

2018/05/10

# CJ E&M(130960)

인터넷/게임/미디어 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## 합병 전략 설명회 후기: 키워드는 '디지털'과 '해외'

Buy(Maintain)

### ■ CJ오쇼핑과의 합병은 꼭 필요한가?

미디어와 커머스 역량을 접목하기 위해 CJ E&M과 CJ오쇼핑이 반드시 합병까지 진행해야 하는지 투자자들이 많은 의구심을 가지고 있는 상황이다. 콘텐츠 기획 단계부터 커머스와 콘텐츠를 결합시키기 위해서는 조직 통합이 필요하며, 미디어 커머스 시장을 선점하기 위해 국내외 기업의 M&A 투자가 필요한 상황에서 자산 규모 확대가 필요하다는 관점에서 합병 진행은 타당하다고 판단한다. 글로벌 이커머스 업체인 아마존의 올해 콘텐츠 분야에 대한 예상 투자 금액은 50억달러로 커머스 사업자에게 콘텐츠는 핵심 자산으로 자리 잡고 있다. 합병으로 인한 시너지는 1) 콘텐츠 IP 기반 비즈니스 모델 다각화, 2) 콘텐츠와 MD 기반 신사업 추진, 3) 데이터 교차 분석 체계 구축 및 IT 인프라 등 중복 투자 제거를 통한 운영 효율화로 분석된다.

### ■ 합병 법인의 성장 키워드는 디지털과 해외

합병 법인은 기존 사업 시너지와 더불어 융복합 신사업을 적극적으로 확대해 나갈 전망이다. CJ E&M이 보유하고 있는 TV, 모바일, SNS 등의 이용자 행태 분석데이터와 CJ오쇼핑이 보유한 커머스 빅 데이터 및 트렌드 데이터를 결합할 계획이다. 합병 법인의 디지털 통합 조직은 뷰티, 리빙 등 카테고리별 IP 믹스를 통한 콘텐츠를 생성 → 소비자 반응 및 다이아TV 등의 인플루언서 등을 활용한 빠른 상품 기획 → 글로벌 이커머스 플랫폼 사업자에게 자체 상품/직소싱 상품 및 콘텐츠 제공의 흐름으로 역직구 사업을 강화하고 콘텐츠 판매 수익이라는 신규 수익원을 창출할 전망이다. 글로벌 콘텐츠 제작 센터는 올해 2분기 내에 구축되어 3분기 중에 운영될 것이며, 2021년 구축 예정인 신규 글로벌 미디어 커머스 플랫폼은 5,000억원 수준의 취급고를 달성할 것으로 기대한다.

### ■ 합병 법인의 재무 목표

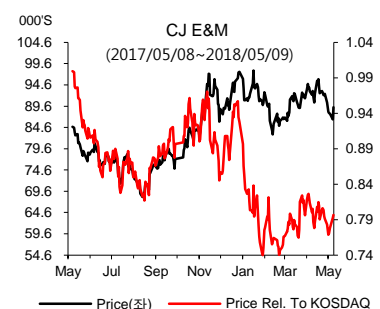
합병법인의 2021년 콘텐츠 사업은 해외 매출 확대를 중심으로 4.1조원으로 증가할 것으로 예상, 커머스 예상 취급고는 5.9조원, 합병 시너지 분야 예상 매출액 1.4조원으로 가이드를 제시했다. 합병 시너지 분야 매출액 1.4조원은 Vertical Commerce, K컬처밸리 등의 신규 사업 매출 발생 등으로 달성 가능한 수준이라 판단한다.

