

CJ ENM (035760)

2019. 04. 22

미디어/엔터

내년까지 글로벌 아이돌 3팀 + α

Analyst 김현용

02. 3779-8919

hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

아이즈원에서 프로듀스 X, 빌리프랩으로 이어지는 선순환 구조

동사는 워너원의 대성공을 통해 메이저 기획사로 성장할 있다는 자신감을 시장에 알린 바 있다. 동사의 글로벌 걸그룹 아이즈원은 데뷔 6개월 만에 한일합산 62만장의 앨범 판매량을 기록했다. 걸그룹 3강인 트레블의 아성에 도전장을 내밀었으며, 하반기에는 글로벌 투어도 계획 중인 것으로 알려지고 있다.

이어서 5월 3일부터는 프로듀스 X 101이 방영을 시작할 예정이다. 프로듀스 101의 4 번째 시즌이며, 방영 종료 후 준비기간을 거쳐 4분기 중 데뷔할 것으로 예상된다. 게다가 빌리프랩을 통한 보이그룹 데뷔도 내년 중 1팀이 예정되어 있어 최소한 3팀의 글로벌 아이돌을 보유한 기획사가 될 전망이다.

1분기 실적도 복합기업의 장점이 부각될 전망

동사 1분기 실적은 매출액 1조 1,118억원(YoY +7.8%), 영업이익 865억원(YoY -4.0%)으로 매출은 컨센서스에 부합하나, 영업이익은 6% 가량 하회할 전망이다. 그러나 콘텐츠 흥행작 공백과 TV 광고단가의 성장률(프라이타임 평균단가 1분기 YoY +6.9%) 정체로 인한 미디어 감익을 영화와 커머스가 메이크업하는 양호한 실적일 것으로 판단된다. 영화는 극한직업(관객수 1,600만명 돌파) 효과만 영업이익 80~100억원에 육박할 전망이다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 30만원(유지)

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 30만원으로 각각 기준을 유지한다. 투자의견 매수 근거는 음악사업에서 2분기에만 빌리프랩(보이그룹 예정) 글로벌 오디션 개시, 프로듀스 X 방영, 아이즈원 컴백 등 다수 모멘텀이 발현될 전망이다. 아울러 미디어 사업부문에서도 아스달 연대기 방영과 미디어 커머스 사업 전개에 대한 시장 기대감이 높아지는 점도 긍정적이라는 판단이다.

Buy (maintain)

목표주가 300,000 원

현재주가 217,900 원

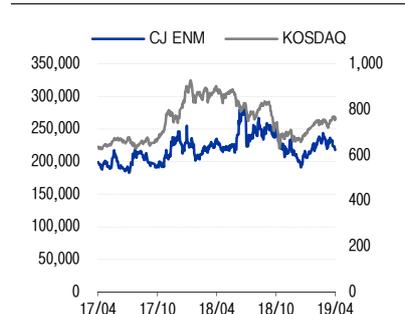
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ (4/19)	762.57 pt
시가총액	47,784 억원
발행주식	21,929 천주
52 주 최고가 / 최저가	286,400 / 191,200
90 일 일평균거래대금	158 억원
외국인 지분율	19.1%
배당익률(19.12E)	1.4%
BPS(19.12E)	143,064 원
KOSDAQ 대비 상대익률	1개월 -9.0%
	6개월 -14.4%
	12개월 -4.9%
주주구성	씨제이(주) 외 5인 42.7%
	국민연금공단 5.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	2,260	224	184	143	21,705	458.6	469	10.6	4.1	1.4	13.5
2018	3,427	251	217	184	8,766	-59.6	696	24.3	8.8	1.6	8.5
2019E	4,669	352	416	344	15,682	78.9	817	13.9	7.5	1.5	11.5
2020E	4,987	389	454	377	17,185	9.6	874	12.7	6.9	1.4	11.4
2021E	5,296	423	488	405	18,490	7.6	929	11.8	6.3	1.3	11.2

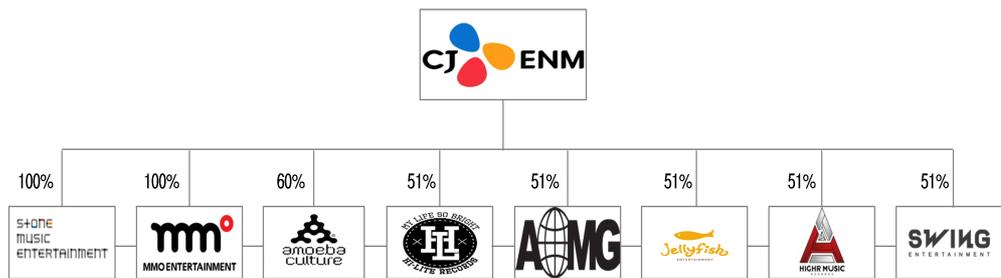
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Music: 아이즈원 열풍 → Produce X로 이어진다

