디지털 광고 시장의 성장에 적극적 대응. 디지털 광고시장은 이제 메인 광고시장 성장. 디지털 광고시장의 어느 시장보다 많은 사회적/ 문화적/ 경제적 변화를 즉각적으로 반영하기 때문.

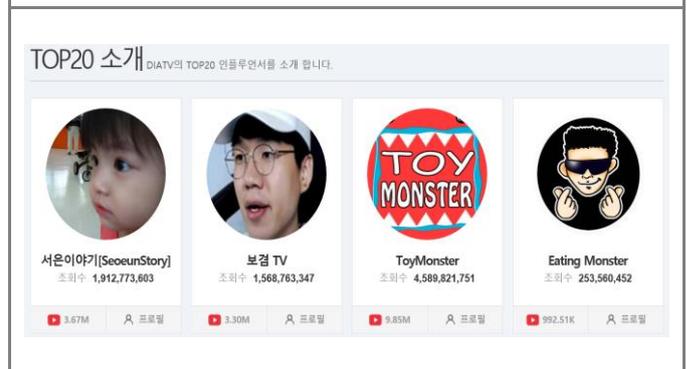
최근 개인 동영상 시장의 새로운 트렌드로 ㉠ 전문방송을 넘어 특별함이 없는 일상을 담은 'VLOG(VIDEO+LOG 합성어)' 탄생, ㉡ 일반인/아마추어 중심에서 유명인/프로페셔널들의 본격 진출로 생태계의 변화를 가져오고 있고, ㉢ 10대의 전유물이라 생각한 유튜브에 40대 이상의 중장년층이 메인 시청층으로 본격 진입 등이 부상.

Exhibit 13. 디지털 광고시장 분야별 시장 추이 및 전망



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. DIA TV 주요 인플루언서



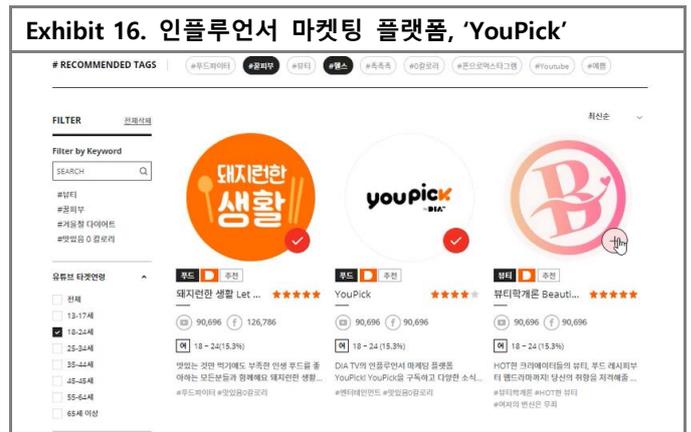
Source: AGB Nielsen, Company data, Leading Research Center

국내 최대 MCN(Multi Channel Network)인 DIA TV에 소속된 인플루언서 채널의 프리롤(Pre-roll) 광고, PIP(Platform in Platform) 광고, 크리에이터를 활용한 오프라인 광고 등이 새로운 채널로 확장되면서 실적 유효성 강화. 특히 Pre-roll 광고는 IP소비자들의 콘텐츠 선호도, 이동경로 측정이 가능하고, 콘텐츠 소비전 광고를 배치한다는 측면에서 정교한 타겟팅 광고가 가능하다는 장점때문에 광고주들의 선호도가 상승 중.

7월 DIA TV는 인플루언서 마케팅 플랫폼 'YouPick' 런칭 예정. 광고주가 캠페인을 플랫폼에 등록하고, 선호하는 인플루언서를 선택하여 계약하는 방식. 인플루언서는 'YouPick'에서 다양한 데이터 통계지원, 스튜디오, 음원, 폰트 등을 지원 받을 수 있어 체계적인 채널 운영이 가능할 전망.