목표주가(12M)	125,000원
종가(2018/05/09)	89,400원

#### Stock Indicator

자본금	194십억원
발행주식수	3,873만주
시가총액	3,463십억원
외국인지분율	25.0%
배당금(2017)	250원
EPS(2018E)	3,460원
BPS(2018E)	57,120원
ROE(2018E)	6.2%
52주 주가	68,300~98,000원
60일평균거래량	170,799주
60일평균거래대금	15.4십억원

#### Price Trend



<그림 1> tvN '코미디 빅리그'를 활용한 CJ 오쇼핑의 '코빅마켓':  
2 시간 15 분 방송 동안 총 주문금액 10 억원 이상 기록



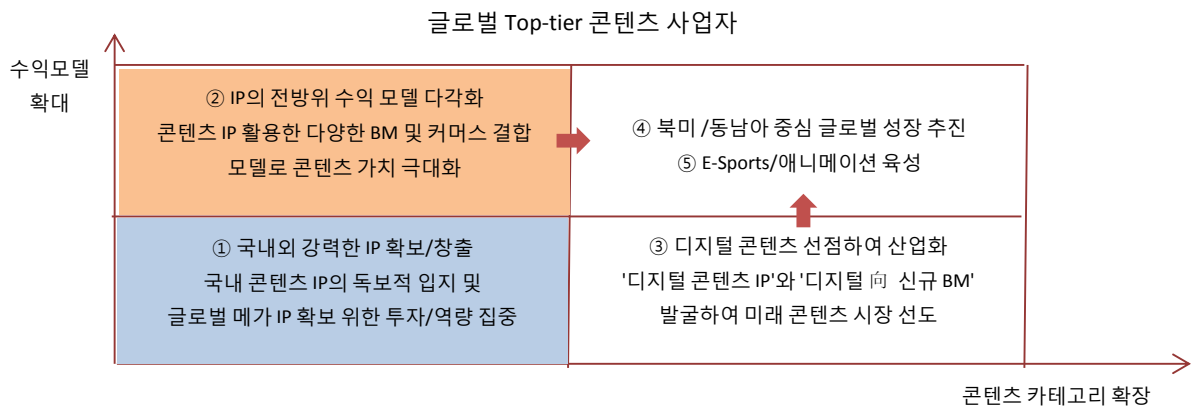
자료: CJ E&M, 하이투자증권

<그림 2> '윤식당 2'에 노출된 CJ 오쇼핑의 PB '오덴세':  
'오덴세'의 육각 접시는 방송 전 대비 판매량 70% 증가



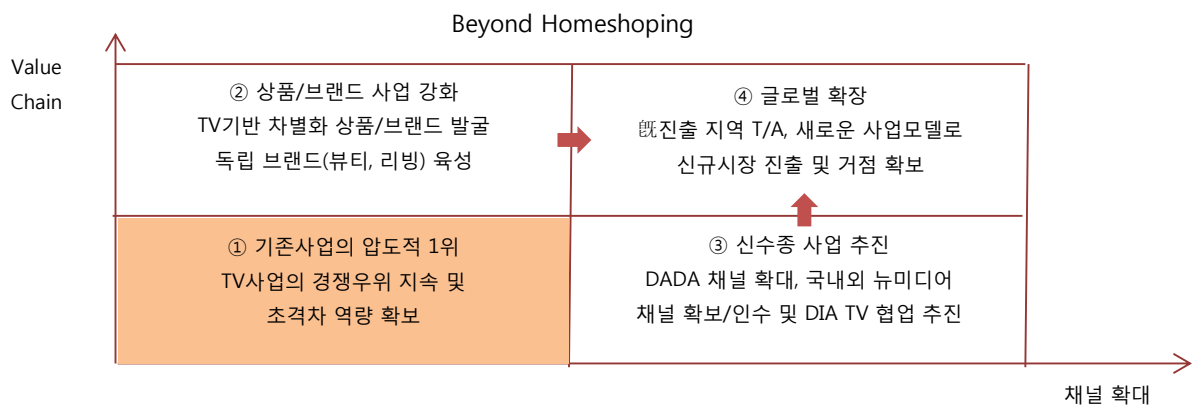
자료: CJ E&M, 하이투자증권

<그림3> 합병 법인의 콘텐츠 사업 분야 성장 전략: 강력한 IP 기반 수익모델과 글로벌 확장 추진



