

투자 의견(신규)	매수
목표주가(12M, 신규)	310,000원
현재주가(19/04/02)	232,200원
상승여력	34%

영업이익(19F, 십억원)	385
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	377
EPS 성장률(19F, %)	3.8
MKT EPS 성장률(19F, %)	-12.1
P/E(19F, x)	19.4
MKT P/E(19F, x)	11.1
KOSDAQ	739.57

시가총액(십억원)	5,091
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	46.8
외국인 보유비중(%)	19.4
베타(12M) 일간수익률	0.64
52주 최저가(원)	191,200
52주 최고가(원)	286,400

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.6	-8.2	1.5
상대주가	-3.7	-1.3	19.1



[미디어플랫폼/콘텐츠]

박정엽
 02-3774-1652
 jay.park@miraeasset.com

CJ ENM (035760)

힘세고 유연한 콘텐츠 넘버원

'매수' 의견으로 분석 개시, 목표주가 310,000원

CJ ENM에 대해 '매수' 의견과 목표주가 310,000원으로 분석을 개시한다. 목표주가는 미디어 가치 1.9조원(기존 CJ E&M, P/NOPLAT 20배), 커머스 가치 1.1조원(기존 CJ오쇼핑, P/NOPLAT 12배), 보유 지분 가치 3.75조원 각각을 합산해서(SOTP 방식) 산출했다.

18년 7월 합병을 통해 출범한 CJ ENM은 현재 멀티플 회복 국면에 들어섰다. 당사 추정에 따르면 19년은 영업이익의 과반이 커머스가 아닌 미디어(방송+영화+음악)에서 창출되는 첫 해(18년 38.6%)다. 따라서 적정 멀티플도 상향 조정될 여지가 크다. 또한 전사 매출액(향후 2년 CAGR +9.8%)과 영업이익(+20.9%) 성장을 위해 투자 증액(구 CJ E&M)이 요구되는데, 종전보다 강화된(구 CJ오쇼핑) 자체 현금흐름으로 이를 조달할 수 있게 된 점도 긍정적이다.

플랫폼이 바뀌어도 콘텐츠 강자는 살아남는다

콘텐츠를 다루는 플랫폼의 변화와 경쟁은 사라질 수 없다. 기술 발전에 따라 최적화 플랫폼은 계속 변하기에 콘텐츠 전달의 형태와 BM 또한 바뀐다. 이러한 변화는 소비/공급의 진입장벽이 낮아지는 방향으로 진행된다. 이에 따라 소비자에게 선택 받는 콘텐츠는 더욱 중요해진다.

플랫폼 재편 속에 콘텐츠 메이커가 살아남으려면 1) 장기 시각에서 콘텐츠 체력을 키우고 2) 이를 다양한 포맷으로 변주(헛지)해야 한다. 즉 콘텐츠에 파워와 유연함이 동시에 필요하다. 이러한 관점에서 CJ ENM은 시대 흐름에 부합하는 회사다. 콘텐츠 선제 투자(10년대 초)로 강한 브랜드를 확립했고, 다수 플랫폼에 개방적으로 대응하면서 수익을 극대화하기 때문이다.

투자 포인트 1) 미디어 부문 체질 개선

미디어 부문 체질이 개선된다. 19F TV 광고 성장(+13%)과 방송 제작비 예산(+14%)이 상계된다고 가정하면, 디지털 광고 고성장(+33%)을 통해 19년 동사의 수익성이 제고될 전망이다.

여전히 디지털 광고 시장은 성장 여력이 크고(19F +10%), CJ ENM은 디지털에서 더욱 강한 사업자다. 19년부터는 유튜브와 MCN을 통해 글로벌 시장 성장에 본격적으로 노출된다. 최근 2개 분기 동사 디지털 광고 성장이 +52%, +72%로 크게 반등한 것에 주목할 시점이다.

투자 포인트 2) 음악 부문 재평가

음악 사업이 막강한 프로모션 채널을 가진 글로벌 기획사 비즈니스로 도약할 전망이다. Mnet 채널 시너지에 기반한 동 부문은 업계 내 비교가 무색한 높은 히트율이 전제된다. 20년까지 글로벌 그룹 2팀이 추가되는데, 이들은 1) 기존보다 개선된 수익 구조(계약기간, 배분율)로 데 뷁하고 2) 빅히트의 기획력을 공유할 수 있기에 잠재 레버리지와 성공 가능성이 모두 높다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	2,309	2,209	2,260	3,427	4,818	5,257
영업이익 (십억원)	210	179	224	251	385	460
영업이익률 (%)	9.1	8.1	9.9	7.3	8.0	8.8
순이익 (십억원)	85	23	131	163	262	349
EPS (원)	13,650	3,769	21,054	11,514	11,947	15,937
ROE (%)	9.6	2.6	13.5	8.6	9.1	11.0
P/E (배)	14.0	43.2	11.0	17.5	19.4	14.6
P/B (배)	1.3	1.1	1.4	1.4	1.4	1.3
배당수익률 (%)	1.3	1.5	1.3	0.6	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

CONTENTS

I. Valuation: 리레이팅 시작	3
멀티플 상승 이유: 19년부터는 미디어 이익 비중이 과반	3
목표 시가총액 6.75조원 = 본업 3조원 + 상장 자회사 3.75조원	5
II. 유연함을 갖춘 콘텐츠 파워	6
플랫폼이 바뀌어도 살아남아야 한다	6
해답 1) 콘텐츠 브랜드 경쟁력을 활용	8
해답 2) 내외부 플랫폼을 유연하게 활용	11
III. 투자 포인트	15
미디어 부문 이익 개선 본격화: 디지털의 힘	15
음악 부문 재평가: Mnet이 밀어주는 글로벌 기획사로 도약	22
IV. 실적 전망	25
19F 영업이익은 3,855억원(+22.4%)으로 전망	25
부문별 실적 포인트	26
기업 개요	29

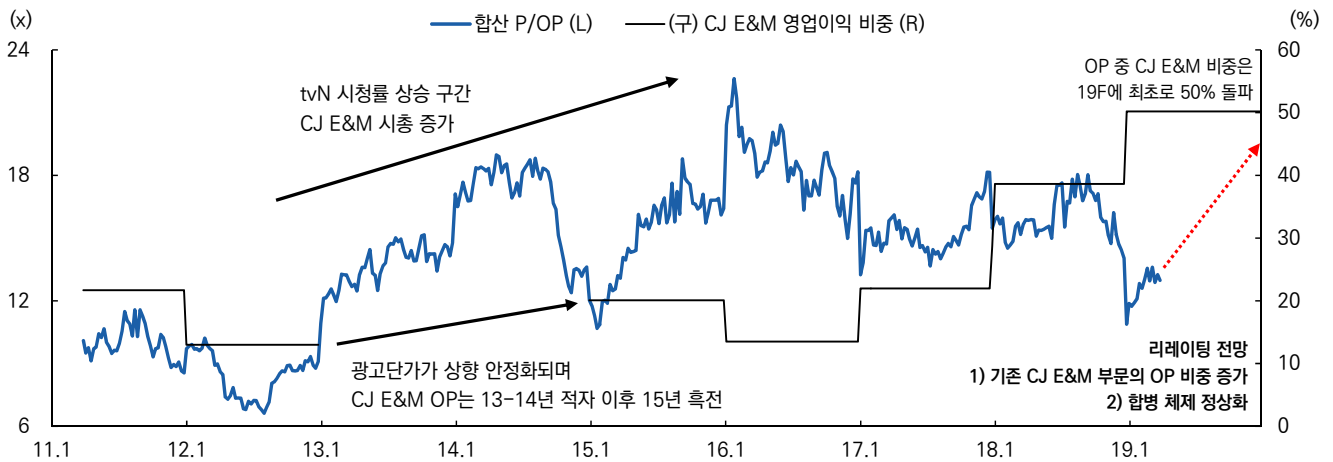
I. Valuation: 리레이팅 시작

멀티플 상승 이유: 19년부터는 미디어 이익 비중이 과반

CJ ENM에 대해 '매수' 의견과 목표주가 310,000원으로 분석을 개시한다. 목표주가는 미디어 관련 사업 가치 1.9조원(과거 CJ E&M 사업 부문), 커머스 관련 사업 가치 1.1조원(과거 CJ오쇼핑 사업 부문), 보유 지분 가치 3.75조원 각각을 합산해서(SOTP 방식) 산출했다.

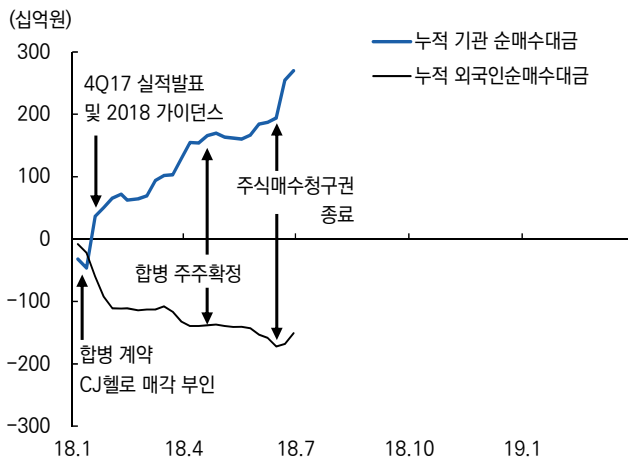
18년 7월 합병을 통해 출범한 CJ ENM은 현재 멀티플 회복 국면에 들어섰다고 판단한다. 당사 추정에 따르면 19년은 전사 영업이익의 과반이 미디어(방송+영화+음악) 부문에서 창출되는 첫 해(18년 38.6%)가 된다. 따라서 적정 멀티플도 상향 조정될 여지가 크다. 또한 전사의 매출액(향후 2년간 CAGR 9.8%)과 영업이익(+20.9%) 성장을 위해 꾸준히 증가할 콘텐츠 투자(CJ E&M)를 종전보다 강화된(CJ오쇼핑) 자체 현금흐름으로 조달 가능한 구조를 갖춘 점도 긍정적이다.

그림 1. CJ ENM의 적정 멀티플이 상향될 것: 전사 영업이익 중 기존 CJ E&M 부문의 비중 증가



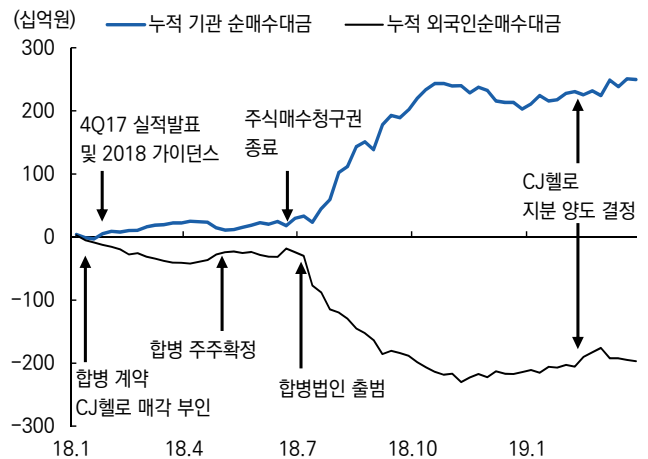
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. (구) CJ E&M 기관/외국인 수급



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. (구) CJ오쇼핑 → CJ ENM 기관/외국인 수급



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

동사는 2011년부터 CJ E&M(CJ미디어+온미디어+엠넷미디어+CJ인터넷)과 CJ오쇼핑 체제 하에서 각각 지배력을 구축한 뒤 18년 7월 다시 합병됐다. 따라서 동사에 대한 일관성 있는 분석을 위해서는 분할된 상태의 각 사 영업이익과 시가총액을 합산하고, 이를 소급 적용하여 과거를 돌아볼 필요가 있다.

1) 2011~2014: P/OP 12.4배, CJ E&M 투자 집중, CJ오쇼핑 안정적 이익

CJ E&M: 14년까지 실적 부진을 면치 못했다. 11년 3월 합병 및 출범 이후의 안정화 기간이었다. 또한 방송 제작비 증가와 주요 인력 영입 등 투자가 집중됐다. 반면 광고 시장 내 입지는 여전히 약했다. 영화/음악 부문에서도 이익 변동성이 크게 나타났다.

CJ오쇼핑: 연간 2,300~2,600억원의 안정적인 영업이익을 기록했다. 11~12년 TV/인터넷 홈쇼핑 매출액이 고성장했다. 13~14년 모바일 중심으로 시장이 재편되는 가운데 동사가 업계를 선도했다.

2) 2015~1H16: P/OP 16.6배, CJ E&M 광고와 판권 확대, CJ오쇼핑 소비 침체로 부진

CJ E&M: 15년부터 영업 흑자로 돌아섰다. 콘텐츠 경쟁력이 쌓여 방송/디지털 광고와 해외 시장에 영향력이 본격 확대됐다. 제작비 증가와 무형자산상각 연수 단축 악영향도 극복했다. 영화는 시장 정체에 따라 이익 변동성이 지속됐다. 음악은 Mnet과 시너지를 통해 자체 IP 확보를 시작했다.

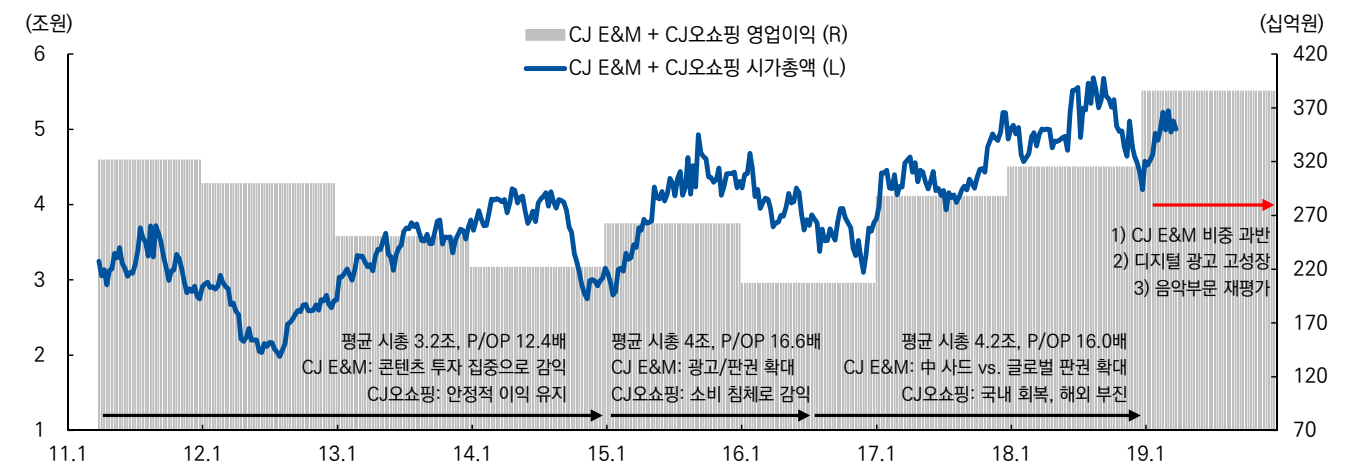
CJ오쇼핑: 소비 침체 영향(메르스)과 저마진 상품 제거에 따라 취급고 역성장 → 감익을 겪었다.

3) 2H16~2018: P/OP 16.0배, CJ E&M 사드 보복 & 글로벌 선전, CJ오쇼핑 국내 회복

CJ E&M: 본업은 견조했으나 사드 이슈로 중국 사업 기대감이 급격히 하락하면서 주가는 부진했다. 이후 콘텐츠 파워 확대에 방송/디지털 광고와 글로벌 판권(OTT 등) 판매가 급증했다. 이와 함께 주가도 반등에 성공했다. 음악/공연은 자체 IP 제작 성과가 좋았다. 영화는 해외 합작이 성과를 내기 시작했다. 반면 국내는 시장 침체와 동사 영화 부진으로 변동성이 지속됐다.

CJ오쇼핑: 국내 호조세를 회복했다. 미용/화장품/건식 확대 등 라이프스타일을 고려한 기획 및 편성, 자체 브랜드 확대, T커머스/모바일 취급고 성장 때문이다. 해외는 다소 부진했다.

그림 4. 시기별 CJ ENM (CJ E&M + CJ오쇼핑 합산치 소급) 영업이익과 시가총액



자료: 미래에셋대우 리서치센터

목표 시가총액 6.75조원 = 본업 3조원 + 상장 자회사 3.75조원

목표 시가총액 6.75조원은 미디어 관련 사업 가치 1.9조원(과거 CJ E&M 사업 부문), 커머스 관련 사업 가치 1.1조원(과거 CJ오쇼핑 사업 부문), 보유 지분 가치 3.75조원 각각을 합산해서 (SOTP 방식) 산출했다.

1) 미디어(방송+영화+음악) 사업의 적정 멀티플로 P/NOPLAT 20배를 적용했다. 방송 매출액 구성은 TV 광고 32%, 수신료 10%, 콘텐츠 판매와 디지털 광고 58%로 나뉜다. 각 시장 성격을 감안해 광고와 수신료에 15배(광고 대행사 참고), 콘텐츠 판매 및 디지털 광고에 25배(미디어렙 참고) 수준의 멀티플을 가정한 것이다. 영화와 음악 부문에 대한 적정 배수도 동일하게 20배로 산정했다.

2) 커머스 사업의 적정 멀티플로 P/NOPLAT 12배를 적용했다. 국내 상장 주요 홈쇼핑 사업자들을 동 부문의 적정 peer로 판단했다.

3) 보유한 상장 자회사들의 지분 가치는 30% 할인 후 반영했다. 참고로 동사는 향후 국내외 M&A에 주요 자산(스튜디오드래곤 71.3%, 넷마블 22.1%, 삼성생명 0.5% 등)을 활용한다는 입장을 고수하고 있다. 주로 글로벌 관점에서의 콘텐츠 제작/유통 경쟁력 강화를 위한 것이다. 콘텐츠 활용도가 높아지면서 최근 국내외 시장에서 제작사 인수합병이 활발해졌다. 동사 또한 성장을 제고할 수 있는 M&A 가능성은 상존한다.

표 1. CJ ENM 목표주가 산정 (십억원)

Valuation - SOTP (subsidiary)		
현재주가 (원)	232,200	
발행주식수 (백만주)	21.9	자사주 2.3만주
시가총액 (십억원)	5,091.3	
1. 상장 자회사 가치	3,745	1. = (a)+(b)+(c)+(d)
(a) 넷마블 지분 가치	1,537	보유지분 21.96%
시가총액	9,998	최근 20 영업일
할인율	30.0	
(b) 스튜디오드래곤 지분 가치	1,285	보유 지분 71.33%
시가총액	2,573	최근 20 영업일
할인율	30.0	
(c) CJ헬로 지분 가치	863	보유 지분 53.92%
시가총액	1,600.0	매각가 기준
(d) 삼성생명 지분 가치	60	보유지분 0.5%
시가총액	17,196	최근 20 영업일
할인율	30.0	
2. 상장 자회사 제외한 가치	3,005	
미디어 19F NOPLAT (스튜디오드래곤 제외)	94	(미디어) + (영화) + (음악) - (스튜디오드래곤)
Target P / NOPLAT	20.0	디지털 광고, 콘텐츠 판매 성장성 감안
커머스 19F NOPLAT (헬로 제외)	94	
Target P / NOPLAT	12.0	홈쇼핑 업종 평균 멀티플
총 적정 주주가치 (c)	6,750	1. + 2.
목표주가 (원)	310,000	(c) / 주식 수
상승여력 (%)	33.5	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

II. 유연함을 갖춘 콘텐츠 파워

플랫폼이 바뀌어도 살아남아야 한다

콘텐츠를 다루는 플랫폼의 변화와 경쟁은 지금까지 그랬듯 앞으로도 사라질 수 없다. 기술 발전은 곧 콘텐츠 유통 경로(플랫폼-네트워크-디바이스)의 진화를 의미하며 이는 소비 방식을 바꾸기 때문이다. 변화무쌍한 환경에서 각 시대마다 최적화된 플랫폼이 새로 출현하는 것은 필연적인 일이다. 결국 콘텐츠가 소비자에게 전달되는 형태와 BM 등도 가변적인 것임을 의미한다.

