

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

20

미디어/광고

New Media,  
New Chance



## Overweight

### Top Pick

종목	투자판단	적정주가
이노션 (214320)	Buy	90,000원

### 관심 종목

종목	투자판단	적정주가
CJ ENM (130960)	Buy	260,000원
제일기획 (030000)	Trading Buy	30,000원
CJ CGV (079160)	Buy	50,000원
CJ헬로 (037560)	Trading Buy	8,900원

# 미디어/광고

# New Media, New Chance



통신/미디어  
Analyst 정지수

02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr



## Contents

<b>Part I</b>	<b>상반기 Review &amp; Valuation</b>	7
<b>Part II</b>	<b>이슈 분석: 5G 시대, 광고 매체 변화</b>	15
<b>Part III</b>	<b>하반기 전망</b>	27
<b>기업분석</b>	<b>이노션(214320) 현대기아차 신차 라인업 본격 가동</b>	38
	<b>CJ ENM(035760) 미디어 성장 기대감은 여전히 유효</b>	43
	<b>제일기획(030000) 해외 사업 역량 강화 지속</b>	48
	<b>CJ CGV(079160) 회복되는 영화산업</b>	52
	<b>CJ헬로(037560) 시너지 확인에 필요한 건 시간 뿐</b>	56

### I 상반기 Review & Valuation

- 2019년 상반기 미디어 업종은 광고대행사 주가 수익률이 시장을 Outperform한 가운데, 방송/유료방송 주가 수익률은 상대적으로 부진
- 2019년 미디어/광고 업종 투자의견 Overweight 유지, Top Pick은 이노션(214320)
- 이노션은 2019년 현대기아차의 신차 라인업이 본격적으로 가동됨에 따라 미주 지역 신차 대행에 따른 마케팅 확대 수혜 예상

### II 이슈 분석: 5G 시대, 광고 매체의 변화

- 국내 광고 시장은 저성장 기조 속에 TV광고 → PC광고 → 모바일 광고의 흐름 변화와 같이 새로운 기술 도입에 따른 매체 다변화 예상
- 5G 상용화로 디지털 광고 시장에서의 다양한 변화가 예상되며, 트래픽의 대부분을 차지하는 동영상 광고 시장이 기회 요인으로 작용
- 글로벌 AR/VR 시장 '16년 32억달러 → '21년 909억달러 성장 전망. 엔터테인먼트 기능뿐 아니라 광고 영역에서도 VR 콘텐츠 수요 증가
- 5G 시대 IoT 기기를 제어할 AI스피커 보급 확대에 오디오 네트워크 광고 플랫폼 관련 상품 개발이 지속될 전망
- 국내 게임업종 디지털 광고비의 2018년 성장률은 +35%로 국내 게임 시장 성장률(+8%) 대비 고성장. 게임이 대중문화의 일부로 확산되면서 다양한 형태의 광고 플랫폼으로 진화하고 있으며, 국내 KT-나스미디어 사례처럼 VR게임 광고 역시 활발히 개발 중

### III 하반기 전망

- 2019년 국내 광고 시장 12조 2,981억원(+5.1% YoY) 전망. 디지털 광고 시장은 모바일 부문 고성장으로 전년 대비 +11.3% 성장 전망
- 국내 광고대행사는 주 광고주의 마케팅 확대 수혜 예상. 2019년 제일기획과 이노션 매출총이익은 각각 전년 대비 +7.7%, +6.2% 성장 전망
- 2019년 국내 박스오피스는 전년 대비 +1.6% 성장한 1조 8,430억원 전망. 관람객수는 2.25억명으로 전년 대비 약 900만명 증가 예상
- 국내 유료방송 시장 재편 기조가 확대되는 가운데, SK텔레콤-티브로드, LG유플러스-CJ헬로 기업결합 심사는 2019년 말 결론 예상