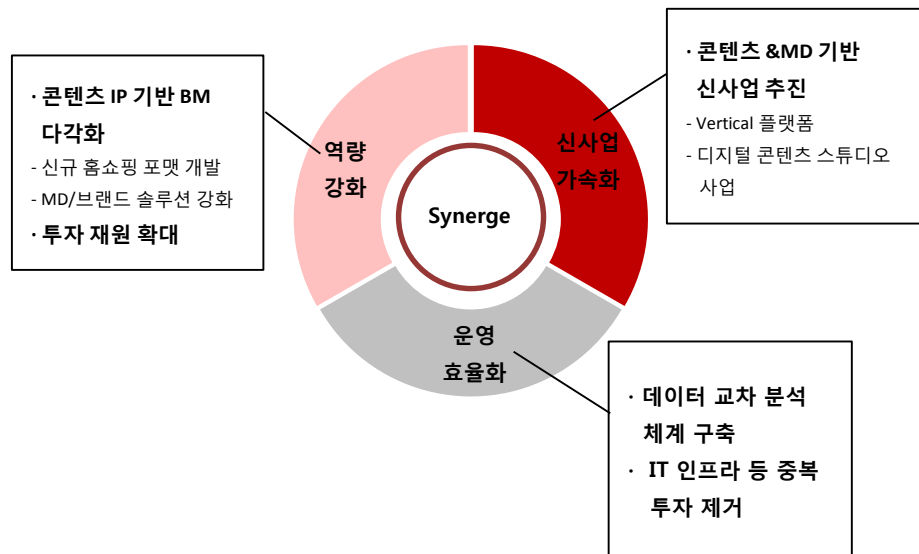
자료: CJ E&M, CJ오쇼핑, 하이투자증권

<그림4> 합병 법인의 커머스 사업 분야 성장 전략: 상품 경쟁력 기반 신수증과 글로벌 확장 병행 추진



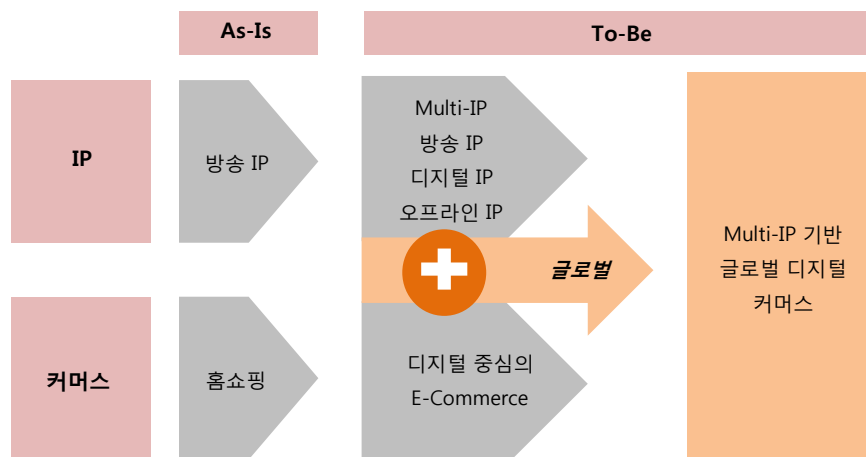
자료: CJ E&M, CJ오쇼핑, 하이투자증권

<그림5> CJ E&M과 CJ오쇼핑의 합병 시너지



자료: CJ E&M, CJ오쇼핑, 하이투자증권

<그림6> 미디어 커머스의 진화 방향



자료: CJ E&M, CJ오쇼핑, 하이투자증권

〈Appendix 1〉. 합병 전략 설명회 Q&A

**Q1. 시너지 창출이 꼭 합병을 통해 진행되어야 하는가?**

- 지난 3~4년간 양사가 미디어 커머스를 위해 다양한 협력을 시도했으나 성과 내기 어려웠음
- 조직 통합을 통해 사전 기획 단계부터 미디어와 커머스를 접목시킬 수 있는 구조를 마련할 예정
- 현재 미디어&엔터테인먼트 산업은 수신료나 광고 수익모델만 갖추고 있어 새로운 수익 모델 필요한 상황인데 CJ 오쇼핑의 MD 역량을 기반으로 신규 수익원 창출 기회 모색

