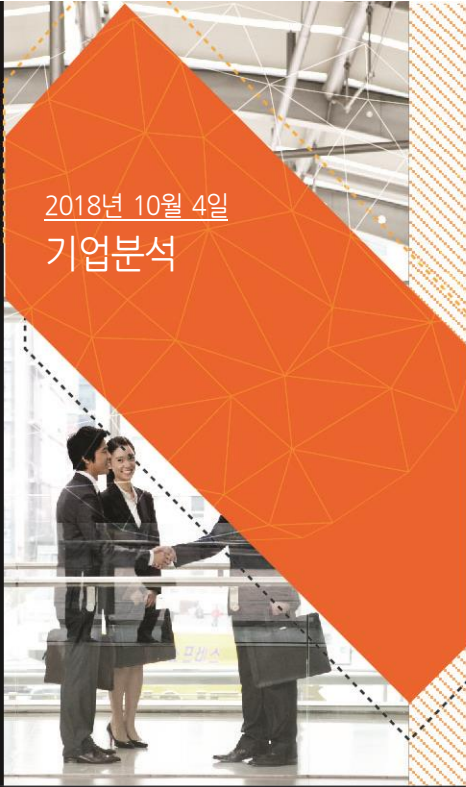


2018년 10월 4일  
기업분석



심층분석

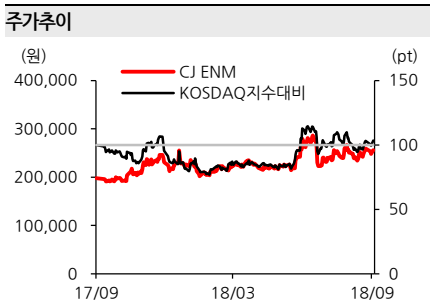
▶ Analyst 김소혜  
sohye.kim@hanwha.com | 3772-7404

Buy (신규)

목표주가(신규): 350,000원

현재주가(10/2)	253,000원
상승여력	▲ 38.3%
시가총액	55,474억원
발행주식수	21,926천주
52 주 최고가 / 최저가	286,400 / 191,100원
90 일 일평균거래대금	269.8억원
외국인 지분율	19.6%
주주구성	
씨제이(주)(외 5인)	42.7%
CJ 오쇼핑 자사주	0.9%
김흥수	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.4	-5.0	10.6	27.8
상대수익률(KOSDAQ)	3.1	-5.6	19.0	6.1



CJ ENM (035760)

새로운 미디어 패러다임 변화를 준비하는 CJ ENM

미디어 산업에 또 다른 변화가 몰려오고 있습니다. CJ ENM은 국내에서 유일하게 콘텐츠에서 시작되는 미디어를 소비자의 커머스 영역까지 연결할 수 있는 잠재력을 지닌 업체입니다. 기존 미디어, 커머스 사업의 안정적인 이익 창출 능력을 기반으로 향후 사업 간의 시너지가 가시화됨에 따라 가파른 실적 성장세를 보일 것으로 전망합니다. 미디어 업종 내 최선호주로 제시합니다.

미디어커머스 사업 진출로 신규 채널 확충

최근 미디어와 상거래 산업은 소비자의 양방향 경험이 중요해지는 형태로 변화하고 있고 이러한 흐름은 동사에게 유리한 환경이 되고 있다. 동사는 DIA TV와 다다스튜디오를 통해 미디어커머스라는 신규 유통 채널을 확보할 것으로 예상하며, 이는 트래픽 확보와 광고 인벤토리 증가라는 단기적인 성과를 넘어 초기 시장 선점 효과 면에서도 긍정적인 기여를 할 것으로 기대한다.

디지털 광고가 단기 실적 성장 견인

우리는 동사의 2018년 매출액을 전년 대비 7.4% 증가한 4.27조 원으로 전망한다. 단기적으로 동사의 실적을 크게 성장시켜 주는 요인은 2가지다. 1) 국내외 모든 매체에 노출 되어 있는 PIP, MCN, 티빙 등의 디지털 플랫폼을 보유하고 있어 시장 성장률을 상회할 수 있고, 2) 음악 부문과 미디어 채널과의 시너지가 나타남에 따라 주목 받지 못했던 음악 사업의 실적이 성장할 수 있게 됐다.

투자의견 BUY와 목표주가 35만 원으로 신규 커버리지 제시

CJ ENM에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 35만 원을 제시한다. 목표주가는 SOTP 방식을 통해 영업가치 3.6조 원과 투자자산가치 4.1조 원을 반영했다. 현재 주가는 올해 예상실적 기준 PER 17배, 내년 기준 15배 수준으로 저평가 되었다고 판단한다. 1) 향후 3년 간 연평균 매출액 성장률이 8%에 달할 것으로 전망되고, 2) 이제 막 본격화되기 시작한 미디어커머스 산업에서 최대 수혜주가 될 수 있음에 주목해야한다. 국내 미디어 산업에서 전례 없는 패러다임을 만들어 나가고 있는 동사에 대해 적극적인 매수 의견을 제시한다.

재무정보	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	4,266	4,598	4,999
영업이익(십억원)	349	388	438
EBITDA(십억원)	639	677	730
지배주주순이익(십억원)	312	353	397
EPS(원)	14,239	16,092	18,115
PER(배)	17.4	15.4	14.0
EV/EBITDA(배)	7.2	6.4	5.7
ROE(%)	12.6	13.1	13.2

## | Contents |

---

I. 콘텐츠 가격 상승 사이클, 그 다음은 무엇? .....	03
II. 투자포인트 .....	06
1. 미디어 커머스 비즈니스 진출로 신규 채널 확충 .....	06
2. 디지털 사업 고성장세 구간 진입 .....	13
3. 콘텐츠에 기반해 직접 소비자까지 연결되는 전략 가시화 .....	23
III. 실적 전망 .....	29
IV. 투자의견 및 밸류에이션 .....	31
V. Appendix : 기업 개요 .....	33

# I. 콘텐츠 가격 상승 사이클, 그 다음은 무엇?

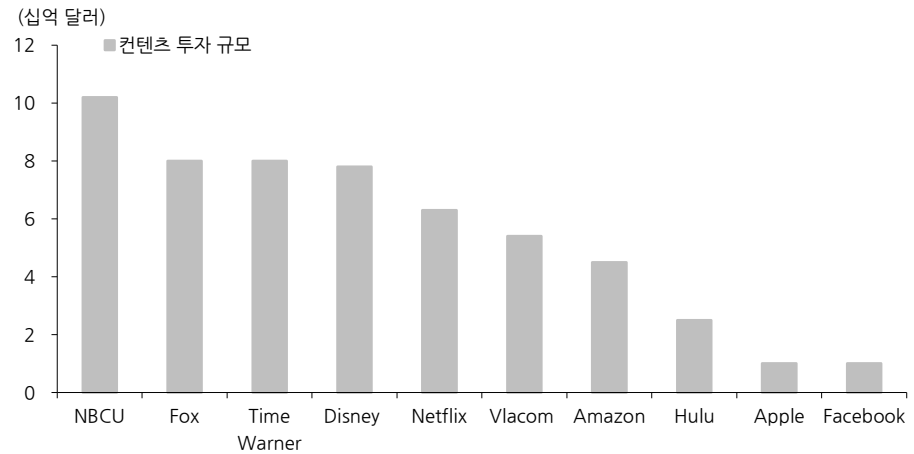
콘텐츠의 중요성은  
지속될 것

최근 전세계 미디어 산업의 재편 방향은 콘텐츠를 중심으로 뚜렷하게 나타나고 있다. 모든 ICT 기업들은 콘텐츠 투자에 열을 올리고 있고 이는 자연스럽게 콘텐츠의 가치 상승으로 연결되었다. 콘텐츠가 왕인 시대가 당분간 더욱 지속될 것으로 전망하지만 우리는 콘텐츠 가격 상승 사이클 다음의 투자 대안은 무엇이 될지 한발 먼저 고민해보았다.

미디어에서 커머스까지  
연결되는 생태계가 대안이  
될 것으로 전망

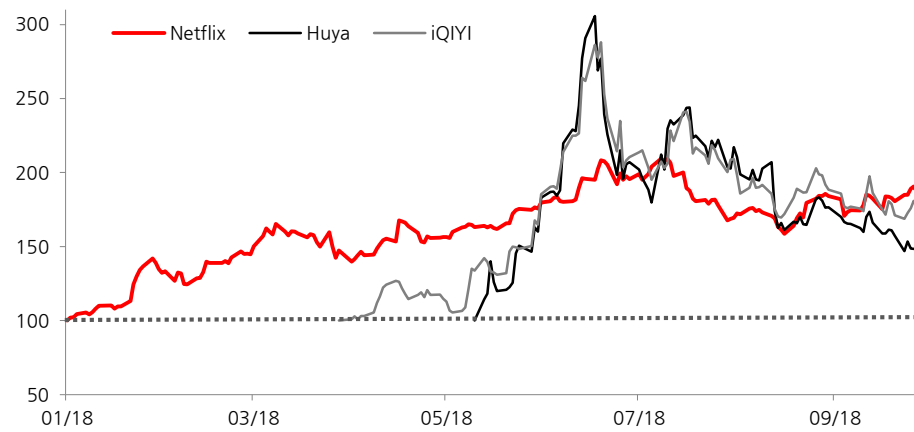
결국 미디어에서 커머스까지 완성되는 연결 생태계가 그 대안이 될 것으로 예상된다. CJ ENM은 국내에서 유일하게 콘텐츠에서 시작되는 미디어를 소비자의 커머스 영역까지 연결하는 사업을 영위할 수 있는 업체다. 동사는 1) tvN, Mnet 등의 강력한 채널과 콘텐츠 제작사인 스튜디오드래곤을 통해 업계 최고의 콘텐츠 경쟁력이 입증되었으며, 2) 다이아TV, 다다스튜디오, 홈쇼핑 등 커머스 플랫폼도 보유함에 따라 이들의 융합으로 국내 유일한 미디어커머스 생태계가 완성될 가능성이 높다고 판단한다.

[그림1] 글로벌 ICT 기업들은 콘텐츠 투자에 사활을 걸고 있음



주: 2017년 기준  
자료: Moffetnathanson, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 글로벌 콘텐츠 업체들의 기업가치는 크게 리레이팅을 보이다가 조정받는 상황



주: 1) Netflix : 18.01.01=100, iQIYI : 18.03.29=100, Huya : 2018.05.11=100  
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

대형 ICT 기업들은 콘텐츠를 통한 커머스 사업에 집중 하는 전략을 나타내고 있음

최근 국내 대기업들과 통신사, 포털 업체들은 커머스 사업에 집중하는 전략을 내세우고 있으며 이러한 움직임은 더욱 강화될 것으로 전망한다. 네이버는 최근 스마트스토어 내 신규 창업자를 대상으로 결제수수료를 1년간 면제하는 프로그램을 도입하기로 했고, 카카오는 지난달 커머스 사업 부문을 자회사인 '카카오커머스'로 분사해 본격적인 커머스 영역으로 사업 범위를 확대한다고 발표했다.

네이버와 카카오 외에도 SK, KT 등 거의 모든 대형 ICT 기업들이 커머스 사업 전략에 집중할 수 밖에 없는 이유는 명확하다. 그것이 제품이든, IP를 활용한 상품이든간에 소비자에게 물리적인 무언가를 줄 수 있어야 돈이 돌게 되고 이것이 바로 수익화(monetization)로 연결 되기 때문이다. 콘텐츠는 한 분야에서 최고의 자리를 차지한다고 해서 미래가 보장되는 비즈니스가 아니라고 판단한다. 시청자의 콘텐츠에 대한 눈높이는 높아졌고 유통 시장에서 경쟁하는 콘텐츠는 많아졌기 때문이다. 플랫폼에서 달성한 조회수와 구독자 수는 그것 자체로 수익이 되긴 어려우며 거기에서부터 사업 확장 기회가 시작되는 것이다.

[표1] 국내 기업들은 커머스 사업으로 집중하고 있는 전략을 보이고 있음

기업	날짜	내용
SK그룹	18.09	11번가, SK플래닛에서 분사 후 단독법인으로 출범
	18.04	SK스토어, 100억원 규모의 미디어센터 개관, 2021년까지 연간 거래액 2조원 달성 목표
	17.12	SK브로드밴드, T커머스 사업을 분할해 SK스토어를 자회사로 설립
	17.07	SK 플래닛, 기존 시럽페이 명칭을 11페이로 변경하고 서비스 결제 절차 등 개편
KT	18.09	LG유플러스, 8VSB 가입자 확보로 올해 K쇼핑 시청 가능 가구 3000만명으로 확대
	18.07	고객 맞춤 서비스를 제공가능한 차세대 통합 시스템을 내년 하반기까지 구축할 계획
	18.06	AR 기술을 활용해 상품이 구매가 가능한 AR마켓 출시
	18.03	기가지니를 활용해 K쇼핑 상품 결제 가능한 보이스 페이 출시
	17.10	AI 스피커 기가지니로 음성 주문이 가능한 대화형 커머스 서비스 출시
네이버	18.09	일본 라인에 인공지능 상품추천 시스템인 AITEMS를 적용
	18.06	소상공인용 비즈니스 플랫폼 제공사인 허니북에 56억원 투자
	18.06	쇼핑 검색, 비교 서비스를 제공하는 동남아의 아이프라인스 그룹에 22억원 투자
	18.05	미국 회원제 공동구매 서비스 매스드랩에 45억원 투자
	18.01	스토어팜의 기능들을 개편해 클라우드형 스토어인 스마트스토어로 개편
카카오	18.08	커머스 기업인 코리아센터 인수 검토
	18.08	카카오톡 주문하기 서비스를 개편하고 9월부터 전체 음식점 대상으로 배달 서비스 시작
	18.06	카카오페이에 오프라인 간편결제가 가능한 QR결제 도입
	18.01	카카오톡에 커머스 플랫폼인 톡 스토어 확대 업데이트 실시
	17.12	카카오톡 선물하기 연간 누적 거래액 1조원 돌파

자료: 국내 외 언론, 한화투자증권 리서치센터

미디어커머스 산업은 커다란 패러다임 변화를 가져올 것으로 전망

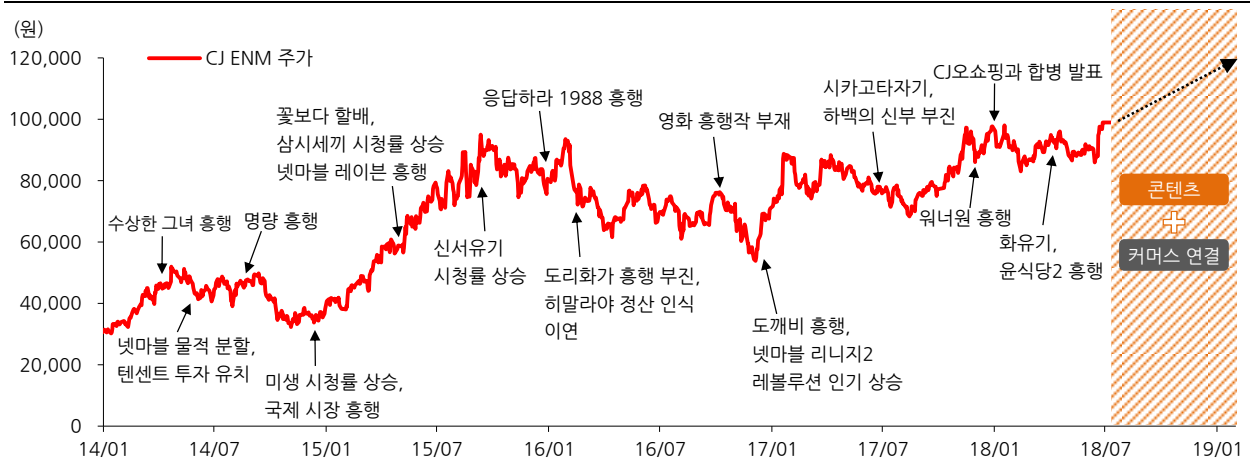
결국 콘텐츠로부터 시작된 미디어 산업의 영역 확장은 커머스까지 연결되는 융합 생태계가 완성되어야만 할 것으로 판단하며, 이러한 미디어커머스 비즈니스는 향후 생각보다 커다란 패러다임 변화를 가져올 것으로 전망한다. 미디어커머스 영역이 생소하지만, 중국 최대 전자상거래 업체 알리바바가 스티븐 스피버그 감독의 영화사 앰블린파트너스 지분을 인수하고, 상거래 서비스에서 시작한 아마존이 인플루언서와 동영상 스트리밍 서비스를 확대하며, 디즈니가 디즈니랜드 등 자사 캐릭터 콘텐츠를 활용한 테마파크를 운영하는 것 등을 그 사례로 꼽을 수 있다.