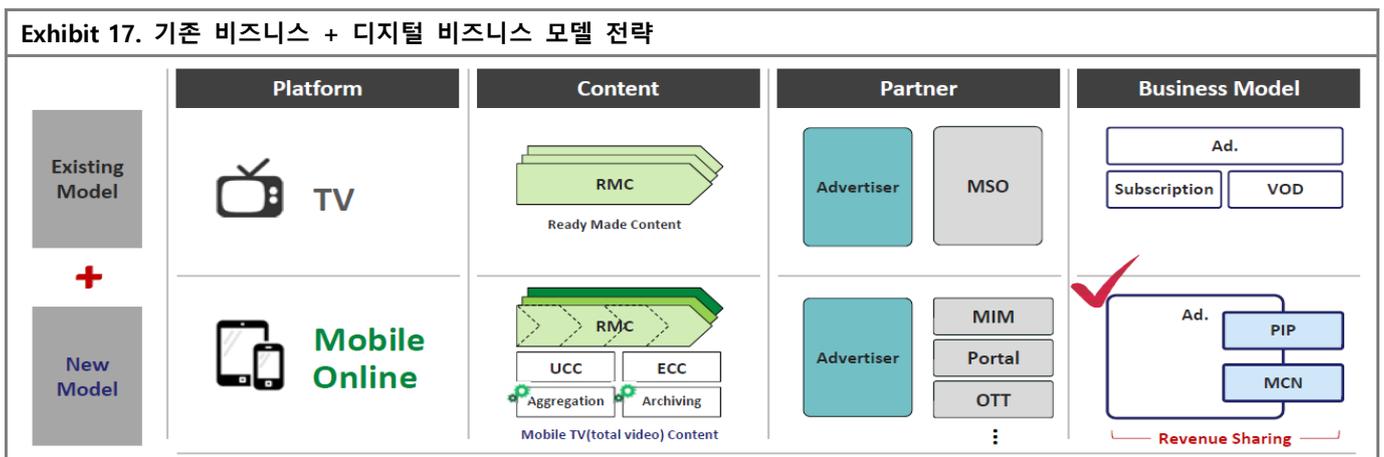


Source: Company data,, Leading Research Center



Source: AGB Nielsen, Company data, Leading Research Center

동사의 모든 TV, 디지털 채널은 명확한 콘텐츠 소비층 타겟 및 제작 목적 보유. 다양한 시청자들의 니즈와 차별화된 소재, 방송 프레임의 변화 등을 기반으로 킬러 콘텐츠 기업으로 성장. 킬러 콘텐츠의 성장으로 주요 채널의 시청률 점유율은 상승하는 선순환 구조 확보.



Source: Company data,, Leading Research Center

② 극한직업, 콘텐츠 왕좌 지키기

동사는 드라마, 예능, 영화, 음악 등 모든 유형의 콘텐츠를 제작. 공격적인 콘텐츠 투자로 국내 콘텐츠 시장을 주도. 중장기 콘텐츠 경쟁력 강화, 글로벌 IP 확보 등을 위한 인력 확보, 투자집행은 꾸준히 진행. 콘텐츠 왕국의 지위를 유지하기 위한 선도적 행보를 이어갈 전망.

드라마 및 예능부문은 시장 트렌드를 주도할 전망. 공중파에서 접근하기 어려운 소재와 전문성, 과감한 투자 등으로 트렌드 주도권을 잡은 상황. 여기에 기획력도 파격적. 월화 심야와 금토 드라마 등 새로운 드라마 방송 블록을 개척. 기존 드라마의 방송 프레임에 파괴하고, 드라마 라인업 및 편성을 확대 재편.

연초 <효리네 민박>, <1박2일>의 타사 S급 PD들을 영입. <아스달 연대기>와 같은 역대급 콘텐츠를 기획, 제작, 공급할 수 있는 선두기업으로 글로벌 시장에서 IP 경쟁력 확보에 주력. 최근 드라마 부문 <WWW>, <아스달 연대기>, <보이스3> 등과 예능부문 <프로듀스X101>, <더 짠내투어>, <강식당2> 등이 시청자의 좋은 평가를 받으며, 시장 트렌드 주도.

