

CJ ENM(035760.KQ)

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

미디어 커머스, 새로운 길의 개척자

■ 투자 의견 BUY, 목표주가 320,000원으로 커버리지 개시

CJ ENM에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 320,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 4개의 사업부문(미디어, 커머스, 영화, 음악)으로 다각화 되어있는 동사의 사업 모델을 감안해 SOTP(sum-of-the-parts) 방식을 통해 산출했다. 당사가 추정하는 동사의 기업가치는 6.9조원으로 영업가치 5.6조원과 지분가치 2.2조원에 순차입금 0.9조원을 차감해 산정했다. 목표주가는 합병 시너지가 본격적으로 창출될 것으로 예상되는 2019년 예상 실적 기준 PER 20.9배 수준이다.

■ 미디어 산업의 선두주자에서 미디어 커머스 분야 선구자로

1) 합병 법인 출범의 당위성 확보: 동사는 국내 미디어 산업 초창기, 한류 콘텐츠 확충을 위한 공격적인 투자를 단행해 글로벌 한류를 이끄는 기업으로 성장한 전례가 있다. 따라서 미디어 커머스는 궁극적인 방향성은 빠르게 변화하는 미디어 산업에서 선제적인 투자를 통해 시장을 선도하려는 전략으로 향후의 중장기적 시너지가 기대된다.

2) 미디어와 커머스의 시너지 예상보다 빨라질 것: 미디어 커머스의 핵심은 무형의 콘텐츠에서 파생된 유형의 상품을 판매로 직결시키는 것이다. 동사는 콘텐츠의 기획 단계부터 커머스 부문과의 협업이 가능해, 사실상 하나의 콘텐츠에서 파생시킬 수 있는 유형의 상품을 극대화 할 수 있다. 또한 콘텐츠가 방영되는 동시간대 관련 상품을 판매할 수 있는 채널을 확보하고 있다는 점에서 미디어 커머스가 동사의 신규 수익 창출원으로 빠르게 안착할 것으로 전망한다.

■ 가보지 않은 길, 누군가는 가야 할 길

OTT, MCN 등 콘텐츠 소비 방식 변화는 흥미 위주의 콘텐츠와 판매 목적의 콘텐츠 사이의 경계를 허물고 있다. 따라서 동사의 콘텐츠 제작 역량과 커머스의 자연스러운 결합 과정에서 창출될 미디어 커머스의 시너지에 주목할 시점이다.

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	3,707	3,973	4,359	4,882	5,296
영업이익(십억원)	207	288	336	408	470
세전계속사업손익(십억원)	130	777	386	457	511
당기순이익(십억원)	93	565	309	357	399
EPS(원)	-	24,497	13,802	15,449	17,275
증감률(%)	-	505.1	(43.7)	11.9	11.8
PER(배)	-	11.0	17.5	15.6	14.0
ROE(%)	-	13.5	9.5	9.9	10.1
PBR(배)	-	1.4	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	-	9.8	9.8	9.0	8.2

자료: 유진투자증권, 주: Pro-Forma 기준으로 작성

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규) 320,000원
현재주가(10/12) 241,500원

Key Data

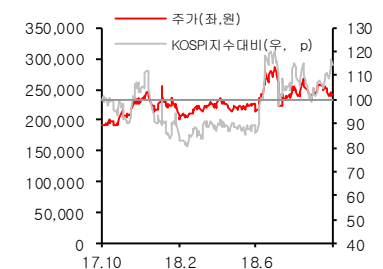
(기준일: 2018.10.12)

KOSPI(pt)	2,162
KOSDAQ(pt)	732
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	5,295
52주 최고/최저(원)	294,900/189,100
52주 일간 Beta	0.17
발행주식수(천주)	21,926
평균거래량(3M,천주)	117
평균거래대금(3M,백만원)	28,588
배당수익률(18F, %)	0.9
외국인 지분율(%)	19.4
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5인	42.7
국민연금	5.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.0	-14.8	9.0	26.4
KOSPI 대비상대수익률	9.4	-4.1	26.0	16.6