CJ ENM은 국내 유일하게 미디어커머스 사업을 영위할 수 있는 업체

CJ ENM은 국내에서 유일하게 미디어커머스 비즈니스를 영위할 수 있는 업체다. 물론 이제 시작 단계에 진입한 국내 업체가 단기간에 해외 기업들과 같은 생태계를 확보하는 것은 쉽지 않을 것이다. 하지만 동사는 스튜디오드래곤을 통한 업계 최고의 콘텐츠 경쟁력과 함께 커머스 사업을 이미 보유하고 있기에 이들의 융합으로 국내 유일한 미디어 커머스 생태계를 완성시킬 가능성이 높다고 판단한다.

과거 동사의 기업가치 흐름을 살펴보면 드라마, 영화, 게임 등 각 사업부의 콘텐츠에 대한 모멘텀에 연동해 움직여온 모습을 확인할 수 있다. 그 동안 기업가치 상승을 이끌었던 콘텐츠 경쟁력에 대한 가치는 변치 않은 채, 오히려 이제는 국내 최고의 콘텐츠 업체라는 점에 이견이 없게 되었다. 향후에는 콘텐츠 이외의 산업까지 아우르는 생태계를 구축하고, 그 생태계 위에서 커머스로 완성시키는 그림이 가시화되면 밸류에이션이 크게 재평가될 수 있을 것이라고 판단한다.

[그림3] CJ ENM의 추가 모멘텀 추이: 과거는 각 콘텐츠 가치에 연동해왔지만, 향후에는 콘텐츠를 기반으로 커머스로 완성시켜나갈 것



자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

## II. 투자포인트

### 1. 미디어 커머스 비즈니스 진출로 신규 채널 확충

합병의 가장 큰 목적은 미디어와 커머스 사업의 융복합

지난 7월, CJ E&M과 CJ 오쇼핑이 합병해 CJ ENM이 탄생했다. 당시 두 회사의 성격이 너무 달라 합병 배경에 대해 의문이 많았다. 하지만, 지금 와서 보니 이번 합병은 미디어와 커머스 시장의 융복합이 나타날 것으로 예상되는 새로운 패러다임 변화를 준비하는 과정으로 여겨진다. 홈쇼핑 사업을 하는 오쇼핑의 커머스 역량과 E&M의 콘텐츠 역량을 집약해 융복합 미디어커머스 기업으로 성장시켜 나가겠다는 것이 동사의 핵심 전략이라고 판단된다. 따라서, 우리는 동사가 지향하고자 하는 미디어커머스 사업을 첫 번째 투자포인트로 제시한다.

단기적으로 광고 인벤토리 증가, 중장기적으로는 산업 초기 시장 선점 효과 가능

CJ ENM은 미디어커머스 사업을 통해 트래픽 확보와 광고 인벤토리 증가라는 단기적인 성과를 넘어 미디어커머스 산업의 초기 시장 선점이라는 긍정적인 효과를 발휘할 것으로 전망한다. 최근 미디어와 상거래 산업은 소비자의 피드백이 반영되는 양방향 경험이 중요해지는 형태로 변모되고 있고, 전에 없던 ‘미디어커머스’라는 유통채널은 광고주에게 매력적인 광고 채널이 될 것으로 판단한다.

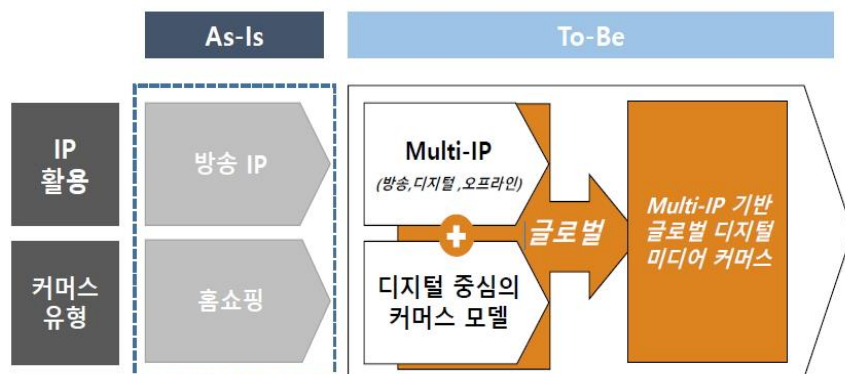
우리는 CJ ENM의 콘텐츠 경쟁력이 미디어커머스 영역에서 발현될 것으로 예상하며, 이러한 비즈니스는 국내에서 유일하게 동사만이 가능한 분야라고 판단한다. 동사는 합병 후 미디어 광고, 커머스, 각종 소비자 이용 행태 분석까지 아우를 수 있는 디지털콘텐츠커머스 사업부를 신설하기도 했다.

DIA TV와 다다스튜디오를 통해 미디어커머스라는 신규 유통 채널 창출 할 것

동사는 ‘DIA TV’와 ‘다다스튜디오’를 통해 방송/디지털/오프라인에서 만들어지는 콘텐츠 IP를 미디어커머스라는 신규 유통 채널로 연결시킬 것으로 전망한다. 이는 국내를 포함해 글로벌 시장까지 진출 가능한 영역이다. 예를들어 전세계 시청자들은 국내 최고 인기 BJ들을 보유하고 있는 DIA TV를 시청할 때, 재미있는 콘텐츠를 즐기고, 적극적인 정보탐색의 소통을 주고 받다가 자연스럽게 구매 행위로 연결되게 될 수 있게 된다.

이러한 사업모델은 아직 국내에서는 존재하지 않는 생소한 것이다. 우리는 중국의 사례를 참고해 CJ ENM의 향후 전략 방향성을 그려보고자 한다.

[그림4] 합병 전략 발표 행사에서 공개한 CJ ENM의 미디어커머스 진화 방향



자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

중국 인터넷 업체들을 볼 때, 미디어커머스 산업의 방향성은 트렌드에 맞는 흐름

중국의 대형 인터넷 플랫폼인 알리바바, 텐센트, 징둥은 지난해 말부터 부쩍 온라인과 오프라인의 사업 영역이 융합되는 움직임을 보여왔다. 또한 이들이 콘텐츠 미디어와 상거래를 결합해 경쟁력을 제고하고자 하는 전략을 보면, 이런 미디어커머스 산업의 전반적인 방향성은 트렌드에 맞는 흐름이라고 판단한다.

중국 업체들은 1차 수익으로 콘텐츠를 통해 유료 고객을 확보하고, 2차적으로는 동영상 뷰에 따른 광고 수익이 발생하며, 마지막으로 이커머스 수익과 함께 플랫폼이 가지고 있는 이용자 데이터가 빅데이터로 활용되어 또 다른 영역으로도 수익 사업을 확장할 수 있다. 우리나라는 아직 2차 단계인 트래픽에 따른 광고 수익까지만 가능한 상황이다.

2016년 최고의 히트 드라마 ‘태양의 후예’를 제작한 제작사 NEW는 아이치이(IQIYI)에 판권을 약 46억 원에 팔았다. 하지만 아이치이는 이렇게 사들인 드라마로 1천억 원 이상의 수익을 올렸다. 이처럼 국내 미디어 산업에서는 아직까지 콘텐츠 해외 수출 말고는 제대로 된 성공사례가 없으며, CJ ENM이 그 이상으로의 사업 확장을 최초로 선보일 것으로 예상된다.

[표2] 지난해부터 중국 인터넷 기업들은 온오프라인 융합 움직임을 나타내고 있어

	알리바바	텐센트	징둥
온/오프라인 융합	<ul style="list-style-type: none"> <li>-온라인과 오프라인의 융합으로 전자상거래 정립</li> <li>-유통 운영 전반의 디지털화로 기존 유통산업의 대규모 혁신 시도</li> <li>-매장 내 기술 재고 및 공급망 시스템의 디지털화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-오프라인에서 노후가 축적된 유통업체에 텐센트의 트래픽을 공유, 미니앱을 통해 소비자 데이터 축적</li> <li>-인터넷 업체의 데이터와 기술로 개인 최적화 서비스 제공</li> <li>-온오프라인 결합으로 효율적이고 편리한 쇼핑 경험 제시</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-스마트기술로 유통원가, 제품 및 데이터 관리에 대한 최적화를 실현해 공급체계의 효율 향상과 원가 절감 실현</li> <li>-소비자보다 소비자를 더 잘 이해하고 언제 어디서든 원할 때, '원하는 것은 즉시 할 수 있는 소비자 경험 업그레이드' 실현</li> </ul>
오프라인 진출 현황	<ul style="list-style-type: none"> <li>-허마선생, 인타임 백화점, 링소유통 등을 이용해 여러가지 모델을 시도하며 방향 모색</li> <li>-산장쇼핑, 렐화마트, 신화두 등 대형유통업체들의 지분 인수</li> <li>-오프라인 유통 업체들의 자원과 노하우를 활용, 알리바바 내부적으로 시도한 모델들을 응용해 매장 리뉴얼 혹은 신매장 오픈</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-텐센트와 징둥이 투자한 옹웨이마트의 신선식품 매장 차오지우중으로 전국에 매장 확대 중</li> <li>-메이투안, 메이르요센 등도 신선식품 매장과 무인가판매 부문에 진출함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-신선식품 매장, 편의점, 무인상점 등을 오픈하고, 자체 물류시스템 보유 강점을 통해 스마트, 무인 물류 방면에서 혁신</li> </ul>

자료: 알리바바, 텐센트, 징둥, 한화투자증권 리서치센터

국내에서 생소한 비즈니스는 중국의 모델을 벤치마킹 할 수 있음

국내에서는 아직 와 닿지 않는 미디어커머스 사업은 중국의 비즈니스 모델을 벤치마킹 할 수 있다. 중국 미디어커머스 분야의 대표적인 플랫폼은 알리바바의 ‘타오바오’와 ‘모구지에’다. 이들은 유명인 BJ와 소비자가 직접 채팅을 통해 소통하는 형태의 동영상 콘텐츠를 다양한 방식으로 마케팅을 접목하면서 콘텐츠 유료 수익뿐만 아니라, 광고, 커머스 수익을 발생시키고 있다.

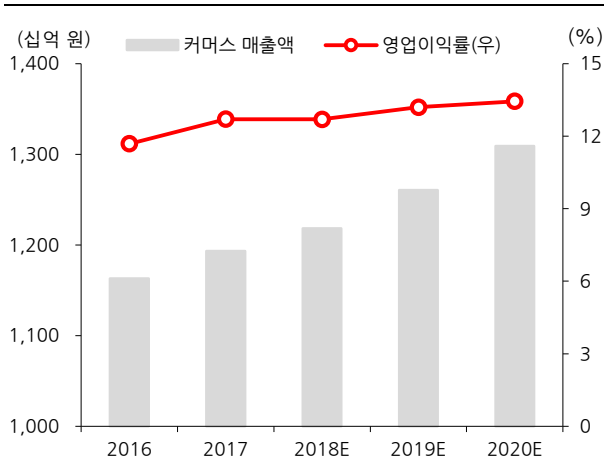
CJ ENM의 미디어커머스 모델도 중국의 사례와 유사할 것으로 예상된다. 동사는 국내 최대 규모 MCN인 DIA TV와 비디오 커머스 콘텐츠 제작 센터인 다다스튜디오를 보유하고 있어 콘텐츠 제작부터 유통, 그리고 커머스에 이르기까지 원스톱 서비스를 제공할 수 있다.

DIA TV와 다다스튜디오는 벌써 글로벌 진출에 대한 성과도 나타나고 있다. 최근 중국 대표 소셜네트워크서비스 웨이보에 개설한 14개 채널의 총 구독자 수가 100만명을 돌파했다고 밝혔으며 다다스튜디오는 국내 콘텐츠 스튜디오 최초로 베트남에 최대 V커머스 제작용 스튜디오를 열었다. DIA TV는 웨이보에 엔터 분야 3개, 뷰티 분야 6개, 오리지널 채널 4개를 개설했으며, 다다스튜디오는 한국의 뷰티·리빙 분야 트렌드를 소개하는 ‘다다공작실’ 채널을 오픈해 총 14개 채널로 중국의 네티즌들과 소통하고 있다.

특히 DIA TV와 파트너 창작자가 함께 만드는 게임 분야 오리지널 콘텐츠 채널 ‘팀유니버스’는 매주 평균 3만여 명씩 구독자가 증가하고 있어 향후 글로벌 게임사의 중국 마케팅에도 활용 가능할 것으로 기대된다.