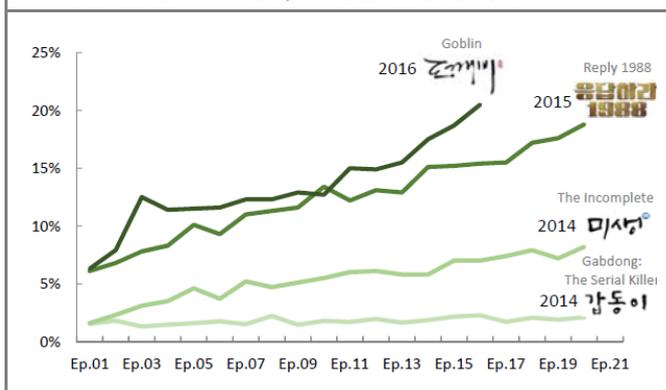
동사가 성공한 주요 콘텐츠의 공통점은 '독창적 콘텐츠'라는 점. 콘텐츠 소비자 입장에서 과거 보지 못한 드라마, 예능의 스토리와 프레임 등은 매력적. 단순 콘텐츠 소비에서 끝나지 않고 문화 트렌드로 연결.

Exhibit 18. Content Power Index

Rank	Channel	Genre	Program	Rating	CPI
1	Mnet	연예/오락	프로듀스 X 101	1.612	284.7
2	tvN	드라마	검색어를 입력하세요 WWW (검블유)	2.621	240.9
3	MBC	연예/오락	나 혼자 산다	5.028	234.0
4	MBC	음악	일밤 - 복면가왕	2.434	226.5
5	tvN	연예/오락	더 짠내투어	1.611	225.7
6	MBC	드라마	수목드라마(불밤)	3.139	223.8
7	tvN	드라마	아스달 연대기	4.096	222.0
8	tvN	연예/오락	강식당2	4.034	219.6
9	OCN	드라마	보이스3	3.608	217.8
10	KBS2	드라마	수목드라마(단 하나의 사랑)	2.681	216.7

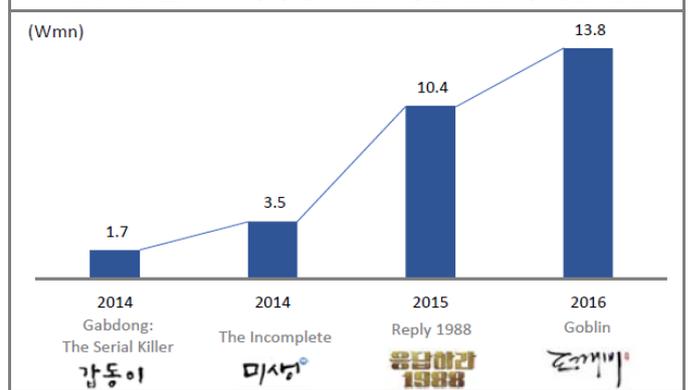
Source: Nielsen, Company data, Leading Research Center

Exhibit 19. 금토 드라마, 프레임 변화의 시작



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 20. 금토 드라마의 트렌드화를 통한 수익성 상승

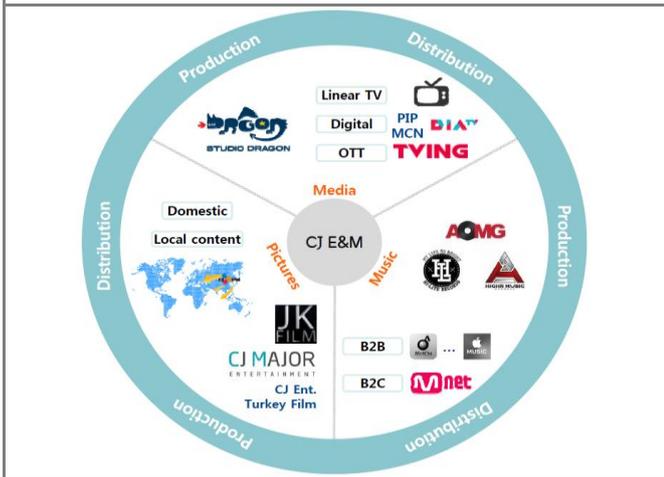


Source: Company data, Leading Research Center

영화부문은 국내 영화시장의 정체로 양극화 현상 지속되고 있으나, 동사는 <극한직업>, <기생충> 등 상업성과 작품성을 갖춘 작품들을 성공적으로 배급. 타 사업부 대비 성장률은 낮으나, 영상 콘텐츠의 중요한 축이고, 상호 시너지를 감안한다면, 하반기도 성장세를 이어갈 것으로 기대.