Company vs KOSPI composite



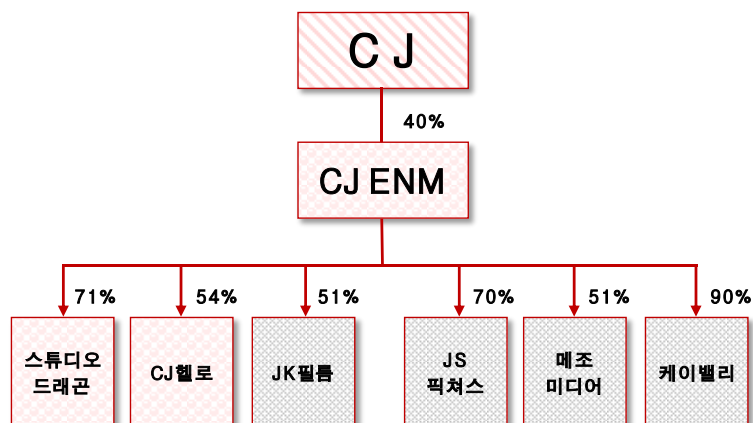
I. 기업개요

CJ ENM은 한국을 대표하는 종합 콘텐츠 기업으로 CJ의 계열사 중 하나이다. 합병 이전의 전신 기업으로는 CJ E&M와 CJ 오쇼핑이 있다. CJ E&M은 2010년 CJ 오쇼핑으로부터 인적분할을 통해 ㈜오미디어홀딩스로 설립, 2010년 10월 15일 코스닥에 상장되었다. 이후 2011년 1월 20일 CJ E&M으로 상호변경을 하였으며, CJ그룹 계열사 ㈜온미디어, 씨제이미디어, 씨에이인터넷, 씨제이엔터테인먼트를 인수 합병하여, 방송, 게임, 영화, 음악/공연/온라인 4개 사업 부분으로 다각화된 종합 미디어 사업을 영위했다. 이후 2018년 7월 1일 CJ 오쇼핑과의 합병을 통해 합병 법인인 CJ ENM이 출범했다.

CJ E&M은 방송 채널 tvN, OCN, Mnet, Olive 등을 비롯해 총 17개의 채널을 영위하고 있으며, 영화 배급 사업, 음원 유통 등의 음악사업, 뮤지컬 등 공연 사업을 영위하고 있다. 방송 부문에서는 방송사업자의 기본적인 비즈니스 모델인 광고 사업을 영위하고 있다. 자체 제작 콘텐츠 ‘꽃보다 할배’, ‘응답하라 1994’, ‘응답하라 1997’ 등의 콘텐츠를 통해 채널 경쟁력을 확대해 왔다. 영화 배급 사업은 CJ의 콘텐츠 제작 및 투자 역량을 기반으로 국내 최대 규모의 배급사로 자리매김 했으며, 역대 박스오피스 최고 작품인 명량을 비롯해 역대 박스오피스 3위 국제시장, 4위 베테랑, 9위 광해, 왕이 된 남자 등 흥행 작품을 지속적으로 발굴하고 있다.

CJ 오쇼핑은 1995년 국내 최초로 TV홈쇼핑 채널을 개국한 삼구쇼핑(채널번호 39)이 전신이다. 2000년 3월 CJ그룹에 매각되어, 2002년 10월 CJ홈쇼핑으로 사명을 변경했다. 국내 최초의 홈쇼핑 채널로서 시장 점유율 1위의 업체로 자리매김했으며, 국내 최초로 지상파 DMB 방송도 송출했다. CJ E&M과의 합병 이전, tvN의 개그프로그램인 ‘코미디빅리그’팀과의 협업을 통한 제품판매, 가수 ‘슈퍼주니어’가 쇼호스트로 출연한 홈쇼핑 방송을 통해 합병 시너지를 사전 실험하기도 했다.

도표 86 CJ ENM 지분구조



자료: DART, 유진투자증권
주: 2018.6.30 기준

II. 투자포인트

1. 가치 창출에서 이익 창출로 진화하는 미디어

1) 미디어 커머스, 유효한 전략 제시

미디어 산업의 핵심은 콘텐츠를 제작해 판매 및 유통을 통해 수익이 창출된다. 따라서 하나의 콘텐츠가 특정 매체에 방영되어 소비되면, 사실상 추가적인 수익을 창출하기 어려운 일회성의 특징이 있다. TV이외에 VOD서비스, OTT 서비스 등 콘텐츠의 유통 채널 확대로 수익원이 확대되고 있지만, 최초 방영시점에서 창출되는 수익이 절대적으로 큰 비중을 차지하고 있어 일회성의 특징은 여전히 유효하다.

동사가 제시한 미디어 사업부와 커머스 사업부의 시너지를 통한 미디어 커머스 사업은 사실상 일회성으로 소비되는 콘텐츠를 지속적인 수익 창출원으로 전환하는 개념을 기반에 두고 있다. 콘텐츠가 시청자들에게 재소비되는 과정에서 지속적으로 노출되는 커머스가 브랜드, 제품 인지도 확대에 기여해 일종의 광고로 탈바꿈하는 효과가 있기 때문이다. 특히 온라인 쇼핑의 성장과 홈쇼핑 산업의 성장 정체 속 고성장하는 콘텐츠의 결합은 두 업계의 고민 해결을 위한 방향성 측면에서 유효한 전략이라 판단한다.