아이즈원은 지난 10월 데뷔 이래 국내에서 2장의 미니 앨범, 일본에서 1장의 싱글을 낸 상태다. 3장의 앨범을 합쳐서 총 62만장을 판매하였으며, 일본 데뷔앨범은 RIAJ 플래티넘(25만장) 인증을 받았고 최근 국내 미니2집은 초동 판매량 13만장을 넘어 국내 걸그룹 초동 1위에 올랐다.

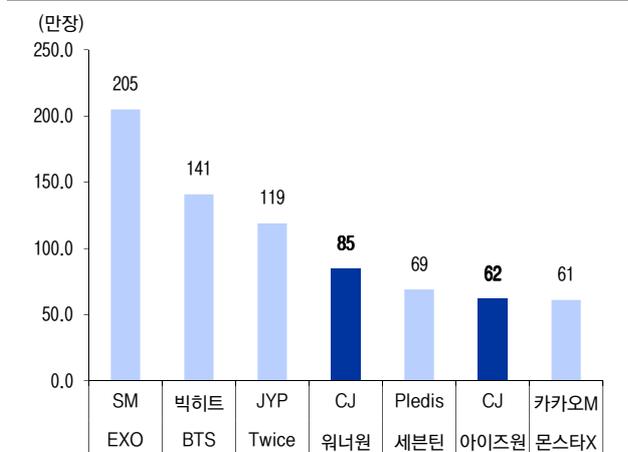
이 열풍을 이어 5월 3일부터 프로듀스 X 101이 방영된다. 보이그룹을 모집 예정인 이번 프로그램에서 동사는 채널사업자의 역량을 십분 발휘하여 단기간에 이슈메이킹을 하고, 데뷔전에 이미 팬덤을 형성시키는 전례를 따를 것으로 전망된다. 아이즈원 활동기간(2018.10~2019.04) 내 국내 한일합산 음반판매량을 기준으로 CJ ENM은 4위(위너원), 6위(아이즈원) 자리에 두 팀을 랭크인한 상태다. 프로듀스 X 데뷔팀이 위너원을 넘어설지 시장의 이목이 쏠리고 있다.

그림91 CJ ENM 산하 레이블 현황



자료: 씨제이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 아이즈원 데뷔 이래 (18.10~19.3) 그룹별 음반판매량



주: 한국과 일본의 음반 판매량 합산 기준

자료: 씨제이엔엠, 가온차트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 데뷔 6개월 만에 62만장의 음반을 판매한 IZ*ONE



자료: 씨제이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

Music: 프로듀스 X에 거는 기대감 증폭

동사는 산하에 스윙엔터, 젤리피쉬엔터, 오프더레코드엔터, AOMG 등 다수의 레이블을 거느리고 있다. 음악사업에 꾸준히 투자한 결과 이제는 음반 판매량에서 5대 기획사 반열에 올랐으며, 최근 3년간 합산 판매량은 600만장을 돌파한 상황이다. 특히 작년에는 워너원 224만장을 포함하여 총 275만장(YoY +57%)을 판매하며 3위 JYP(286만장)를 맹추격하기도 했다.

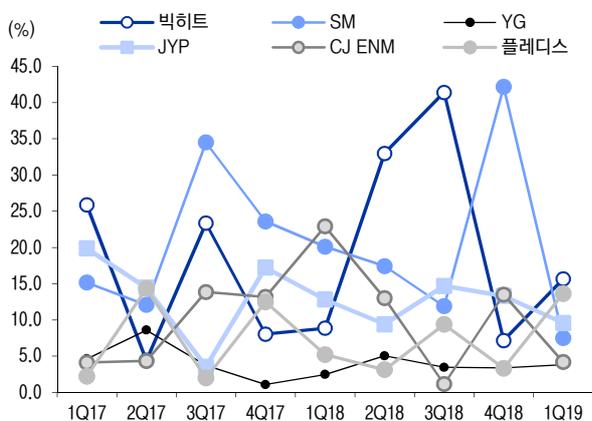
올해도 아이즈원이 2월초 일본 데뷔앨범을 25만장 이상 팔았고, 4월초 국내 미니2집도 초동판매만 13.2만장을 기록한 상태다. 여기에 더해 4분기 프로듀스 X가 데뷔하면 전년비 큰 하락은 없을 것으로 예상된다. 아울러 음원시장에서는 동사가 YG와 더불어 선두그룹을 굳건하게 형성하고 있다. 1분기 동사 음원시장 점유율은 7.4%, 음반시장 점유율은 4.2%를 기록했다.