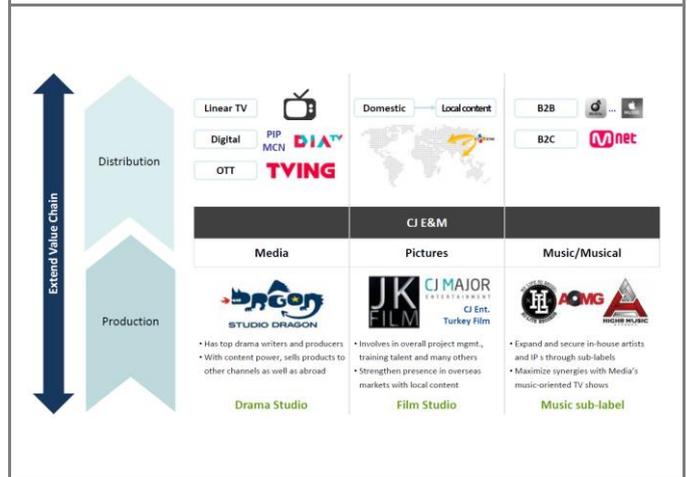
음악사업부문은 글로벌 시장 진출 교두보 확보. '프로듀스X101' 통해 데뷔할 신인 남성 그룹과 하반기 일본판 프로듀스 시리즈를 통해 현지 보이그룹, '20년빅히트엔터테인먼트와 설립한 '빌리프랩'의 글로벌 아이돌 데뷔까지 예정. '아이즈원' 국내외 활동 재개도 긍정적. 자체 IP강화와 프로듀스 시리즈의 이익 기여도 상승으로 구조적 성장 지속 전망.

Exhibit 21. 주요 사업별 제작 및 플랫폼



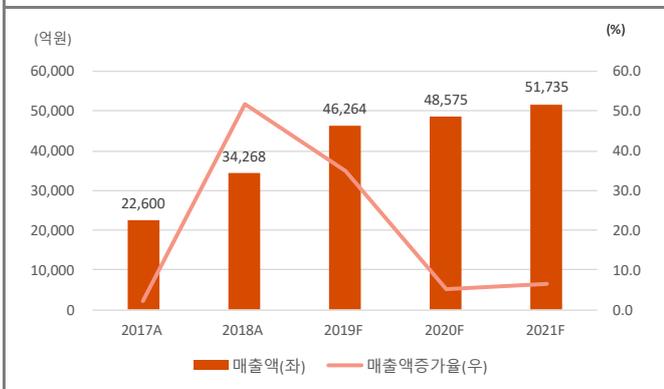
Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 22. 비즈니스 모델 및 전략



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 23. 매출액 및 증가율 전망 추이



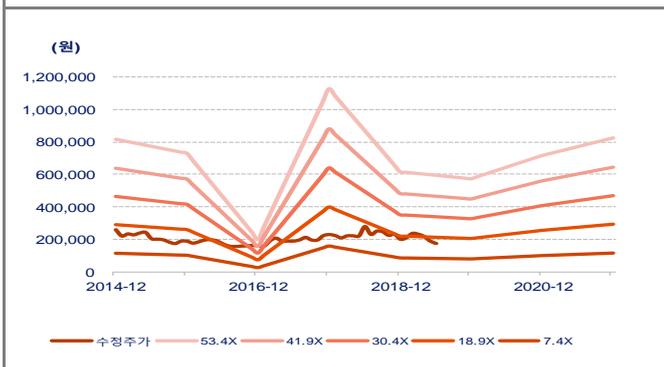
Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 24. 영업이익 및 증가율 전망