도표 87 CJ ENM이 선보인 미디어 커머스 ‘코빅 마켓’



자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 88 ‘코빅 마켓’에서 판매된 주요 제품

진행코너	출연진	판매상품 및 가격
나래바 X 필립스면도기	박나래, 이용진, 황제성	필립스면도기 S5000 올인원 (188,000원)
이별여행 X 매그넘아이스크림	장도연, 이용진, 김용명	매그넘 아이스크림 36종, 비엔네타 1종(49,600원)
석포빌라 X LG A9	이진호, 고장환, 이상준, 양배차, 안가연	LG 코드제로 A9 (980,000원)
부모님이 누구 X SEP립스틱	황제성, 김영의, 김기욱, 김나희	SEP 립스틱 등 10종 (64,000원)

자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 89 슈퍼주니어가 출연한 홈쇼핑 방송, 토크쇼 완판



자료: CJ ENM 방송화면 캡처, 유진투자증권

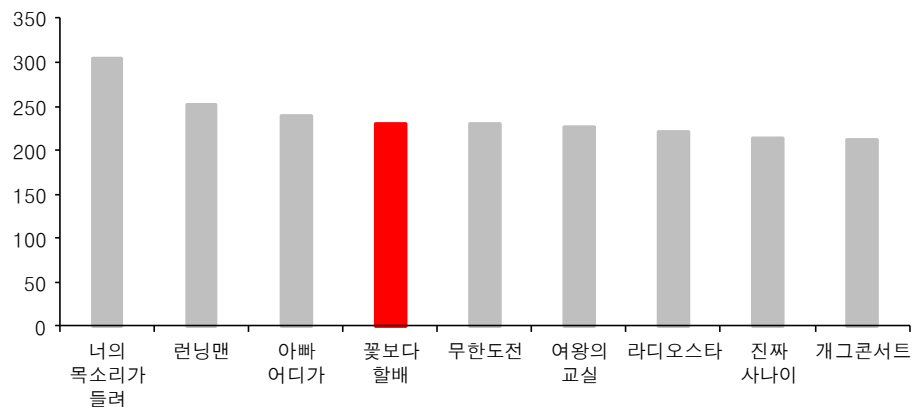
2) 미디어, 수익창출의 매개로 진화

미디어 산업을 움직이는 콘텐츠는 커머스화(化)되며 진화할 것으로 예상된다. 콘텐츠가 광고 수익을 위해 편성되어 방영되던 시대는 지나간 과거의 이야기다. 이미 주요 콘텐츠에는 PPL을 노출시켜 수익을 창출하고 있고, MD상품을 판매하는 등 미디어가 수익창출의 매개가 되는 시대다.

과도한 PPL을 방지하기 위한 방송통신위원회의 준수규정도 PPL에 의해 콘텐츠 자체가 상업광고화 되는 것을 막기 위한 조치로 두 사업부문의 경계가 모호해지고 있다. 2013년 tvN에서 방영된 '꽃보다 할배'의 여행지 대만이 시청자들 사이에서 선호하는 여행지로 손꼽힌 것은 물론 실제 현지 여행객이 급증한 사례는 미디어가 커머스화 된 대표적인 사례다.

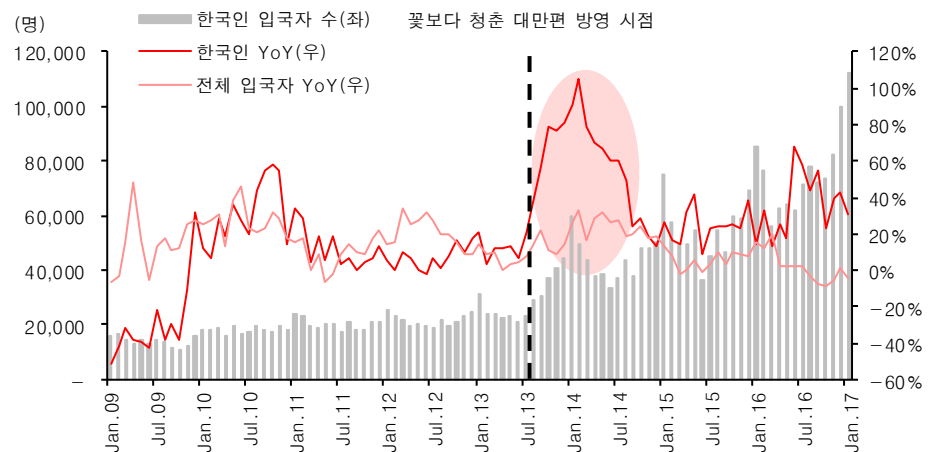
따라서 궁극적으로 미디어 산업의 가치는 얼마나 많은 수익을 창출하는 매개가 될 수 있는지 여부에 달려 있다고 판단한다.

도표 90 2013년 7월 2주차(7/15-21) CPI 상위 프로그램 현황



자료: 닐슨미디어, CJ E&M, 유진투자증권

도표 91 꽃보다 청춘(대만편) 방영 이후 대만 입국 한국인 급증



자료: 대만관광청, 유진투자증권

3) CJ ENM이기에 가능한 전략

CJ ENM이 보유하고 있는 주요 채널 중 tvN, OCN을 대표적으로 들 수 있다. tvN의 경우 자체 예능, 드라마 제작과 자회사 스튜디오드래곤을 통해 제작된 드라마도 편성하고 있다. 20대 연령층에서 tvN의 입지는 다양한 장르의 드라마 및 트렌디한 예능을 볼 수 있는 채널로 자리매김 했으며, 최근 인기리에 중영한 ‘미스터 션샤인’의 방영과 함께 피크 타임 광고 단가도 사실상 지상파를 넘어섰다.