그림94 엠넷 출신 CJ ENM 산하 아티스트 라인업



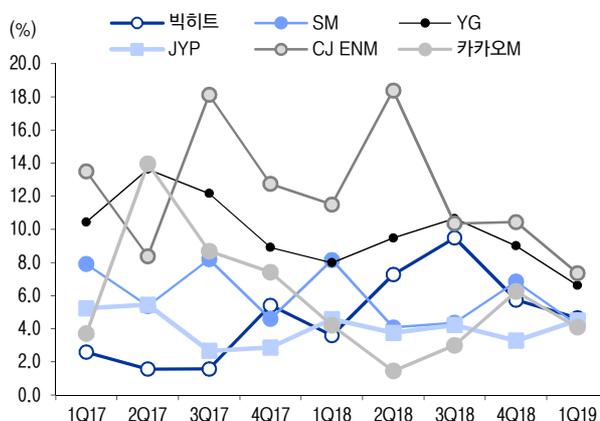
자료: 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 주요 기획사별 국내 음반판매량 점유율 추이



자료: 가온차트, 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 주요 기획사별 국내 음원시장 점유율 추이



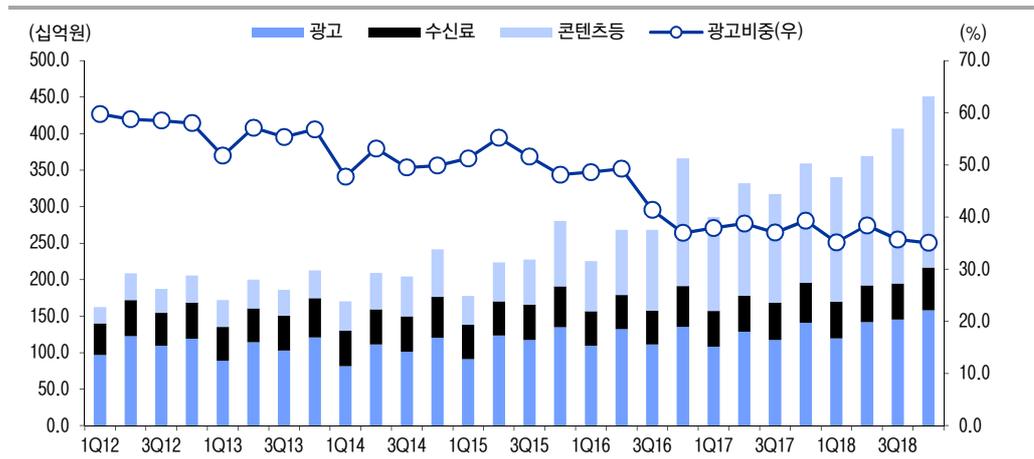
자료: 가온차트, 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

Media: 디지털은 걱정 없다! 콘텐츠와 TV 광고도 이상무!

동사 미디어 사업부에서 TV 광고비중은 이제 35% 수준에 불과하다. 그 밖에 콘텐츠 제작/판매가 30%, 디지털 광고가 15%를 구성하고 있다. 세 부문 모두 전년도 성장률은 두 자리수를 마크한 것으로 추정되고, 디지털 광고의 경우 시장성장률을 크게 상회하며 30~40% 수준의 초고속 성장을 이어 갔다.

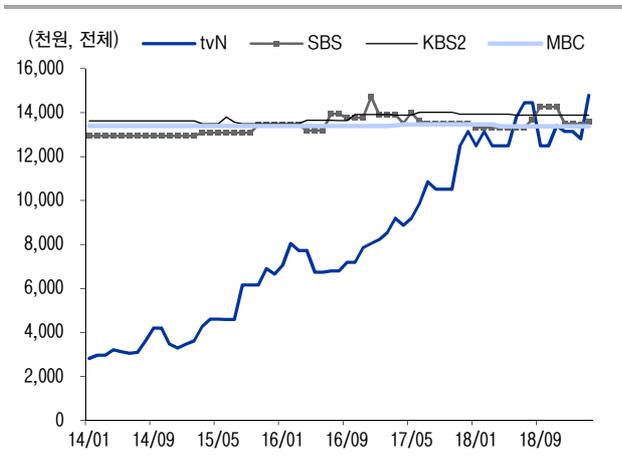
올해도 콘텐츠와 디지털 광고는 가파른 성장이 이어질 전망이다. 자회사 스튜디오드래곤의 텐트폴 시장점유율이 50%로 압도적이고, 디지털 광고시장도 최근 3년간 연평균 시장성장률은 20% 수준이었던 반면 동사 매출액은 38%로 초과성장을 지속 중이기 때문이다. 한편, YTD 라인업의 시청률이나 화제성이 작년 하반기 대비 감소한 것으로 보여져, 두 자리수 매출성장 목표가 어려울 것으로 판단되는 TV 광고도 1분기까지의 흐름은 양호하다는 판단이다. 3월 토요일 자백의 광고단가 상승 영향으로 1분기 TV 광고 프라임 평균단가는 YoY +7% 상승한 것으로 나타났다.