지난 30여년 간 방송 플랫폼 변화는 콘텐츠 소비/공급의 진입장벽이 낮아지는 방향으로 진행됐다. 규제 산업 성격은 열어지고 기술 친화적인 변화가 나타난 것이다. 시대를 거치며 지상파 → 케이블 → 디지털 위성 → DMB → IPTV → OTT로 플랫폼이 확장됐고, 미디어 가용 시간이 길어졌으며(소비 증가), 콘텐츠 채널이 다양해지고 절대량(공급 증가)도 늘어났다. 여기서 가용 시간보다 더욱 가파르게 진행된 콘텐츠 총량 증가로, 소비의 핵심 드라이버는 과거 방송사 편성/송출에서 최근 **개인별 선택적인 미디어 이용**으로 빠르게 전환되고 있다. 젊은 층을 넘어 전 연령대에서 공통된 현상이다.

앞으로의 플랫폼 재편 과정에서도 이용자들은 보다 선별적으로 미디어를 소비할 가능성이 높다. 이러한 변화 속에 **콘텐츠 메이커가 살아남는 방법은 변하지 않는 본질적 경쟁력을 갖추는 동시에, 빠르게 변하는 미디어 시장에 유연하게 대처하는 일이다.** 가변적인 플랫폼에 기대기보다 1) 장기 시각에서 콘텐츠 경쟁력을 키우고 2) 이를 다양한 포맷으로 변주할 수 있는 체제를 확보하는 것이다.

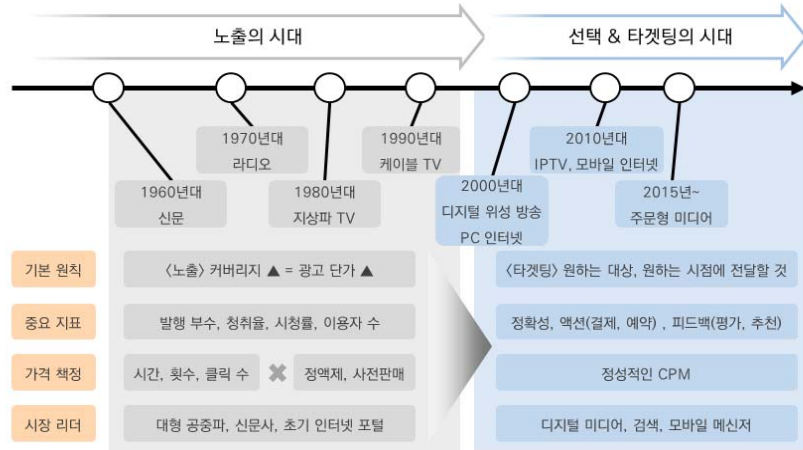
이러한 관점에서 **CJ ENM은 시대 흐름에 부합하는 기업이다.** 케이블PP/커머스사/영화배급사/음원 유통사로서 **양질의 콘텐츠를 다양한 포맷으로 제작할 뿐만 아니라 매 순간의 미디어 플랫폼 환경 변화 에도 능동적으로 대응**하고 있기 때문이다. 이에 힘입어 동사는 기존 방송 광고 시장에서 시장 대비 초과 성장을 지속하고 있다. 디지털 광고와 OTT 등 새로운 미디어 환경에도 수혜 폭이 크다.

그림 5. CJ ENM은 콘텐츠 경쟁력을 기반으로 뉴플랫폼 수혜에도 노출

시장 변화 방향	주요 시장	2013-2018 규모 변화	CAGR	2018-2020F 규모 변화	CAGR	주요 채널	거래 변화 방향
	글로벌 TV 광고	(+) 17조원	(+) 2.0%	(+) 10조원	(+) 2.8%	NBC CBS	
	국내 TV 광고	(+) 2,900억원	(+) 1.6%	(+) 1,500억원	(+) 1.9%		
	지상파	(-) 3,400억원	(-) 4.0%	(+) 300억원	(+) 1.0%	SBS MBC	
	케이블/중편	(+) 6,560억원	(+) 7.9%	(+) 1,500억원	(+) 3.5%	JTBC CJ ENM	
	국내 디지털 광고	(+) 1.7조원	(+) 10.9%	(+) 8,800억원	(+) 10.1%	Dragon Studio Dragon jcontentree	
	PC	(-) 3,400억원	(-) 3.7%	(+) 1,300억원	(+) 3.7%	NAVER DUM	
	모바일	(+) 2조원	(+) 40.0%	(+) 7,500억원	(+) 14.2%	NAVER TV	
	글로벌 OTT	(+) 29조원	(+) 22.5%	(+) 9.5조원	(+) 10.1%		
	S-OTT	(+) 24.5조원	(+) 24.3%	(+) 8.5조원	(+) 10.9%	NETFLIX	
	A-OTT	(+) 4.5조원	(+) 15.9%	(+) 1조원	(+) 6.2%	YouTube	

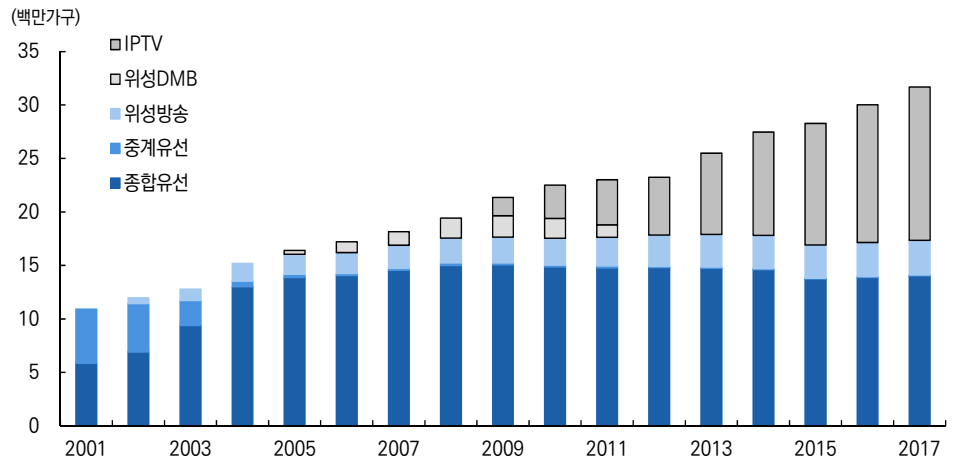
자료: KOBACO, Cheil Worldwide, KOA, Naver, Kakao, CJ ENM, PwC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 미디어 플랫폼은 지속 확대되고 소비자 선택이 더욱 중요해진다



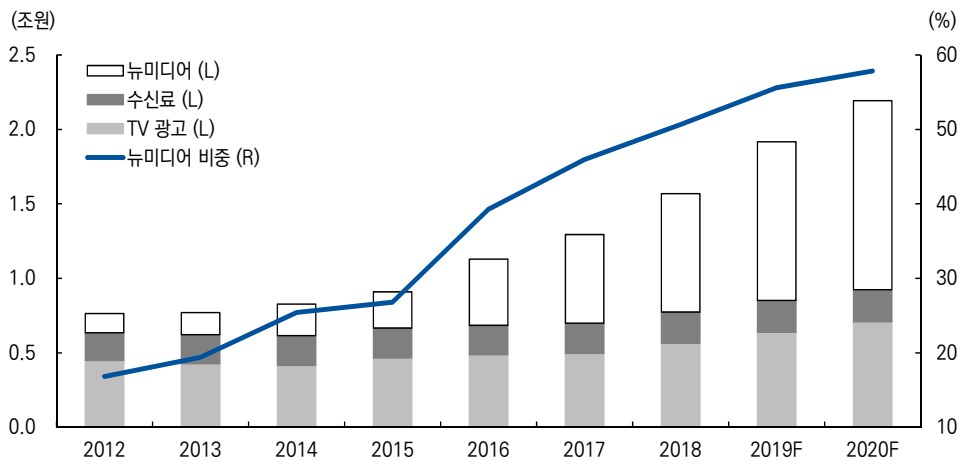
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 국내 유료방송 종류별 가입자 수: 단일 플랫폼 종속은 위험하다



자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 뉴미디어 매출액(디지털 광고+판권) 비중 증가: 플랫폼 환경 변화에 빠르게 적응한 CJ ENM



자료: 미래에셋대우 리서치센터

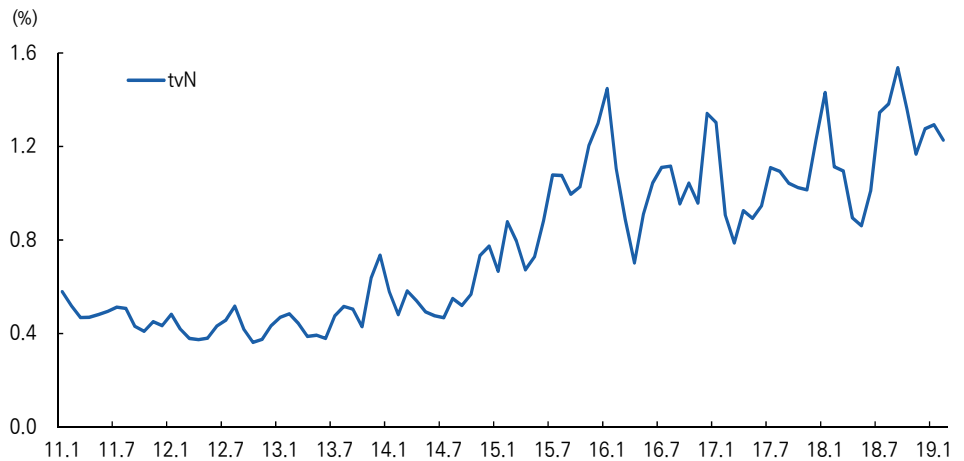
해답 1) 콘텐츠 브랜드 경쟁력을 활용

콘텐츠 브랜드 경쟁력(채널 경쟁력) 확보를 위해서는 긴 시간과 대규모 투자가 함께 필요하다. 양질의 콘텐츠 다수가 장기간 누적되고 소비자들의 인식 속에 서서히 자리잡는 과정에서 브랜드가 인지되기 때문이다. 채널에 대한 인식은 한 번 뿌리 박으면 쉽게 바뀌지 않는 특성이 있지만 그만큼 새로운 인식을 심는 일도 어려워서 이 과정에는 여러 형태의 비용이 수반된다.

따라서 좋은 콘텐츠를 지속적으로 내놓고자 하는 미디어 기업은 시점에 따라서는 수익성을 포기하고 손실을 감내해야 하는 구간도 존재한다. 구) CJ E&M이 11년 창사 이래 4년차까지도 영업 적자를 기록한 사례는 이와 관련이 깊다. 콘텐츠 경쟁력을 브랜드화해서 고정 팬을 확보하고 유능한 크리에이터를 추가 영입하는 것(투자 증액)이 당장의 이익보다 장기적으로 유리하다고 판단한 것이다.

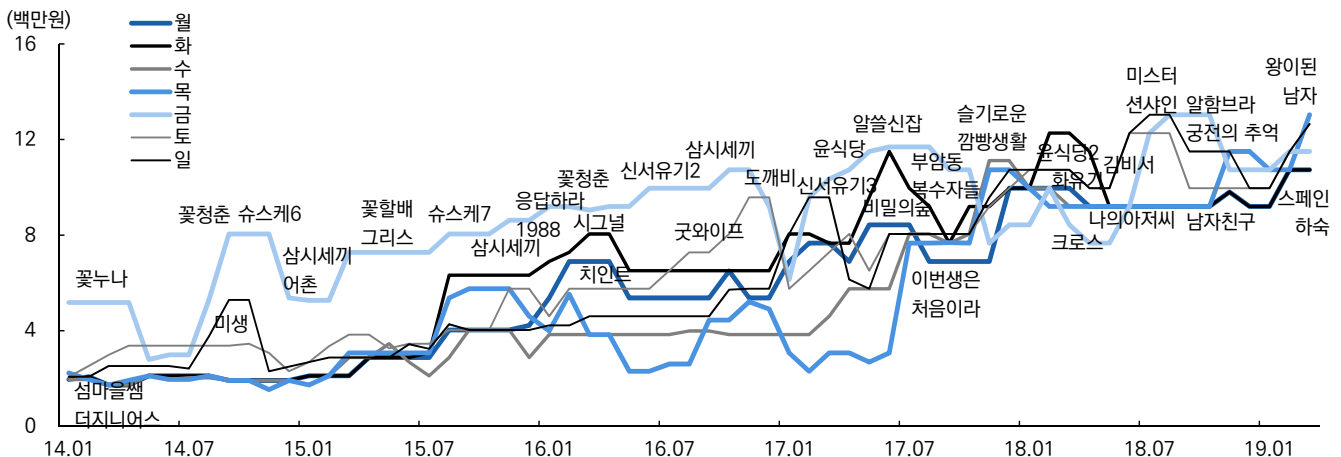
뒤집어서 생각하면 이제 동사는 쉽게 흔들리지 않는 콘텐츠 브랜드 파워를 이미 확보해놓고 있다. 국내에서는 이견 없는 넘버원 콘텐츠 메이커로 자리매김 했고 16년 이후 수출이 급증하면서 아시아 지역을 대표하는 글로벌 드라마 제작사로서도 손꼽힌다. 케이블과 종편 광고 시장의 본격 성장 이전부터 꾸준한 투자로 1) 기존 지상파 소속이었던 우수한 연출자를 선제 확보했고, 2) 자회사(스튜디오드래곤) 및 손자회사(문화창고, 화앤담, KPJ, 지티스트)를 통해 탐티어 작가와 배우를 보유했으며 3) 인지도 높은 앵커 프로그램을 토대로 고정 팬층이 두텁기 때문이다.

그림 9. CJ ENM의 콘텐츠 파워: 대표 채널 tvN 시청률로 대변



자료: Nielsen, CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. CJ ENM 방송 광고 단가 지속 상승세: 콘텐츠 경쟁력 평가 지표



자료: KOBACO, MediaCreate, CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

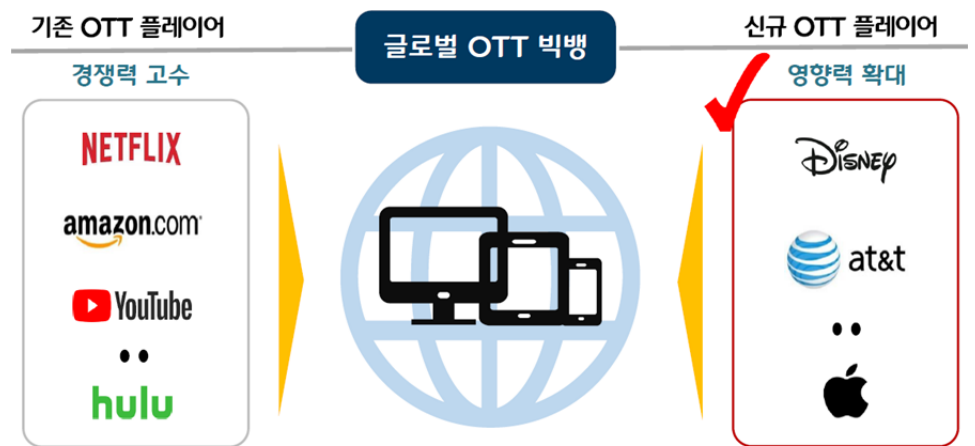
동사는 11~14년 투자 집중기에 국내 최정상급 인재들을 확보하는 한편 다양한 실험을 통해 제작력의 밑바탕을 깔았다. 슈퍼스타K, 꽃할배 등 앵커 프로그램 저변이 이때 확보됐다. 15~18년에는 국내뿐 아니라 글로벌 인지도가 본격 확대됐다. 도깨비와 미스터 션샤인의 성공은 이를 보여준다. **19년 이후에는 축적된 국내외 경쟁력(콘텐츠 브랜드 파워)이 이익으로 나타날 가능성이 높다.**

1) **대규모 제작 수주가 용이하며 이는 글로벌 판권 유통 확대를 통한 수익성 증가에 기여하기 때문이다.** 고예산 콘텐츠의 본질은 유명 작가와 배우 등이 개입되는 것이다. 이들 키맨의 역량이 100% 흥행을 보장하는 것은 아니지만 여전히 해외 판권 유통에 가장 중요한 변수임은 분명하다. 특히 올 하반기 이후에는 글로벌 판권 거래가 더욱 활발해질 전망이다. 미국의 유력 미디어들이 자체 플랫폼을 출시하면서 콘텐츠 수급 경쟁이 불붙을 가능성이 높아 동사에 우호적인 환경이다.

2) **모든 광고주(소/중/대형)에 대해, 모든 매체(당사 소유)의 광고 판매가 가능하다. 홈쇼핑 부문과 합병의 영향으로 광고 효율 개선** 여지도 크다. 다양한 미디어 믹스가 활성화됐기 때문에 수익모델이 다변화되며 보다 실질적인 크로스 미디어 솔루션을 제공할 수 있다. 또한 자회사 메조미디어 DMP와 홈쇼핑 데이터를 결합해 보다 정교한 광고 집행 플래닝도 가능하다. 이를 통해 방송 광고 시장 둔화를 방어하는 한편 고성장 뉴미디어 시장에는 적극적으로 익스포저를 높일 수 있다.

3) **글로벌 시장에서 신규 수익 모델 도입 시 파트너 제작사로서 최우선 고려 대상이 될 수 있다.** 국내외 콘텐츠 플랫폼은 넷플릭스 이후로도 후발 자체 OTT(디즈니, 워너 등), SKT와 지상파의 ‘꼭수수’(POOQ+옥수수), 네이버/카카오 등 포털 OTT 등으로 다변화될 전망이다. 이러한 상황에서 기존(방송 이후 판권 유통)과 다른 수익모델이 시도될 가능성이 높는데 이는 수익과 글로벌 확장 양 측면에서 동사에게 기회다. 19년 2~3분기 방영을 앞두고 시즌제 콘텐츠로서 기대감이 높은 ‘아스달 연대기’와 하반기 공개될 동사의 넷플릭스 오리지널 2개 작품 또한 이러한 사례로 볼 수 있다.