독보적인 국내 미디어 산업 내 영향력과 홈쇼핑 부문 시장점유율 1위의 역량은 방송에 노출되는 유형의 상품을 판매로 직결 시킬 수 있는 역량을 의미한다. 또한 콘텐츠에 내포된 PPL 상품에 대한 광고마케팅과 맞춤형 기획상품(MD상품)을 소싱 할 수 있는 가능성도 높아지고 있다.

제품을 판매하고 홍보하는 기업의 입장에서 방송 전 노출되는 광고, 방송 콘텐츠에 제공하는 PPL, 홈쇼핑 및 온라인 쇼핑몰을 통한 판매를 아우르는 종합적인 마케팅은 비용 대비 최대 효율을 가져올 수 있는 강력한 마케팅 수단이 될 수 있다.

특히 합병의 시너지가 우리의 예상보다 빠르게 나타날 수 있다고 판단하는 것은 동사의 시장지배력이다. 동사는 홈쇼핑 채널과 드라마/예능 특화 케이블 채널을 보유하고 있다. 따라서 타업체들이 구현할 수 없는 미디어 커머스의 영역을 개척할 수 있는 유일한 비즈니스 구조를 확보하고 있다고 판단한다.

도표 92 CJ ENM, 제품의 PPL/광고/판매까지 콘텐츠 기획 단계부터 적용 가능한 비즈니스 구조 확보



자료: 유진투자증권

2. 미디어 산업의 변화에 발 빠른 대응

1) MCN 성장, DIA TV의 부각

DIA(DIA: Digital Influence & Artists) TV는 CJ ENM의 MCN 서비스로 유명 크리에이터인 허팝, 보검 TV, 뽀빠지 등의 인플루언서를 확보하고 있다. DIA TV는 크리에이터에게 통계 데이터, 음원, 폰트, 스튜디오 등의 서비스를 제공하고, 광고주에게는 연령, 성별, 관심사, 예산을 감안해 적절한 콘텐츠 맞춤형 광고 서비스를 제공한다.

현재 MCN 서비스의 수익 모델은 간접광고에 국한되어 있다. 그러나 CJ ENM의 합병에 따라 동사 MCN 서비스인 DIA TV의 중요성이 부각될 것으로 예상된다. 동사의 주요 방송 채널은 지상파가 아닌 케이블로 송출된다는 점에서 지상파에 비해 규제는 적지만, 온라인 플랫폼을 통해 유통되는 콘텐츠에 비해서는 월등히 많은 제약조건이 따른다. 따라서 계약 조건이 상대적으로 미미하고, 유튜브, 판도라TV 등 다양한 유통 채널을 확보할 수 있는 MCN은 미디어 커머스 전략 적용이 용이하기 때문이다.

모바일을 통한 미디어 소비가 확대됨에 따라 MCN 사업자간의 크리에이터 확보 경쟁이 날로 치열해지고 있고, 많은 구독자를 확보한 크리에이터의 경우 유리한 수익 비율을 제시하는 MCN사업자를 선택하고 있다. 그러나 수익 배분 비율이 아닌, 수익 자체가 커질 수 있는 서비스를 제공하는 MCN이 출범한다면, 크리에이터 확보에 보다 유리한 입지를 구축할 수 있게 된다.

도표 93 DIA TV를 활용한 광고 성공 사례



소근소근 베이커리 (빵만들기에 도전한 소영이?)

소근커플 S.K.Couple X 뚜레쥬르



핸드폰 속에 들어가 파일찌꺼기 한 판 승부 - 허팝

Heopop 허팝 X 클린마스터



This Is Wh You Came For - Calvin Harrisft. Rihanna (traila \$ong Cover)
1MILLION Dance Studio



데이브 [롯데리아 아재 버거 먹방 WITH 샘 해밍턴]

데이브 The World of Dave X 롯데리아

자료: DIA TV, 유진투자증권



2) DADA 스튜디오, 미디어 커머스의 중심

다다 스튜디오는 V커머스 콘텐츠 제작을 전문으로 하는 제작사이다. V커머스는 비디오 커머스(Video Commerce)를 의미하며, 1분 내외의 짤막한 영상으로 시청자의 흥미를 유발해 판매까지 이뤄지도록 제작된 콘텐츠다. 미디어를 활용한다는 점에서 홈쇼핑, T커머스와 유사한 개념이며, 미디어 커머스의 하나의 축이기도 하다.