**Q2. 미디어는 팬시한 상품 위주, 홈쇼핑은 경제 효율적 위주의 상품으로 구성되어 있는데 상충되지 않는지?**

- 최근 쇼핑 트렌드가 필수 소비에서 엔터테인먼트 소비로 이동하고 있음
- 큐레이션 기능이 중요해지고 있으며, 단순 단품 구매는 가격 경쟁력 위주의 쇼핑물로 집중되고 있는 추세로 Vertical Platform 구축을 통해 유형재뿐만 아니라 티켓 등 무형재 판매까지 확대 가능해질 것임

**Q3. 합병 시너지로 매출액 1.4조원 가이던스 제시했는데 예상하는 마진은?**

- 합병 법인의 2018년 OPM 8% 예상하며, 합병 이후 3년이 지난 시점에는 10% 이상의 OPM 기대

**Q4. K컬처밸리의 진행 상황**

- 테마파크와 상업시설의 5월 착공이 이뤄지게 되면서 일정이 다소 지연되고 있으나, 당초 제시했던 2021년 K컬처밸리의 예상 매출액 3천억원은 유효

**Q4. 주가가 주주매수청권 행사 가격에 미치지 못할 경우 플랜 B는?**

- 반대 주주들이 두 회사에 매수 청구한 금액이 총 5,000억원을 초과할 경우 절차상 6월 19일에 의사결정 다시 진행할 예정

**Q5. CJ E&M은 넷마블, CJ 오쇼핑은 삼성생명이라는 투자자산 보유하고 있는데 향후 활용 방안은?**

- 대규모 M&A나 투자 확대를 위해 투자자산 매각 고려할 수 있음

**Q6. 합병 이후 주주환원 정책의 방향성**

- 배당성향은 향후 공유하겠으나, 기본적으로 15%의 배당성향 계획하고 있음

**Q7. 2021년 콘텐츠 매출액 4.1조원으로 계획했는데 추정 근거는?**

- 올해 연초에도 국내 광고 시장의 성장에 대해 많은 우려 존재했지만 CJ E&M은 4~5년 전부터 디지털 역량을 키워와서 경쟁사 대비 안정적 성장을 이어가고 있음
- 지난해 CJ E&M의 전사 기준 해외 매출 비중은 16%로 2~3년 전 8%에 비해 많은 성장을 기록했으며, 2021년 해외 매출 비중 목표는 30%로 설정했으며, 디지털, 신규 사업, 콘텐츠의 부가 사업 확대가 매출 성장 견인할 것으로 예상

**Q8. 합병법인의 M&A 방향성**

- 미디어와 커머스 2개의 분야에서 모두 M&A 검토할 예정
- 콘텐츠는 IP 확보를 위해 국내외 업체의 M&A를 적극 검토할 것이며, 해외 중심의 Vertical Platform 구축을 위해 투자 진행될 것임

**Q9. 합병법인의 콘텐츠 분야 투자 계획**

- K컬처는 현재 드라마와 음악 위주로 구성되어 있어 레이블 확장 및 드라마 역량 강화하기 위해 작가, 감독진 등의 인프라 투자 지속적으로 확대할 예정
- 해외 IP와 해외 거점 확보하기 위해 협력할 수 있는 현지 업체 리서치 중

**Q10. 티빙에서 '프로듀스 48' 글로벌 생중계 등 새로운 전략 구상 중인 것 같은데 향후 전략은?**

- 우선 시청자 확보하기 위해 오픈 플랫폼 정책 가져갈 것이며, 넷플릭스가 해외에서 성장을 견인하고 있는 것처럼 티빙은 해외로 진출하기 위해 전략적 파트너 탐색 중
- 티빙은 외부 콘텐츠 수급에 의존하기보다는 K콘텐츠의 현지화 방향으로 나아갈 예정