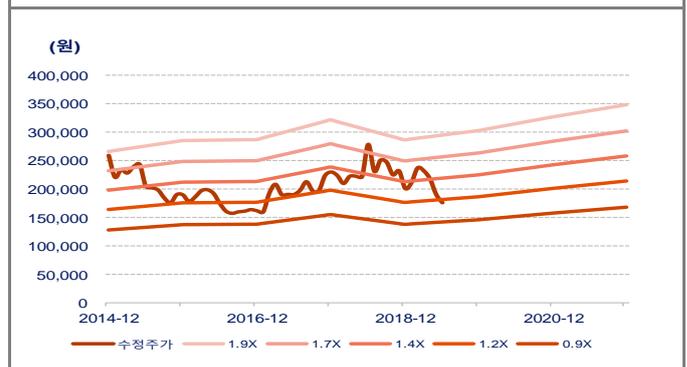
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 25. PER band



Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 26. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	28,018	67,549	73,950	80,045	86,644
유동자산	6,640	18,066	19,174	20,755	22,466
현금및현금성자산	1,143	4,534	3,467	3,753	4,063
단기금융자산	829	951	2,153	2,330	2,522
매출채권및기타채권	3,725	9,413	9,995	10,819	11,711
재고자산	764	942	1,055	1,142	1,236
비유동자산	21,379	49,484	54,775	59,291	64,178
장기금융자산	1,925	2,764	2,825	3,058	3,310
관계기업등투자자산	957	12,408	13,614	14,736	15,951
유형자산	8,156	13,982	16,209	17,545	18,991
무형자산	9,503	18,270	19,817	21,451	23,219
부채총계	13,177	33,293	36,270	38,266	40,462
유동부채	7,315	20,218	23,777	25,737	27,858
단기차입부채	1,737	8,936	10,970	11,874	12,853
기타단기금융부채	0	0	19	20	22
매입채무및기타채무	4,464	9,406	9,622	10,416	11,274
비유동부채	5,862	13,075	12,493	12,529	12,603
장기차입부채	5,110	10,331	9,710	10,510	11,376
기타장기금융부채	14	61	58	63	68
자본총계*	14,841	34,256	37,679	41,780	46,182
지배주주지분*	10,283	27,632	31,015	35,116	39,518
비지배주주지분	4,558	6,624	6,664	6,664	6,664

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	22,600	34,268	46,264	48,575	51,735
매출원가	9,880	19,980	28,555	29,874	31,662
매출총이익	12,720	14,288	17,709	18,701	20,073
판매비와관리비	10,475	11,778	14,041	14,573	15,469
영업이익	2,245	2,510	3,668	4,129	4,604
EBITDA	4,691	7,774	11,682	12,811	14,002
비영업손익	-402	-338	156	327	349
이자수익	66	130	138	534	569
이자비용	202	333	125	486	517
배당수익	13	21	0	0	0
외환손익	-1	-24	0	0	0
관계기업등관련손익	61	-21	266	279	297
기타비영업손익	-339	-111	-122	0	0
세전계속사업이익	1,843	2,173	3,824	4,456	4,953
법인세비용	409	330	1,261	1,337	1,486
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	1,434	1,842	2,563	3,119	3,467
지배주주순이익*	1,309	1,626	2,224	2,707	3,009
비지배주주순이익	126	216	339	412	458
기타포괄손익	-15	-506	1,629	1,629	1,629
총포괄손익	1,419	1,337	4,192	4,748	5,096