TV 시청 시간은 매년 빠르게 축소되고 있는 것과 달리 스마트폰, 태블릿 등 모바일 기기를 통한 영상 시청 시간은 꾸준히 증가하고 있다. 또한 페이스북, 유튜브, 인스타그램과 같은 SNS 상에서 흥미로운 클립 영상이 사용자들의 집중적인 관심을 받고 자연스럽게 공유되는 점이 V커머스의 높은 성장 잠재력을 대변한다.

현재 CJ ENM 다다 스튜디오의 V커머스 콘텐츠 사업은 베트남, 대만 등 총 7개국에서 정식 런칭했으며, 흥미로운 주제로 인해 시청자들의 자연스러운 콘텐츠 공유로 구독자 수가 빠르게 증가하고 있다.

미디어 커머스를 합병 전략으로 제시하며 공식적으로 출범한 CJ ENM의 다다 스튜디오에서 제품 홍보영상과 흥미 위주의 콘텐츠 사이의 경계를 허무는 다양한 시도가 이뤄질 것으로 예상된다. 이를 통해 다다 스튜디오는 미디어 커머스의 중심으로 자리매김 할 것으로 판단한다.

도표 94 DADA 스튜디오의 V커머스 영상 모습



자료: DADA 스튜디오, 유진투자증권



III. 실적 전망 및 밸류에이션

1. 실적 전망

CJ ENM의 3Q18 예상실적은 매출액 1조 1,141억원, 영업이익 858억원(영업이익률 7.7%)을 기록할 것으로 전망한다.

주요 사업부문별로 보면, 미디어 부문에서는 우수한 콘텐츠의 지속적인 공급으로 광고단가 상승이 꾸준히 이어지고 있으며, '미스터 션샤인'의 방영으로 프라임 시간의 광고단가(15초 광고기준)가 2,000만원을 상회하고 있다. 프로듀스48의 데뷔조 아이즈원 및 주요 아티스트의 컴백에 따라 음악 부문 실적도 증가할 것으로 추정한다.

커머스 부문에서는 '미디어 커머스'의 성공적인 안착을 기대할 필요가 있다. 미디어 커머스를 구현하기 위해서는 콘텐츠의 기획 단계에서부터 두 사업부간의 협업이 필요해 단시간 내 가치를 창출하는 것이 사실상 어렵다. 그러나 동사의 콘텐츠 수급 역량과 커머스 부문에서의 시장지배력을 감안하면, 구체화된 시너지가 시장의 예상보다 빠르게 구체화될 수 있을 것으로 판단한다.

도표 95 CJ ENM 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	933.0	977.6	972.5	1,090.2	1,031.7	1,049.0	1,114.1	1,164.2	3,973.4	4,359.0	4,881.7
YoY	-	-	-	-	10.6%	7.3%	14.6%	6.8%	-	9.7%	12.0%
미디어	278.6	323.1	309.7	350.5	332.5	361.9	379.7	400.0	1,261.9	1,474.1	1,718.4
커머스	285.6	300.0	276.2	331.4	290.9	307.5	300.4	312.9	1,193.3	1,211.7	1,303.4
영화	61.1	46.1	56.5	61.5	80.0	36.0	88.3	98.3	225.2	302.6	423.2
음악	47.4	47.1	66.3	69.8	56.2	66.5	71.0	75.4	230.7	269.1	297.9
CJ헬로	260.3	261.2	263.8	276.9	272.1	277.2	274.7	277.5	1,062.3	1,101.6	1,138.7
매출원가	516.1	539.9	566.7	638.6	625.6	639.0	675.5	704.5	2,261.3	2,644.6	3,057.9
매출원가율	55.3%	55.2%	58.3%	58.6%	60.6%	60.9%	60.6%	60.5%	56.9%	60.7%	62.6%
매출총이익	416.9	437.7	405.8	451.6	406.1	410.0	438.5	459.7	1,712.1	1,714.4	1,823.9
판매비	340.0	349.4	343.9	391.1	316.2	330.8	352.8	378.4	1,424.4	1,378.2	1,416.3
판매비율	36.4%	35.7%	35.4%	35.9%	30.6%	31.5%	31.7%	32.5%	35.8%	31.6%	29.0%
영업이익	76.9	88.3	61.9	60.5	89.9	79.2	85.8	81.3	287.6	336.2	407.5
YoY	-	-	-	-	17.0%	(10.4%)	38.6%	34.3%	0.0%	16.9%	21.2%
미디어	20.1	24.0	9.2	8.6	24.6	29.2	30.8	25.7	61.8	110.3	161.6
커머스	35.9	45.6	30.7	39.5	42.3	33.9	34.3	36.0	151.6	146.5	163.5
영화	0.9	(2.3)	(3.3)	(5.8)	7.2	(3.9)	0.7	1.2	(10.4)	5.2	6.8
음악	2.4	2.0	6.8	0.6	2.7	4.2	4.7	3.8	11.8	15.4	15.6
CJ헬로	17.6	19.1	18.5	17.6	13.1	15.7	15.3	14.7	72.9	58.8	60.1
OPM	8.2%	9.0%	6.4%	5.6%	8.7%	7.5%	7.7%	7.0%	7.2%	7.7%	8.3%
미디어	7.2%	7.4%	3.0%	2.5%	7.4%	8.1%	8.1%	6.4%	4.8%	7.3%	9.4%
커머스	12.6%	15.2%	11.1%	11.9%	14.6%	11.0%	11.4%	11.5%	12.7%	12.1%	12.5%
영화	1.5%	-5.0%	-5.8%	-9.4%	9.0%	-10.7%	1.5%	2.0%	-5.3%	2.6%	2.8%
음악	5.0%	4.1%	10.3%	0.9%	4.8%	6.3%	6.7%	5.0%	5.1%	5.7%	5.2%
CJ헬로	6.8%	7.3%	7.0%	6.4%	4.8%	5.7%	5.6%	5.3%	6.9%	5.3%	5.3%
영업외손익	15.3	504.1	(2.0)	(28.4)	30.2	18.6	(1.3)	1.9	489.0	49.5	49.6
세전이익	92.2	592.4	59.9	32.1	120.2	97.8	84.4	83.3	776.6	385.7	457.1
법인세비용	25.6	152.4	21.8	11.4	23.8	19.0	16.9	16.7	211.2	76.3	100.6
당기순이익	66.6	440.0	38.1	20.7	96.4	78.8	67.5	66.6	565.4	309.3	356.6