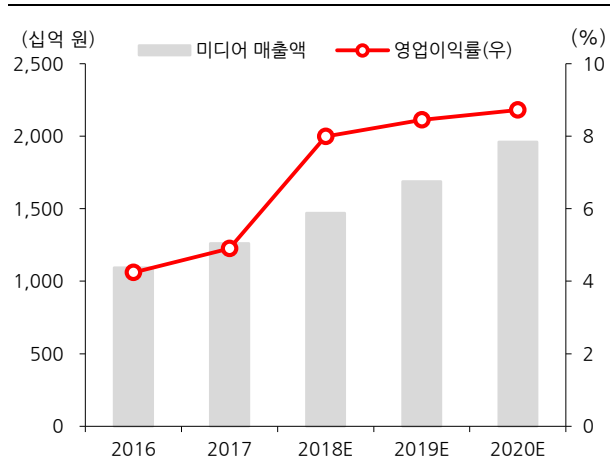
보통 국내 시장의 환경 변화가 중국에 비해 1~2년 정도 뒤쳐진다는 점을 감안할 때, 국내도 내년부터는 본격적인 시장 개화가 나타날 것으로 기대한다. CJ ENM은 이러한 미디어커머스라는 신규 유통 채널을 통해 가시적인 두 가지 효과를 얻을 수 있을 것으로 판단한다. 1) 커머스 부문은 정체되고 있는 취급고 및 외형 성장에 재차 성장 동력을 마련할 수 있고, 2) 미디어 부문은 없었던 신규 매출원이 생긴다는 점에서 긍정적이라고 판단한다.

[그림5] 커머스 부문 실적 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 미디어 부문 실적 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

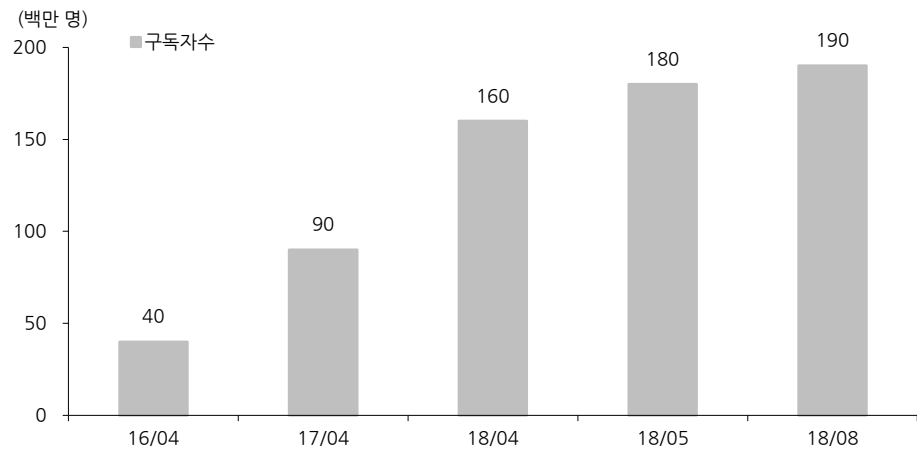


[표3] 국내 MCN 사업자 중 DIA TV가 최대 규모

MCN 사업자	구독자 수	소속 크리에이터 수
DIA TV	1억 9000만	1400팀
비디오빌리지	1800만	60팀
레페리	1465만	150팀
트레저헌터	1200만	200팀
샌드박스네트워크	1000만	150팀
메이크어스	550만	
우먼스톡	160만	
모비딕	23만	

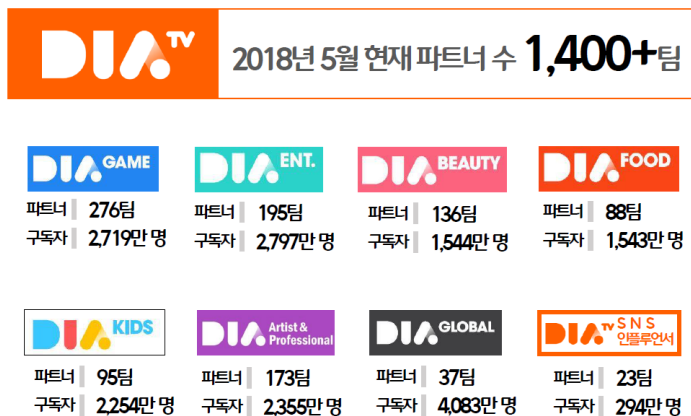
자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 다이아TV 총 구독자수 추이: 1.9억 명 돌파



자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] DIA TV 현황: 파트너수 1400 팀 기록



2018년 5월 기준

자료: DIA TV, 한화투자증권 리서치센터

다다스튜디오, 세계 최대 콘텐츠 제작 능력으로 국내외 미디어커머스 시장을 개화시킬 것으로 전망

DIA TV 콘텐츠의 중심이 크리에이터라면 다다스튜디오는 상품이 메인인 되는 콘텐츠 제작 스튜디오로 볼 수 있다. 다다스튜디오는 뉴미디어에 걸맞는 V커머스 영상을 제작 유통해 론칭 1년 만에 8월 말 기준 국내외 구독자 수가 1330만여 명이며, 이 중 해외 구독자가 약 80%나 된다.

잘 만든 커머스 콘텐츠는 빠르게 자발적으로 확산될 수 있음을 보여준 사례가 있다. 다다스튜디오가 자체 제작하고 유통한 '화장품 부수기' 영상은 별도의 광고비 집행 없이도 자체 채널 4,500만 뷰, 타 채널 포함 1억 뷰를 기록했다. SNS에서 입소문을 타자, 해외 온라인 미디어 업체들과의 제휴도 앞두고 있는 것으로 파악된다.

다다스튜디오는 동영상 콘텐츠 제작을 통해 광고 수익을 얻을 수 있고, 글로벌 커머스 시장 판로를 개척한 후에는 커머스 수익까지 가파르게 실적 성장을 보일 것으로 기대된다. 동사가 제작한 콘텐츠는 국내는 물론 중국, 베트남, 멕시코, 말레이시아, 인도네시아, 태국, 필리핀 등 총 7개국의 현지어 및 영문 전용 채널을 통해 유통하고 있다. 내년 상반기부터는 콘텐츠 제작 편수가 현재 연 3000편에서 연 1만2000편(월 1000편)으로 4배 가까이 늘어난다. 이는 세계 최대 수준이다.

CJ ENM은 DIA TV와 다다스튜디오를 통해 한국을 포함한 동남아 시장으로의 진출을 노리는 글로벌 기업들의 마케팅 니즈를 충족시킬 것으로 전망한다. 동남아 시장은 모바일 이용률이 높고 신흥 경제 강국으로 성장하고 있어 콘텐츠를 통한 커머스 마케팅에 대한 수요가 많지만, 공급 업체가 뚜렷하게 존재하지 않다는 점에서 동사의 성장 잠재력은 크다고 판단한다.

[그림9] 화장품 부수기 영상, 별도 광고 집행 없이 1억 뷰 기록



자료: 다다스튜디오, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 다다스튜디오, 해외 채널로도 유통 중



자료: 다다스튜디오, 한화투자증권 리서치센터

알리바바, 단순히 상거래  
기업이 아닌  
콘텐츠에 기반한  
미디어커머스 업체로  
볼 수 있음

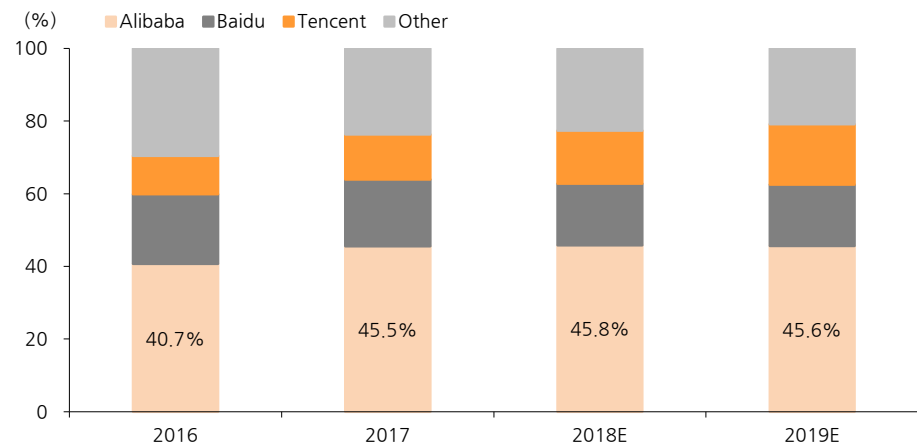
이미 중국은 유명인 BJ와 소비자가 직접 채팅을 통해 소통하는 형태의 동영상 콘텐츠를 다양한 방식으로 마케팅을 접목하면서 콘텐츠 유료 수익뿐만 아니라, 광고, 커머스 수익까지 발생시키고 있다.

커머스 기업으로 알려져 있는 알리바바도 현재 커머스 기업으로만 정의하기 어렵다. 시장조사기관에 따르면, 중국 모바일 광고 시장 내에서 알리바바의 점유율은 지속 상승 추세를 보이고 있다. 통상 커머스 업체는 판매 수수료가 주 수익 모델이지만 동사의 광고 수익을 보면 그만큼 광고 매체로서 가치를 인정받고 있다는 것을 의미한다.

알리바바가 중국 광고 시장에서 지배력을 높이고 있는 것도 단순 상거래 판매에 그치는 것이 아니라 다양한 분야와 콘텐츠 제휴를 맺어 미디어에 기반한 커머스 사업을 보여주고 있기 때문이라고 판단된다.

알리바바는 2016년 '타오바오 썬보(淘宝直播)'를 론칭하며 중국의 동영상 콘텐츠 연동 커머스 모델 시장의 급격한 성장을 이끌었다. 이 타오바오 플랫폼은 왕홍(TV나 인터넷에서 유명세를 얻게 된 사람들)이 타오바오에 상점을 만들고 제품을 소싱하면 불티나게 팔려나가는 일들이 빈번해지게 했고, 유명세가 쇼핑물로 확장되어 큰 돈을 벌 수 있는 공식을 탄생시켰다.

[그림11] 알리바바, 중국 모바일 광고 시장 내 영향력 확대 중



주: 1) 트래픽 획득 비용(TAC) 지불 후의 총 광고 매출 기준. 2) 알리바바는 코어 커머스 사업과 Youku Tudou 광고 매출 포함. 3) Other는 Sohu.com와 그 외 기업 포함

자료: eMarketer, 한화투자증권 리서치센터

중국 모구지에, 개인 방송과  
홈쇼핑이 결합된 형태

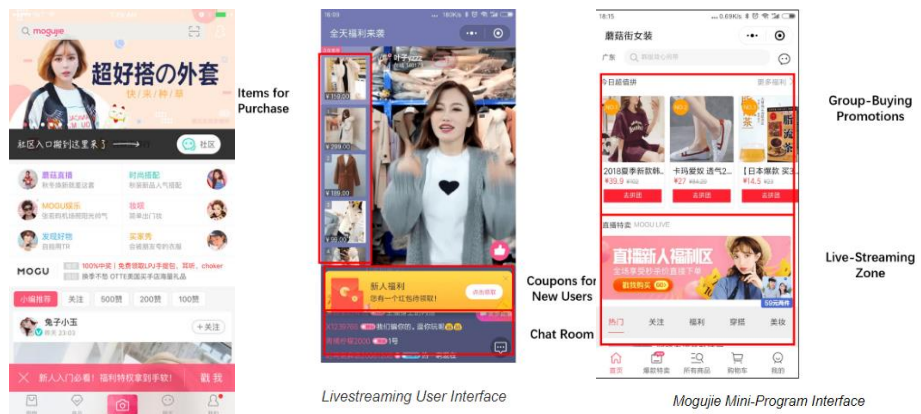
중국의 ‘모구지에’ 역시 왕홍을 써서 소비자를 플랫폼으로 끌어들이고 구매행위를 유발하고 있는 미디어커머스 플랫폼이다. 모구지에는 3년 전 기준으로 기업가치 3조 원으로 평가 받고 있는 업체다. [그림12]처럼 왕홍의 유명세에 나도 모르게 모구지에 어플리케이션을 다운로드하게 되고 유입되는 수십만 명의 소비자는 왕홍의 재밌는 콘텐츠에 시간 가는 줄 모르고 쇼핑 방송을 시청하다가 구매 버튼을 누르게 된다. 쉽게 말해, 개인 방송과 홈쇼핑이 결합된 형태다.

중국에서 성공한 미디어커머스 모델의 특징은 구매에 대한 소비자의 패러다임이 변화하고 있다는 데에 있다. 과거 홈쇼핑 산업에서는 쇼호스트가 등장해 구매 동기를 유발했지만, 이제는 주체가 소비자 자신이 되어 콘텐츠를 즐기면서 적극적으로 정보를 탐색하고, 구매를 진행한다. 기능 중심의 목적형 구매에서 콘텐츠 중심의 발견형 구매로 바뀌고 있는 것이다. 이때 왕홍이라는 BJ가 이러한 변화를 극대화시켜 주고 있다.

미디어커머스 시장이  
커질 것이라고 보는 이유

우리는 중장기적으로 미디어커머스 시장이 생각보다 커다란 패러다임 변화를 가져올 것으로 전망한다. 이미 유튜브 등 콘텐츠에 상업적 제품이 관련되지 않은 게 없기 때문이다. 콘텐츠가 사람들에게 유료로 제공되는 곳이 넷플릭스 외엔 거의 없는 상황이며, 나머지는 거의 광고와 연계된 콘텐츠 생산을 하고 있기 때문에 향후 미디어커머스 산업은 빠르게 고도화 될 것으로 예상된다. 전 세계적으로 콘텐츠 제작비가 오르는 추세인데, 이를 회수하기 위해서는 미디어와 커머스에 대한 접합이 많이 일어날 수밖에 없다고 판단한다.

[그림12] 중국 미디어커머스 모델의 대표 플랫폼: 모구지에



자료: Mogujie, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 디지털 사업 고성장세 구간 진입

디지털 광고시장에서의 경쟁 우위를 확대해 나갈 것으로 전망

우리가 생각하는 CJ ENM의 단기적인 투자 포인트는 디지털 광고 사업에서 보여주는 높은 성장세다. 동사의 2018년 디지털 광고 매출액은 전년 대비 34% 증가한 1691억 원을 기록할 것으로 전망되며, 2019년에도 25%나 성장할 것으로 예상된다.