그림97 미디어 사업부문 세부 매출 Breakdown



자료: 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 tvN 대 지상파 월별 프라임 타임 광고단가 추이



자료: 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 tvN vs 지상파 프라임타임 광고단가 YoY 추이



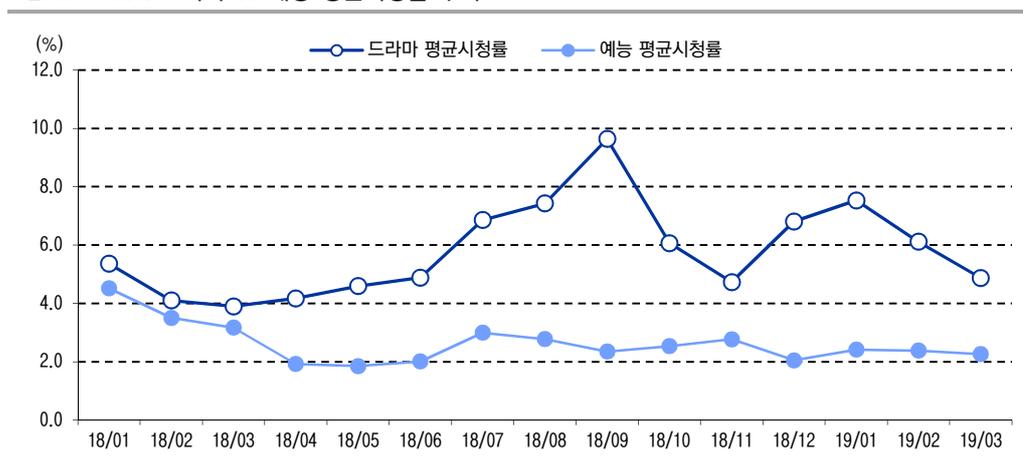
자료: 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

Media: 드라마 시청률은 다소 고전 중

동사의 tvN 채널이 드라마 시장에서 갖는 위상은 최근 3년 사이 크게 격상되었다. 도깨비, 시그널 열풍에서 미스터 션샤인이 넷플릭스에 수백억원의 저작권료를 받고 팔리는 등 경쟁사들이 고전하는 것이 느껴질 정도로 양질의 시나리오와 탑티어 작가들이 동사로 유입되고 있는 것이다.

이렇듯 기세등등하던 tvN 라인업이 올해 들어서는 다소 힘을 못쓰고 있는 것으로 판단된다. 연초 월화드라마 왕이 된 남자 이후로 평균시청률이 5%를 넘는 드라마가 한 편도 나오지 않았기 때문이다. 최근 방영 중인 라인업들(자백, 그녀의 사생활)도 기대치 대비 부진한 흐름이다. tvN 드라마 라인업 평균시청률은 1월 7.5%에서 3월 4.9%로 눈에 띄게 감소한 상황이며, 3월을 기준으로 메이저 5대 채널 가운데 드라마 시청률로 하위권에 머물러 있다. 이제는 아스달 연대기에 모든 기대가 쏠리고 있는 상황이며, 예능은 최근 스페인 하숙이 8% 시청률을 기록 하며 선전 중이다.