자료: 유진투자증권

도표 96 CJ ENM 주말 프라임 타임 광고 단가 추이

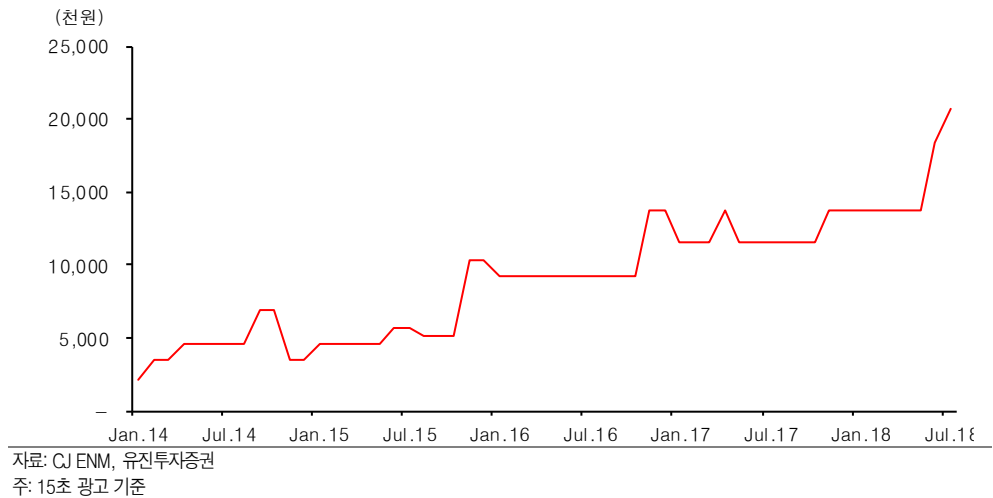


도표 97 CJ ENM 광고 단가 추이

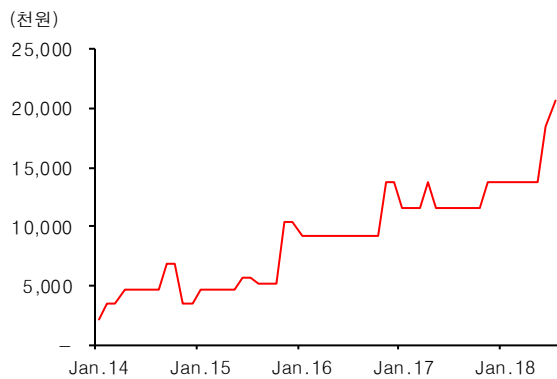


도표 98 CJ ENM 주요 콘텐츠 시청률 추이

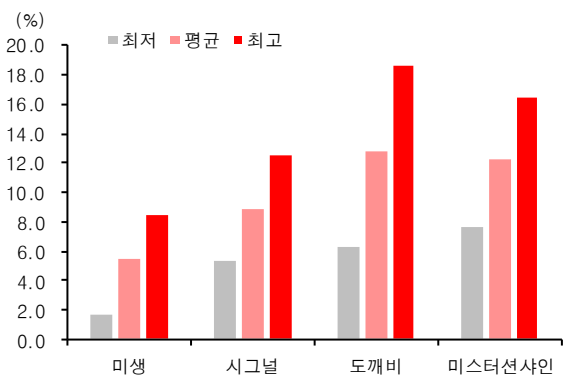


도표 99 사업부문별 매출 비중 전망 (2018년 기준)