그림 11. 2H19 이후 글로벌 동영상 신규 서비스 증가



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 자회사 스튜디오드래곤 제작 주요 드라마

(%)

편성	타이틀	방송일	부작	극본	연출	주연	최고 시청률
기타	황금빛 내인생	17.9.2~18.3.11	52부	소현경	김형석	박시후, 신혜선	46.3
기타	푸른바다의전설	16.11.16~17.1.25	20부	박지은	진혁	전지현, 이민호	20.0
tvN	도깨비	16.12.2~17.1.21	16부	김은숙	이응복	공유, 이동욱, 김고은	19.8
tvN	미스터션샤인	7.7~9.30	24부	김은숙	이응복	이병헌, 김태리	17.5
tvN	백일의 낭군님	9.10~10.30	16부	노지설	이종재	도경수, 남지현	13.9
기타	관참아 사랑이야	7.23~9.11	16부	노희경	김규태	조인성, 공효진	12.9
tvN	시그널	1.22~3.12	16부	김은희	김원석	이제훈, 김혜수, 조진웅	12.0
기타	품위있는 그녀	6.16~8.19	20부	백미경	김윤철	김희선, 김선아	11.6
tvN	남자친구	18.11.28~19.1.24	16부	유영아	박신우	박보검, 송혜교	10.0
tvN	알함브라 궁전의 추억	18.12.1~19.1.20	16부	송재정	안길호	현빈, 박신혜	9.7
tvN	또오해영	5.2~6.28	18부	박해영	송현욱	에릭, 서현진	9.5
기타	공항 가는 길	9.21~11.10	16부	이숙연	김철규	김하늘, 이상윤	9.4
tvN	왕이 된 남자 (on-air)	1.7~방영중	16부	김선덕	김희원	여진구, 이세영	9.1
기타	캐리어를 끄는 여자	9.26~11.15	16부	권음미	강대선	최지우, 주진모	8.9
tvN	무법변호사	5.12~7.1	16부	윤현호	김진민	이준기, 서예지, 이혜영	8.6
기타	브라보 마이 라이프	17.10.21~18.2.3	56부	정지우	정호	도지원, 정유미, 연정훈	8.4
tvN	김비서가 왜 그럴까	6.6~7.26	16부	백선우, 최보림	박준화	박서준, 박민영	8.4
tvN	아는 와이프	8.1~9.20	16부	양희승	이상엽	지성, 한지민	7.9
tvN	디어 마이 프렌즈	5.13~7.2	16부	노희경	홍종찬	고현정, 김해자, 고두심	7.6
tvN	미생	10.17~12.20	20부	정윤정	김원석	임시완, 이성민, 강소라	7.5
tvN	라이브	3.10~5.6	18부	노희경	김규태	정유미, 이광수, 배성우	7.5
tvN	나의아저씨	3.21~5.17	16부	박해영	김원석	이선균, 이지은	7.1

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. CJ ENM은 국내 최고의 크리에이터를 보유

성명	전 소속	대표 콘텐츠	성명	전 소속	대표 콘텐츠
이명환	KBS 예능 PD	꼬꼬덕 교실, 세 열간이, 코미디빅리그	이윤정	MBC 드라마 PD	드라마 스테이지, 치즈인더트랩, 하트투하트
한상재	tvN 예능 PD	막돼먹은 영애씨, 시를 읽은 그대에게	박경덕	SBS 예능 PD	박진영의 파티피플, 강심장
고민구	KBS PD	집밥 백선생, 오늘부터 출근	박상혁	SBS 예능 PD	모두의 주방, 밥블레스유, 달팽이 호텔
김원석	KBS 드라마 PD	나의 아저씨, 시그널, 미생	이영준	SBS 예능 PD	쇼! 오디오자키, 정글의 법칙, 옷찾사, 스타킹
김민석	KBS PD	N/A	황인영	SBS 예능 PD	밥블레스유, 달팽이 호텔, 씬스틸러
나영석	KBS 예능 PD	숲속의 작은 집, 윤식당2, 신서유기, 알쓸신잡	정호민	SBS, JTBC PD	효리네 민박, 말하는대로, 투유 프로젝트, 마녀사냥
신원호	KBS 예능 PD	슬기로운 감빵생활, 응답하라 시리즈	김석현	KBS 예능 PD	렛츠고 시간탐험대, 코미디빅리그, 1대100
신효정	SBS PD	신서유기	정우석	KBS 시사정보팀 취재 PD	소비자고발, 와이드 연예뉴스
	KBS 예능 PD		유호철	MBC 예능 PD	우리 결혼했어요, 섹션TV연예통신
유학찬	KBS 예능 PD	투스타 유백이, 알바트로스, 내 귀에 캔디	김태은	KMTV PD	슈퍼스타K 2016, 아이돌학교, 고등래퍼
이나정	KBS PD	삼 마이웨이, 오 마이 비너스, 눈길	이선영	CJ ENM PD	너의 목소리가 보여
이응복	KBS 드라마 PD	미스터 션샤인, 도깨비, 태양의 후예, 연애의 발견	신정수	남색화염, MBC PD	더 마스터, 글로벌 홈스테이 집으로, 일밤
			조옥형	MBC PD	사남일녀, 쇼! 음악중심
이지윤	KBS 창원	넥스트 휴먼, 보물지도	강궁	MBC, 남색화염 PD	놀러와, 아름다운 콘서트, 우리 결혼했어요
유호진	몬스터유니온 PD	거기가 어딘데??, 최고의 한방, 1박2일	손창우	MBC PD	잔내투어, 연극이 끝나고 난 뒤
	KBS PD		최규식	MBC, SBS PD	식사를 합시다, 혼술남녀, 막돼먹은 영애씨
정민식	KBS PD	어쩌다 어른, 아이에게 권력을?!	박준화	SBS, KBS PD	김비서가 왜 그럴까, 이번 생은 처음이라, 싸우자 귀신아
	MBC PD		인상휘	CJ 미디어	인생술집, SNL 코리아, 빅 포레스트
김희원	MBN, MBC PD	황금주머니, 화려한 유혹, 맨드롱 도둑	김유곤	MBC 예능 PD	등지탈출, 경찰청 사람들, 아빠! 어디가?, 나는 가수다
민철기	MBC 예능 PD	이타카로 가는길, 수상한 가수, 복면가왕	전성호	MBC 예능 PD	세바퀴, 라디오스타
이상엽	MBC 드라마 PD	아는 와이프, 쇼피망 루이, 미스터 백	백승룡	KBS PD	한쌍, SNL코리아, 먹고자고먹고 섀트사편

자료: 미래에셋대우 리서치센터

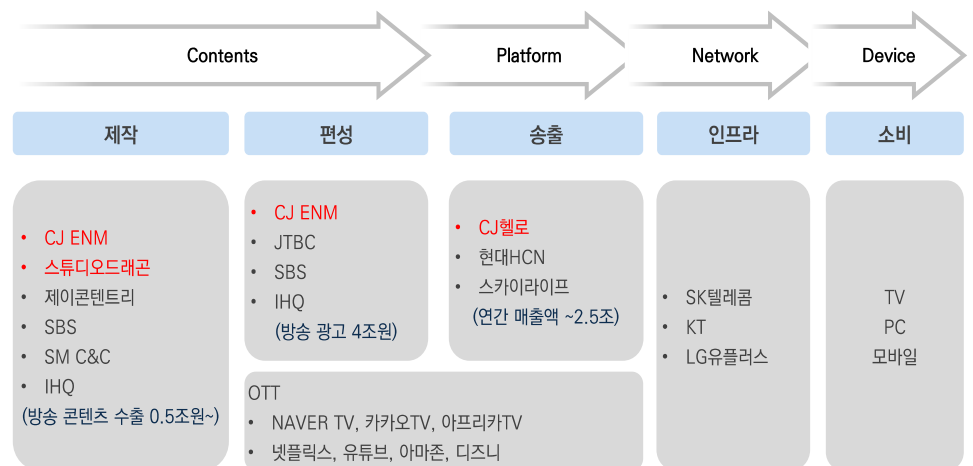
해답 2) 내외부 플랫폼을 유연하게 활용

CJ ENM은 콘텐츠에 중점을 두고, 플랫폼업을 겸하는 사업자다. 방송에서는 제작자(자회사 제작 및 자체 제작)이면서 서브플랫폼 성격도 가지는 채널사용자(PP)이며, 디지털에서는 플랫폼(티빙)을 직접 보유하고 있다. 동일 밸류체인 내에서 상호 거래가 발생하는 두 가지 역할을 수행하는 것인데, 이 같은 이중적인 성격 때문에 동사는 제작사와 플랫폼사 각각으로서의 이해 관계 상충에 직면해왔다.

어려운 고민의 연속이었지만 동사의 큰 결정은 돌아보면 적절한 선택이었던 경우가 많다. 향후 콘텐츠 중요성이 확대될 것을 예측하고 당시에는 과해 보였던 투자를 일찍부터(2010년대 초) 감행한 것과 플랫폼 다변화 속에 자체 서비스를 고수하지 않고 개방적인 대응을 결심한 일이 그러한 예다.

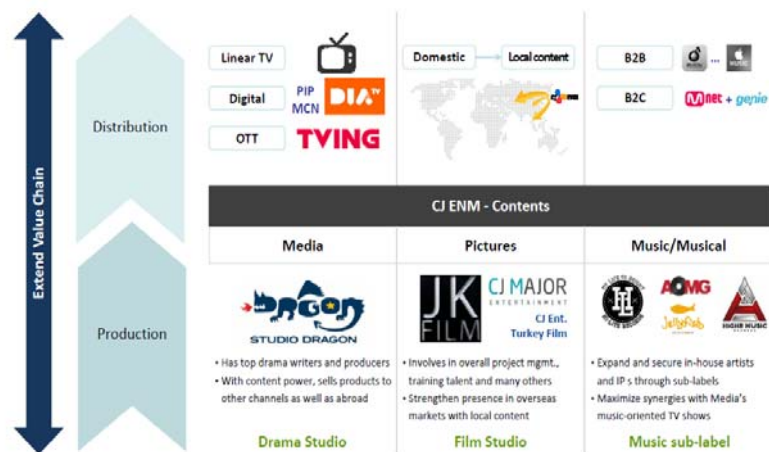
때론 유연하고 때론 과감한 동사의 ‘옳은’ 결정은 앞으로도 이어질 전망이다. 콘텐츠와 플랫폼을 겸업 하기 때문에 글로벌 시장에서 스스로의 위치 파악에 탁월한 장점이 있고, 그룹 오너십이 강하기 때문에 세계적인 콘텐츠 파워를 확보하고 장기 수익을 극대화하는 일관된 방향성을 유지할 수 있어서다. 앞서 살펴 보았듯 플랫폼 재편은 여러 형태로 수 차례 반복될 일인데, 당사는 미디어 환경이 변화할 때마다 CJ ENM이 합리적인 의사결정을 내릴 것이라는 부분을 높게 평가하고자 한다.

그림 12. CJ ENM은 방송 밸류체인 내 콘텐츠-플랫폼을 겸업



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 다양한 플랫폼을 동시에 활용



자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

최근 수년간은 주류 시장인 미국으로부터 뉴미디어가 전통 미디어를 대체했고, 이들의 콘텐츠 투자는 지역 간 경계를 허물면서 세계로 퍼졌다. 이에 대응하는 동사의 주된 결정은 다음과 같다.

a) 티빙의 포지셔닝 전환

티빙은 동사의 자체 OTT 서비스다. 자사 방송/영화 중심으로 실시간 채널 200개와 VoD 서비스를 제공한다. 수익모델은 정액제와 건별 과금이 포함되나 주력은 광고 기반 F2P(Free to play)다.

서비스 포지셔닝은 동사 전략에 따라 시기별로 달라졌다. **영업권 최초 인수 당시(16년 1월, 기존 운영은 CJ헬로)의 티빙은 구독료 수익모델 기반의 프리미엄 콘텐츠 플랫폼을 지향했다.** 이른바 ‘한국형 넷플릭스’를 타겟으로 삼았던 실질적인 최초의 서비스였다.

17년 이후로는 티빙이 변했다. 국내 실시간 방송을 무료화했다. 결정 배경에는 예상보다 거셌던 글로벌 OTT 플랫폼의 투자 → 급격한 가입자 확산이 있었고, 이에 따라 티빙의 프리미엄 플랫폼화 타겟 시점이 미뤄졌을 것으로 추정된다. 무료화 이후 17년의 월평균 순방문자는 16년 대비 +119% 증가했고, 이듬해에도 (+) 성장이 유지됐다. 결국 **동사가 디지털 광고 매출액 고성장을 이끌어 내는 데에 기여한 것이다.** 한편 19년 이후의 티빙은 글로벌 영향력 확대에 주력할 전망이다. 전년 ‘프로듀스’ 동시 방영을 통해 안정화된 일본과 고성장하는 동남아 시장이 1차 타겟이다.

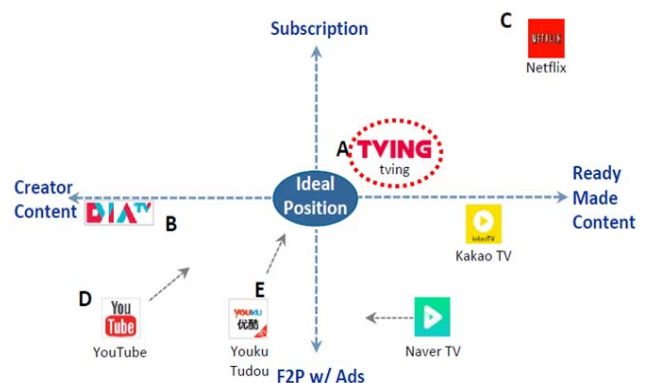
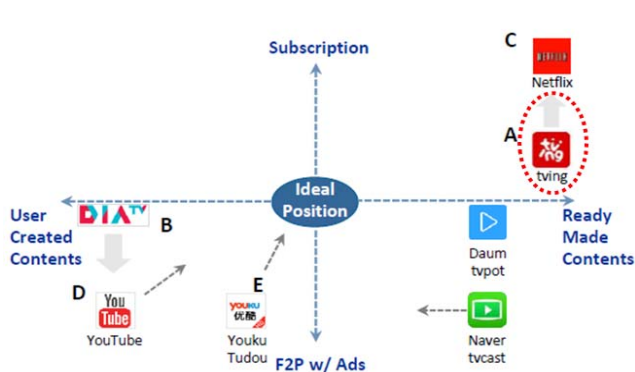
그림 14. 티빙 모바일앱 순방문자는 실시간 방송 무료화 이후 급증 → 디지털 광고 수혜 강해짐



자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 2018년 이전의 티빙: 프리미엄 & 구독료 베이스 플랫폼을 지향

그림 16. 2018년 이후 티빙: 콘텐츠 다변화 & 디지털 광고시장에 오픈



자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

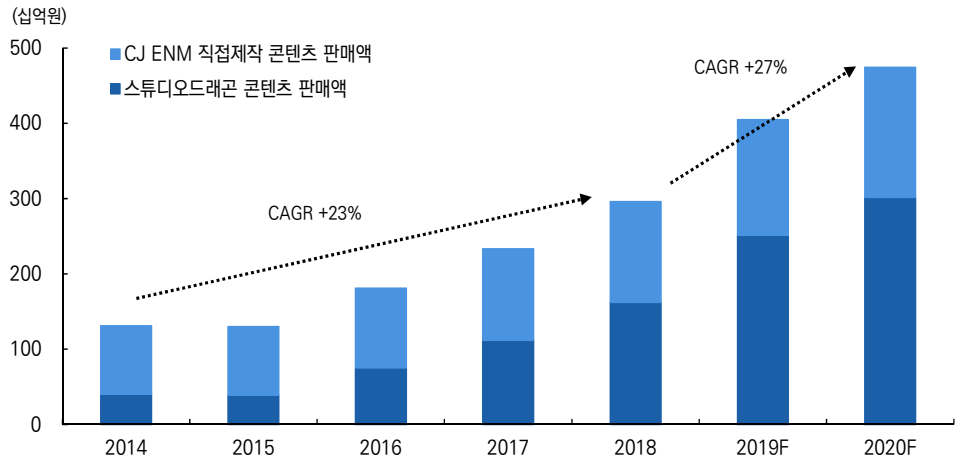
자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

b) 외부 OTT에 대한 적극적인 판권 판매

해외 OTT 및 로컬 방송 채널 등에 종전보다 개방된 스탠스로 전환한 것이 주된 변화다. 티빙의 신속한 태세 전환 연장선에 있는 수순이었다. 이에 따라 드라마 장르 위주로 1) 해외 판권 판매 건수가 증가했고, 해외 유통이 발생한 프로젝트 전반에서 2) CJ ENM과 스튜디오드래곤의 합산 제작비 부담율은 감소했다. 외부에서 발생하는 매출액 증가는 동사 미디어 부문의 이익률 개선으로 연결됐다.

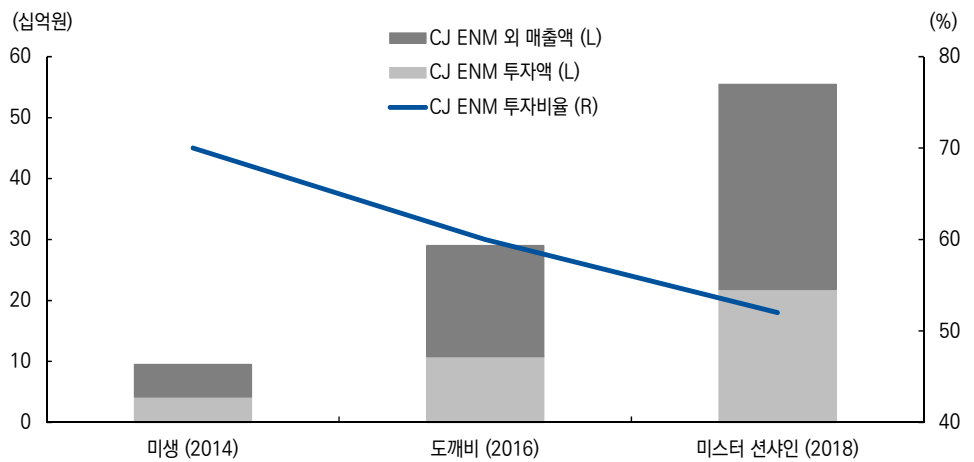
19년 이후 더욱 치열해질 콘텐츠 수급 경쟁 상황에서 이러한 스탠스는 또다시 유리하게 작용할 가능성이 높으며, 이는 최근 CJ ENM이 자회사 스튜디오드래곤 지분 일부를 매각(전체 71.3% 중 약 20%) 고려 중인 상황과도 논리적으로 통한다. 대작 드라마는 제작비와 함께 글로벌 영향력도 확대되는 상황이다. 이에 따라 글로벌 판권 매출액은 증가하고 기존 방송사(CJ ENM) 부담율은 감소할 가능성이 높는데 이 점이 지분 구조로서 상징적으로 드러나게 되는 것이다.

그림 17. CJ ENM 콘텐츠 판매 매출액



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 프로젝트 당 CJ ENM의 제작비 부담률 감소: 외부 플랫폼 확대 → 광고 시장 저성장 방어



주: 투자 비율 및 매출액은 당사 추정치
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

c) 유럽 진출을 위한 현지 방송 배급사 인수

18년 12월 방송 배급사 *Echo rights*를 인수했다. 스웨덴 소재의 이 회사는 스웨덴, 터키, 스페인, 필리핀 등에 진출해 있으며 약 1.5만 시간 분량의 배급권을 보유하고 있다. 금번 인수는 에코라이츠의 네트워크를 활용해 유럽 및 글로벌 시장에 콘텐츠/포맷 판매와 공동제작을 추진하려는 의도로 파악된다. 아시아 중심인 현재 사업을 글로벌 유통망 및 IP 활용 등으로 확대하는 발판이 될 것이다. 이 밖에도 향후 보유 자산을 활용해 글로벌 경쟁력 확대를 위한 M&A를 진행할 가능성이 높다.