그림100 tvN 드라마 vs 예능 평균시청률 추이



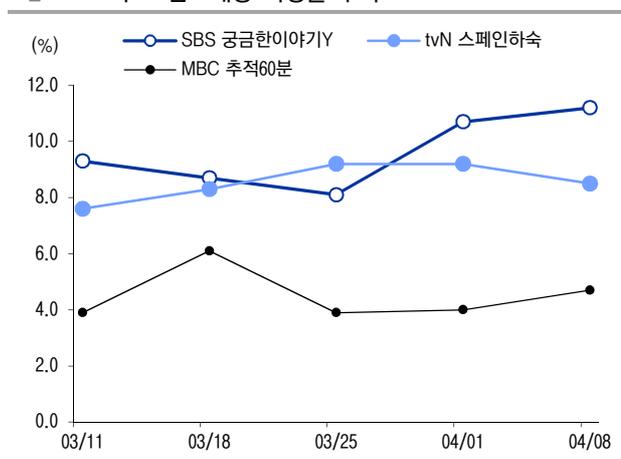
자료: 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 tvN 토일 드라마 자백



자료: 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 주요 금요일예능 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

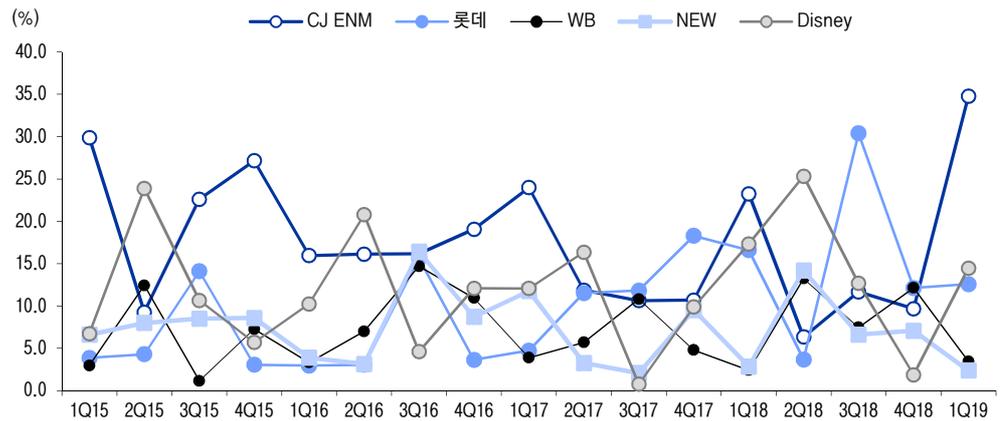
Movie: 돈을 덜 쓰는 국내, 비중 올라오는 해외

동사는 지난 해 공작(황정민, 조진웅 주연, 8월 개봉)을 비롯하여 100억원 대 대작 4편을 배급하며 분전했으나, 결과는 참패였다. 연간 모객수는 2,700만명을 조금 넘는 수준에 그치며 3천만명 회복에 실패했고, 배급사별 점유율에서도 3위로 하락했다.

그러나 올해 국내 라인업은 확실하게 영화사업부문에 이익 기여를 하고 있다. 1월 극한직업이 1,600만명 이상을 모객하며 공전의 히트를 기록했고, 2월 개봉작 사바하도 240만명을 모객하며 BEP를 넘긴 것으로 판단된다. 라인업의 평균 제작비가 줄어든 상태기 때문에 큰 이변이 없다면 올해는 100억원이 넘는 영업흑자가 확실시된다.

그리고 해외 프로젝트 비중도 터키를 중심으로 빠르게 증가 중이다. 향후 1년 이내에 해외 프로젝트 수량비중은 50%를 넘어설 것으로 전망된다. 터키 배급시장에서 CJ CGV와 더불어 탐티어를 형성 중이고, 인도에서도 6월 국제시장 리메이크작 Bharat이 현지 개봉 예정이다.

그림103 주요 배급사별 시장점유율 추이



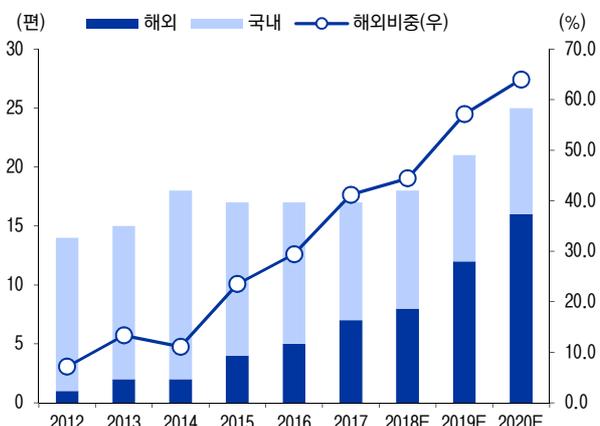
자료: KOBIS, 씨제이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 연도별 배급영화 평균제작비 & 대작수 추이



자료: 씨제이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 CJ ENM 해외 프로젝트 비중 전망