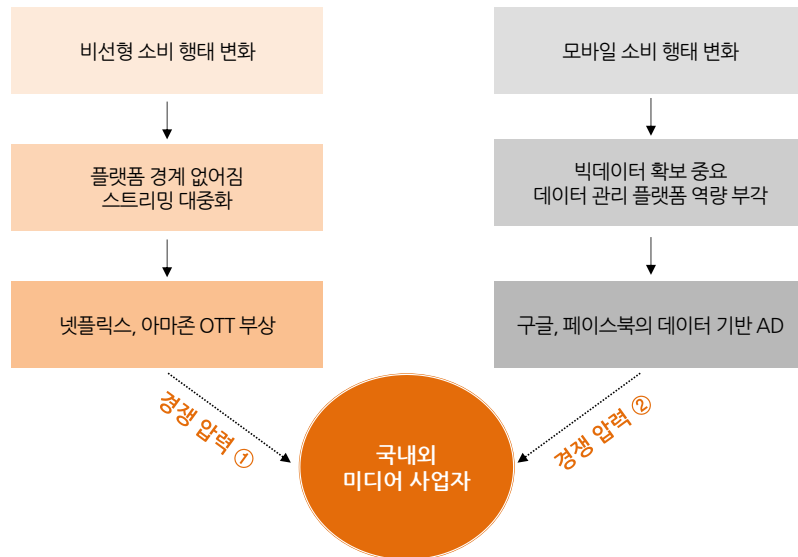
동사가 디지털 광고 시장에서 경쟁 우위를 지속적으로 확대해 나갈 수 있다고 판단하는 이유는 1) 모든 디지털 채널을 보유하고 있어 산업 성장에 대한 수혜가 가장 클 것으로 기대되고, 2) 디지털, 콘텐츠, TV, 상거래 등 모든 영역에서 수집되는 빅데이터를 보유하고 있으며, 3) 광고 효율을 증대시킬 수 있는 DMP를 활용한 솔루션을 통해 다양한 광고주들의 니즈를 충족시킬 수 있다는 데 있다.

CJ ENM, 국내외 미디어 기업들이 받고 있는 두 가지 위협에서 유리한 위치를 차지할 것으로 전망

이러한 역량을 통해 CJ ENM은 최근 국내외 미디어 기업들이 받고 있는 경쟁 위협에서 상대적으로 유리한 위치를 차지할 것으로 판단한다. 미디어 산업의 경쟁 압력은 [그림13]처럼 두 가지로 요약할 수 있다.

동영상 스트리밍의 대중화로 촉발된 글로벌 OTT 플랫폼 사업자로부터의 위협은 동사의 콘텐츠 판매처 다양화와 자체 OTT 플랫폼 보유를 통해 해소 가능하다. 또한 전통 미디어 사업자는 가질 수 없었던 데이터 분석에 기반한 디지털 광고 시장의 경쟁 심화 환경에서는 모든 채널을 아우를 수 있는 데이터 관리 플랫폼으로 영향력을 확대시킬 수 있을 것으로 판단한다. 이 두가지의 경쟁력에 대해 뒤에서 자세히 살펴보겠다.

[그림13] 국내외 미디어 업체들이 받고 있는 경쟁 압력 2가지



자료: 한화투자증권 리서치센터

### 1) 디지털 채널에 모두 노출되어 시장 성장을 상회 가능

우리는 CJ ENM의 디지털 광고가 향후 2~3년 간 핵심 사업으로 자리매김하면서 실적 성장을 이끌 것이라고 판단한다. 동사의 2018년 디지털 광고 매출액은 전년 대비 34% 성장한 1691억 원을 기록할 것으로 전망되는데, 이는 시장 성장률을 크게 상회하는 것이다.

동사는 디지털 플랫폼에 해당하는 거의 모든 것을 자체 서비스로 보유하고 있기 때문에 디지털 업황 변화에도 방아가 가능한 구조다. 국내 매체는 네이버TV와 카카오TV 등의 PIP(Platform In Platform)로, 해외 매체는 DIA TV와 유튜브를 통한 MCN으로 동시에 커버하고 있다. 게다가 자체 OTT 플랫폼 Tving까지 보유하고 있다.

[그림14] CJ ENM의 디지털 사업 전략: 3-Way 모두 활용 가능



자료: 한화투자증권 리서치센터

PIP 모델을 통해 화제성이 높은 콘텐츠를 유통해 광고 수익 창출

CJ ENM이 국내 동영상 매체의 주도권을 가져갈 수 있다고 보는 이유는 PIP 모델을 최초로 도입한 후 시장 성장을 이끌어가고 있기 때문이다. 동사는 SMR을 통해 네이버, 카카오 등 플랫폼에 자사의 콘텐츠를 비디오 클립 형태로 직접 송출하면서 발생하는 광고 수익을 가져가고 있다.

NAVER TV에서 지난 주(9/24~10/1)에 어떤 콘텐츠가 가장 많이 재생되었는지 살펴 보면, 상위 50위 권 내에 동사의 프로그램이 다수 차지하고 있다. 쇼미더머니(Mnet), 백일의 낭군님, 미스터션샤인, 알뜰신잡3, 신서유기5(이상 tvN) 등이 포함되어 있으며, 이들은 구독자수 기준으로도 다른 프로그램 대비 높은 수준이다. 이처럼 화제성이 높은 동사의 콘텐츠는 다른 채널들의 콘텐츠 대비 높은 재생 수를 기록하며 광고 수익으로 연결되고 있다.

DIA TV는 유튜브 트래픽 증가에 대한 수혜 가능

해외 매체를 커버할 수 있는 DIA TV는 폭발적인 성장을 이어가고 있는 유튜브 트래픽 증가에 대한 수혜를 받을 것으로 전망한다. DIA TV는 유튜브 기반으로 개인 창작자들과 연계해 각종 관리 시스템을 지원하고 여러 콘텐츠 유통 플랫폼에서 활동하는 광고 수익에 대한 일정부분을 분배 받는 구조다. 유튜브라는 플랫폼 환경 변화에 노출 시켜

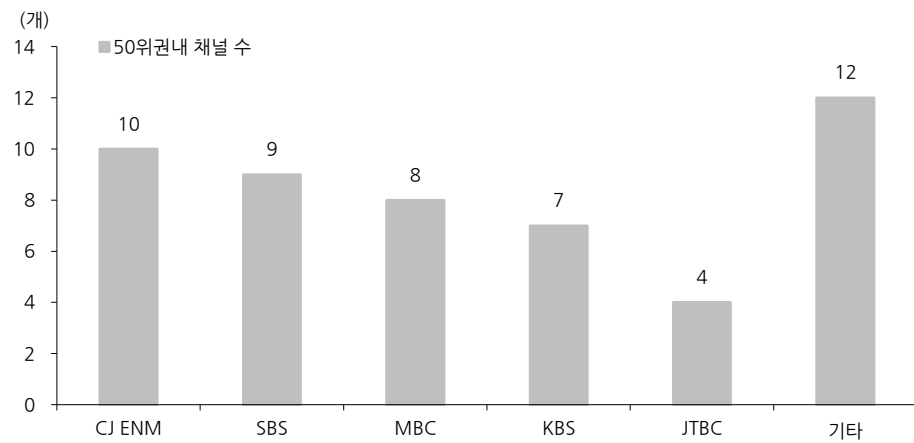
장기 안정성을 확보하고 있다는 점에서 긍정적이다.

DIA TV는 다른 해외 유통 플랫폼으로의 진출도 가능

DIA TV를 통해 해외 시장 진출에 대한 새로운 기회 가능성도 열려있다. 현재 시점에서는 유튜브 생태계가 가장 크기 때문에 당분간은 유튜브를 기반으로 한 콘텐츠 유통에서 수익을 벌어들일겠지만 파편화되고 있는 다른 유통 플랫폼으로의 수익 발생도 가능할 것으로 판단한다.

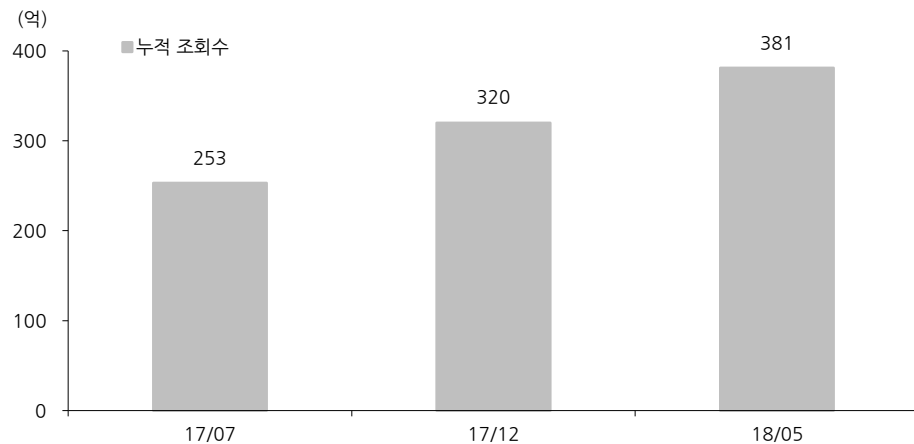
DIA TV는 글로벌 대표 플랫폼과 제휴를 맺으면서 창작자들의 콘텐츠를 글로벌로 확산하기 위한 준비를 완료했다. 중국 동영상 플랫폼 ‘유쿠(YOUKU)’, 프랑스 최대 동영상 공유 사이트 ‘데일리모션(DAILY MOTION)’, 동남아 전역에서 서비스중인 동영상 애플리케이션 ‘뷰(VIU)’, 홍콩 최대 지상파 모바일 OTT ‘마이 빅빅채널(MBBC)’와 계약을 맺었으며 아시아 지역 300여 명의 현지 크리에이터들과 계약도 체결했다.

[그림15] 동사의 다수 프로그램이 인기 콘텐츠로 자리잡고 있어



주 NAVER TV Top 50 내 주간 재생수 기준 개수  
 자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 다이아TV 총 누적 조회수 추이



자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

동사는 자체 OTT 플랫폼 티빙(Tving)도 보유해 해외 사업으로 진출하고 있음

동사의 자체 OTT 플랫폼 티빙(Tving)은 국내 사업뿐만 아니라 해외 사업에서의 성과도 하반기부터 가시화 될 것으로 전망한다.

먼저 국내에서는 지난해 라이브 스트리밍을 무료로 전환한 이후 트래픽 순증 추세가 지속되는 것으로 파악된다. 동사가 제작하는 화제의 프로그램은 어김없이 티빙에서 트래픽을 증대시키고 이는 광고주들이 주목하는 매력적인 광고 인벤토리가 되고 있다. 특히 여기에 실리는 광고는 SMR이나 대행사를 통하지 않고 동사가 직접 집행한다는 측면에서 높은 수익성이 기대되는 사업이다.

실제 CJ ENM의 조사에 따르면, 티빙에서 ‘프로듀스48’의 총 시청 시간은 1회 약 180만분에서 2회 295만분, 3회 337만분, 4회 384만분, 5회 399만분까지 늘었다고 공개했다. 이는 자연스레 광고주수 증가로 이어지고 있는 것으로 파악된다.

게다가 지난 6월부터는 ‘글로벌 티빙’을 론칭하면서 전 세계 시청자들에게 동사의 콘텐츠를 실시간으로 시청할 수 있는 서비스를 선보였다. 글로벌 티빙은 한국에서 방영되는 시간과 동일한 때에 실시간 라이브로 프로그램을 시청하고, 사용자들의 실시간 채팅 및 주요 클립 영상 제공을 서비스로 제공한다. 글로벌 티빙은 기존 콘텐츠 해외사업의 한계로 지적되어왔던 국가별 콘텐츠 유통에 시차가 존재한다는 점과 해외 플랫폼을 대상으로 콘텐츠가 일회성 판매에 그친다는 점을 극복하는데 의의가 있다고 판단한다.

[그림17] 글로벌 티빙 - 프로듀스 48 을 처음으로 전세계 실시간 시청 가능



자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

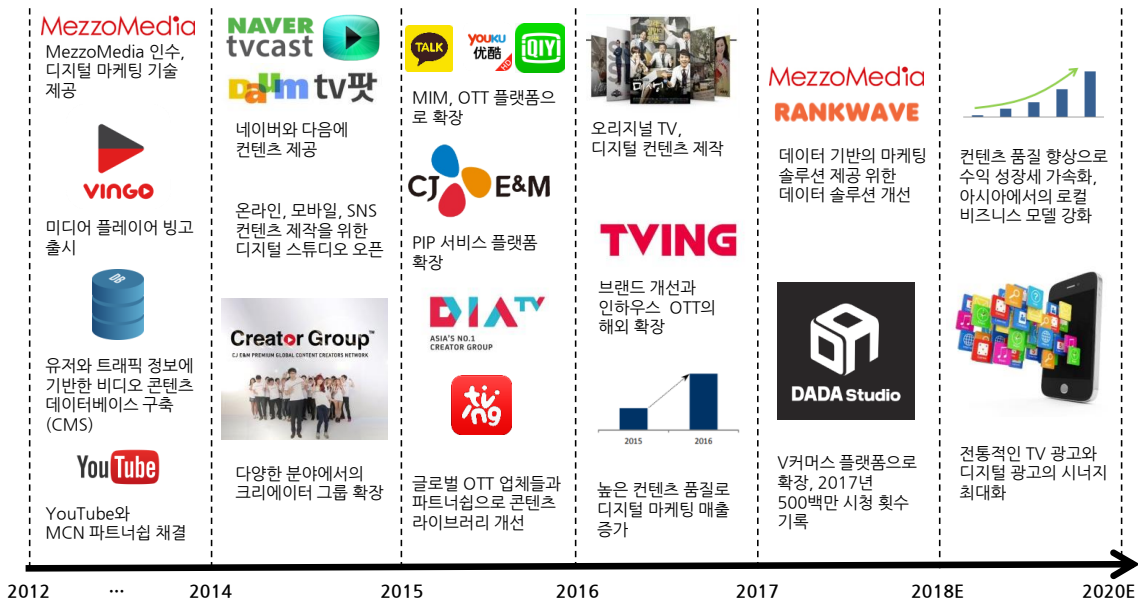


넷플릭스 향의 수출과 자체 OTT 서비스와의 상충 관계는 존재하지만, 사업 기회 약화 우려는 제한적

넷플릭스가 강력한 플랫폼 파워를 바탕으로 오리지널 콘텐츠를 전세계에 공개하며 사업 효과를 극대화하는 전략을 구사했던 것처럼, CJ E&M도 국내 콘텐츠 사업자로서 갖고 있는 콘텐츠를 티빙을 통해 확산할 수 있을 것으로 전망한다. 물론 넷플릭스 향의 수출과 자체 티빙 서비스와의 상충 관계는 존재할 수 있다. 단기적으로는 넷플릭스로 수출하는 것이 좋은 상황이지만, 지나치게 되면 플랫폼 종속으로 볼 수 있기 때문에 콘텐츠 판매를 주력 수익모델로 가져가기에는 부담스러울 수도 있다.

하지만, 별도 법인으로 상장된 스튜디오드래곤이 콘텐츠 제작과 유통에 주력하고, CJ ENM이 국내와 아시아를 중심으로 글로벌 플랫폼 확장으로 리소스를 배분하고 있기 때문에 양쪽의 역할 차이가 뚜렷하게 존재한다는 점에서 사업 기회 약화 우려는 제한적일 것이다.