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	3,300	5,867	10,174	10,503	11,501
당기순이익	1,434	1,842	2,563	3,119	3,467
현금유입(유출)이없는수익(비용)	3,316	5,436	9,269	9,691	10,535
자산상각비	2,446	5,263	8,014	8,682	9,397
영업자산부채변동	-944	-815	-688	-1,019	-1,067
매출채권및기타채권감소(증가)	-90	-998	-671	-824	-892
재고자산감소(증가)	-98	-90	-125	-87	-94
매입채무및기타채무증가(감소)	-58	-73	1,121	793	859
투자활동현금흐름	-2,564	-1,584	-11,860	-12,910	-13,979
투자활동현금유입액	939	4,273	288	0	0
유형자산	9	34	16	0	0
무형자산	50	8	25	0	0
투자활동현금유출액	3,503	5,856	12,148	12,910	13,979
유형자산	1,832	2,292	3,186	3,978	4,306
무형자산	860	2,973	6,948	7,674	8,306
재무활동현금흐름	-618	-889	616	2,692	2,787
재무활동현금유입액	4,037	24,239	8,860	2,928	3,023
단기차입부채	409	22,492	7,343	904	979
장기차입부채	3,626	1,706	561	800	866
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
현금변동	111	3,391	-1,067	286	309
기초현금	1,032	1,143	4,534	3,467	3,753
기말현금	1,143	4,534	3,467	3,753	4,063

투자지표

(단위: 원,배,%)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표 및 증가배수					
EPS*	21,054	11,549	10,142	12,345	13,721
BPS*	165,443	196,227	141,438	160,133	180,208
CFPS	53,094	41,663	46,394	47,897	52,446
SPS	363,607	243,352	210,976	221,509	235,919
EBITDAPS	75,472	55,203	53,271	58,418	63,850
DPS (보통,현금)	3,000	1,200	1,074	1,074	1,074
배당수익률 (보통,현금)	1.3	0.5	0.6	0.6	0.6
배당성향 (보통,현금)	13.8	14.5	10.6	8.7	7.8
PER*	11.0	27.2	17.5	14.3	12.9
PBR*	1.4	1.6	1.3	1.1	1.0
PCFR	4.4	7.5	3.8	3.7	3.4
PSR	0.6	1.3	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.1	6.6	4.1	3.8	3.6
재무비율					
매출액증가율	2.3	51.6	35.0	5.0	6.5
영업이익증가율	25.5	11.8	46.1	12.6	11.5
지배주주순이익증가율*	340.2	28.4	39.1	21.7	11.1
매출총이익률	56.3	41.7	38.3	38.5	38.8
영업이익률	9.9	7.3	7.9	8.5	8.9
EBITDA이익률	20.8	22.7	25.2	26.4	27.1
지배주주순이익률*	6.3	5.4	5.5	6.4	6.7
ROA	8.1	5.3	5.2	5.4	5.5
ROE	13.5	8.6	7.6	8.2	8.1
ROIC	10.8	8.6	7.1	7.5	7.6
부채비율	88.8	97.2	96.3	91.6	87.6
차입금비율	46.1	56.2	54.9	53.6	52.5
순차입금비율	33.3	40.8	40.6	39.7	38.8

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

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ 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 6개월간 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.

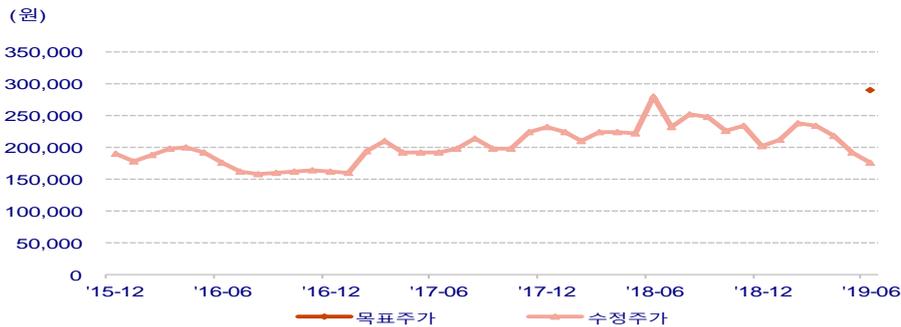
▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

CJ ENM(035760)

일자	2019-7-1
투자의견	BUY(신규)
목표주가	290,000 원
과리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 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 12개월간 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%

©. 2019 Leading Investment & Securities Co. All rights reserved