그림 19. 에코 라이츠 뉴스 태그: 인수를 통해 동유럽, 남미 등 지역에도 콘텐츠 유통 가능성 확대



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 18년 하반기 이후 주요 제작사 M&A가 활발해짐

날짜	인수사	피인수	인수대상 분류	가격	비고
2018-08-29	이에스에이	김종학프로덕션	미디어 콘텐츠 제작사	150억원	
2018-11-02	아이오케이 컴퍼니	지트리크리에이티브	연예기획사, 드라마제작사	12.7억원	
2018-11-23	행남사	사나이픽처스	영화제작사	138억원	
2018-11-23	행남사	영화사월광	영화제작사	120억원	
2018-12-19	CJ ENM	에코라이츠	글로벌 방송 배급사	N/A	
2018년 12월 말	카카오M	BH엔터테인먼트	엔터테인먼트	189억원	6월말 일부 인수 후 12월 인수 완료
2018년 12월 말	카카오M	제이와이드엔터테인먼트	엔터테인먼트	59.5억원	6월말 일부 인수 후 12월 인수 완료
2018년 12월 말	카카오M	레디엔터테인먼트	엔터테인먼트	111억원	6월말 일부 인수 후 12월 인수 완료
2018년 12월 말	카카오M	슌엔터테인먼트	엔터테인먼트	140억원	6월말 일부 인수 후 12월 인수 완료
2019-01-03	CJ ENM	본팩토리	제작사	N/A	
2019-01-11	CJ ENM	덱스터	영화제작사, 시각효과 업체	N/A	인수설에 대해 CJ ENM측 부인 공식
2019-02-20	카카오M	VAST엔터테인먼트	엔터테인먼트	100억원대	
2019-02-28	제이콘텐츠트리	필름몬스터	영화제작사	200억원	
2019-03-25	스튜디오드래곤	지티스트	드라마제작사	250억원	
2019-03-20	디즈니	21세기폭스	미디어	713억달러	인수금액 약 80조8,849억원

자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 투자 포인트

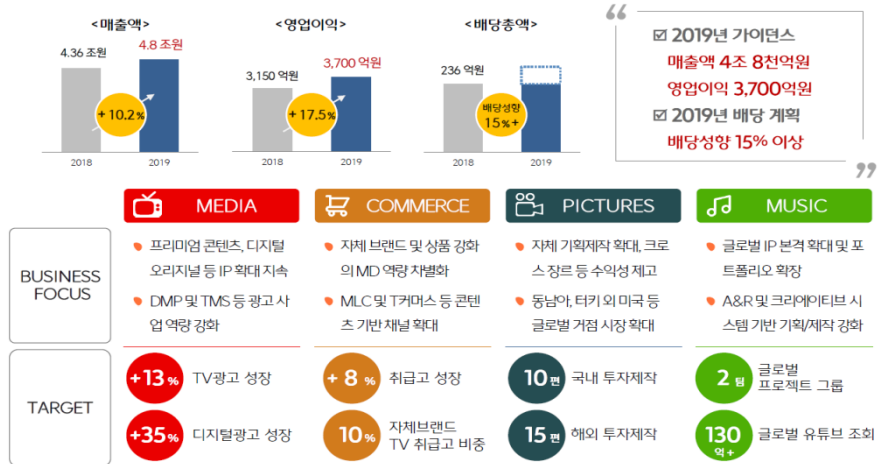
미디어 부문 이익 개선 본격화: 디지털의 힘

1) 19F 디지털 광고 고성장 → 미디어 수익성 개선 전망

동사의 19년 실적 가이드는 매출액 4.8조원(+10.2%), 영업이익 3,700억원(+17.5%)이다. 미디어(TV광고 +13%, 디지털 광고 +35%), 커머스(취급고 +8%), 영화(투자제작 국내 10편, 해외 15편), 음악(글로벌 그룹 2팀, 글로벌 유튜브 조회 130억건 이상) 등 부문별 목표도 제시되었다.

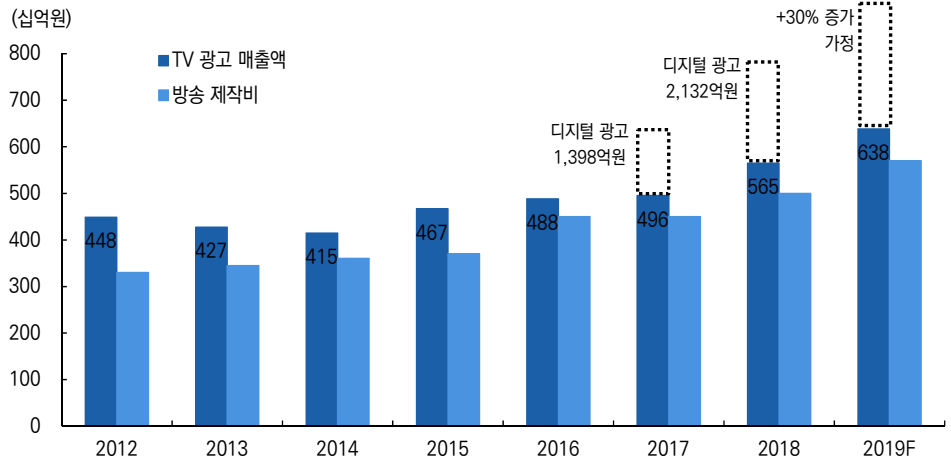
이 중 미디어 부문의 체질 변화에 주목하고자 한다. 핵심은 디지털 광고 고성장을 통한 수익성 개선이다. 19F TV 광고 성장 전망치(+13%)와 방송 제작비 예산(5,700억원, +14%)이 상계된다고 생각하면 디지털 광고 매출액의 높은 증가(+35%)가 19년 이후 동사의 수익성을 제고시키게 된다. 15~17년의 미디어 OP 증가(+33.8%)는 주로 TV 광고 단가 상승에 기인한 것이었다. 한편 18년(+80.4%) 이후는 TV 광고 안정 성장과 함께 디지털 광고 시장의 보다 강한 수익화가 원동력이 되고 있다. 같은 효과가 이어지는 19년에도 가파른 이익 성장(+56.2%)이 지속될 것으로 전망한다.

그림 20. CJ ENM은 19년 경영 목표로 영업이익 3,700억원을 제시



자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. TV 광고와 디지털 광고를 합치면 제작비 증가 이상의 매출액 성장이 가능



자료: 미래에셋대우 리서치센터

2) 앞으로도 디지털 광고시장은 유망

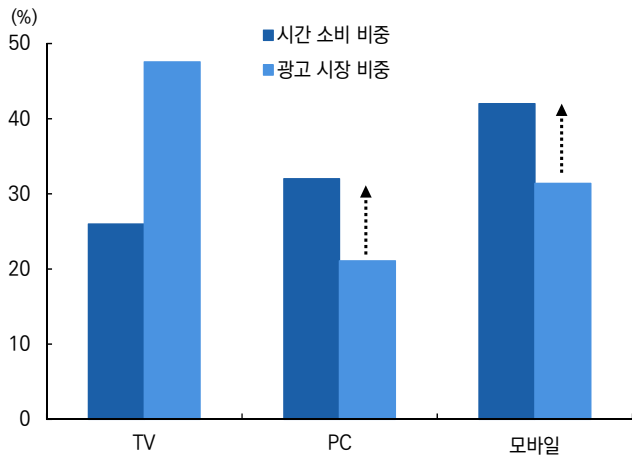
18년 국내 총 광고비는 11.4조원(+3.5%)을 기록한 것으로 추정된다. 전년보다 3,866억원이 증가 했는데 매체별 성장은 고르지 않다. 여전히 온라인 디지털 광고(+7.6%)와 케이블/중편 방송 광고(+7.7%)가 전체 시장을 아웃퍼폼하는 반면 지상파 광고(-4.2%)는 부진한 모습이다. 이미 17년에 디지털 광고는 방송 전체 광고 규모를 넘어섰지만 **여전히 디지털은 성장 여력이 크다**. 20년에는 모바일이 방송 광고 시장의 82% 수준까지 증가할 가능성이 높다.

1) 이용자들의 **모바일 매체 이용이 지속 증가하고 있다**. 동영상 서비스 전체의 최근 6개월 월평균 체류시간(392억분)은 1년 전보다 18.3% 증가했다. 숏클립 수익화 구조는 이미 확립됐기 때문에 이는 콘텐츠사 이익으로 온전히 연결된다.

2) **매체별 시장 비중은 아직 디지털의 time share에 못 미친다**. 메조미디어에 따르면 모바일과 PC의 이용 시간 비중은 각각 32%, 42%인데 비해 광고 시장에서 이들의 비중은 21%, 31%에 불과하다. 미디어의 가치는 곧 시간 점유율에 수렴하게 되기에 격차는 자연스럽게 좁혀질 전망이다.

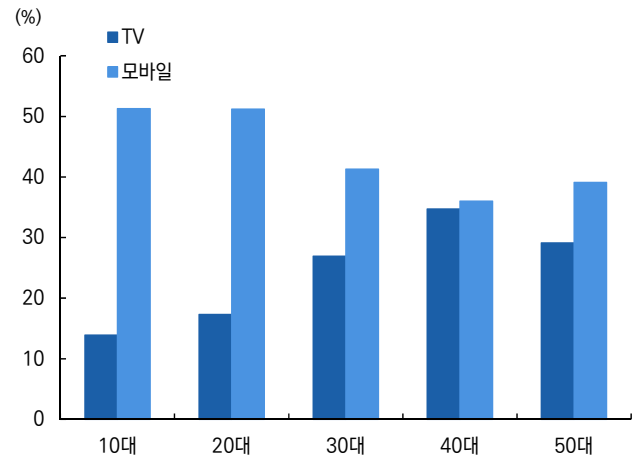
3) **광고 매체로서 질적인 경쟁력(타겟팅)이 부각될 수 있다**. 디지털에서는 조회 자체가 이용자의 선택을 전제하기에 실 구매로 이어질 가능성도 높다. 따라서 콘텐츠 활용 가치도 자연히 증가한다.

그림 22. 모바일의 시간 점유율은 42%, 광고 점유율은 31%



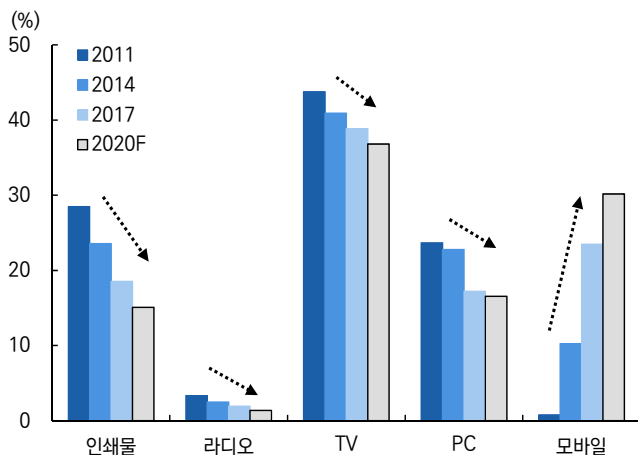
주: 비중은 3개 매체만을 대상으로 재구성 / 자료: 메조미디어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 연령별 TV와 모바일 시청 비중: 30대 이하는 모바일 > TV



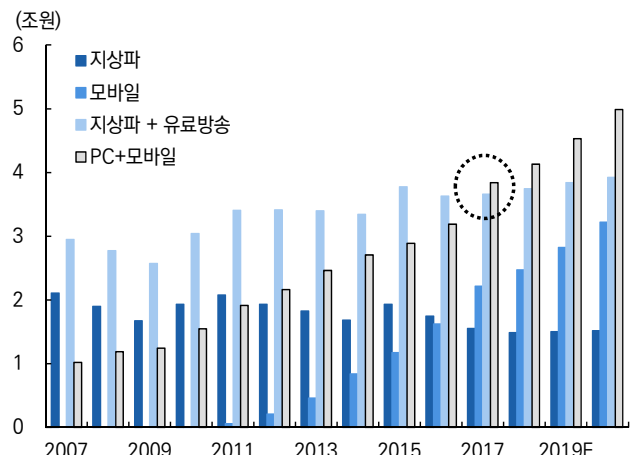
자료: 메조미디어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 국내 광고 시장 내 매체별 비중: 모바일 고성장이 두드러짐



자료: KOBACO, Cheil Worldwide, KOA, Naver, Kakao, CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 국내 광고 매체별 시장 규모



자료: KOBACO, Cheil Worldwide, KOA, Naver, Kakao, CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

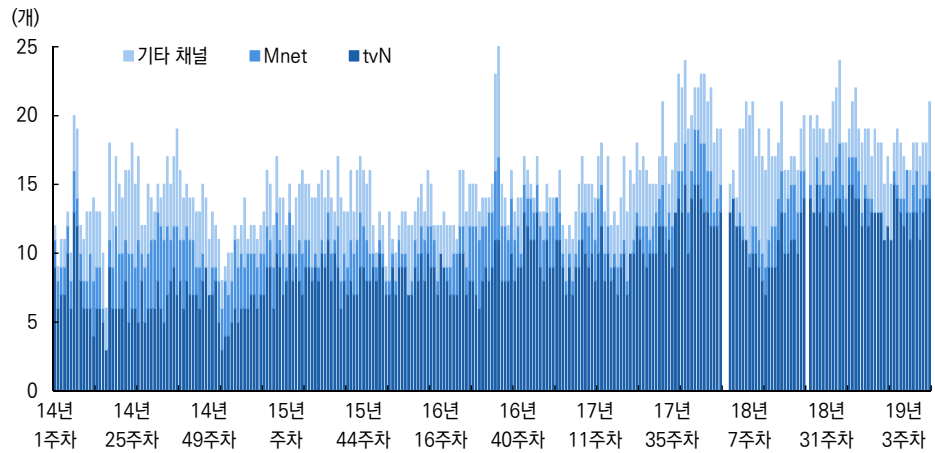
3) 디지털에서 더욱 강한 CJ ENM

동사는 국내 미디어 업체 중 디지털 환경에 가장 빠르게 적응한 사업자다. 동사의 디지털 사업은 크게 PIP(국내 SMR과 해외 유튜브), MCN(DIA TV), 자체 미디어랩(메조미디어), OTT(티빙) 등으로 구성된다. 이들을 통해 동영상 광고 시장 고성장 수혜를 고스란히 누리고 있다.

연도별 디지털 광고 매출액은 16년 950억원(+140.0%), 17년 1,398억원(+52.9%), 18년 2,132억원(+52.6%) 수준으로 추정된다. 특히 최근 2개 분기에는 디지털 광고 매출액 성장세가 크게 반등한 부분에 주목이 요구된다. **1Q18, 2Q18 각각 +38% 수준으로 체감했던 성장률이 3Q18, 4Q18에는 +52%, +72%로 오히려 오름세다.** 동사는 전년 하반기부터 글로벌 플랫폼에 대한 노출도가 높아졌는데 이 점이 하락세 반전의 가장 큰 이유였을 것으로 추정한다.

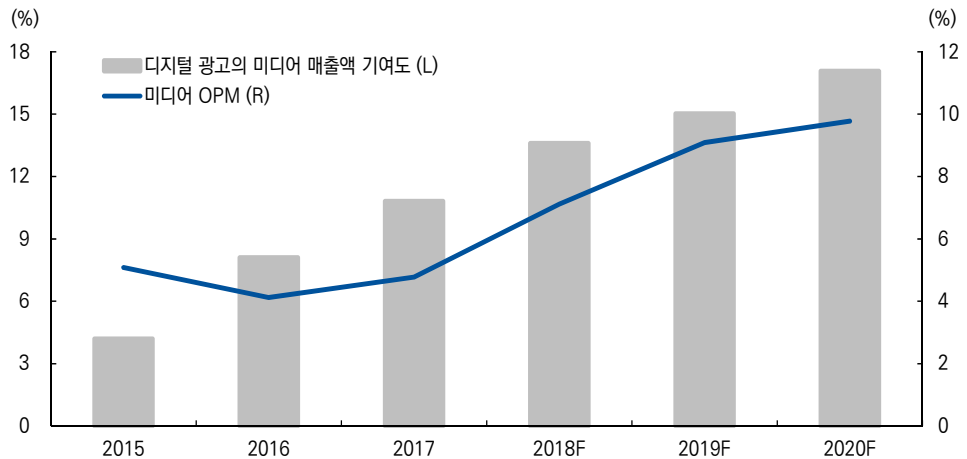
참고로 디지털 광고 매출액은 방송 기타 매출액 중 콘텐츠 판매와 해외 자회사를 제외하는 방식으로 추정할 수 있다. 수 차례 컨퍼런스 콜에서 드러난 정보를 종합한 바로는 전체 미디어 매출액 중 디지털 비중은 15년 4.2% → 18년 13.6%로 파악된다.

그림 26. 콘텐츠 영향력 지속 성장세: 주간 CPI Top 50 내 CJ ENM 프로그램 수



주: CPI(Content Power Index)는 이슈, 검색, 버즈량을 종합하여 CJ ENM과 닐슨코리아가 산정
 자료: Nielsen, CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 디지털 광고 비중 증가 → CJ ENM 미디어 OPM 상승



자료: 미래에셋대우 리서치센터

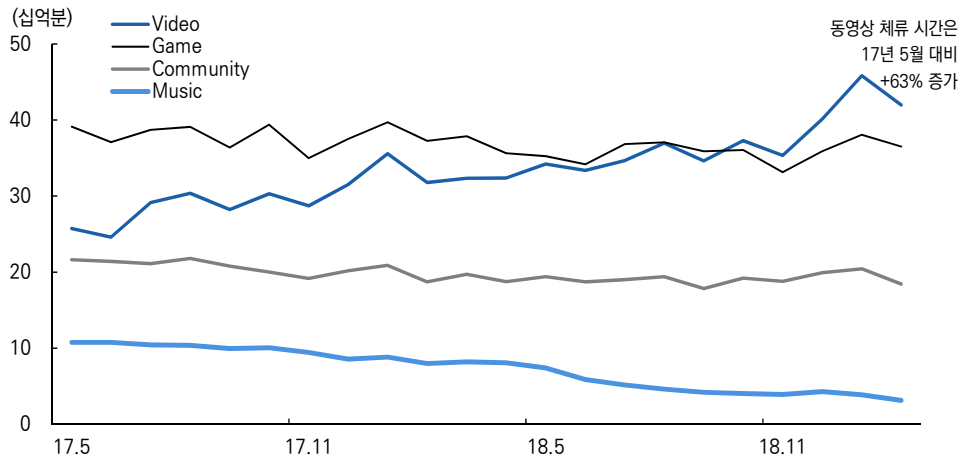
■ PIP(Platform in Platform): 이전 글로벌 동영상 광고에 노출

PIP 사업은 외부 플랫폼(주요 포털 사이트 포함)의 방송 클립 카테고리를 동사가 운영하는 사업이다. 주요 파트너 플랫폼으로 카카오, 네이버TV, (유튜브) 등이 있고 여기서 송출되는 영상들은 주로 드라마/예능 하이라이트 영상 및 본방에서 공개되지 않은 부분(미편집본, 이벤트성 영상) 등이다.