[그림18] CJ ENM의 디지털 사업 히스토리



자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

메조미디어의 DMP를 기반으로 각 플랫폼으로 송출되는 광고 효율 증대시킬 것

크로스미디어 솔루션 제공에서 커머스미디어까지 가능

2) DMP 활용으로 광고 효율 증대 가능

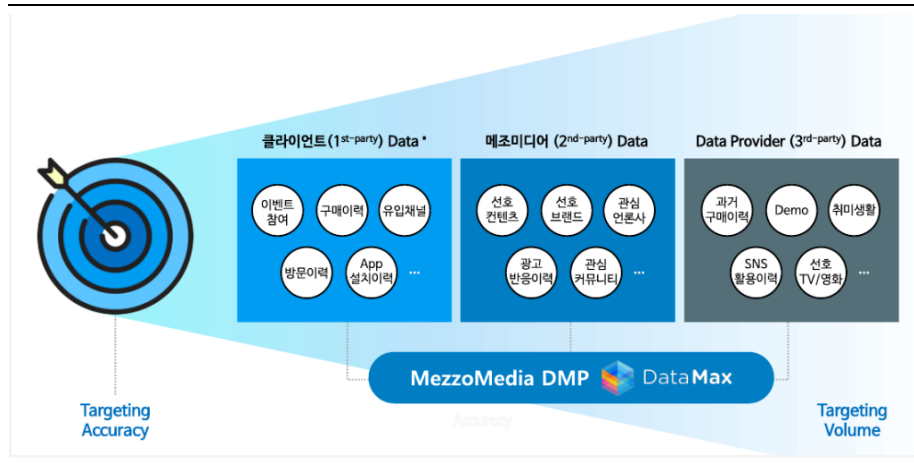
CJ ENM은 자회사 메조미디어가 가지고 있는 DMP를 기반으로 TV 광고, PIP, MCN, 티빙 등으로 송출되는 광고 효율을 증대시킬 것으로 판단한다. 이는 시청자의 특성에 따라 상이한 광고 콘텐츠를 전달하는 어드레서블(addressable) 광고의 중요성이 높아지고 있는 트렌드와 맞물려 동사의 타깃 광고 사업 역량을 강화시킬 것으로 예상된다.

우리는 과거 동사가 제공해왔던 데이터 솔루션 경쟁력이 더욱 강해질 것이라고 판단하는데, 이는 CJ E&M과 CJ 오쇼핑이 합병 법인이 되었기 때문이다. 합병 전에는 단지 콘텐츠만으로 크로스 미디어 솔루션 제공이 가능했지만 지금은 커머스 미디어 솔루션이 가능하다. 예를 들어 광고주들의 니즈에 맞추어 디지털, 홈쇼핑, 또는 PPL로 어떻게 배분해서 광고를 집행할지 토털 솔루션을 제공할 수 있게 된 것이다. 이는 다른 광고대행사나 다른 사업자들이 할 수 없는 동사만이 가능한 영역이다.

세분화된 광고주의 니즈와 맥락에 대응하기 위해서는 방대한 데이터가 필수적이다. 이러한 이유로 최근 미디어 광고 시장의 화두는 데이터 관리 플랫폼(DMP, Data Management Platform)이 되고 있다. 데이터를 지배하는 업체가 경쟁력을 가지게 되는 것이다. DMP가 중요한 이유는 쏟아지는 데이터 중에서 소비자의 진짜 관심사를 파악해내야만 더욱 개인화되고 정교한 타기팅 광고가 가능하기 때문이다.

동사가 2012년 미디어랩사인 메조미디어를 인수한 것도 이 또한 데이터의 중요성을 한 발 앞서 판단해 준비한 것으로 파악된다. 동사의 DMP가 경쟁력이 있다고 판단하는 이유는 국내 유일하게 각종 모든 곳에서 데이터 수집이 가능하기 때문이다. TV, 디지털, 상거래 등에서 자체 수집한 데이터뿐만 아니라 글로벌 데이터 제공사업자(Data Provider)인 오라클과의 연계를 통해서도 상당한 수준의 데이터를 확보하고 있다.

[그림19] 메조미디어의 DMP(Data Management Platform)



자료: 메조미디어, 한화투자증권 리서치센터

보통 TV 채널은 지상파 안테나나 유료 TV 서비스를 거쳐 방영되는 만큼 채널 측에서 퍼스트파티(first-party) 데이터를 확보하기 어려운 것이 현실이었다. 동사는 자사의 퍼스트파티 데이터와 광고주 브랜드의 퍼스트파티 데이터를 매칭하는 전략으로 광고 효율성을 끌어올릴 수 있을 것으로 기대된다.

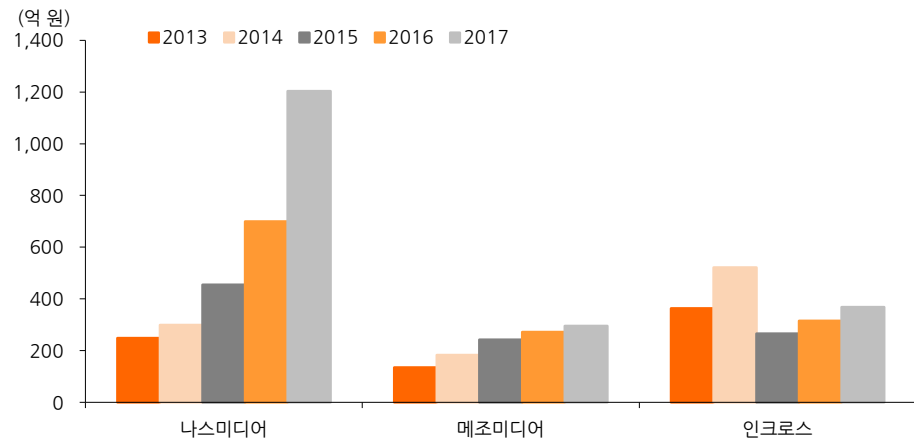
동사는 DIA TV를 통해 퍼스트파티 데이터 확보, 분석 가능

CJ ENM은 DIA TV를 통해 시청자의 반응으로 얻는 직접적인 데이터를 확보할 수 있다. 1400명의 창작자들로부터 얻는 수십억 건의 조회수 데이터를 분석하고 있다. 여기서 데이터란, 시청 연령, 시청 지속 및 누적 시간, 국가 통계, 구독자, 디바이스, 기간별 수익, 커뮤니티 속성(댓글, 좋아요, 공유) 등 숫자로 표현될 수 있는 모든 정량적 지표도 있고, 댓글 및 투표를 통해 얻는 정성적 데이터들도 포함한다.

데이터를 통해 산업 트렌드, 이용자의 패턴을 분석해 보다 고도화된 콘텐츠 기획 가능

이러한 지표들을 활용하면 시청자들의 디지털 콘텐츠 소비 형태를 정확히 파악하고 실시간으로 전략을 세울 수 있는 인사이트를 도출할 수 있다. 특히 게임, 뷰티, 키즈, 음악, 푸드, 글로벌 등 장르를 세분화하여 타겟별로 데이터를 볼 경우 산업의 트렌드를 파악하는데 많은 도움이 된다. 이를 통해 이용자들의 콘텐츠 소비패턴을 파악하고, 이를 바탕으로 보다 정밀한 타겟형 콘텐츠를 기획하여 콘텐츠 경쟁력을 계속 확대시킬 수도 있을 것이다.

[그림20] 국내 2위 미디어업사인 메조미디어 실적은 꾸준히 성장 중



자료: 나스미디어, 메조미디어, 인크로스, 한화투자증권 리서치센터

데이터 경쟁력은 방송  
사업에서 이미 증명

CJ ENM의 데이터 솔루션 경쟁력은 이미 방송 사업에서 증명되었다. 동사의 TV 광고 매출 증가 추세는 지속되고 있으며, 정체되어 있는 국내 TV 광고 시장에서 홀로 성장세를 보여 지상파를 제치고 TV 광고 매출 국내 1위로 올라섰다.

광고 매출 증가 배경에는  
시청률 증가 뿐만 아니라  
17개 채널에 매체 경쟁력  
때문이라고 판단

광고 매출 증가의 배경에는 흥행 프로그램으로 인한 시청률 증가에 기인하는 부분도 있지만, 매체 경쟁력이 다른 사업자 대비 우월했기 때문이라고 판단된다. 매체 경쟁력은 채널 타겟팅으로 볼 수 있다. 동사는 tvN, Mnet, OCN, Olive 등 17개의 다양한 채널을 보유하고 있는데 채널마다 각각 차별화된 아이덴티티를 나타내고 있어 채널 타겟팅 능력이 보다 정교할 수 있다. 너무나도 다양한 광고주들의 니즈를 맞춰줄 수 있었고 결국 이러한 전략이 동사의 광고 매출 증가로 연결된 것으로 판단한다.

이미 동사의 중간광고는 지상파 광고를 추월하거나 높아졌으며, 지금은 프로그램 앞/뒤에 붙는 전/후 광고 단가도 같이 올라오고 있는 것으로 추정된다. 특히 중간광고는 해당 프로그램을 보기 위해 시청자가 직접 채널을 옮겨왔다는 점에서 타겟팅 효율이 굉장히 크다. 최근에는 명품, 자동차, IT 등의 광고가 나오고 있는데, 이런 타터어 광고주들은 매체 타겟팅의 효과가 유효하다고 판단해 CJ ENM이 제시하는 가격을 그대로, 또는 훨씬 프리미엄을 붙여 광고를 집행하는 것으로 파악된다

[표4] CJ ENM의 보유 채널 17개는 각각 다른 아이덴티티 보유

채널명	특징
1 tvN	20~40대 남녀 대상, 종합 버라이어티
2 OCN	25세~49세 남녀 대상, 영화 전문
3 XtvN	1980~2000년대 세대 대상, 오락 전문
4 Olive	20~30대 여성 대상, 라이프-엔터테인먼트
5 Mnet	10대~20대 남녀 대상, 음악 전문
6 투니버스	어린이 대상, 애니메이션
7 온스타일	20~30대 여성 대상, 패션과 라이프스타일 전문
8 중화TV	15세 이상 국내 체류 중국인, 중국 콘텐츠
9 채널CGV	전 연령층 대상, 영화 전문
10 캐치온1	전 연령층 대상, 영화 전문
11 캐치온2	전 연령층 대상, 영화 전문
12 O tvN	중장년층 대상, 라이프-엔터테인먼트
13 DIATV	10~30대 젊은 층 대상, 크리에이터 전문
14 SUPER ACTION	젊은 남성 대상, 액션 영화 전문
15 OGN	20~30대 젊은 남성, 게임 전문
16 UXN	초고화질 방송
17 잉글리쉬 챔	2~6세 미취학 아동, 영어 교육

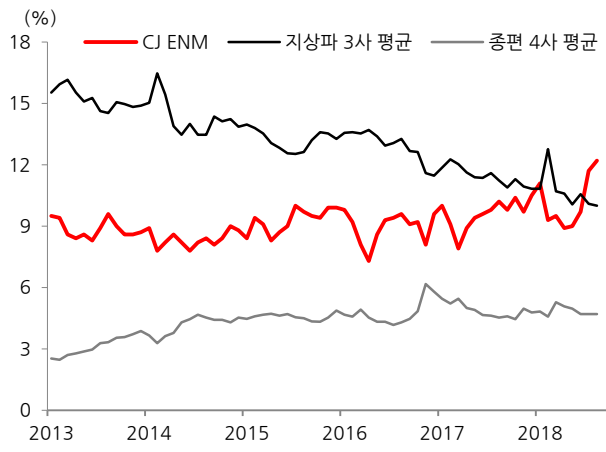
자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

1위 사업자의 지배력은 더욱 강화될 것

우리는 동사의 광고 단가 상승 추세가 더욱 지속될 것으로 판단한다. 일단 국내에서는 전례 없었던 시장을 CJ ENM이 새롭게 창출하고 있기 때문에 1위 사업자의 지배력은 더욱 공고해질 수 있다고 판단하기 때문이다. 실제 얼마전 20%의 시청률로 종영한 화제의 드라마 미스터션사인의 광고 단가는 2070만 원까지 올랐다. 같은 시간 대 지상파 주말연속극의 단가가 1240~1620만 원이라는 점을 감안하면 놀라운 수치이다.

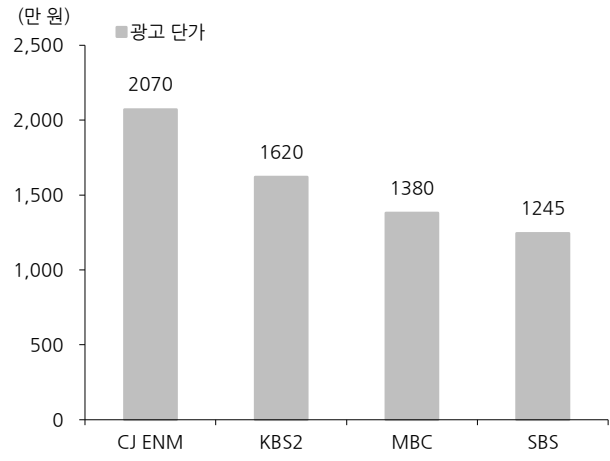
이렇듯 동사의 콘텐츠 제작 역량은 다수의 프로그램을 통해 입증시켰다. 향후에도 동사는 다른 사업자가 모방 할 수 없는 편성 노하우를 통해 대표 채널 이외의 채널로도 시청률과 광고 단가 상승 효과를 동시에 가져오는 효과를 낼 것으로 예상된다.