자료: 씨제이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

1분기 실적 Preview & 2019년 실적 전망

동사 1분기 실적은 매출액 1조 1,118억원(YoY +7.8%), 영업이익 865억원(YoY -4.0%)으로 매출은 컨센서스에 부합하나, 영업이익은 6% 가량 하회할 전망이다. 그러나 콘텐츠 흥행작 공백과 TV 광고단가의 성장률(프라임타임 평균단가 1분기 기준 YoY +6.9%) 정체로 인한 미디어 감익을 영화와 커머스가 메이크업하는 양호한 실적일 것으로 판단된다. 영화는 극한직업(관객수 1,600만명 돌파) 효과만 영업이익 80~100억원에 육박할 전망이다.

올해 실적은 매출액 4조 6,691억원(YoY +7.1%), 영업이익 3,523억원(YoY +11.9%)로 이익은 현재의 시장기대치를 4% 가량 하회할 것으로 전망한다. 매출 증가는 전 사업부문이 고르게 기여하는 가운데 커머스가 약 1,000억원, 음악/영화가 800억원, 미디어가 700억원 증가할 것으로 예상된다. 이익 측면에서도 커머스의 마진 정상화와 음악/영화의 증익이 두자리수 증익의 가장 큰 동인이다. 미디어의 경우 지상파 중간광고 도입 가능성이 상존하는 상황에서 TV 광고 고성장 유지여부와 콘텐츠 흥행작 부담이 복합적으로 작용하는 상황이라 판단된다.

표7 CJENM 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원)	2017	2018	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	3,972.3	4,357.6	4,669.1	1,031.7	1,049.0	1,078.6	1,198.2	1,111.8	1,115.4	1,175.7	1,266.2
% YoY	n/a	9.7%	7.1%	12.1%	7.3%	10.9%	9.91%	7.8%	6.3%	9.0%	5.7%
% QoQ				-5.4%	1.7%	2.8%	11.09%	-7.2%	0.3%	5.4%	7.7%
미디어	1,269.0	1,567.9	1,636.9	340.4	369.5	406.8	451.2	355.4	385.8	424.7	471.1
영화	220.6	213.3	256.8	80.0	36.0	45.0	52.3	98.8	41.1	58.9	58.1
음악	235.2	233.5	271.9	56.2	66.5	58.2	52.6	57.3	61.2	74.5	79.0
커머스	1,172.9	1,293.3	1,401.3	290.9	307.4	292.7	402.3	322.9	344.3	327.8	406.3
CJ헬로	1,062.4	1,049.7	1,102.2	264.3	269.6	276.0	239.8	277.5	283.1	289.8	251.8
영업이익	287.7	315.0	352.3	90.1	79.1	76.4	69.4	86.5	87.6	91.7	86.5
% YoY	n/a	9.5%	11.9%	25.8%	-10.4%	23.4%	4.2%	-4.0%	10.8%	20.0%	24.6%
% QoQ				35.3%	-12.2%	-3.4%	-9.2%	24.6%	1.3%	4.7%	-5.7%
미디어	61.9	111.5	114.0	24.6	29.2	37.2	20.5	22.4	27.2	35.5	28.9
영화	-9.0	-0.9	12.1	7.2	-3.9	-2.3	-1.9	9.7	-0.4	1.2	1.6
음악	11.0	11.2	16.3	2.8	4.0	3.5	0.9	2.4	4.5	5.6	3.8
커머스	152.3	124.4	139.6	42.5	33.9	17.8	30.2	38.6	40.1	28.8	32.1
CJ헬로	72.2	68.9	70.3	13.1	15.9	20.2	19.7	13.4	16.2	20.6	20.1
영업이익률 (%)	7.2%	7.2%	7.5%	8.7%	7.5%	7.1%	5.8%	7.8%	7.9%	7.8%	6.8%
미디어	4.9%	7.1%	7.0%	7.2%	7.9%	9.1%	4.5%	6.3%	7.1%	8.4%	6.1%
영화	-4.1%	-0.4%	4.7%	9.0%	-10.8%	-5.1%	-3.6%	9.8%	-1.0%	2.0%	2.8%
음악	4.7%	4.8%	6.0%	5.0%	6.0%	6.0%	1.7%	4.2%	7.4%	7.5%	4.8%
커머스	13.0%	9.6%	10.0%	14.6%	11.0%	6.1%	7.5%	12.0%	11.6%	8.8%	7.9%
CJ헬로	6.8%	6.6%	6.4%	5.0%	5.9%	7.3%	8.2%	4.8%	5.7%	7.1%	8.0%