18년 이전까지 PIP 성장 동력은 1) 국내 디지털 동영상 소비량 증가가 2) 유튜브와 SMR(스마트 미디어레프)을 통해 온전히 수익화된 것이었다. 신규 클립 업로드와 소비량 증가는 장기간 동안 상호 상승 작용을 일으켰다(Q). 동영상 광고 시장 초기(14년) 국내 8개 방송사 연합으로 설립된 SMR은 이들의 저작권과 광고 직접 판매권을 보호하는 형태로 효율적인 수익화를 지원했다. 유튜브는 전체 광고 판매액의 약 55%를 콘텐츠 저작권자에 배분하며 중요 수익원으로 자리잡았다.

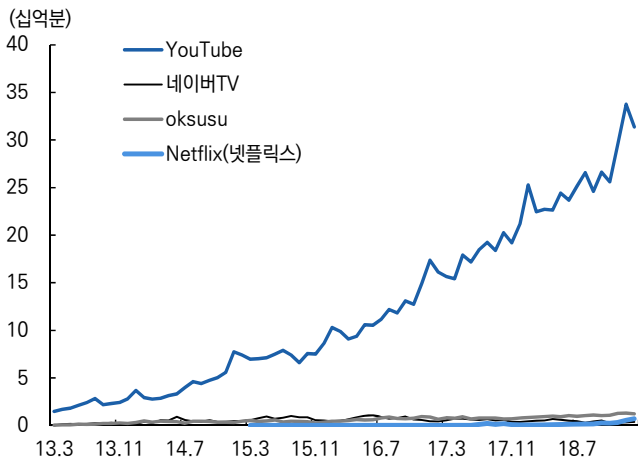
19년 이후 성장 기울기는 더욱 가파르게 변할 전망이다. 글로벌 동영상이 유튜브 독주 체제로 정리된 상황에서, 18년 하반기부터 동사의 **유튜브 활용이 더욱 활발해졌기 때문이다**. 접근 가능한 콘텐츠에는 1) 이미 방송된 콘텐츠의 2차, 3차 유통(국내 방송/국내 PIP/해외채널)과 2) Non-TV형 디지털 오리지널(9개 스튜디오 활용)이 모두 포함된다. 유튜브는 광고 영업을 동사가 직접 수행하지 않기 때문에 진정한 의미의 PIP로 보기는 어렵지만, 과거 SMR이 국내 동영상 초기 시장을 수익화한 것처럼 **향후 유튜브를 통해 국내와 해외 동영상 광고 시장에 대한 동사의 익스포저가 확대될 것이다**.

그림 28. 국내 동영상 이용 증가는 최근에도 뚜렷: 모바일+PC 인터넷 서비스별 체류 시간



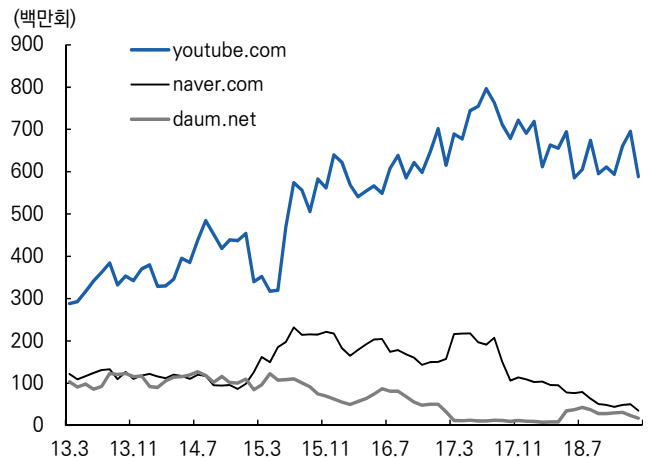
자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 국내 동영상 서비스별 모바일앱 체류 시간: 유튜브가 압도



자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 국내 동영상 소셜 PC 재생 수: 유튜브가 압도

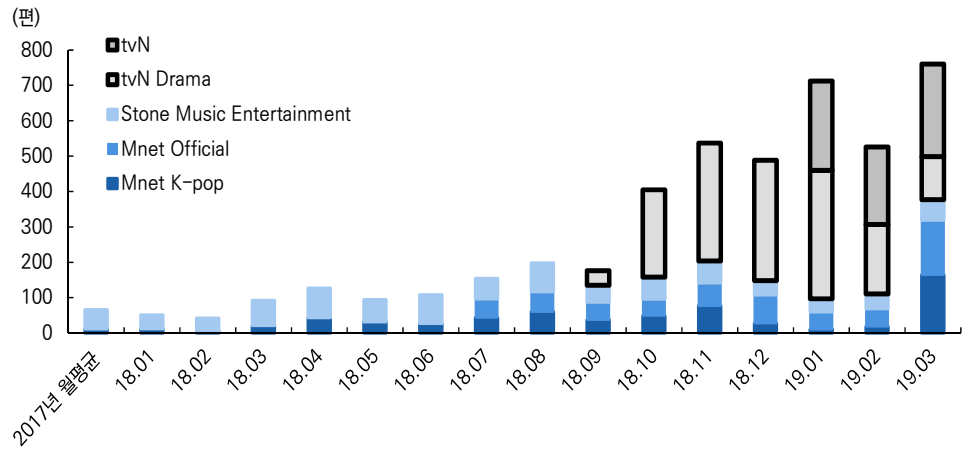


자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

현재 유튜브 내 CJ ENM 채널은 32개다. DIA TV를 제외하더라도 총 구독자 3,500만명, 업로드 클립 16만개, 누적 조회수 210억건에 달할 만큼 초대형 콘텐츠 집단이다. 인기 채널은 Mnet K-pop(구독 10.4백만, 55억뷰), Stone Music(구독 6.3백만, 45억뷰), Mnet Official(구독 5.7백만, 40억뷰) 등 주로 음악이다. 그러나 18년 하반기 이후 디지털 오리지널 예능과 드라마 채널 운영이 활발해지고 있어 향후 소비자층 확대 및 장르 다변화가 기대된다.

동사는 이들을 제작하기 위한 시스템을 상당 부분 갖추고 있다. 연간 1만 5천편의 디지털 콘텐츠 제작을 위해 금년 초부터 분야별 특화 스튜디오 9개를 설립했다. 예능, 뷰티, K컬처, 뮤직, 영화 등 친숙한 분류분만 아니라 인플루언서 콘텐츠, V커머스 콘텐츠, 브랜드 광고 등 유튜브 최적화 영역까지 넓게 분포한다. 이러한 세분화는 뉴플랫폼 활용에 대한 전면적인 의지를 엿볼 수 있는 대목인데, 과거 다수의 TV채널을 개별 특성에 맞게 타겟팅하며 지속적인 광고 단가 상승으로 연결시킨 사례가 뉴플랫폼에서도 재현될 가능성이 높다.

그림 31. 2H18 이후 주요 유튜브 채널에 콘텐츠 업로드 증가



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 5. CJ ENM 보유 주요 유튜브 채널 개요

채널	설립일	구독자 (천명)	개요	채널	설립일	구독자 (천명)	개요
tvN	10년 9월	1,355	tvN 예능	ONSTYLE D	13년 3월	427	ONSTYLE 예능(뷰티)
tvN Drama	11년 11월	2,070	tvN 드라마	OGN	11년 10월	544	OGN 게임(게임)
xtvN	10년 10월	269	xtvN 예능 위주	OGN PLUS	15년 1월	134	OGN+ 게임(게임)
O tvN	15년 8월	4	O tvN 예능 및 드라마	CJ Musical	13년 2월	12	CJ Musical 뮤지컬
tvN D Ent.	13년 6월	421	tvND 예능	CJ Entertainment	12년 1월	55	영화 관련(예고편, 리뷰, 인터뷰 등)
tvN D STORY	11년 8월	1,488	tvND 드라마	1stLook	11년 7월	8	화보 촬영 영상, 잡지 촬영 영상 등
Mnet	13년 12월	5,561	Mnet	티빙 TVING	18년 2월	39	티빙 예능, 드라마, 영화 등
Mnet K-POP	06년 3월	10,289	KPOP 관련 뮤직비디오, 공연무대 등의	Tooniverse-투니버스	14년 2월	743	투니버스 만화(만화, 콘텐츠 영상)
M2	14년 4월	3,632	M2 콘텐츠(직캠, 뮤직비디오 등)	로봇트레인_RobotTrains	14년 6월	189	로봇트레인 만화
Mwave	14년 4월	249	Mwave	리틀투니_LittleTooni	17년 8월	128	리틀투니 동요 및 만화
Stone Music	11년 3월	6,212	스톤뮤직 소속 가수 뮤비 등	DIA tv	15년 4월	n/a	DIA tv가 보유한 유튜브 영상
OCN	06년 2월	226	OCN 드라마 및 영화	중화tv	10년 5월	45	ONLYONE 중국콘텐츠 채널
뭉뭉 by ocn	12년 2월	93	영화 관련 콘텐츠(인터뷰, 뒷이야기 등)	tvN Asia (해외)	13년 9월	63	드라마, 예능 콘텐츠 해외 번역 클립
catchon 캐치온	11년 6월	1	캐치온	Mnet Japan (해외)	09년 6월	145	무대영상, 뮤비, 일본어 번역 클립
TheSuperactiontv	11년 10월	8	슈퍼액션(영화, UFC)	KCON TV (해외)	10년 11월	268	Mnet America 소속 가수 숏클립
Olive	05년 10월	148	Olive 예능	Mnet America (해외)	-	0	미국 진출 관련 영상

자료: 미래에셋대우 리서치센터

■ MCN(Multi-channel Network): 엔터에 이어 또 하나의 K-wave 수혜

MCN 브랜드 DIA TV를 보유하고 있다. 유튜브 기반의 개인 제작자와 연계해 매니지먼트 서비스를 지원하고 광고 수익을 분배 받는 사업이다. 성장성을 예감하고 이른 시기부터 진입한 동사가 1위 사업자다. 2013년 7월 론칭 이후 게임, 음악, 뷰티, 푸드 등 다양한 분야의 제작자들과 파트너십을 맺고 국내외에 영향력을 행사하고 있다. 현재 구독자 2.3억명, 크리에이터 약 1,500팀, 월간 콘텐츠 조회 약 20억회를 기록 중이다. **19F 목표 구독자 수는 3억명, 월간 콘텐츠 조회 30억회다.**

지금까지 MCN 성장은 국내 유튜브 트래픽 증가가 직접적인 원인이다. 유튜브는 단 시간 내에 국내 동영상 광고 시장을 평정하면서 콘텐츠 제작자에게도 절반 이상의 몫을 분배했다. 한편 조직이 확대되면서 유튜버 간 상호 홍보 효과를 통해 각자의 입지가 강해졌다. 브랜드 콘텐츠, PPL 등 시점마다 적절한 광고 상품이 등장하며 광고주 집행도 증가했다.

향후에는 이에 더하여 인바운드 트래픽 증가에 대한 기대감이 유효하다. 해외 팬 증가는 유튜브 트래픽(구독자, 조회 수)은 물론이고 광고 단가에도 영향을 미치기 때문이다. 광고 시장이 큰 선진국 조회가 많아지면 엔터 기업들과 마찬가지로 동사 또한 글로벌 플랫폼 수혜주로 부각될 수 있다.

현재 유럽 데일리모션, 북미 비키, 중국 웨이보, 동남아 뷰 등의 영상 플랫폼에 약 130개 채널, 연 1만건의 콘텐츠가 공급되고 있다. 주로 K팝 기반 콘텐츠(한국어, 아이돌 파생), 먹방, 메이크업 등에서 두각을 나타내는데, 이는 유튜브 DIA TV 트래픽으로 일정 부분 이어지며 해외 조회 비중이 17년 8월 40% → 18년 10월 50%(10억회)로 증가했다.

한편 상위권 크리에이터의 트래픽 지속 확대뿐 아니라 신규 크리에이터 유입 가능성도 여전히 크다. 주요 유튜버들의 높은 수입이 공개되면서 직업으로서의 인식이 최근 보편화된 점, 보다 전문화된 DIA TV 역량이 나타나는 점(분야별 파트너 전담 인력 배치, 다국어 자막 제공, 팬 관리, 광고 콘텐츠 기획 및 광고주 유치 등) 때문이다.

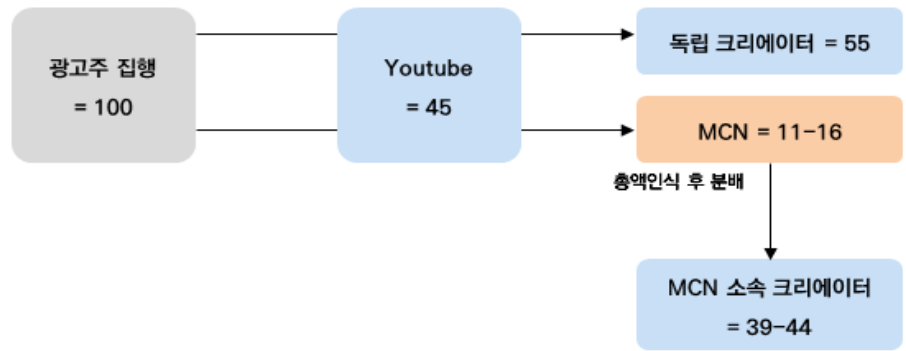
표 6. DIA TV 소속 주요 인기 유튜버

(편, 백만)

계정명	클립 수	구독자 수	누적 조회 수	카테고리	계정명	클립 수	구독자 수	누적 조회 수	카테고리
1MILLIONDanceStudio	1,442	14.3	3,300	댄스커버	헤이이초페이	442	1.4	200	뷰티
토이몬스터	694	9.1	3,400	키즈	한세	464	1.4	100	푸드
밴쯔	2,118	3.2	1,100	먹방	JEKS Coreana	187	1.4	100	언어
허팝Heopop	1,369	3.1	2,000	실험	감스트GAMST	4,783	1.3	700	축구
보검 TV	8,238	3.1	1,400	게임	조섭	891	1.2	400	개그
서은이야기	682	3.1	1,300	키즈	수리노을SuriNoel	883	1.2	300	애완동물
도로시	617	2.3	500	먹방	회사원A	307	1.2	300	뷰티
ToyFamily	606	2.2	1,200	키즈	홍사운드	808	1.2	200	먹방
Lime Tube	1,324	2.0	1,500	키즈	아리키친	331	1.1	200	푸드
슈기님	1,249	1.9	500	먹방	땅꼬부부	128	1.1	100	운동
대도서관TV	7,356	1.9	1,200	종합	소프	1,298	1.1	300	요리
비바댄스스튜디오	853	1.8	300	댄스커버	테스터훈	1,343	1.1	400	리뷰
데이브	449	1.8	300	종합	써니채널	155	1.1	100	뷰티
꿀키	372	1.6	200	푸드	HANA 김하나	511	1.1	200	엔터
재년	868	1.4	500	종합	윤짜미	267	1.0	200	뷰티

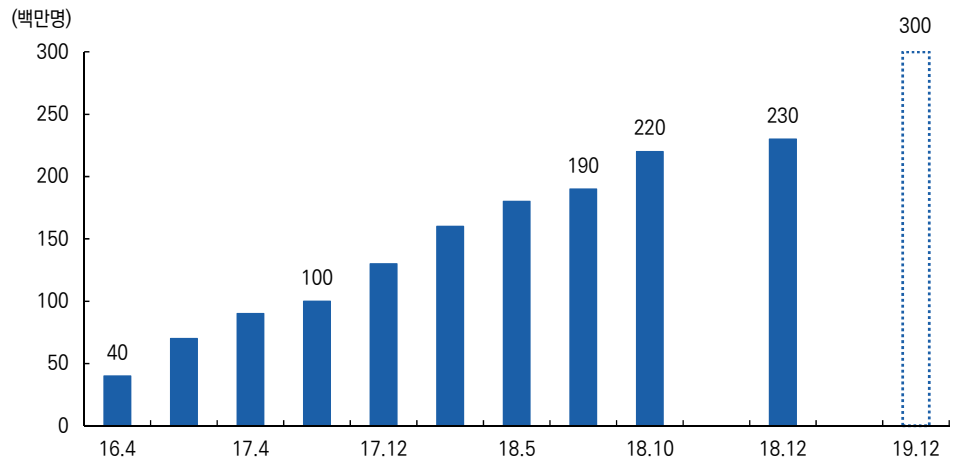
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. MCN 비즈니스 수익 모델



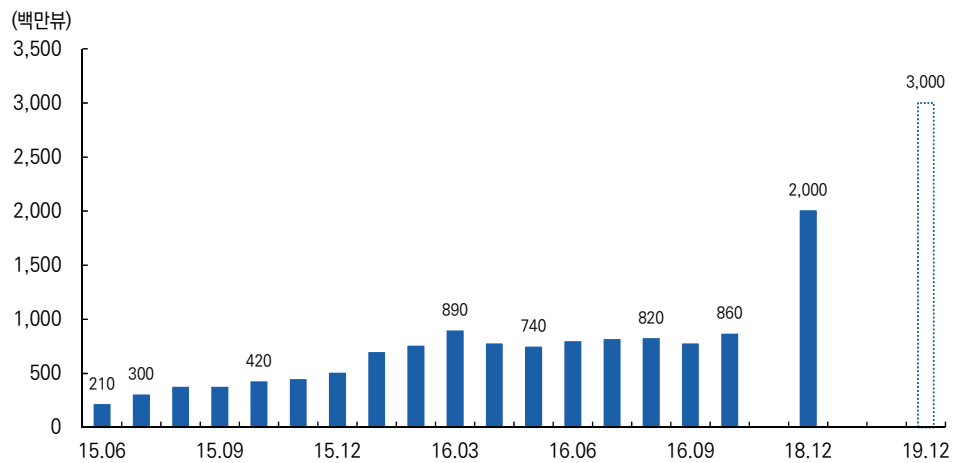
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 19년 DIA TV 구독자 수 타겟은 3억명



자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 19년 DIA TV 월간 조회 수 타겟은 30억뷰



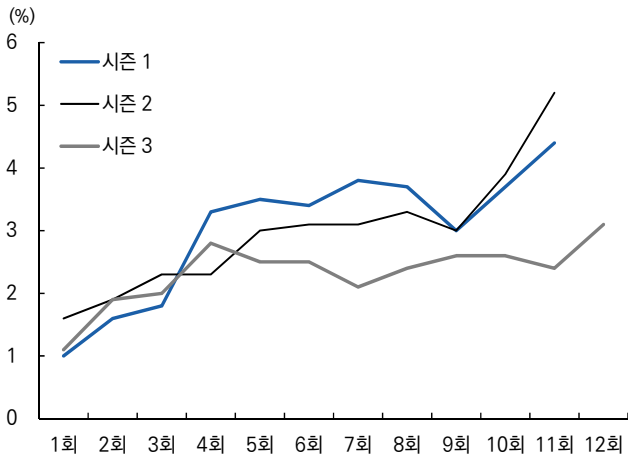
자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

음악 부문 재평가: Mnet이 밀어주는 글로벌 기획사로 도약

음악 부문은 자체 아티스트 음반/음원 매출 성장과 서버레이블 인수를 통한 외형 확장 및 수익성 개선을 지속해왔다. 부문 OP는 15년 7억원 → 18년 111억원으로 폭증했다. CJ디지털뮤직이 3Q18부터 연결 제외됐음을 감안하면 실제 증가폭은 더욱 크다. 실적분 아니라 문화적 영향력도 크다. 오디션 원조 격인 슈퍼스타K 성공 이후로 일반인들의 가수 데뷔 문턱이 낮아졌다(09년). 한편 참신한 포맷을 적용한 인기 프로그램을 통해 힙합과 댄스 등의 장르가 대중화되는 데에도 기여했다(12년).