[그림21] CJ ENM의 시청점유율은 상승 중인 반면 지상파는 하락



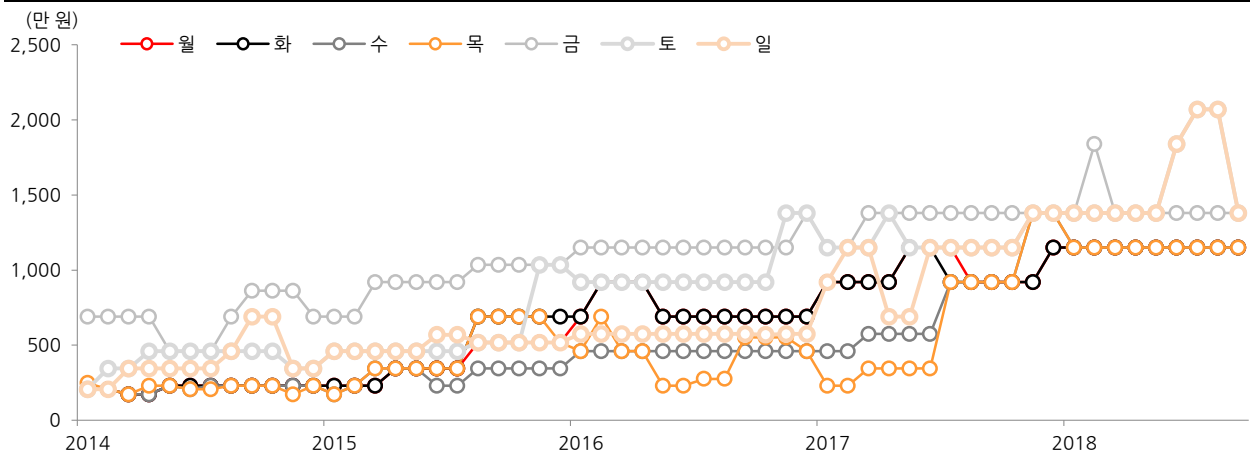
자료: AGB Nielsen, CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 토요일 광고 단가, CJ ENM 이 지상파를 앞서



자료: KOBACO, MediaCreate, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] CJ ENM의 평균 광고 단가는 높아지고 있는 추세



자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

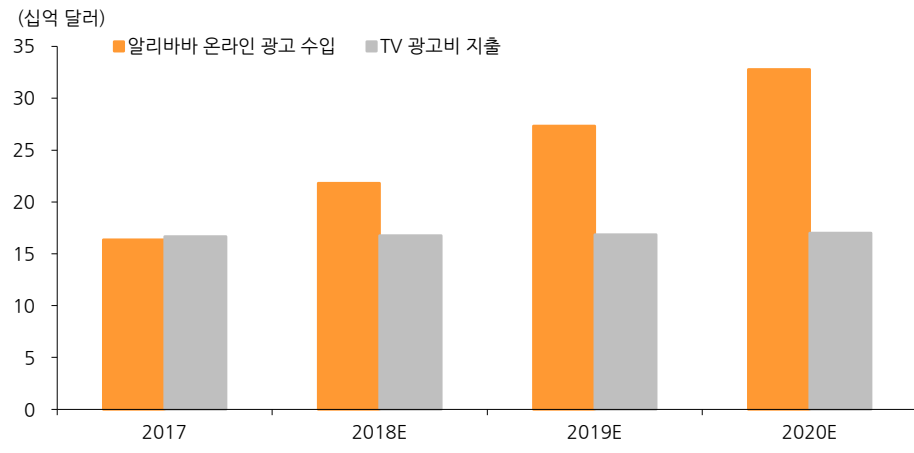
알리바바는 데이터를 통해  
선순환 생태계 구축

데이터를 통해 이미 선순환 생태계를 구축한 대표적인 사례는 알리바바다. 알리바바는 앞서 살펴 본 것처럼 중국 디지털 광고 시장에서의 영향력이 점차 확대되고 있다. 시장 조사기관에 따르면, 지난해 중국 디지털 광고 시장은 약 60.6조 원으로 추정되는데 이 중 알리바바가 약 32% 를 차지했다. 게다가 2018년 알리바바의 디지털 광고 매출은 처음으로 중국 TV 광고 시장을 추월할 것으로 전망된다.

자회사 알리마마의 DMP를  
활용해 데이터 활용 중

이처럼 상거래 서비스에서 시작한 알리바바가 디지털 광고 시장에서 영향력을 확대할 수 있었던 것은 데이터의 활용 전략이 주효했다고 판단한다. 동사는 가장 중심이 될 수 있는 커머스 사업에서 고객을 점점으로 하는 데이터를 확보하게 된다. 수집된 데이터는 아래 DMP와 클라우드 등의 인프라로 보내게 되는데, 이 DMP가 바로 알리바바 플랫폼의 데이터 연료 역할을 하고 있는 자회사 알리마마다. 이 알리마마 DMP에서는 디지털 마케팅 플랫폼을 넘어 유의미한 데이터 인사이트를 융합해 광고주뿐 만 아니라 콘텐츠 제작자까지 최적의 경험이나 구매 환경을 제공해 주고 있는 것이다.

[그림24] 알리바바 광고 매출 전망: 올해 디지털 광고 매출이 중국 TV 광고를 앞지를 것으로 전망



자료: emarketer, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 알리바바 사업 랜스케이프: 자회사 알리마마에서 데이터 수집/분석/가공하는 역할



The summary of Alibaba's businesses and its affiliated companies.

자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

### 3. 콘텐츠에 기반해 직접 소비자까지 연결되는 전략 가시화

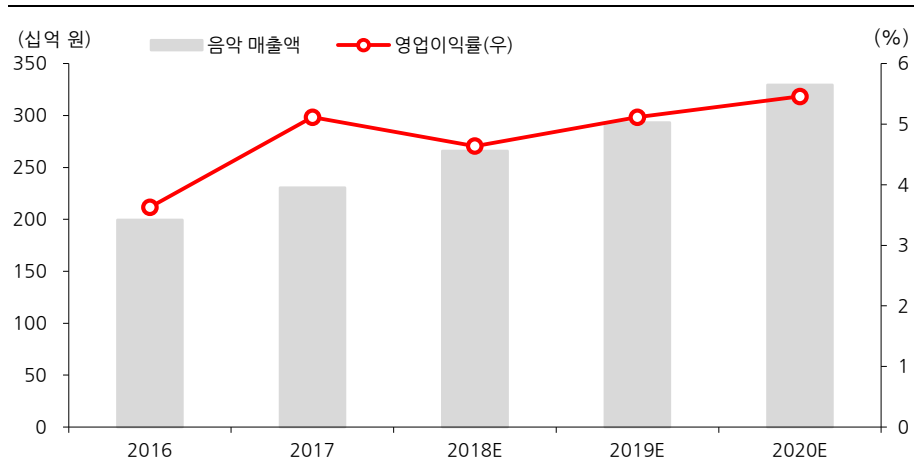
모든 사업부의 접점이 소비자까지 직접 연결되는 비즈니스가 가능

CJ ENM은 콘텐츠와 커머스, 콘텐츠와 미디어, 미디어와 음악 등 콘텐츠를 기반으로 모든 비즈니스 영역 진출이 가능하게 되었고, 이 과정에서 일어나는 모든 접점들이 직접 소비자들까지 연결되는 DTC(Direct to consumer) 전략을 취하고 있다는 점에서 긍정적이라고 판단한다.

이와 같은 전략으로 인해 그동안 주목 받지 못하던 음악 사업 부문은 동사에게 없어서는 안 될 마지막 퍼즐이 되고 있다. 동사의 음악 사업은 과거 적자를 기록했던 계류 같은 존재였다. 하지만, 이제는 미디어와 음악, 콘텐츠와 영화 등 사업 부문간의 협업을 통해 소비자까지 접점을 완성시키는 중요한 사업부로 자리잡을 것으로 전망한다.

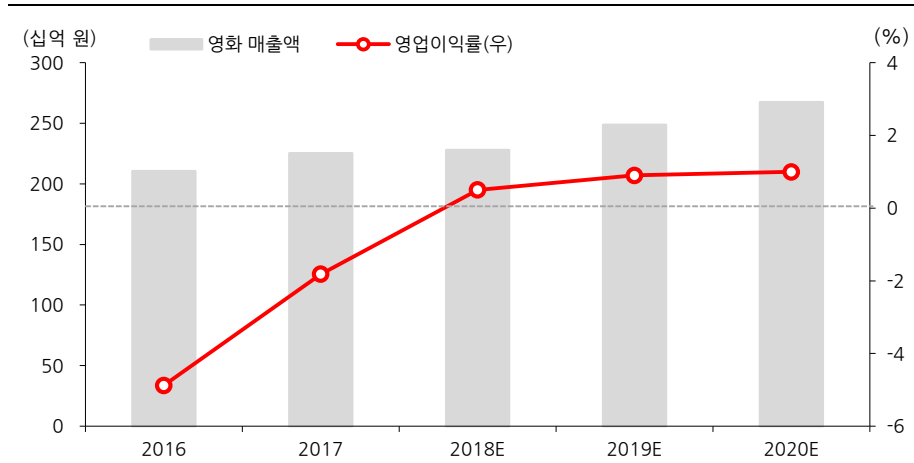
영화 부문도 경쟁력 있는 작품 라인업에 집중해 프로젝트별 수익성에 대한 타이트한 관리로 이익 안정화 전략을 최우선으로 두고 있다. 이에 따라 지난 2년 간 적자를 보였던 영화 부문은 올해 소폭 흑자 달성이 가능할 것으로 예상된다.

[그림26] 음악 부문 매출 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 영화 부문 매출 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

콘텐츠와 광고만을 판매하는  
시대에서, IP를 통해 파생  
사업을 일으키는 비즈니스  
패러다임이 변화고 있음

우리는 앞으로의 미디어 산업 패러다임은 콘텐츠와 광고 만을 판매해 그걸로 먹고 사는  
게 아니라, IP를 보유함에 따라 계속해서 파생 사업을 일으키는 지속 가능한 비즈니스를  
영위하는 쪽으로 바뀌어 갈 것으로 예상한다. 이런 면에서는 동사가 가지고 있는 연결  
생태계가 유리하게 작용할 수 있다.

소비가 만든 워너원이라는  
IP가 광고, 음악, 커머스로  
돈을 버는 연결 생태계 완성

이미 동사는 성공적으로 시너지를 창출한 사례가 있다. CJ ENM의 서바이벌 오디션 프  
로그램을 통해 등장한 워너원은 TV홈쇼핑 채널을 통해 패션 브랜드 ‘씨앤(ce&)’의  
모델로 활동해 일반적인 상품취급고보다 폭발적인 매출을 달성시켰다. 과거 동사는 TV  
광고로만 수익을 창출했지만, 이제는 소비자가 직접 투표해서 워너원이라는 IP를 만들  
고, 이 IP가 콘텐츠가 되어 미디어와 음반/음원에서 돈을 벌고, 커머스 매출까지 발생시  
키는 그림이 완성된 것이다.

여러 미디어 산업 간의 협력과 소비자들과의 연결이 중요한 것은 1) 콘텐츠는 넘쳐나고  
있고, 2) 산업 간의 경계가 허물어지고 있으며, 3) 소비자들은 자신이 원하는 즐거움을  
경험하기 위해 어디라도 기꺼이 찾아가고자 하면서 적극적인 시청과 구매 행태로 변화  
하고 있기 때문이다.

콘텐츠 → 미디어 →  
브랜드로 비즈니스가  
연결되어야함

콘텐츠와 정보는 넘쳐나고 있기 때문에 결국은 콘텐츠가 쌓여 미디어가 되고 브랜드로  
성장해야 한다. 지금까지 콘텐츠를 일방적으로 전달하던 시대에는 높은 퀄리티의 콘텐  
츠를 제공하는 것이 비즈니스의 핵심이자 전부였지만 지금은 콘텐츠 퀄리티 못지 않게  
중요한 것이 ‘연결’이 되었다. 유튜브의 성공 비결도 소비자들과의 끊임없는 소통과 관  
계의 축적으로 볼 수 있다.

[그림28] CJ ENM은 모든 사업 영역에서 DTC(Direct to consumer) 가능



자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터



트렌드를 만드는  
뮤직비디오나 드라마에서  
시작해 소비자에게까지  
확장할 수 있는  
비즈니스가 가능

동사는 뮤직비디오나 드라마에서 트렌드를 창출하고 이를 활용해 소비자에게까지 닿을 수 있는 사업 확장이 가능하다. 예를 들어 ‘프로듀스48’은 글로벌 티빙을 통해 전 세계 한류 팬에게 노출되고 있는데 관련 상품 판매 등 커머스 기능까지도 계획하고 있는 것으로 파악된다. 게다가 이들의 시청 패턴 등 프로젝트의 성과와 경험 분석은 향후 동사 콘텐츠의 새로운 글로벌 유통 모델을 수립하는데도 도움이 될 것으로 판단한다.

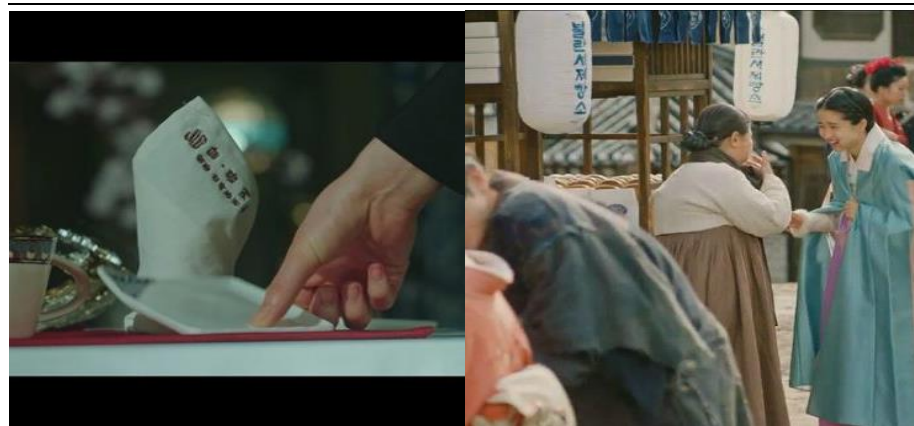
동사가 지향하고 있는 미디어커머스 사업도 인플루언서의 영향력으로 막강해진 플랫폼에서 소비자가 즉시 구매를 일으키는 전략이라는 면에서 DTC 에 부합하는 흐름이다. 내가 좋아하는 셀럽이 입은 브랜드의 제품을 그 셀럽의 콘텐츠 혹은 채널에서 바로 확인하고 구매로 이어지는 비즈니스는 동사만이 가능한 영역일 것이다.

통합 미디어 밸류체인을  
완성한 동사는  
콘텐츠 제작 프로세스도  
효율적으로 발전할 것

우리는 이러한 연결 생태계가 콘텐츠 제작 프로세스에도 긍정적인 효과를 미칠 것으로 기대한다. 동사는 콘텐츠를 직접 제작하고 유통하고, 마케팅과 커머스까지 연계해주고 있는데, 이는 광고주에게 더욱 어필할 수 있는 사업 모델로 발전할 것이다. 효율적인 콘텐츠 제작을 위해서는 광고주(브랜드), 제작자, 배급까지 모두 연계되어 협업이 진행되어야 하는데 이런 면에서 통합 미디어 밸류체인을 완성한 동사는 다른 사업자들 대비 가시적인 성과를 빨리 나타낼 수 있을 것이다.

이전처럼 콘텐츠를 만들면 광고가 붙는 식이 아니라 콘텐츠 제작자가 배급까지 고려해 제작하고 때로는 광고주, 플랫폼 등 다양한 위치의 연계사업자들이 원하면 콘텐츠를 기획할 수도 있어야 한다는 의미다. 실제 드라마 미스터션샤인은 콘텐츠 기획 제작 단계부터 MD와 협업해 작품 상에 상품이 녹아들 수 있는 작업을 시작했다. 상품이 스토리의 일부가 되도록 하는 전략인데 드라마 주인공이 커피를 마시는 장면이 등장할 때 나오는 달콤커피 브랜드는 실제 매장에서 한정판 MD로 기획상품으로 판매되고 있기도 하다.