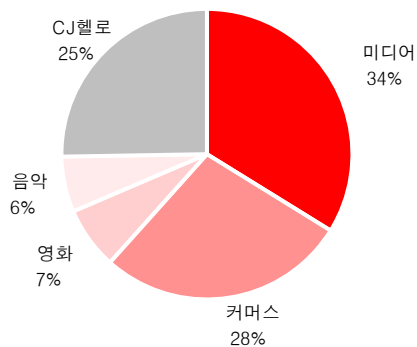
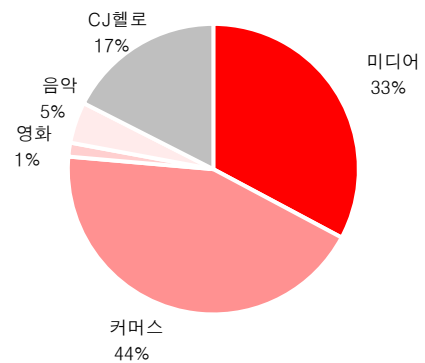


도표 100 사업부문별 영업이익 비중 전망 (2018년 기준)



2. 밸류에이션

CJ ENM의 목표주가는 320,000원으로 4개의 사업부문(미디어, 커머스, 영화, 음악)으로 다각화 되어있는 동사의 사업 모델을 감안해 SOTP(sum-of-the-parts) 방식을 통해 산출했다. 당사가 추정하는 동사의 기업가치는 6.9조원으로 영업가치 5.6조원과 지분가치 2.2조원에 순차입금 0.9조원을 차감해 산정했다.

각 사업부문별 밸류에이션은 미디어 부문은 국내 및 해외의 영화/방송사업자의 평균 PER인 32.0배를 적용했으며, 커머스 부문은 국내 홈쇼핑 업체의 평균 PER 10.0배에서 시장점유율 1위 사업자임을 감안해 10% 할증한 11.0배를 적용했다. 영화사업의 가치는 쇼박스의 시가총액을 적용했는데, 실질적으로 배급 부문에서 동사와 쇼박스의 점유율 차이가 큰 점(1H18 관객 수 기준 CJ ENM 15.5%, 쇼박스 5.3%)을 감안하면 합리적인 수준으로 판단한다. 음악사업의 가치는 상장사 지니뮤직의 2019년 기준 PER을 적용했다. 지니뮤직과 동사의 자회사인 씨제이디지털뮤직은 합병을 통해 음악유통 및 콘텐츠 사업의 시너지를 극대화할 계획이다.

지분가치는 CJ헬로의 경우 매각 가능성 및 경영권 프리미엄을 감안해 전일 시가총액에서 10%의 할인율을 적용했고, 넷마블과 삼성생명의 경우 30%의 할인율을 적용했다.

목표주가 320,000원은 당사추정 2019년 실적기준으로 PER 20.7배 수준이다.

도표 101

목표주가 산정 식

구분	산정가치(십억원)	세부사항
영업가치 (A)	5,648	(A)=①+②+③+④
미디어사업 가치 ①	3,703	12M FWD NOPLAT 115.7(십억원), 32.0배 적용, 국내외 미디어 사업자의 평균 PER 적용
커머스사업 가치 ②	1,406	12M FWD NOPLAT 127.8(십억원), 11.0배 적용, 시장점유율 감안해 홈쇼핑 평균대비 10% 할증
영화사업 가치 ③	269	영화 사업을 영위하는 쇼박스 가치 적용
음악사업 가치 ④	270	12M FWD NOPLAT 15.0(십억원), 18.0배 적용, 지니뮤직의 2019년 기준 PER
지분가치(B)	2,214	(B)=(a)+(b)+(c)
CJ헬로(지분율 54%) (a)	365	전일 시가총액 10% 할인(매각 가능성 및 경영권 프리미엄 감안)
넷마블(지분율 22%) (b)	1,791	전일 시가총액 30% 할인
삼성생명(지분율 0.5%) (c)	77	전일 시가총액 30% 할인
순차입금(C)	945.4	2018년 추정 기준
기업가치(D)=(A)+(B)-(C)	6,913	
주당가치 (원)	315,301	
목표주가 (원)	320,000	
상승여력 (%)	32.5%	
현재주가 (원)	241,500	