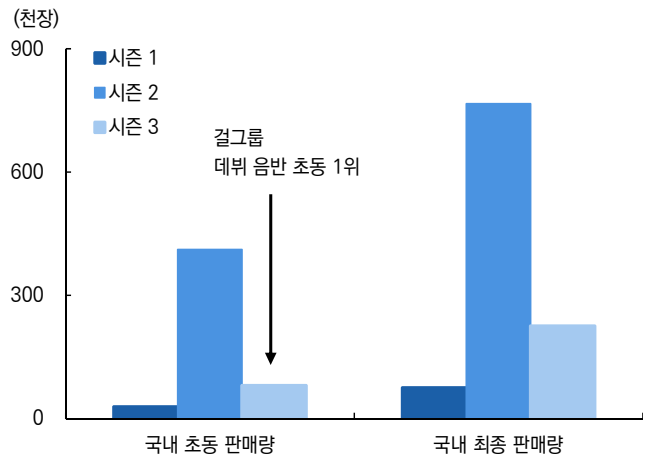
음악은 미디어와의 시너지가 강한 부문이다. 성공의 배경에는 늘 Mnet 채널의 지원이 있었다. 자체 기획 IP의 경우 Mnet 프라임타임에 10회 이상 노출이 이루어지기 때문에 화제성과 인지도가 시작부터 높고 초반 팬덤 형성에도 절대적으로 유리하다. 실제로 동사 프랜차이즈 아티스트들은 데뷔 전 Mnet 프로그램의 실질적인 주인공으로 포지셔닝했던 경우가 많다(로아킴, 헤이즈, 김필). 또한 서버레이블 설립 및 인수에 있어서도 Mnet의 역할이 크다. 콘텐츠를 통해 스스로 트렌드를 만드는 한편 그에 부합하는 아티스트/레이블 자원을 확보해 나가는 체제이기 때문이다. 19년 각각 3번째, 8번째 시즌이 진행되는 고등래퍼와 쇼미더머니처럼 동사 힙합 프로그램에서 자주 등장해온 래퍼들은 이미 동사의 서버레이블 소속이었거나, 추후 영입 가능성이 높았던 자원들이다.

그림 35. 프로듀스 시즌별 시청률 추이



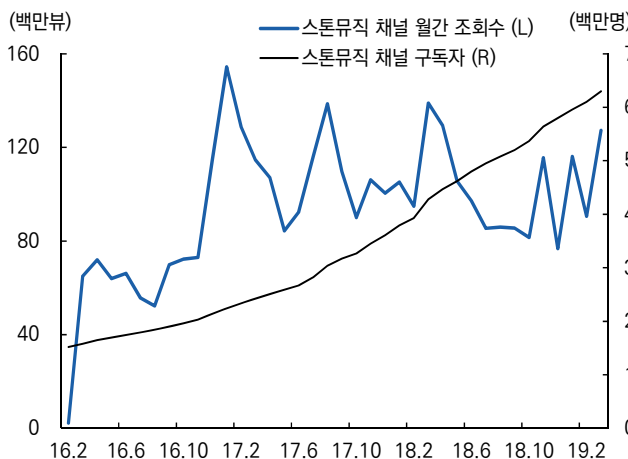
자료: Nielsen, 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 프로듀스 시즌별 데뷔 앨범 판매량



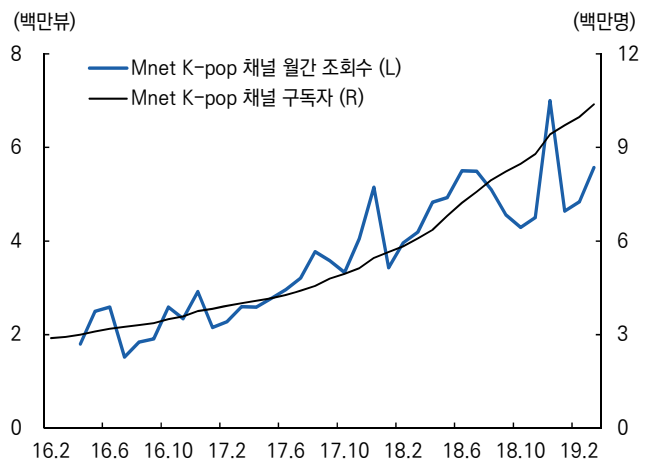
자료: 가온차트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. Stone Music 채널 유튜브 지표는 상승세



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. Mnet K-pop 채널 유튜브 지표는 상승세



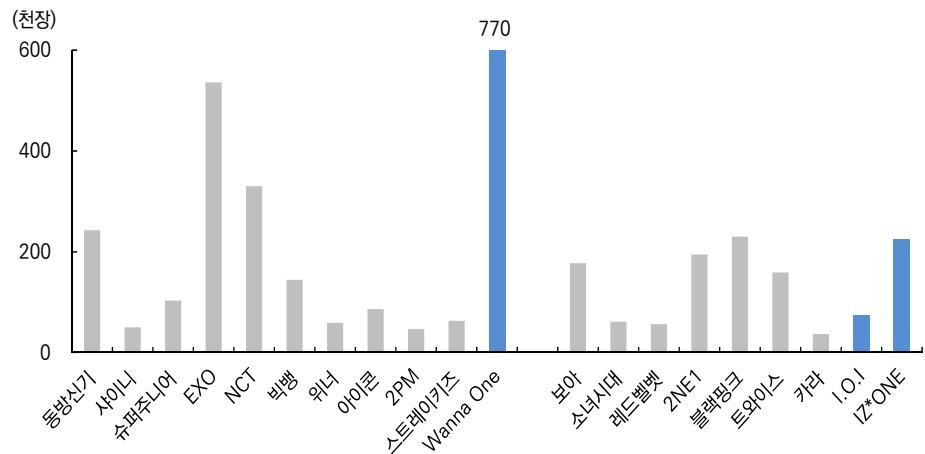
자료: 미래에셋대우 리서치센터

프로듀스 시리즈는 미디어-음악 시너지가 높은 수익 기여로 연결된 가장 좋은 사례다. I.O.I (시즌 1), Wanna One (시즌 2), IZ*ONE (시즌 3)을 거치는 동안 각 팀의 음반 판매량 및 콘서트 모객 증가가 확인되고 있다. 특히 18년 10월 말 데뷔한 IZ*ONE은 초동 판매량으로만 국내에서 8만장, 일본에서 1.2만장을 기록했다. 주요 걸그룹 한/일 데뷔 앨범 판매량의 최대치가 국내 트와이스의 16만(최종), 일본 카라의 50만(최종)인 점을 감안하면 매우 고무적인 성과다.

* 주요 걸그룹 한/일 데뷔 앨범 판매량: 소녀시대 7천(초동)/4만장(초동), 레드벨벳 1.7만(초동)/2.6만(초동), 에프엑스 4천(초동)/5천장(초동), 2NE1 1.5만(초동)/ 5만장(최종), 블랙핑크 -/4만장(초동), 트와이스 16만(최종)/26만(최종), 카라 4만(최종) / 50만(최종), I.O.I 3만(초동)/-

Mnet의 강력한 지원을 등에 업은 동사 아이돌 히트율은 타사와 비교가 무색하다. 지난 10년간 연평균 50팀의 아이돌이 데뷔했고, 활동이 5년 이상 이어진 팀이 연도별로 5팀 이하임을 감안하면 산술적인 아이돌 히트율은 10% 미만이다. 이에 비해 프로듀스 3개 시즌 팀은 데뷔 앨범 초동 판매량 기준 1위, 2위, 5위를 차지하며 모두 큰 성공을 거두었다.

그림 39. 주요 아이돌 팀의 국내 데뷔 앨범 최종 판매량



자료: 가온차트, 한터차트, 미래에셋대우 리서치센터

표 7. '프로듀스' 시리즈 데뷔 아이돌팀

팀명	결성	데뷔	종료	날짜	기사 발췌	출처
I.O.I	16년 4월	16년 5월	17년 1월	17년 1월	ioi 데뷔 후 10개월간 100억원에 가까운 매출을 올림	중앙일보
				17년 1월	약 10억원 - 30개 가량의 행사 매출, 약 10억원 - 음원 매출	이데일리
Wanna One	17년 6월	17년 8월	19년 1월	17년 7월	갓 데뷔하는 워너원의 스케줄은 ioi의 두배 수준, 행사료는 ioi의 3배 이상	인사이트
				17년 11월	10월 이전까지의 2개월 멤버별 활동 정산액 1.5억원. 소속사 뭉 포함	MNB
				18년 3월	17년 4개월 간 200억에 가까운 매출 발생	티브이데일리
				18년 3월	2017년 워너원 멤버별 정산액은 개인당 약 3억원 수준	디지털 타임스
				18년 7월	워너원 데뷔 쇼케이스 수익만 20억원. 음원 수익 100억원 추정. 광고 출연료 약 60억원	풍문으로 들었소
				18년 10월	워너원 6개월만에 300억원 매출 올린 것으로 추정	스포츠Q
				19년 1월	스트리밍매출 52억원 포함, 공식 활동 기간 매출 추정 1000억원	매일경제MBN
IZ*ONE	18년 8월	18년 10월	21년 5월	18년 11월	아이즈원 데뷔앨범 오리콘 주간 랭킹 1위. 데뷔 당일 34,000장 판매, 주간 누적 80,000장	비즈니스포스트

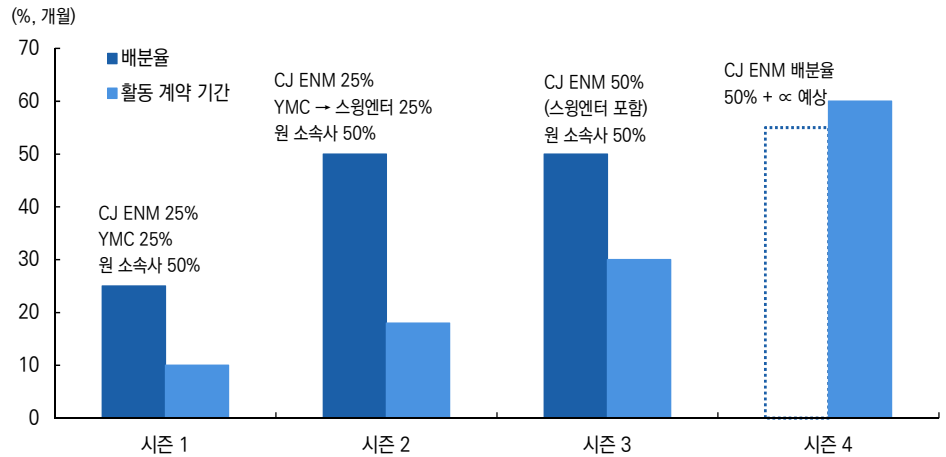
자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

19년 이후에도 음악-미디어 시너지는 수익성 높은 아이돌 장르에서 두드러질 가능성이 높다. 동사는 20년까지 글로벌 보이 그룹 2개팀 출시를 목표하고 있다. 프로듀스 4번째 시즌을 통해 새롭게 데뷔할 아이돌 팀(19년 5월 3일 방송 시작)과, 빌리프랩을 통해 데뷔할 글로벌 팀(20년 데뷔 예정, 4월 말부터 글로벌 오디션 시작)으로 예상된다.

신규로 데뷔할 2개 팀은 1) 성공 가능성이 높다. 이전 2개 시즌 데뷔 팀의 국내 활동과 IZ*ONE의 한/일 활동 경험이 축적됐고, JV 기획사 ‘빌리프랩’을 통해 빅히트의 기획력을 공유할 수 있으며, 디지털 플랫폼을 활용한 국내외 영향력도 과거보다 강해졌기 때문이다. 이미 새로운 시즌 첫 센터를 위한 투표가 완료됐고, 3/21에는 타이틀 곡 첫 무대가 유튜브와 NAVER TV 등 국내외 채널을 통해 공개되며 프로모션이 시작됐다.

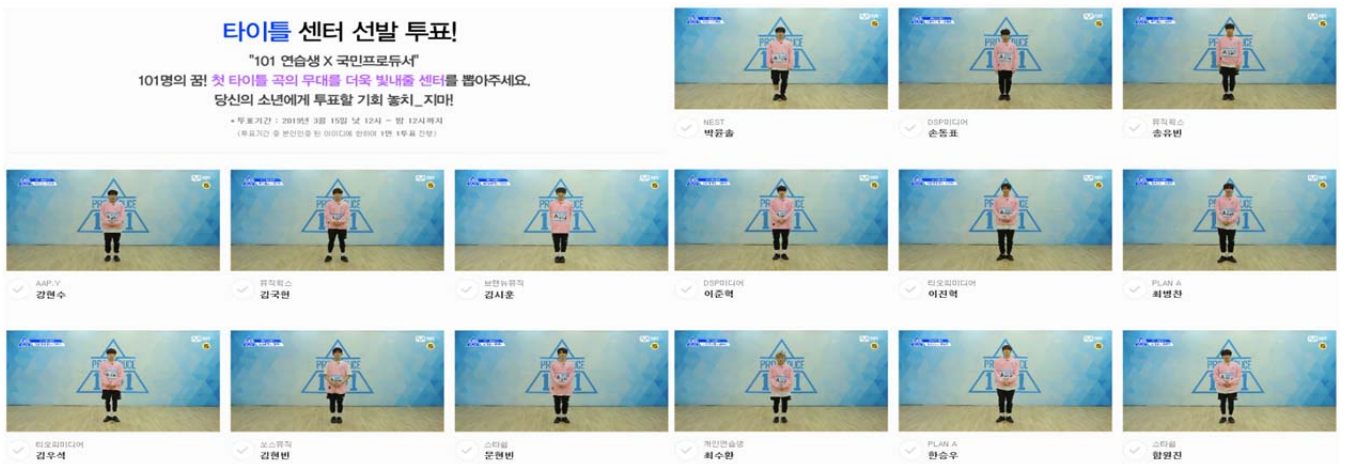
2) 높은 수익성이 기대된다. 기존 팀보다 개선된 수익 모델로 데뷔하기 때문이다. 프로듀스 X를 통해 공개될 보이그룹은 계약 기간이 5년으로 기존보다 길어진다. 데뷔 3년차 이후부터 아이돌은 전성기를 맞이하는 경우가 많기 때문에 계약 장기화(I.O.I 10개월 → Wanna One 1.5년 → IZ*ONE 2.5년 → 시즌4 5년)는 동사의 레버리지 확대 기회다. 한편 기존 소속사 / CJ ENM / 기획사 간 수익 배분을 또한 동사에 유리해질 전망이다. 그룹 활동을 CJ ENM 계열사(스윙엔터/오프더레코드)가 직접 주관하는 효과와 함께 배분 비율 자체의 변화(CJ ENM 배분을 50% 이상)가 포함된다.

그림 40. CJ ENM 배분율과 데뷔 팀 활동 계약 기간은 모두 증가세 → 레버리지 증가



자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 프로듀스 4번째 시즌 방영 임박



자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 실적 전망

19F 영업이익은 3,855억원(+22.4%)으로 전망

CJ ENM의 19년 매출액은 4.82조원(+10.6% YoY, 이하 등), 영업이익 3,855억원(+22.4%)으로 전망한다. 동사는 4Q18 실적 발표와 함께 19년 경영 목표로 매출액 4.8조원, 영업이익 3,700억원을 제시했는데 우리의 추정치는 이와 유사한 수준이다. 부문별 영업이익 예상치는 미디어 1,743억원(+56.2%), 커머스 1,236억원(-0.6%), 영화/공연 112억원(흑전), 음악 80억원(-27.5%)이다. 20년 예상치는 매출액 5.26조원(+9.1%), 영업이익 4,601억원(+19.4%)이다.

19년 이후 미디어 수익성 확대(디지털 광고, 판권 판매)와 커머스 사업의 안정적인 이익 창출, 20년 이후 음악 부문의 이익 기여 본격 증가, 미디어커머스 가시화 등이 기대되는 실적 변수다.

표 8. CJ E&M 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 백만명, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	1,032	1,049	1,079	1,198	1,118	1,172	1,184	1,344	4,358	4,818	5,257
미디어	340	369	407	451	399	467	489	563	1,568	1,918	2,193
커머스	291	307	293	402	306	319	293	394	1,293	1,312	1,374
영화	80	36	45	52	90	49	59	71	213	268	236
음악	56	67	58	53	42	50	49	60	233	201	261
CJ헬로	264	270	276	240	281	288	295	256	1,050	1,119	1,194
영업이익	90	79	77	69	100	94	78	114	315	385	460
영업이익률	8.7	7.5	7.1	5.8	8.9	8.0	6.6	8.5	7.2	8.0	8.8
미디어	25	29	37	21	33	48	42	52	112	174	214
커머스	42	34	18	30	38	35	19	30	124	124	131
영화	7	-4	-2	-2	14	-6	-7	10	-1	11	10
음악	3	4	3	1	1	1	2	4	11	8	30
CJ헬로	13	16	21	20	13	15	22	19	69	68	76
세전이익	75	42	73	27	101	91	78	117	217	387	517
당기순이익	63	28	54	40	77	69	59	89	184	294	393
순이익률	6.1	2.6	5.0	3.3	6.9	5.9	5.0	6.6	4.2	6.1	7.5
지배주주순이익	59	24	42	37	68	62	53	79	163	262	349
YoY											
매출액	10.6	7.3	10.9	9.9	8.3	11.8	9.8	12.1	9.7	10.6	9.1
미디어	19.1	11.2	28.2	25.6	17.1	26.4	20.2	24.8	21.1	22.3	14.4
커머스	1.8	2.5	6.0	21.4	5.3	3.8	0.1	-2.2	8.4	1.4	4.7
영화	30.9	-21.9	-20.4	-15.0	12.5	35.1	30.7	35.8	-5.3	25.9	-12.2
음악	18.4	41.1	-12.2	-24.7	-25.5	-25.5	-15.9	15.0	1.2	-14.0	30.0
CJ헬로	4.4	6.9	7.7	-10.6	6.3	6.8	6.8	6.6	1.9	6.6	6.7
영업이익	17.0	-10.4	23.6	14.6	10.8	18.5	2.0	64.4	9.5	22.4	19.4
당기순이익	89.1	-21.5	105.3	-18.5	22.4	150.0	9.1	125.2	28.4	59.8	33.4
주요 가정											
방송 광고 시장	863	1,020	942	1,099	881	1,041	961	1,121	3,924	4,005	4,074
케이블	300	354	327	382	306	362	334	389	1,363	1,391	1,418
지상파	327	387	357	416	330	390	360	420	1,487	1,502	1,517
극장 관객 수	51	45	67	53	51	45	67	53	216	216	216
CJ E&M 점유율	23.4	6.4	12.4	10.2	30.0	11.0	13.8	12.9	13.2	16.8	13.9

주: K-IFRS 연결 기준

자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

부문별 실적 포인트

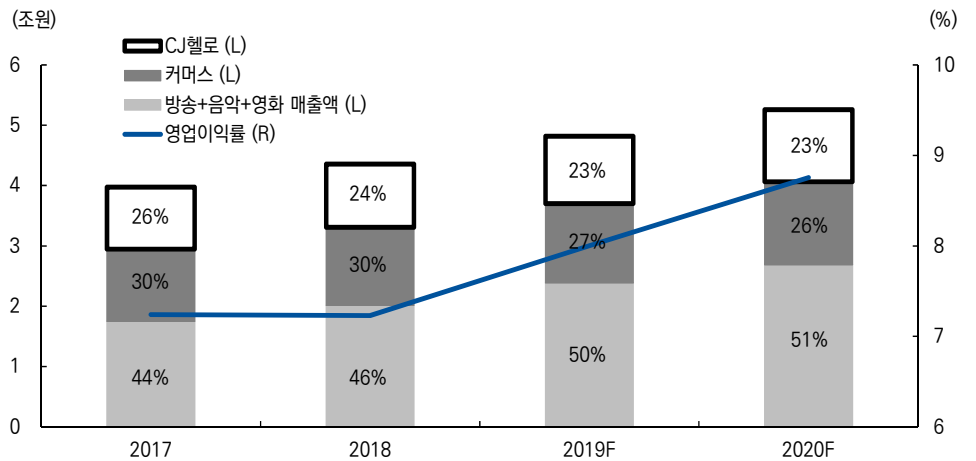
방송 부문: 디지털의 강한 반등과 대작 판권 판매가 이끈다

19F 영업이익 1,743억원(+56.2%, OPM 7.1% → 9.1%)을 예상한다. 동사 광고(+13%)는 방송 광고 시장(+2%)을 아웃퍼폼할 전망이다. 이로써 전년비 제작비 상승(+14% 제시)에 대한 방어가 가능하다. **이익 성장 드라이버는 디지털 광고(+33%) 및 판권 판매(+37%)**가 될 가능성이 높다.