**Q11. CJ E&M과 CJ 오쇼핑의 중복 인력에 대한 재배치 계획**

- CJ 오쇼핑의 '다다스튜디오'와 CJ E&M의 '다이아 TV'는 조직을 통합할 수 있음

자료: 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,280	1,785	2,013	2,212
현금 및 현금성자산	125	76	227	287
단기금융자산	248	677	745	819
매출채권	556	662	652	697
재고자산	6	7	8	9
비유동자산	2,479	2,111	2,036	2,021
유형자산	313	302	297	292
무형자산	783	422	348	333
자산총계	3,759	3,895	4,049	4,233
유동부채	824	835	840	846
매입채무	145	173	193	214
단기차입금	195	195	195	195
유동성장기부채	41	41	41	41
비유동부채	687	687	687	687
사채	449	449	449	449
장기차입금	1	1	1	1
부채총계	1,510	1,522	1,527	1,533
지배주주지분	2,086	2,212	2,363	2,544
자본금	194	194	194	194
자본잉여금	973	973	973	973
이익잉여금	835	960	1,109	1,287
기타자본항목	176	176	176	176
비지배주주지분	163	161	159	156
자본총계	2,249	2,373	2,522	2,700

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,750	2,084	2,328	2,580
증가율(%)	13.8	19.1	11.7	10.8
매출원가	1,310	1,541	1,723	1,904
매출총이익	440	543	605	676
판매비와관리비	377	423	465	509
연구개발비	6	7	8	9
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	63	120	140	167
증가율(%)	125.8	89.7	17.0	19.2
영업이익률(%)	3.6	5.7	6.0	6.5
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	577	651	665	674
기타영업외손익	-27	-14	-19	-19
세전계속사업이익	592	174	206	244
법인세비용	170	42	50	59
세전계속이익률(%)	33.8	8.3	8.8	9.5
당기순이익	422	132	156	185
순이익률(%)	24.1	6.3	6.7	7.2
지배주주귀속 순이익	429	134	158	188
기타포괄이익	2	2	2	2
총포괄이익	424	134	158	188
지배주주귀속총포괄이익	420	133	157	186

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	239	443	286	202
당기순이익	422	132	156	185
유형자산감가상각비	19	21	20	20
무형자산상각비	340	362	73	15
지분법관련손실(이익)	577	651	665	674
투자활동 현금흐름	-551	99	456	449
유형자산의 처분(취득)	-47	-10	-15	-15
무형자산의 처분(취득)	-323	-	-	-
금융상품의 증감	-157	-429	-68	-74
재무활동 현금흐름	358	200	200	200
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	339	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-8	-10	-10	-10
현금및현금성자산의증감	43	-49	151	60
기초현금및현금성자산	81	125	76	227
기말현금및현금성자산	125	76	227	287

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	11,065	3,460	4,090	4,856
BPS	53,849	57,120	61,022	65,689
CFPS	20,326	13,346	6,511	5,751
DPS	250	250	250	250
Valuation(배)				
PER	8.8	25.8	21.9	18.4
PBR	1.8	1.6	1.5	1.4
PCR	4.8	6.7	13.7	15.5
EV/EBITDA	9.7	6.8	13.6	15.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	23.6	6.2	6.9	7.7
EBITDA 이익률	24.1	24.1	10.0	7.8
부채비율	67.2	64.1	60.5	56.8
순부채비율	14.0	-2.8	-11.3	-15.6
매출채권회전율(x)	3.2	3.4	3.5	3.8
재고자산회전율(x)	320.9	306.6	297.6	296.5

자료 : CJ E&amp;M, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(CJ E&M)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-05-11(담당자변경)	Buy	114,000	6개월	-37.9%	-31.2%
2017-07-17	Buy	114,000	1년	-27.0%	-14.0%
2018-01-18	Buy	125,000	1년		

### Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

### 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-