[그림29] 미스터션샤인의 달콤커피와 파리바게트



자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

콘텐츠를 통한 DTC 전략을 가장 잘 하고 있는 디즈니의 사례

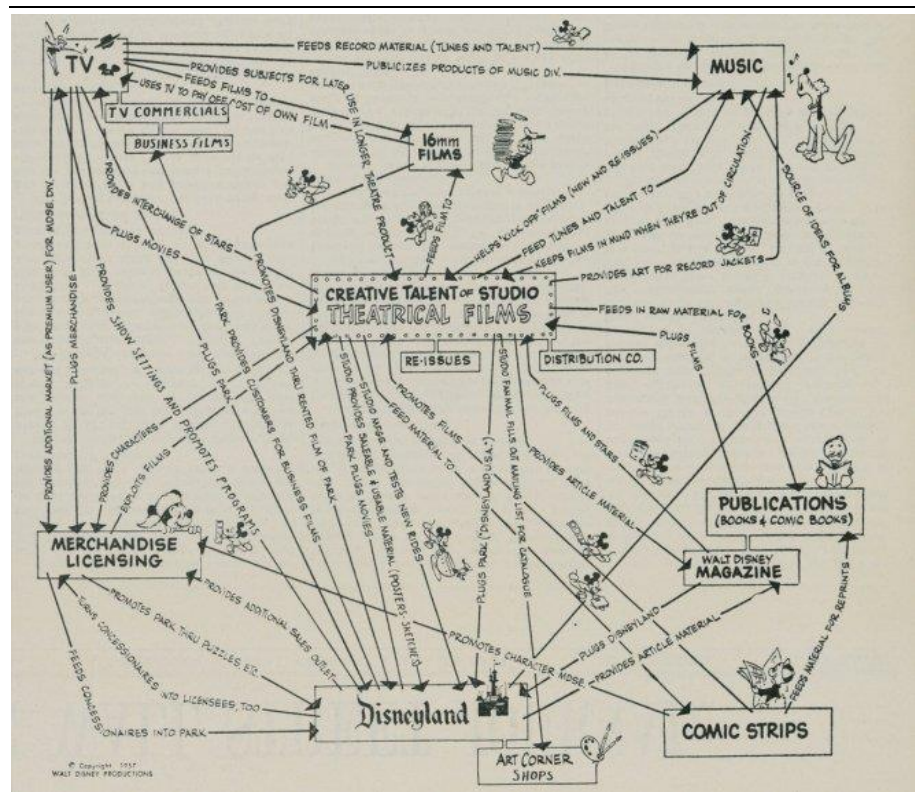
전세계 미디어 기업 중 콘텐츠 중심으로 DTC전략을 가장 잘하는 회사는 디즈니라고 판단된다. 디즈니의 사례는 CJ ENM 사업 전략의 방향성을 가늠하는 데 참고할 만하다.

디즈니는 OSMU(one source multi use, 하나의 IP로 다양한 사용처에서 부가가치를 극대화) 사업 영위를 가장 잘 하고 있는 대표적인 사례로 꼽힐 수 있다. [그림31]은 월트 디즈니가 직접 그린 것으로 알려진 디즈니사의 사업 전략이자 구성도이다. 영화라는 콘텐츠는 잡지, 출판, 음악, TV는 물론이고 디즈니랜드, 각종 라이선싱 부가사업, 심지어는 미술 용품에까지 활용되는 걸 한 장의 그림으로 보여준다.

영화는 영화끼리, 광고는 광고끼리, 그리고 콘텐츠는 콘텐츠끼리 나뉘어진 것이 아니다. 내가 어느 조직에 속해 있든지, 내가 어떻게 다른 조직과 연결되는지가 한눈에 보인다. 디즈니랜드에서 TV로 뺀 선 위에 적힌 텍스트를 보면 ‘Provides show settings and promotes program(촬영장소를 제공하고 프로그램을 홍보한다)’라고 적혀있는데, 한 사업부가 다른 사업부를 어떻게 지원 또는 고려하는지 구체적으로 명확하게 제시되어 있음을 알 수 있다.

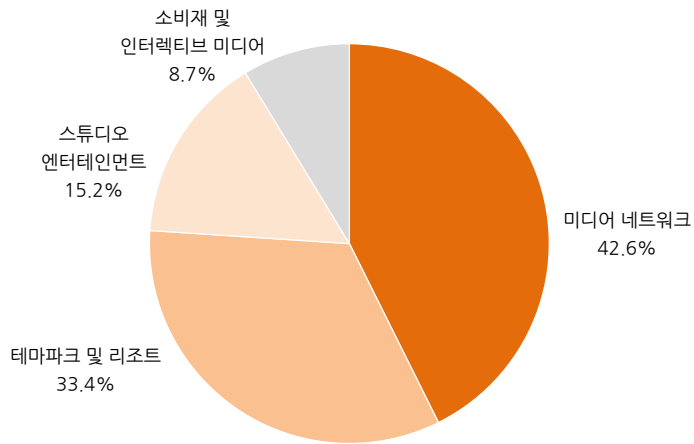
디즈니는 콘텐츠를 기반으로 1차적으로 TV 광고 수익 또는 극장 수익을 얻고, 2차적으로 테마파크 리조트에서 부가수입을 얻는다. 그리고 다양한 채널에서 라이선싱, 출판 및 상품 판매 매출로 3차 수익을 얻는다. 이 모든 사업부문의 실적이 고르게 성장하고 있다는 점이 의미 있다고 판단한다.

[그림30] 디즈니의 사업 전략



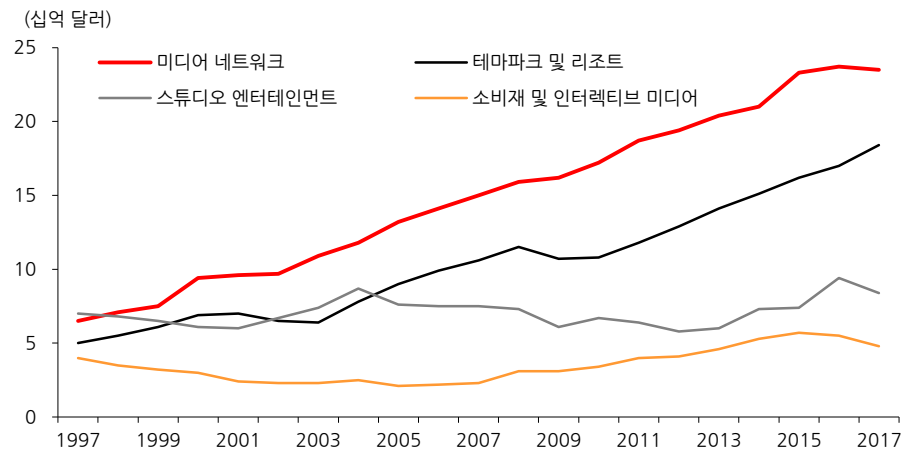
자료: 디즈니, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 디즈니의 매출 비중



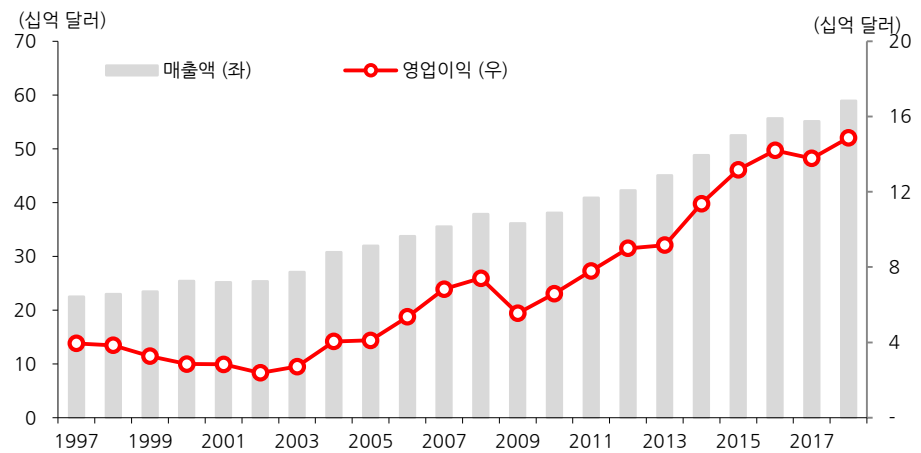
주: 2017년도 기준  
 자료: 디즈니, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 디즈니는 모든 사업 부문별 실적이 고르게 성장 중



자료: 디즈니, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 디즈니 연간 실적 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

콘텐츠 사업자인 디즈니가 자체 OTT 서비스를 론칭하겠다는 것도 DTC 전략의 일환이라고 판단

하지만 디즈니는 콘텐츠에서의 독보적인 지배력에도 불구하고, 플랫폼은 가지지 못한 회사로 남아있다. 과거 넷플릭스에 콘텐츠를 공급했던 이유도 자체 유통 플랫폼이 없었고 플랫폼 구축에 필요한 비용 지불 없이 넷플릭스를 통해서 손쉽게 전 세계로 콘텐츠를 유통시킬 수 있다는 점을 고려했던 것으로 판단된다.

이러한 디즈니가 이제는 자체 OTT 서비스를 론칭해 플랫폼 사업까지 진출하겠다고 밝혔다. 디즈니의 플랫폼 사업 진출 성과가 어떻게 나타날지는 지켜봐야겠지만 콘텐츠 사업자에서 플랫폼 사업자까지 생태계를 완성시키려고 하는 움직임에 더욱 초점을 맞춰야 한다고 판단한다. OTT 플랫폼 서비스를 하는 이유도 DTC(Direct To Consume) 전략에 한발 더 나아가는 데 의의가 있다.

이처럼 디즈니를 포함한 전세계 미디어 기업들의 경우 콘텐츠, IP, 유통, 판권, 커머스 등 각각의 분야마다 사업자가 존재한다. 반면 CJ ENM은 모든 영역의 수직계열화를 완성시키며 미디어 산업의 통합 프로세스가 가능한 유일한 업체가 될 것으로 기대한다.

CJ ENM은 미디어 산업 간의 경계가 허물어지고 있는 환경 내에서 수직계열화를 완성시키며 유리한 위치를 차지할 것으로 전망

CJ ENM은 최근 미디어 산업 간의 경계가 허물어지고 있는 환경 내에서 모든 사업부의 합종연횡이 가능하다는 점에서 유리한 위치를 차지할 것으로 전망한다.

이제는 점점 지상파와 케이블과의 경계가 없어지고, 디지털과 기존 레거시 미디어와의 경계도 없어지고 있다. 예를 들면 CJ ENM의 예능 프로그램이었던 ‘신서유기’와 같은 프로그램은 온라인에서만 노출이 되고 전통 미디어 온에어에서는 방송을 한 적이 없지만 많은 사람들이 방송에서 봤다고 기억하고 있을 것이다. 앞으로는 전통 미디어와 뉴 미디어뿐 만 아니라 MCN의 인플루언서, 크리에이터 분야에서도 디지털과 방송의 경계가 없어질 것으로 본다.

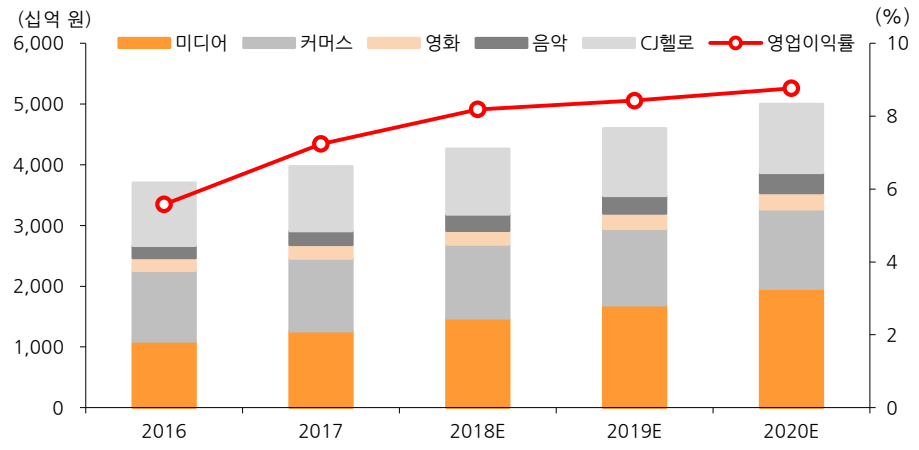
### III. 실적 전망

CJ ENM의 2018년 실적으로 매출액은 4.27조 원, 영업이익은 3,492억원을 전망한다. 이는 전년 대비 각각 7.4%, 21.4% 성장하는 규모이다. 단기적인 실적 성장의 중심은 미디어 사업이다. 전체 방송 광고 시장의 정체에도 불구하고 드라마, 예능 콘텐츠 경쟁력에 기반해 시장점유율이 지속 확대되고 있는 것으로 판단된다. 음악 사업은 채널과의 시너지 효과를 통해 외형 확대와 수익성 개선이 나타날 것으로 예상하며 영화 사업은 타이트한 수익성 관리로 소폭 흑자를 달성할 것으로 전망한다.

동사의 2020년까지 향후 3년간 연평균 성장률은 매출액 8%, 영업이익 15%로 예상된다. 2019년부터는 미디어와 커머스 부문간 시너지 효과가 본격적으로 나타날 것으로 기대된다. 미디어 사업에서는 콘텐츠 경쟁력으로 신규 채널 유통 기회를 창출할 수 있을 것으로 판단하는데 이는 외형 성장과 이익 성장을 동반할 수 있는 비즈니스라고 판단한다. 커머스 사업에서는 콘텐츠 IP를 활용한 MD상품 출시와 BJ를 활용한 미디어커머스 플랫폼을 통해 새로운 수익 모델을 만들어 나갈 것으로 기대한다.

하지만 이러한 신규 사업에 대한 실적 전망치는 아직 구체적인 기획과 모델이 결정되지 않았기 때문에 우리의 추정에 반영하지 않았다. 이러한 변수가 가시화될 경우 향후 우리의 실적 전망치는 상향될 가능성이 높다고 판단한다.