드라마/예능 앵커 프로그램이 다시 확대된다. 드라마는 금년 방송 텐트폴 4편(18년 3편), 넷플릭스 오리지널 2편(18년 0편)을 각각 제작한다. 특히 6~7월 편성될 ‘아스달 연대기’는 전에 없던 대규모 시즌제 드라마다. VFX 수수료 84억원, 세트장 150억원 등으로 알려졌다. 국내 디지털 광고 성장과 글로벌 판권 판매가 확실시 되는 콘텐츠로서 19년과 20년에 걸친 이익 기여가 예상된다.

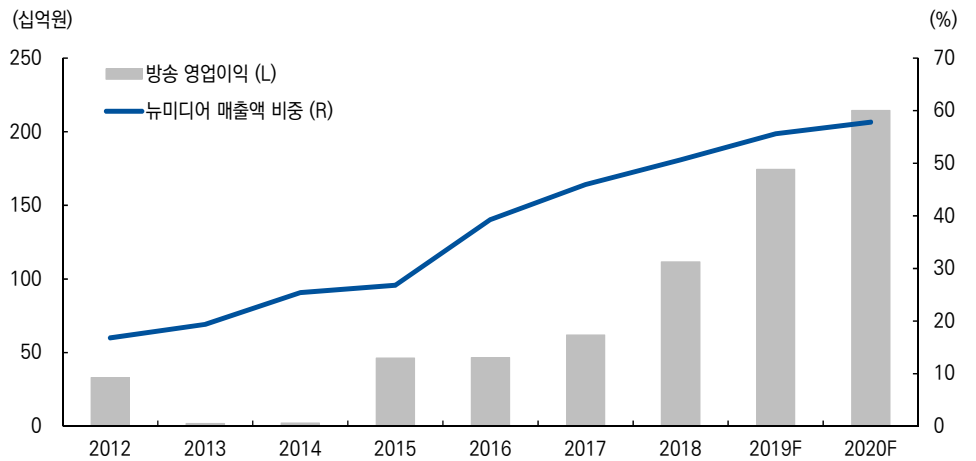
예능은 꽃할배, 윤식당 이후 스페인하숙, 잔내투어, 강식당 등 스프린트형 프로그램이 활발히 제작되고 있다. 이들은 흥행력이 검증된 포맷 속에서 변칙 포인트를 잡아낼 가능성이 높기 때문에 실패 가능성이 낮다. 이에 따라 광고 단가 및 패키지 판매 성장도 지속될 수 있다. 모바일향 콘텐츠 별도 제작과 디지털 버전 스프린트 등을 통한 조회 수 증가 → 매출액 기여도 기대되는 부분이다.

그림 42. 방송/음악/영화 매출액 비중 증가로 전사 이익률 개선 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 방송 부문은 뉴미디어(디지털 광고 + 콘텐츠)가 드라이버



자료: 미래에셋대우 리서치센터

커머스: 자체 브랜드 강화와 미디어커머스 시너지로 업황 둔화를 타개

19F 영업이익 1,236억원(-0.6%)을 예상한다. TV홈쇼핑 취급고 성장 둔화(+0%)로 영업 환경이 녹록치 않다. 전년에 이어 SO형 송출 수수료도 사업자별 순차적으로 증가할 가능성이 높다. 강점인 자체 브랜드 상품 기획, 콘텐츠 기반 채널 확대 등을 통해 이를 방어할 필요가 있다.

동사는 과거(2015년) 메르스 이후의 소비 침체기에도 트렌드에 맞는 MD 상품 편성과 채널 다각화를 통해 성공적으로 대응한 경험이 있다. 이와 함께 금년부터는 합병 법인의 이점을 활용할 수 있는 여지도 많아졌다. 화제성 높은 프로그램에 자체 브랜드 노출 및 전폭적인 PPL 지원(미스터 션샤인, 윤식당의 ‘오덴세’), 성공한 IP를 활용한 굿즈 기획 등 다각도의 접근이 기대되는 시기다.

음악: 글로벌 기획사로 도약하는 19년, 본격 증익은 20년부터

19F 영업이익 80억원(-27.5%)을 예상한다. 전년 3분기부터 CJ디지털뮤직(음악 부문 매출액의 35% 전후)이 연결 제외된 영향으로 당장의 이익 증가에 대한 기대치는 높지 않다. 다만 프로듀스 시즌 3 성공으로 IZ*ONE은 데뷔 초반부터 국내외 팬덤이 강하게 형성됐다. 국내외 일본 음반 판매량을 통해 추정한다면 연내 일본 아레나 공연이 가능한 수준이다. 금년에는 이들의 활동이 워너원 해체 공백과 CJ디지털뮤직을 메꾸는 그림으로 판단한다.

본격 증익은 20년 이후 나타날 전망이다. 19년까지는 매년 1개의 프로듀스 팀만이 매출액에 기여하는데, 20년 이후에는 3팀 이상이 동시에 활동하는 구조이기 때문이다. 빌리프 프로젝트의 오디션이 19년 4월 시작되고, 프로듀스 시즌4는 19년 5월에 편성되어 있다. 20년 이후의 음악 부문에 핵심 변수가 될 자체 아이돌 IP 초기 흥행에 대한 관심이 요구된다.

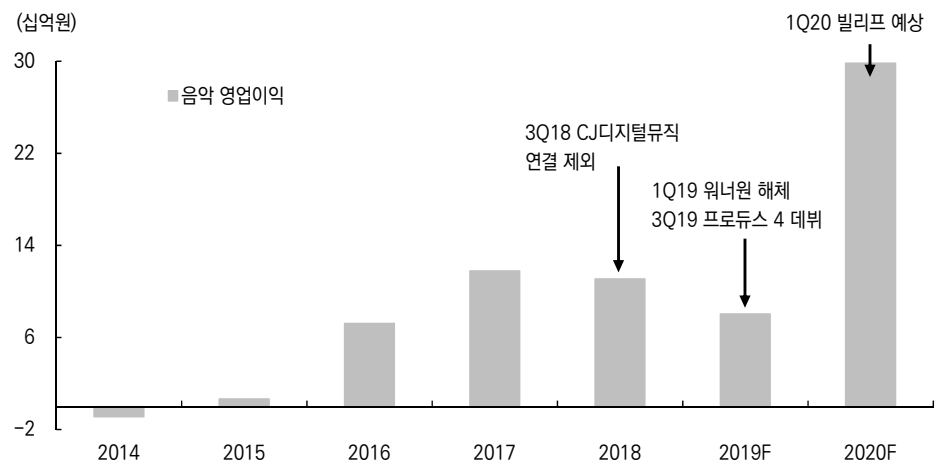
영화: 국내 제작비 효율화, 해외 경쟁력 강화에 집중

19F 영업이익 112억원을 예상한다. 지난 3년 간은 적자였다. ‘명량’ 이후 제작비를 키웠는데 대작들이 실패했기 때문이다. 시장 정체와 점유율 감소(14년 25% → 18년 13%)가 함께 나타났다.

국내에는 제작비와 개봉 편수 관리가 필요하다. 19F 국내 박스오피스는 1.87조원(+3.2%)으로 예상된다. 향후에도 연평균 성장률은 3% 미만의 낮은 수준에서 형성될 가능성이 높다. 13년 이후의 관객 수 정체가 지속되고, 3~4년에 한번 꼴로 티켓 가격이 인상될 것으로 보기 때문이다.

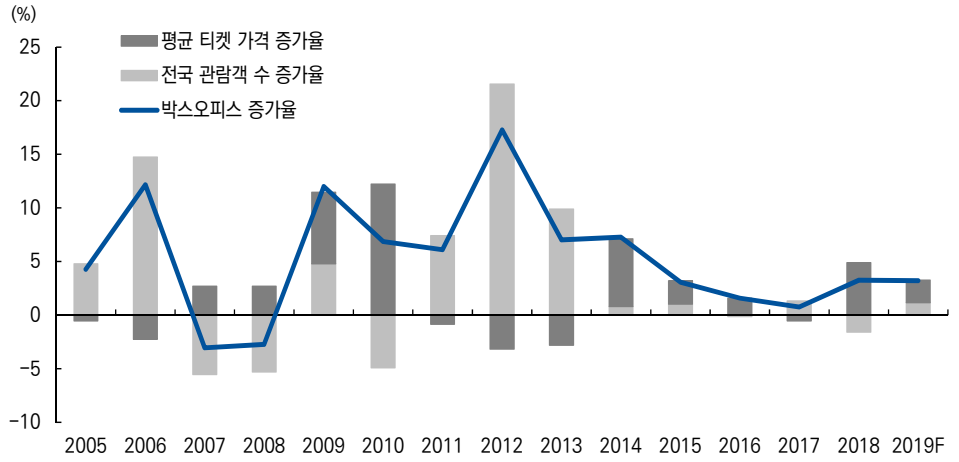
한편 CGV가 영업 중인 중국, 베트남, 터키에서는 동사 배급 사업도 선전하고 있다. 모두 한국보다 성장성이 큰 국가다. 이들 지역에서 시장 점유율을 확대하면서 회복의 동력을 찾아야 한다.

그림 44. 음악 부문의 증익은 2020년부터



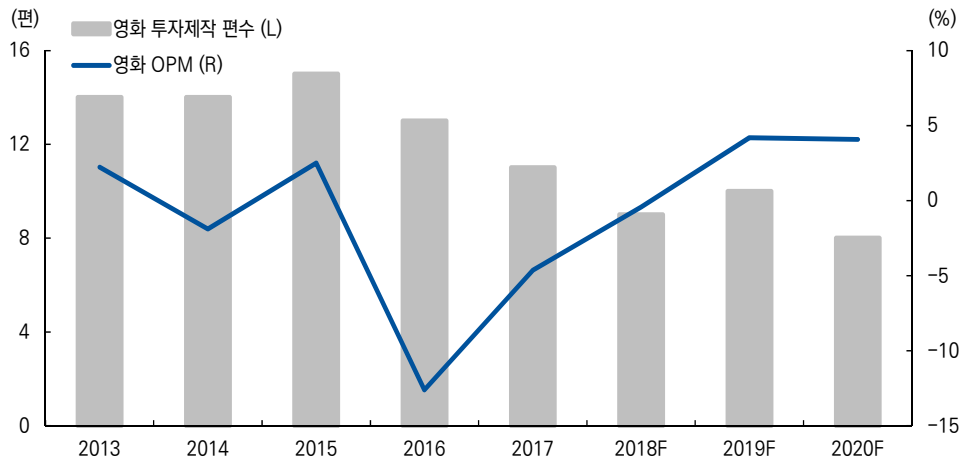
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 19년 국내 박스오피스 시장은 1.87조원(+3.2%) 전망



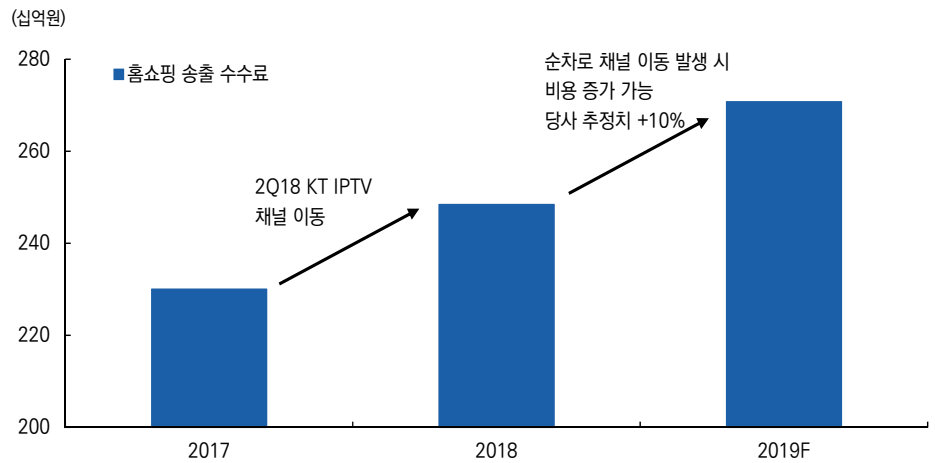
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 영화 부문은 투자 편수를 줄이고, 프로젝트별 효율성에 집중할 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 47. 커머스 부문의 송출 수수료는 잠재 비용 증가 변수

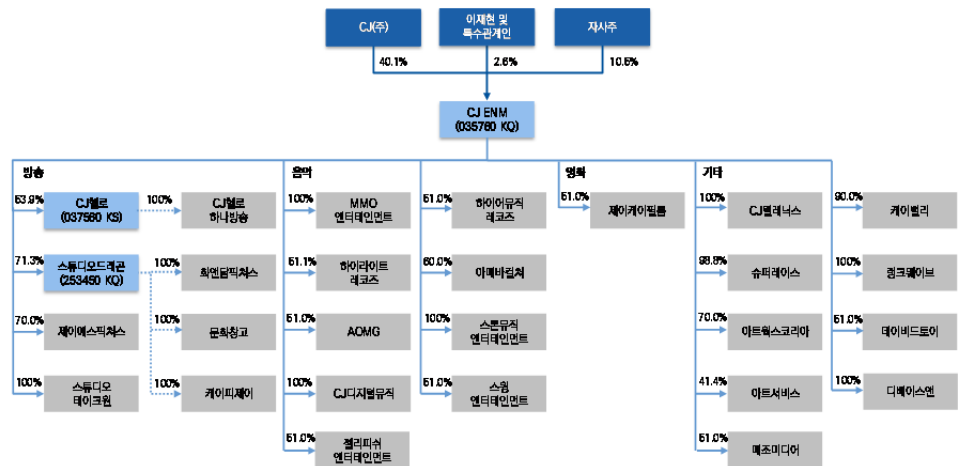


자료: 미래에셋대우 리서치센터

기업 개요

CJ ENM은 국내 최대 미디어/커머스 기업이다. 동사는 2018년 7월 CJ오쇼핑과 CJ E&M의 합병으로 출범했다. 기존 CJ E&M은 CJ오쇼핑의 미디어사업 부문이 인적 분할되면서 설립됐는데(2010년), 이로부터 8년 후 두 회사가 다시 하나로 합쳐진 것이다. 주요 주주로는 CJ(40.1%), 이재현 등 특수관계인(2.6%), 자사주(10.5%) 등이 있다. 주요 사업 부문은 미디어, 커머스, 영화/공연, 음악이다. 연결 자회사로 CJ헬로(53.9%, 유료방송 SO), 스튜디오드래곤(71.3%, 드라마 제작) 등이 있으며 넷마블 지분 22.0%, 삼성생명 0.5%를 보유했다.

그림 48. 주요 주주 구성 및 계열 회사 정리



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 9. 과거 CJ E&M의 주요 M&A 정리

시기	주요 M&A	시기	주요 M&A
Sep-10	CJ오쇼핑으로부터 인적 분할	May-16	드라마 사업부 물적 분할(스튜디오드래곤)
Mar-11	온미디어, CJ인터넷, Mnet, CJ미디어, CJ엔터 흡수 합병	Jun-16	터키 MARS Entertainment 인수 (12.4%)
Nov-11	게임사업부문 물적 분할 후 CJ게임즈 설립	Dec-16	디지털뮤직 사업 물적 분할(CJ디지털뮤직)
Dec-13	5개 방송 자회사 합병(OCN, OGN, 바둑TV, KMTV, IMG)	Nov-17	스튜디오드래곤 코스닥 상장
Aug-14	게임부문 물적분할(씨제이넷마블) 후 CJ게임즈에 지분 양도	Jul-18	CJ오쇼핑과 합병(오쇼핑 존속, 사명 CJ ENM)
Nov-15	CJ헬로로부터 티빙 영업 양수	Oct-18	지니뮤직-CJ디지털뮤직 합병(지니뮤직 존속)

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 10. 과거 CJ오쇼핑의 주요 M&A 정리

시기	주요 M&A	시기	주요 M&A
1995/06	최초로 TV 홈쇼핑 방송국 개국	2011/10	남방CJ(중국 JV) 개국
1999/11	코스닥 상장	2012/06	GCJ(태국 JV) 개국
2001/07	CJ몰(온라인 쇼핑몰) 론칭	2012/12	MCJ(터키 JV) 개국
2004/04	동방CJ(중국 상해) 개국	2013/10	ACJ(필리핀 JV) 개국
2015/12	CJ Tmall(T커머스) 오픈	2015/05	CJ오쇼핑 플러스(T커머스 채널) 론칭
2007/01	지주회사 전환	2015/06	멕시코 CJ Grand Shopping 채널 오픈
2008/10	천천CJ(중국 천진) 개국	2016/04	말레이시아 CJ WOW SHOP 채널 오픈
2009/03	CJ오쇼핑으로 사명 변경, 스타 CJ(인도 JV) 설립	2017/07	편샵(온라인 쇼핑몰) 인수
2010/09	CJ오쇼핑과 오미디어홀딩스(CJ E&M)로 인적 분할	2017/09	인도 삼CJ 매각
2011/01	일본 프라임쇼핑 인수	2018/07	CJ E&M 흡수 합병
2011/07	SCJ TV(베트남 JV) 개국, 동방CJ 제 2채널 개국	2018/10	지니뮤직-CJ디지털뮤직 합병(지니뮤직 존속)

자료: 미래에셋대우 리서치센터

■ 방송

CJ ENM은 국내 1위 MPP 사업자(점유율 32%)다. 매출액은 동사가 보유한 16개 방송 채널(tvN, Mnet, CH CGV, OCN 등, 홈쇼핑은 제외)의 광고료, 수신료, 기타로 이루어져 있다.