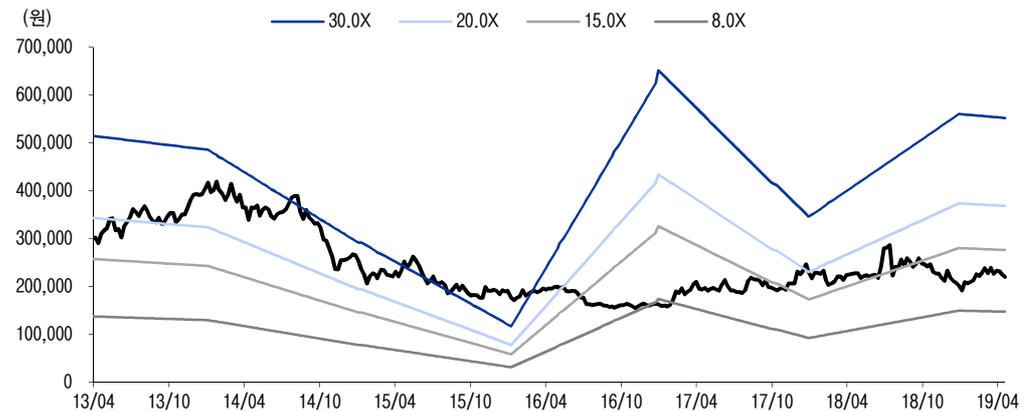
주: 2017년, 2018년 실적 테이블은 비교가능성을 위해 재무보고 기준이 아니라 합병후 실질기준으로 재작성
 자료: 씨제이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

동사에 대해 투자의견은 기존의 매수를 유지하고, 목표주가도 기존의 30만원을 유지하도록 한다. 투자의견 매수의 근거는 1분기 실적이 컨센서스를 소폭 하회하지만 Pure Player들과는 다르게 실적 방어력이 탁월하고, 2분기 중 빌리프랩 남자아이돌 글로벌 오디션 개시, Produce 101 시즌4 방영과 아스달 연대기로 이어지는 모멘텀이 강하기 때문이다.

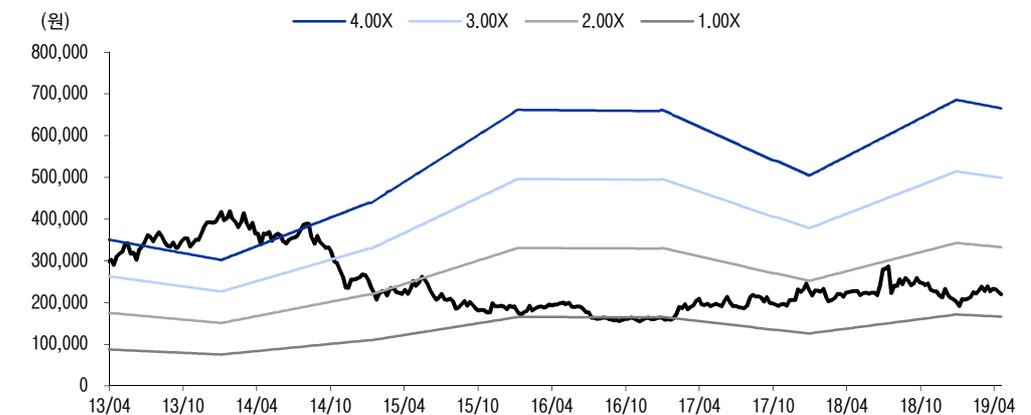
현재 주가는 CJ E&M과 CJ오쇼핑 합병 전후 기준의 전저점 21만원에서 5%도 반등을 못 한 상황이다. 콘텐츠 해외판매, 디지털 광고를 중심으로 미디어 고성장이 여전히 유효하고, 올해부터는 그간 이익기여가 미약했던 음악과 영화가 본격적으로 실적에 기여한다. 복합기업의 메리트가 부각될만한 현재의 시장상황까지 감안한다면 동사는 지금이 매수 적기일 것으로 판단된다.