자료: 유진투자증권

주: 지분가치는 전일(2018.10.12) 종가 기준의 시가총액 적용

CJ ENM(035760.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	5,535	6,556	6,991	7,255	7,537
유동자산	1,673	1,939	2,295	2,379	2,502
현금성자산	184	239	538	484	496
매출채권	817	834	906	1,014	1,101
재고자산	232	242	253	283	307
비유동자산	3,862	4,617	4,697	4,875	5,035
투자자산	1,114	1,754	1,925	2,156	2,338
유형자산	1,090	1,129	1,013	932	877
기타	1,657	1,734	1,759	1,788	1,820
부채총계	2,557	2,823	3,091	3,062	3,019
유동부채	1,943	1,550	1,816	1,784	1,739
매입채무	532	558	573	642	696
유동상이자부채	425	217	467	367	267
기타	986	776	776	776	776
비유동부채	614	1,273	1,276	1,278	1,281
비유동이자부채	515	1,020	1,020	1,020	1,020
기타	99	253	256	258	261
자본총계	2,978	3,733	3,900	4,192	4,518
지배지분	2,464	3,114	3,281	3,574	3,899
자본금	225	225	225	225	225
자본잉여금	1,071	1,071	1,071	1,071	1,071
이익잉여금	1,231	1,760	1,996	2,289	2,614
기타	(63)	59	(11)	(11)	(11)
비지배지분	515	619	619	619	619
자본총계	2,978	3,733	3,900	4,192	4,518
총차입금	1,265	1,371	1,487	1,387	1,287
순차입금	846	818	949	903	790

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업현금	246	491	346	361	432
당기순이익	93	565	309	357	399
자산상각비	287	334	301	283	270
기타비현금성손익	(393)	109	(292)	(208)	(182)
운전자본증감	259	(518)	28	(70)	(56)
매출채권감소(증가)	(28)	(18)	(71)	(109)	(86)
재고자산감소(증가)	(18)	(132)	84	(30)	(24)
매입채무증가(감소)	32	26	15	69	54
기타	273	(394)	0	0	0
투자현금	(371)	(419)	(256)	(269)	(266)
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	(5)	4	(45)	(38)	(19)
설비투자	(323)	(347)	(131)	(146)	(159)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(44)	(76)	(80)	(84)	(88)
재무현금	(16)	(18)	184	(146)	(154)
차입금증가	0	0	250	(100)	(100)
자본증가	(16)	(18)	(66)	(46)	(54)
배당금지급	15	12	66	46	54
현금 증감	(141)	54	274	(54)	12
기초현금	326	184	239	513	459
기말현금	184	239	513	459	471
Gross Cash flow	(13)	1,009	318	432	487
Gross Investment	113	936	229	339	321
Free Cash Flow	(125)	72	90	92	166

자료: 유진투자증권

주: Pro-Forma 기준으로 작성됨

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,707	3,973	4,359	4,882	5,296
증가율(%)	-	7.2	9.7	12.0	8.5
매출원가	2,149	2,261	2,645	3,058	3,372
매출총이익	1,558	1,712	1,714	1,824	1,924
판매 및 일반보통비	1,351	1,424	1,378	1,416	1,453
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	207	288	336	408	470
증가율(%)	-	39.1	16.9	21.2	15.4
EBITDA	493	621	638	690	740
증가율(%)	-	26.0	2.6	8.2	7.3
영업외손익	(77)	489	49	50	41
이자수익	32	25	61	45	45
이자비용	64	59	65	57	53
지분법손익	70	583	67	113	102
기타영업외손익	(115)	(61)	(13)	(51)	(52)
세전순이익	130	777	386	457	511
증가율(%)	-	499.0	(50.3)	18.5	11.8
법인세비용	36	211	76	101	112
당기순이익	93	565	309	357	399
증가율(%)	-	505.1	(45.3)	15.3	11.8
지배주주지분	89	565	303	339	379
증가율(%)	-	505.1	(43.7)	11.9	11.8
비지배지분	5	1	7	18	20
EPS(원)	-	24,497	13,802	15,449	17,275
증가율(%)	-	-	(43.7)	11.9	11.8
수정EPS(원)	-	24,497	13,802	15,449	17,275
증가율(%)	-	-	(43.7)	11.9	11.8

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	-	24,497	13,802	15,449	17,275
BPS	-	142,020	149,654	162,983	177,818
DPS	-	3,000	2,120	2,440	2,730
밸류에이션(배,%)					
PER	-	11.0	17.5	15.6	14.0
PBR	-	1.4	1.6	1.5	1.4
EV/ EBITDA	-	9.8	9.8	9.0	8.2
배당수익률	0.2	1.2	0.9	1.0	1.1
PCR	n/a	5.2	16.6	12.3	10.9
수익성(%)					
영업이익률	5.6	7.2	7.7	8.3	8.9
EBITDA이익률	13.3	15.6	14.6	14.1	14.0
순이익률	2.5	14.2	7.1	7.3	7.5
ROE	5.3	13.5	9.5	9.9	10.1
ROIC	6.3	6.5	7.6	8.8	9.8
인정성(배,%)					
순차입금/자본지분	28.4	21.9	24.3	21.5	17.5
유동비율	86.1	125.1	126.4	133.4	143.9
이자보상배율	3.2	4.9	5.2	7.2	8.9
활동성(회)					
총자산회전율	0.9	0.7	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	4.6	4.8	5.0	5.1	5.0
재고자산회전율	17.7	16.8	17.6	18.2	18.0
매입채무회전율	7.2	7.3	7.7	8.0	7.9