1) 광고 매출(36.0%)에는 TV 광고만 포함된다. 콘텐츠에 따라 시간, 요일별 차등 가격으로 광고 슬롯을 판매하고 대행사에 수수료를 지급한다. 2) 수신료 매출(13.3%)은 MSO(Multiple System Operator)가 프로그램 공급자(PP; Program Provider)인 동사에 지급하는 콘텐츠 사용료다. 총 가입자 이용료 대비 PP 배분율은 SO는 25.2%, IPTV는 13.3%에 해당한다. 3) 기타 부문(50.7%)은 다시 콘텐츠 판매(CJ ENM 콘텐츠의 판권 유통)와 디지털 광고(MCN/PIP/메조미디어 포함해 인터넷 플랫폼 광고 판매 및 대행)로 나뉜다.

■ 커머스

CJ ENM은 국내 1위 홈쇼핑 사업자다(점유율 22%). 합병 전 CJ오쇼핑이 영위하던 사업이다. 제조사-홈쇼핑 채널(TV, CJmall) 간 위탁판매계약을 통해 운영된다. 1) MD 상품이 방송을 통해 판매되면 동사가 판매 수수료로 GMV의 일부(30~40% 추정, 채널 다변화로 하락세)를 매출 인식하거나, 2) 자체 브랜드 상품을 직접 판매해 전액을 매출 인식한다(자체 브랜드 확대 추세). 주요 비용 항목으로는 홈쇼핑 채널 사용 대가로 케이블 SO에 지급하는 송출수수료가 있다.

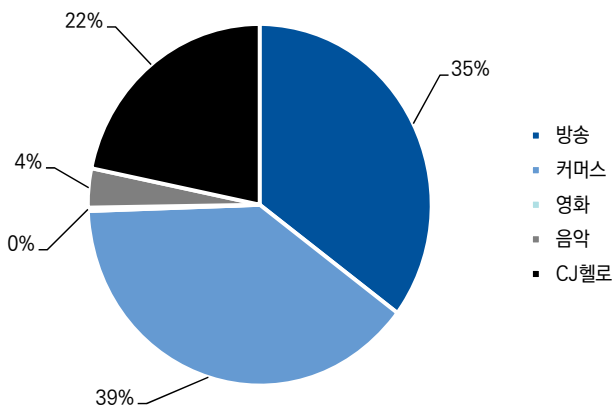
■ 영화/공연

영화는 국내 1위 투자배급사업자다(점유율 14%). 국내/베트남/터키 등에서 영화를 배급/투자/제작한다. 19년 투자배급 목표치는 국내 10편, 해외 15편이다. 영화관(47.4%)과 기타 플랫폼(15.5%, 방송/VoD/OTT/해외)에 콘텐츠를 유통하고 수익을 배분 받는다. 배급 수수료로 티켓 판매액의 5%를 수취하고, 프로젝트 매출액과 투자/제작 지분율에 따라 손익을 정산한다. 한편 공연(14.9%)은 자체 IP 및 라이선스 기반으로 뮤지컬/콘서트/전시 이벤트를 주최한다.

■ 음악

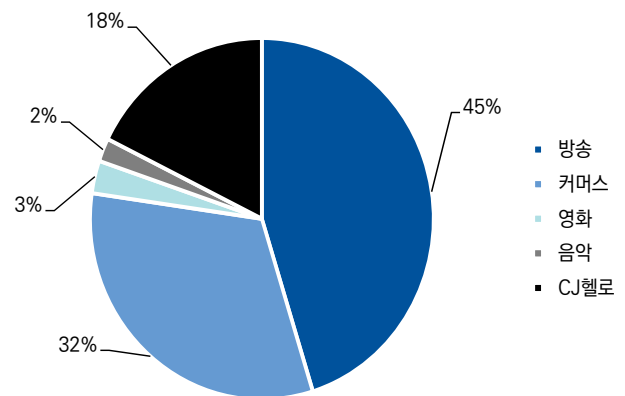
음반음원 제작/유통, 매니지먼트(콘서트 등), 부가상품 사업 등을 포함한다. 전속 계약(다비치, 로이킴 등), 서버레이블(하이라이트, AOMG 등), ‘프로듀스’와 연계된 아이돌 팀이 주요 라인업이다. 18년 7월 CJ디지털뮤직 매각을 완료했다. 자체 음악 및 아티스트 IP 확보에 주력하고 있다.

그림 49. 2018년 부문별 영업이익 비중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 2019F 부문별 영업이익 비중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

CJ ENM (035760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액	2,260	3,427	4,818	5,257
매출원가	988	1,998	2,913	3,153
매출총이익	1,272	1,429	1,905	2,104
판매비와관리비	1,047	1,178	1,519	1,644
조정영업이익	224	251	385	460
영업이익	224	251	385	460
비영업손익	-40	-34	2	57
금융손익	-14	-20	31	101
관계기업등 투자손익	6	-2	8	8
세전계속사업손익	184	217	387	517
계속사업법인세비용	41	33	93	124
계속사업이익	143	184	294	393
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	143	184	294	393
지배주주	131	163	262	349
비지배주주	13	22	32	43
총포괄이익	142	134	294	393
지배주주	131	113	264	352
비지배주주	11	20	30	41
EBITDA	469	777	945	795
FCF	147	357	870	744
EBITDA 마진율 (%)	20.8	22.7	19.6	15.1
영업이익률 (%)	9.9	7.3	8.0	8.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.8	4.8	5.4	6.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	664	1,807	2,628	3,319
현금 및 현금성자산	114	453	1,111	1,648
매출채권 및 기타채권	372	940	1,054	1,160
재고자산	76	94	106	116
기타유동자산	102	320	357	395
비유동자산	2,138	4,948	4,567	4,404
관계기업투자등	96	1,241	1,391	1,532
유형자산	816	1,398	1,229	1,091
무형자산	950	1,827	1,437	1,240
자산총계	2,802	6,755	7,195	7,722
유동부채	732	2,022	2,159	2,286
매입채무 및 기타채무	216	536	601	662
단기금융부채	174	894	894	894
기타유동부채	342	592	664	730
비유동부채	586	1,308	1,340	1,370
장기금융부채	512	1,039	1,039	1,039
기타비유동부채	74	269	301	331
부채총계	1,318	3,329	3,499	3,657
지배주주지분	1,028	2,764	3,001	3,328
자본금	31	111	111	111
자본잉여금	80	2,245	2,245	2,245
이익잉여금	924	1,070	1,308	1,634
비지배주주지분	456	662	695	738
자본총계	1,484	3,426	3,696	4,066

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	330	587	870	744
당기순이익	143	184	294	393
비현금수익비용가감	332	544	621	359
유형자산감가상각비	166	180	169	139
무형자산상각비	79	346	390	197
기타	87	18	62	23
영업활동으로인한자산및부채의변동	-94	-81	17	16
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-100	-107	-100
재고자산 감소(증가)	-10	-9	-11	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	-7	23	21
법인세납부	-41	-38	-93	-124
투자활동으로 인한 현금흐름	-256	-158	-45	-42
유형자산처분(취득)	-182	-226	0	0
무형자산감소(증가)	-81	-296	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	18	-96	-45	-42
기타투자활동	-11	460	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-62	-89	-24	-24
장단기금융부채의 증가(감소)	-40	1,247	0	0
자본의 증가(감소)	-5	2,244	0	0
배당금의 지급	-18	-21	-24	-24
기타재무활동	1	-3,559	0	0
현금의 증가	11	339	657	538
기초현금	103	114	453	1,111
기말현금	114	453	1,111	1,648

자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18	12/19F	12/20F
P/E (x)	11.0	17.5	19.4	14.6
P/CF (x)	3.0	3.9	5.6	6.8
P/B (x)	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	5.1	8.3	6.9	7.5
EPS (원)	21,054	11,514	11,947	15,937
CFPS (원)	76,426	51,528	41,763	34,264
BPS (원)	167,432	149,371	160,244	175,107
DPS (원)	3,000	1,200	1,200	1,200
배당성향 (%)	12.6	12.8	8.0	6.0
배당수익률 (%)	1.3	0.6	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	2.3	51.6	40.6	9.1
EBITDA증가율 (%)	5.2	65.7	21.6	-15.9
조정영업이익증가율 (%)	25.1	12.1	53.4	19.5
EPS증가율 (%)	458.6	-45.3	3.8	33.4
매출채권 회전을 (회)	7.0	5.7	5.2	5.1
재고자산 회전을 (회)	32.6	40.2	48.2	47.4
매입채무 회전을 (회)	26.0	18.0	14.8	14.4
ROA (%)	5.2	3.9	4.2	5.3
ROE (%)	13.5	8.6	9.1	11.0
ROIC (%)	10.4	8.1	9.6	13.0
부채비율 (%)	88.8	97.2	94.6	89.9
유동비율 (%)	90.8	89.4	121.7	145.2
순차입금/자기자본 (%)	32.9	40.4	19.4	4.1
조정영업이익/금융비용 (x)	11.1	7.5	2.9	3.5

CJ ENM (035760) 예상 포괄손익계산서

(십억원)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/18	03/19F	06/19F	09/19F
매출액	2,309	2,209	2,260	3,427	4,818	5,257	1,198	1,118	1,172	1,184
매출원가	1,072	1,000	988	1,998	2,913	3,153	726	669	709	727
매출총이익	1,237	1,209	1,272	1,429	1,905	2,104	472	449	463	457
판매비와관리비	1,027	1,030	1,047	1,178	1,519	1,644	403	349	370	379
조정영업이익	210	179	224	251	385	460	69	100	93	78
영업이익	210	179	224	251	385	460	69	100	93	78
비영업손익	-47	-117	-40	-34	2	56	-42	1	-3	0
금융손익	-25	-18	-14	-20	31	101	-20	-1	21	12
외화관련손익	2	0	0	-2	0	0	-2	0	0	0
기타비영업손익	-24	-99	-26	-12	-29	-45	-20	2	-24	-12
관계기업등 투자손익	1	-11	6	-2	8	8	-13	2	2	2
세전계속사업손익	162	62	184	217	387	517	27	101	91	78
계속사업법인세비용	50	30	41	33	93	124	-12	24	22	19
계속사업이익	112	33	143	184	294	393	40	77	69	59
중단사업이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
*법인세 효과	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
당기순이익의 귀속	112	33	143	184	294	393	40	77	69	59
지배주주	85	23	131	163	262	349	37	68	62	53
비지배주주	27	9	13	22	32	43	2	8	8	7
총 포괄이익의 귀속	101	31	142	134	294	393	11	77	69	59
지배주주	75	22	131	113	264	352	10	69	62	53
비지배주주	26	9	11	20	30	41	1	8	7	6
EPS (원)	13,650	3,769	21,054	11,514	11,947	15,937	1,703	3,116	2,811	2,403
EBITDA	499	446	469	777	945	795	264	269	240	207
유형자산감가상각비	173	169	166	180	169	139	48	45	43	41
무형자산상각비	117	98	79	346	390	197	147	124	104	88
이익률										
매출총이익 (%)	53.6	54.7	56.3	41.7	39.5	40.0	39.4	40.2	39.5	38.6
조정영업이익 (%)	9.1	8.1	9.9	7.3	8.0	8.8	5.8	8.9	7.9	6.6
EBITDA (%)	21.6	20.2	20.8	22.7	19.6	15.1	22.0	24.1	20.5	17.5
지배주주귀속 순이익 (%)	3.7	1.0	5.8	4.8	5.4	6.6	3.1	6.1	5.3	4.5
증가율(YoY)										
매출액 (%)	-11.4	-4.3	2.3	51.6	40.6	9.1	96.4	97.9	100.3	9.7
조정영업이익 (%)	-10.3	-14.8	25.1	12.1	53.4	19.5	21.1	78.6	86.0	1.3
EBITDA (%)	-7.1	-10.6	5.2	65.7	21.6	-15.9	125.6	108.5	95.1	-21.3
지배주주귀속 순이익 (%)	-10.5	-72.9	469.6	24.4	60.7	33.2	-17.8	15.3	158.3	26.2
주당순이익 (%)	-10.6	-72.4	458.6	-45.3	3.8	33.4	-76.6	-67.4	-27.5	25.5
기타비율										
판매비/매출액 (%)	44.5	46.6	46.3	34.4	31.5	31.3	33.6	31.2	31.6	32.0
법인세율 (%)	30.9	48.4	22.3	15.2	24.0	24.0	-44.4	23.8	24.2	24.4
조정영업이익/금융비용 (x)	6.1	7.0	11.1	7.5	2.9	3.5	2.1	3.0	2.8	2.3

자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

CJ ENM (035760) 예상 재무상태표

(십억원)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	759	689	664	1,807	2,628	3,319
현금 및 현금성자산	326	103	114	453	1,111	1,648
매출채권 및 기타채권	320	354	372	940	1,054	1,160
재고자산	62	62	76	94	106	116
기타유동자산	51	170	102	320	357	395
비유동자산	2,230	2,065	2,138	4,948	4,567	4,404
관계기업투자등	97	112	96	1,241	1,391	1,532
유형자산	859	815	816	1,398	1,229	1,091
무형자산	1,048	934	950	1,827	1,437	1,240
기타비유동자산	226	204	276	482	510	541
자산총계	2,988	2,754	2,802	6,755	7,195	7,722
유동부채	988	1,017	732	2,022	2,159	2,286
매입채무 및 기타채무	214	232	216	536	601	662
단기금융부채	450	425	174	894	894	894
기타유동부채	324	360	342	592	664	730
비유동부채	650	373	586	1,308	1,340	1,370
장기금융부채	568	301	512	1,039	1,039	1,039
기타비유동부채	82	72	74	269	301	331
부채총계	1,638	1,391	1,318	3,329	3,499	3,657
지배주주지분	912	917	1,028	2,764	3,001	3,328
자본금	31	31	31	111	111	111
자본잉여금	86	85	80	2,245	2,245	2,245
기타자본구성요소	-12	-12	-12	-512	-512	-512
이익잉여금	805	812	924	1,070	1,308	1,634
비지배주주지분	438	446	456	662	695	738
자본총계	1,350	1,363	1,484	3,426	3,696	4,066
평균발행주식수(천주)	6,208	6,216	6,216	14,125	21,926	21,926
활동성 지표						
매출채권 회전율 (회)	7.0	7.0	7.0	5.7	5.2	5.1
재고자산 회전율 (회)	32.2	35.7	32.6	40.2	48.2	47.4
매입채무 회전율 (회)	23.3	24.1	26.0	18.0	14.8	14.4
운전자본회전율 (회)	-19.0	-15.6	-18.9	159.0	34.6	34.0
총자산회전율 (회)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
안전성 지표						
현금성자산/자산총계 (%)	10.9	3.7	4.1	6.7	15.4	21.3
유동비율 (%)	76.7	67.7	90.8	89.4	121.7	145.2
부채비율 (%)	121.3	102.0	88.8	97.2	94.6	89.9
순차입금/자기자본 (%)	48.9	34.7	32.9	40.4	19.4	4.1
수익성 지표						
ROA (%)	3.6	1.1	5.2	3.9	4.2	5.3
ROE (%)	9.6	2.6	13.5	8.6	9.1	11.0
ROIC (%)	7.7	5.5	10.4	8.1	9.6	13.0

자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

CJ ENM(035760) 예상 현금흐름표

(십억원)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	440	416	330	587	870	744
당기순이익	112	33	143	184	294	393
비현금수익비용가감	397	424	332	544	621	359
유형자산감가상각비	173	169	166	180	169	139
무형자산상각비	117	98	79	346	390	197
기타	107	157	87	18	62	23
영업활동으로인한자산및부채의변동	1	16	-94	-81	17	16
매출채권 및 기타채권의 (증가)감소	66	-11	-9	-100	-107	-100
재고자산 감소(증가)	21	6	-10	-9	-11	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-46	-3	-6	-7	23	21
기타자산, 부채변동	-40	24	-69	35	112	106
법인세납부	-52	-42	-41	-38	-93	-124
투자활동으로 인한 현금흐름	-188	-329	-256	-158	-45	-42
유형자산처분(취득)	-116	-117	-182	-226	0	0
무형자산감소(증가)	-66	-65	-81	-296	0	0
장기금융자산의 감소(증가)	10	5	-49	-84	-34	-31
단기금융자산의 감소(증가)	14	-118	67	-12	-12	-11
기타투자활동	-30	-34	-11	460	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-209	-298	-62	-89	-24	-24
장단기금융부채의 증가(감소)	-178	-292	-40	1,247	0	0
자본의 증가(감소)	3	-1	-5	2,244	0	0
배당금의 지급	-18	-18	-18	-21	-24	-24
기타재무활동	-16	13	1	-3,559	0	0
현금의 증가	45	-211	11	339	657	538
기초현금	269	314	103	114	453	1,111
기말현금	314	103	114	453	1,111	1,648
EBITDA	499	446	469	777	945	795
(-)CAPEX	120	128	183	229	0	0
(-)법인세	52	42	41	38	93	124
(-)순이자비용	25	18	14	20	-31	-101
(-)운전자본증감	-131	-151	-88	131	147	162
(=) FCF (Free Cash Flow)	320	288	147	357	870	744
Per Share Data						
EPS (원)	13,650	3,769	21,054	11,514	11,947	15,937
BPS (원)	148,698	149,585	167,432	149,371	160,244	175,107
CFPS (원)	82,047	73,481	76,426	51,528	41,763	34,264
DPS (원)	2,500	2,500	3,000	1,200	1,200	1,200
Valuation						
P/E (x)	14.0	43.2	11.0	17.5	19.4	14.6
P/B (x)	1.3	1.1	1.4	1.4	1.4	1.3
P/CF (x)	2.3	2.2	3.0	3.9	5.6	6.8
EV/EBITDA (x)	4.6	4.3	5.1	8.3	6.9	7.5

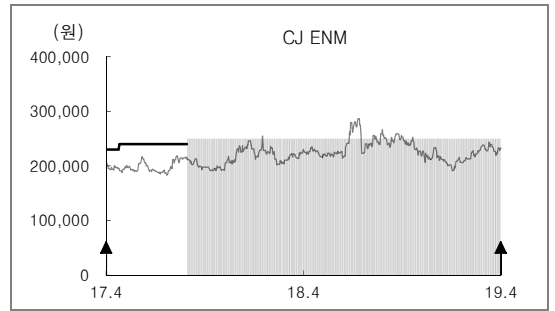
자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

CJ ENM

힘세고 유연한 콘텐츠 넘버원

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
CJ ENM(035760)				
2019.04.03	매수	310,000	-	-
2017.08.31	분석 대상 제외		-	-
2017.04.27	매수	240,000	-17.37	-9.12
2016.11.03	매수	230,000	-23.30	-8.96



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.