그림106 CJENM PER 밴드 차트



자료: 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 CJENM PBR 밴드 차트



자료: 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	664	1,907	1,991	2,146	2,379
현금 및 현금성자산	114	244	240	287	415
매출채권 및 기타채권	372	919	971	1,037	1,102
재고자산	76	210	222	237	252
기타유동자산	101	534	558	584	610
비유동자산	2,138	4,994	5,179	5,373	5,574
관계기업투자등	236	1,383	1,439	1,498	1,559
유형자산	816	1,397	1,467	1,548	1,635
무형자산	950	1,831	1,873	1,912	1,948
자산총계	2,802	6,901	7,171	7,519	7,953
유동부채	732	2,032	2,055	2,097	2,177
매입채무 및 기타채무	216	525	555	593	630
단기금융부채	174	892	847	812	812
기타유동부채	342	615	653	693	735
비유동부채	586	1,350	1,319	1,313	1,328
장기금융부채	512	1,006	961	941	941
기타비유동부채	74	343	357	372	387
부채총계	1,318	3,382	3,373	3,411	3,505
지배주주지분	1,028	2,859	3,137	3,448	3,788
자본금	31	111	111	111	111
자본잉여금	80	2,246	2,246	2,246	2,246
이익잉여금	924	1,076	1,354	1,665	2,005
비지배주주지분(연결)	456	660	660	660	660
자본총계	1,484	3,519	3,797	4,108	4,448

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	374	534	792	838	891
당기순이익(손실)	143	184	344	377	405
비현금수익비용가감	332	570	461	481	503
유형자산감가상각비	166	207	308	324	342
무형자산상각비	79	238	157	161	164
기타현금수익비용	1	125	-4	-3	-3
영업활동 자산부채변동	-50	-172	-12	-20	-17
매출채권 감소(증가)	-9	-47	-52	-66	-64
재고자산 감소(증가)	-10	-123	-12	-15	-15
매입채무 증가(감소)	-6	19	30	38	37
기타자산, 부채변동	-25	-22	22	23	25
투자활동 현금	-256	-289	-641	-670	-698
유형자산처분(취득)	-182	-207	-379	-404	-429
무형자산 감소(증가)	-81	-312	-200	-200	-200
투자자산 감소(증가)	68	69	-47	-49	-52
기타투자활동	-61	161	-16	-16	-17
재무활동 현금	-106	-115	-156	-121	-66
차입금의 증가(감소)	-89	99	-90	-55	0
자본의 증가(감소)	-18	-18	-66	-66	-66
배당금의 지급	18	18	66	66	66
기타재무활동	0	-195	0	0	0
현금의 증가	11	129	-4	48	127
기초현금	103	114	244	240	287
기말현금	114	244	240	287	415

자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,260	3,427	4,669	4,987	5,296
매출원가	988	1,998	2,041	2,180	2,315
매출총이익	1,272	1,429	2,628	2,807	2,981
판매비 및 관리비	1,047	1,178	2,276	2,417	2,558
영업이익	224	251	352	389	423
(EBITDA)	469	696	817	874	929
금융손익	-12	6	26	27	28
이자비용	20	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	6	15	18	18	18
기타영업외손익	-34	-55	20	20	20
세전계속사업이익	184	217	416	454	488
계속사업법인세비용	41	33	72	77	83
계속사업이익	143	184	344	377	405
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	143	184	344	377	405
지배주주	131	165	344	377	405
총포괄이익	147	118	344	377	405
매출총이익률 (%)	56.3	41.7	56.3	56.3	56.3
영업이익률 (%)	9.9	7.3	7.5	7.8	8.0
EBITDA 마진률 (%)	20.8	20.3	17.5	17.5	17.5
당기순이익률 (%)	6.3	5.4	7.4	7.6	7.7
ROA (%)	4.7	3.4	4.9	5.1	5.2
ROE (%)	13.5	8.5	11.5	11.4	11.2
ROIC (%)	10.5	8.0	8.0	8.5	8.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	10.6	24.3	13.9	12.7	11.8
P/B	1.4	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.1	8.8	7.5	6.9	6.3
P/CF	3.0	5.3	5.9	5.6	5.3
배당수익률 (%)	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	2.3	51.6	36.3	6.8	6.2
영업이익	25.5	11.8	40.4	10.5	8.5
세전이익	196.6	17.8	91.4	9.2	7.6
당기순이익	340.2	28.4	86.7	9.6	7.6
EPS	458.6	-59.6	78.9	9.6	7.6
안정성 (%)					
부채비율	88.8	96.1	88.8	83.0	78.8
유동비율	90.8	93.8	96.9	102.3	109.3
순차입금/자기자본(x)	33.1	41.1	35.6	30.2	24.8
영업이익/금융비용(x)	11.1	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	686	1,898	1,808	1,753	1,753
순차입금 (십억원)	492	1,447	1,352	1,241	1,104
주당지표(원)					
EPS	21,705	8,766	15,682	17,185	18,490
BPS	165,443	130,382	143,064	157,249	172,738
CFPS	76,426	40,130	36,712	39,144	41,443
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000