[그림34] CJ ENM의 연도별 실적 전망



자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

[표5] CJ ENM의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	933	978	972	1,090	1,032	1,049	1,040	1,145	3,973	4,266	4,598	4,999
미디어	279	323	310	351	333	362	376	399	1,262	1,469	1,687	1,961
커머스	286	300	276	331	291	307	282	338	1,193	1,218	1,260	1,309
영화	61	46	57	61	80	36	49	63	225	228	249	267
음악	47	47	66	70	56	67	64	79	231	266	293	329
CJ헬로	260.3	261.2	263.8	276.9	272.1	277.2	269.0	266.1	1,062	1,084	1,108	1,133
영업이익	76.9	88.3	61.9	60.5	89.9	79.2	86.5	93.6	287.6	349.2	387.5	438.3
미디어	20.1	24.0	9.2	8.6	24.6	29.2	31.2	32.5	61.9	117.5	142.6	171.1
커머스	35.9	45.6	30.7	39.5	42.3	33.9	35.4	43.0	151.6	154.7	166.4	176.1
영화	0.9	(2.3)	(3.3)	(5.8)	7.2	(3.9)	1.7	0.8	(10.4)	5.9	2.9	6.1
음악	2.4	2.0	6.8	0.6	2.7	2.6	3.1	2.4	11.8	12.3	15.0	18.0
CJ헬로	17.6	19.1	18.5	17.6	13.1	15.7	15.1	14.9	72.9	58.8	60.6	67.0
영업이익률(%)	8.2	9.0	6.4	5.6	8.7	7.5	8.3	8.2	7.2	8.2	8.4	8.8
당기순이익	66.6	440.0	38.1	20.7	96.4	78.8	65.1	71.9	565	312	353	397
당기순이익률(%)	7.1	45.0	3.9	1.9	9.3	7.5	6.3	6.3	14.2	7.3	7.7	7.9
성장률 (YoY%)												
매출액					10.6	7.3	6.9	5.1	7.2	7.4	7.8	8.7
미디어					19.4	12.0	21.4	13.8	15.4	16.4	14.8	16.2
커머스					1.8	2.5	2.0	2.1	2.6	2.1	3.5	3.9
영화					30.9	-21.9	-14.2	3.2	6.9	1.2	9.1	7.5
음악					18.6	41.2	-2.9	12.8	15.6	15.3	10.3	12.4
CJ헬로					4.5	6.1	2.0	-3.9	2.1	2.1	2.2	2.2
성장률 (YoY%)												
영업이익					17.0	-10.4	39.7	54.6	39.1	21.4	11.0	13.1
미디어					22.4	21.7	238.9	278.0	33.4	89.8	21.4	20.0
커머스					17.9	-25.6	15.5	9.0	11.5	2.0	7.6	5.8
영화					688.7	적자유지	흑자전환	흑자전환	적자유지	흑자전환	-50.8	111.5
음악					12.5	109.0	-54.5	293.7	63.0	4.5	21.6	19.9
CJ헬로					-25.4	-17.7	-18.6	-15.5	69.7	-19.3	3.1	10.6

자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

## IV. 투자의견 및 밸류에이션

CJ ENM에 대해 투자의견 매수와 목표주가 350,000원으로 조사 분석을 개시한다. 목표주가는 영업가치와 투자자산 가치를 반영해 SOTP 방식으로 산출했다. 미디어/영화/음악의 영업 가치를 1.41조 원, 커머스 영업 가치를 2.2조 원으로 반영했으며, 여기에 보유 지분의 투자자산 가치 4조 원을 합산했다.

현재 동사의 주가는 2018년 예상실적 기준 PER 17배, 2019년 기준 15배에 해당한다. 국내외 동종 업체들이 평균 21배에서 거래되고 있음을 감안하면 다운사이드는 제한적이다. 반면 주가 상승 가능성이 높다고 보는 것은 1) 미디어커머스 관련 신규 사업에 대한 예상 실적이 아직 반영되지 않았고, 2) 이제 막 본격화되기 시작한 글로벌 콘텐츠 수급 경쟁에서 국내외 최대 수혜주라는 점에서 잠재력이 크고, 3) 존재하지 않던 새로운 영역에서의 선점은 향후 비약적인 실적 성장을 가져올 수 있기 때문이다.

[표6] CJ ENM의 목표 주가 산정

(단위: 십억 원, 배)

		비고
영업가치	3,611	
미디어/영화/음악	1,414	
2019E OP	61.5	스튜디오드래곤 실적 제외
Target PER	23	국내외 미디어 업체 평균에 국내 1위 프리미엄 반영해 10% 할증
커머스	2,197	
2019E OP	166	
Target PER	13.2	국내 홈쇼핑 업체 평균에 신규사업 기대감 반영해 10% 할증
투자자산가치	4,070	각 지분가치의 20% 할인
넷마블게임즈	1,791	지분을 22%
스튜디오드래곤	1,867	지분을 71%
CJ 헬로	335	지분을 54%
삼성생명	77	지분을 0.5%
적정 기업가치	7,681	
발행주식수(천주)	21,926	
적정주가(원)	350,302	
<b>목표주가(원)</b>	<b>350,000</b>	
<b>현재주가(원)</b>	<b>253,000</b>	
<b>상승여력</b>	<b>38%</b>	

자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 국내외 동종 업체들과의 비교

(단위: 십억 원, 배)

	시가총액	매출액(십억 원)		영업이익(십억 원)		PER(x)		PSR(x)		ROE(%)	
		2017	2018E	2017	2018E	2017	2018E	2017	2018E	2017	2018E
CJ ENM	5,567	3,973	4,266	2,896	3,492		17.4		1.3		12.6
제일기획	2,479	3,375	3,638	157	180	16.9	17.9	0.6	0.7	16.3	15.4
이노션	1,204	1,139	1,287	97	118	23.8	14.7	1.3	0.9	9.4	11.6
스튜디오드래곤	3,297	287	387	34	64	61.7	60.6	5.1	8.6	9.7	13.4
제이콘텐트리	962	420	528	33	51	95.8	32.5	1.5	1.8	6.5	13.1
월드디즈니	193,275	63,068	65,641	15,756	16,650	17.3	16.6	2.8	3.0	21.3	24.9
컴캐스트	180,304	95,571	99,539	20,337	21,209	19.4	14.0	2.2	1.8	16.1	16.3
타임워너	N/A	35,357	36,489	8,955	9,363	12.2	N/A	2.3	N/A	22.4	19.7
넷플릭스	181,116	13,221	17,748	948	1,930	143.8	119.1	7.1	10.3	19.1	26.3
DMG ENT. AND MEDIA	991	364	456	134	194	19.0	5.1	6.7	2.3	29.2	28.6
BEIJING ENLIGHT MEDIA	3,700	308	324	56	412	37.3	9.9	16.7	11.6	8.8	24.2
HUAYI BROTHERS MEDIA	2,411	657	761	56	175	29.1	17.6	6.2	3.2	4.0	7.9
ZHEJIANG HUACE FILM & TV	2,751	875	1,058	128	147	14.9	21.7	3.6	2.6	18.6	10.6
FUJI MEDIA HOLDINGS	4,583	6,480	6,269	253	263	16.8	18.7	0.6	0.7	3.6	3.4
NIPPON TV. NETWORK	5,016	4,246	4,284	511	486	12.8	13.2	1.1	1.2	6.2	5.3
알리바바	474,922	41,985	42,186	11,628	11,976	45.1	33.9	11.8	11.8	20.8	19.5
아마존	1,086,022	201,107	261,903	4,643	12,289	256.6	74.9	3.2	4.2	9.6	22.4
JD.com	41,603	60,678	75,850	(140)	(296)	N/A	68.2	1.1	0.5	(0.2)	0.1
평균						49.0	32.7	4.1	3.9	13.1	15.4

주: CJ ENM은 당사 추정치 기준, 나머지는 컨센서스 기준

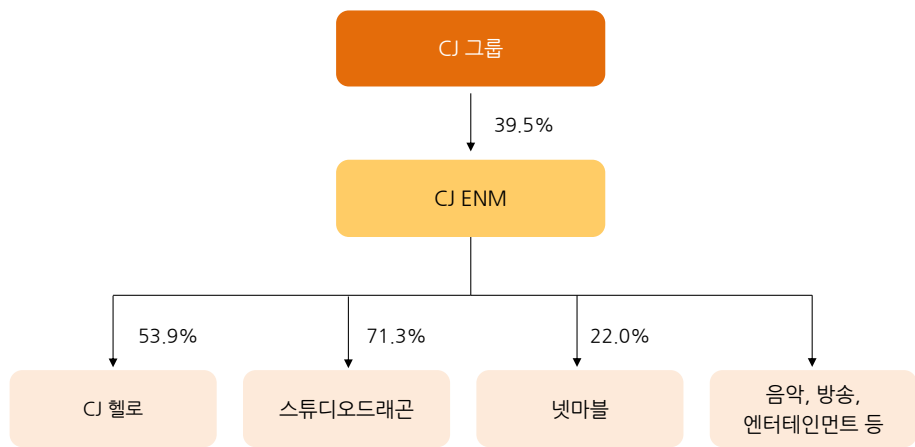
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



## V. Appendix : 기업 개요

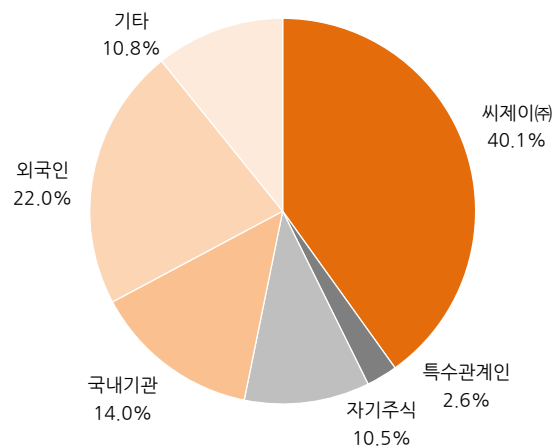
CJ ENM은 종합 미디어 콘텐츠 기업으로 동사는 2010년 씨제이오쇼핑의 미디어사업 부문을 인적분할해 오미디어홀딩스로 설립했다. 2010년 코스닥에 상장했으며 2011년에는 CJ E&M으로 상호를 변경했다. 2018년 7월 1일, CJ 오쇼핑과 CJ E&M이 합병해 CJ ENM으로 출범했다. 주요 사업 부문은 방송채널/콘텐츠를 제작하는 미디어 사업, TV/CJmall에서의 커머스 사업, 영화 제작, 투자 배급 등 영화 사업, 음반 제작/유통 등 음악 사업으로 구성된다.

[그림35] CJ ENM의 지배구조



자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] CJ ENM의 주요 주주 구성



자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액			4,266	4,598	4,999
매출총이익			2,401	2,588	2,814
영업이익			349	388	438
EBITDA			639	677	730
순이자손익			23	38	43
외화관련손익			0	0	0
지분법손익			6	6	6
세전계속사업손익			395	447	503
당기순이익			312	353	397
지배주주순이익			312	353	397
<b>증가율(%)</b>					
매출액			88.8	7.8	8.7
영업이익			55.6	11.0	13.1
EBITDA			36.2	5.9	7.8
순이익			117.6	13.0	12.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률			56.3	56.3	56.3
영업이익률			8.2	8.4	8.8
EBITDA 이익률			15.0	14.7	14.6
세전이익률			9.3	9.7	10.1
순이익률			7.3	7.7	7.9

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업현금흐름</b>			644	641	678
당기순이익			312	353	397
자산상각비			290	289	291
운전자본증감			143	24	19
매출채권 감소(증가)			-3	-6	-10
재고자산 감소(증가)			-61	-3	-11
매입채무 증가(감소)			207	33	40
<b>투자활동 현금</b>			-486	-335	-368
유형자산처분(취득)			-180	-185	-188
무형자산 감소(증가)			-102	-121	-144
투자자산 감소(증가)			0	0	0
<b>재무현금흐름</b>			1,161	-39	-45
차입금의 증가(감소)			0	0	0
자본의 증가(감소)			1,161	-39	-45
배당금의 지급			18	39	45
<b>총현금흐름</b>			501	617	659
(-)운전자본증가(감소)			-143	-24	-19
(-)설비투자			180	185	188
(+)자산매각			-102	-121	-144
Free Cash Flow			362	334	346
(-)기타투자			204	29	36
잉여현금			158	306	310
<b>NOPLAT</b>			276	306	346
(+) Dep			290	289	291
(-)운전자본투자			-143	-24	-19
(-)Capex			180	185	188
OpFCF			528	434	468

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>			2,047	2,323	2,609
현금성자산			1,514	1,781	2,046
매출채권			375	381	391
재고자산			137	140	151
<b>비유동자산</b>			2,460	2,532	2,639
투자자산			702	757	823
유형자산			793	779	771
무형자산			965	996	1,045
<b>자산총계</b>			4,508	4,855	5,248
<b>유동부채</b>			938	971	1,011
매입채무			423	456	495
유동성이자부채			174	174	174
<b>비유동부채</b>			587	588	588
비유동이자부채			512	512	512
<b>부채총계</b>			1,525	1,559	1,599
자본금			111	111	111
자본잉여금			1,180	1,180	1,180
이익잉여금			1,218	1,532	1,884
자본조정			18	18	18
자기주식			-12	-12	-12
<b>자본총계</b>			2,983	3,296	3,649

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표</b>					
EPS			14,239	16,092	18,115
BPS			115,253	129,545	145,630
DPS			1,800	2,030	2,280
CFPS			22,864	28,122	30,059
ROA(%)			8.5	7.5	7.9
ROE(%)			12.6	13.1	13.2
ROIC(%)			16.0	17.9	19.9
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER			17.4	15.4	14.0
PBR			2.2	1.9	1.7
PSR			1.3	1.2	1.1
PCR			10.8	8.8	8.4
EV/EBITDA			7.2	6.4	5.7
배당수익률			0.7	0.8	0.9
<b>안정성(%)</b>					
부채비율			51.1	47.3	43.8
Net debt/Equity			-27.8	-33.2	-37.3
Net debt/EBITDA			-129.6	-161.8	-186.4
유동비율			218.3	239.2	258.1
이자보상배율			17.8	19.8	22.4
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본			43.5	40.4	38.1
현금+투자자산			56.5	59.6	61.9
<b>자본구조(%)</b>					
차입금			18.7	17.2	15.8
자기자본			81.3	82.8	84.2

[ Compliance Notice ]

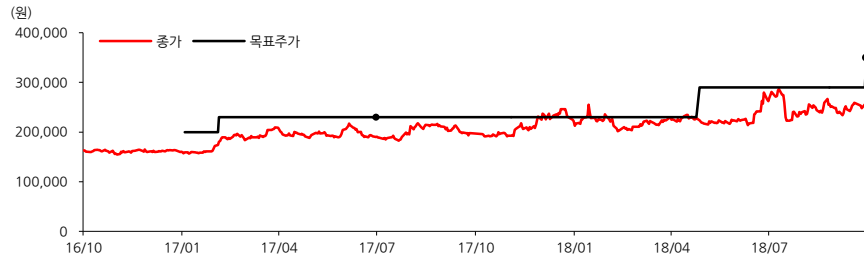
(공표일: 2018년 10월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ CJENM 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 자	2016.08.12	2017.01.06	2017.01.06	2017.01.23	2017.02.07	2017.04.26
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가			200,000	200,000	230,000	230,000
일 자	2017.10.24	2017.11.08	2018.01.18	2018.04.30	2018.10.02	2018.10.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표주가	230,000	230,000	230,000	290,000	김소혜	350,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.01.06	Buy	200,000	-19.52	-13.00
2017.02.07	Buy	230,000	-10.09	10.87
2018.04.30	Buy	290,000	-17.00	-1.24
2018.10.02	Buy	350,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2018년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	86.6%	13.4%	0.0%	100.0%