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

20

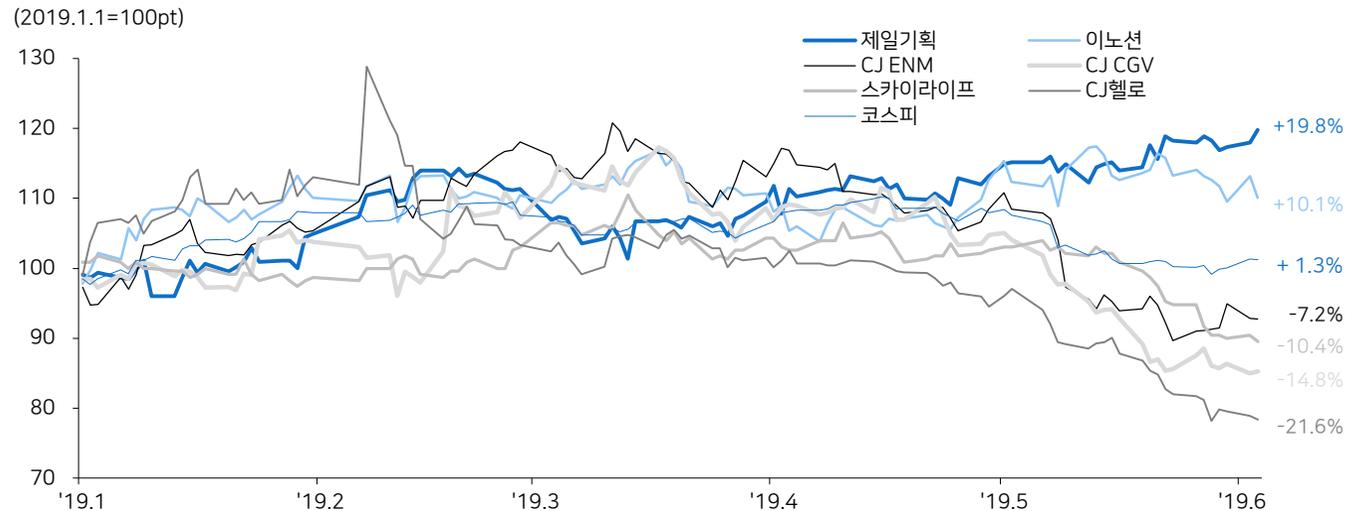
# Part I

## 상반기 Review & Valuation

## 섹터별로 상이한 주가 흐름을 나타낸 상반기 미디어 업종

- 2019년 상반기 미디어 업종 주가 수익률은 섹터별로 상반된 흐름을 기록
- 제일기획(+19.8%), 이노션(+10.1%) 등 광고대행사는 안정적인 실적을 바탕으로 시장을 Outperform
- CJ ENM 주가 수익률은 콘텐츠 제작비 증가 우려로 연초 대비 -7.2% 하락
- M&A 이슈가 일단락된 CJ헬로는 영업력 둔화 등의 우려로 연초 대비 -21.6% 주가 하락

## 2019년 상반기 미디어/광고 주요 종목 상대주가지수



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

# 국내 광고 시장 Valuation

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 2019년 국내 광고대행사 성장 감안 시 PER 18~20배 타당

- 글로벌 주요 광고대행사의 PER(주가수익률)은 약 15배 수준
- 광고 시장 성장은 GDP 성장률과 연동되어 큰 폭의 이익 변동 없이 안정적인 사업 영위가 가능
- 유기적인 성장이 어려운 만큼 M&A를 통한 비유기적 성장을 통한 사업 확장이 보편화
- 안정적인 Captive 물량과 비유기적 성장 감안 시 국내 광고대행사에 대한 PER 18~20배 부여는 타당

## 글로벌 광고 Peer Valuation

(십억달러)	시가 총액	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		매출액		영업이익		EBITDA		ROE (%)	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
이노션	1.2	16.1	14.5	1.8	1.7	5.1	4.6	1.15	1.25	0.11	0.12	0.12	0.13	11.8	12.2
제일기획	2.6	20.6	18.5	3.2	2.9	11.2	10.4	3.08	3.26	0.17	0.19	0.20	0.22	16.1	16.7
WPP (영국)	15.4	9.8	9.5	1.7	1.7	7.4	7.3	19.72	20.03	2.43	2.48	2.84	2.87	12.8	12.5
Omnicom (미국)	17.0	13.1	12.3	5.9	5.9	9.1	8.8	15.02	15.44	2.12	2.18	2.37	2.44	47.5	46.9
Publicis (프랑스)	13.0	10.2	9.5	1.5	1.4	6.5	6.1	10.37	11.15	1.78	1.90	2.26	2.44	15.4	15.2
Interpublic (미국)	8.3	11.6	10.8	3.0	2.7	9.2	8.8	8.71	9.02	1.12	1.19	1.44	1.52	27.4	26.3
Dentsu (일본)	9.6	15.9	13.3	0.9	0.9	7.9	7.2	9.77	10.42	1.08	1.23	1.61	1.78	6.1	6.9
Hakuhodo (일본)	6.1	13.5	17.3	1.8	1.9	8.3	8.8	13.07	13.77	0.60	0.54	0.66	0.64	13.9	11.8
Guangdong AD (중국)	13.1	19.3	17.6	2.4	2.3	12.5	11.1	2.04	2.27	0.94	1.08	1.08	1.22	12.6	13.5
BlueFocus (중국)	1.5	15.6	13.0	1.3	1.2	12.8	9.7	4.04	4.73	0.13	0.14	0.14	0.18	9.6	9.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# 국내 방송 시장 Valuation

## 방송 부문 실적 개선 시 밸류에이션 상향 적용 가능

- 글로벌 주요 방송 사업자의 PER은 10배에서 20배까지 다양하게 분포
- CJ ENM은 콘텐츠 투자비 확대 우려로 PER 16.5배 수준까지 하락
- 방송 부문에서의 실적 개선이 나타날 경우 국내 방송 사업자에 대한 밸류에이션 상향 적용 가능

## 글로벌 방송 Peer Valuation

(십억달러)	시가 총액	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		매출액		영업이익		EBITDA		ROE (%)	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
<b>CJENM</b>	<b>3.5</b>	<b>16.5</b>	<b>13.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>6.9</b>	<b>6.8</b>	<b>3.96</b>	<b>4.21</b>	<b>0.30</b>	<b>0.34</b>	<b>0.77</b>	<b>0.77</b>	<b>8.6</b>	<b>9.9</b>
SBS	0.3	18.4	10.5	0.6	0.6	10.2	7.4	0.65	0.74	0.01	0.03	0.04	0.05	3.5	5.9
Walt Disney (미국)	238.4	19.4	20.0	2.7	2.4	16.3	15.3	71.82	84.01	15.33	15.95	18.40	19.66	16.4	12.3
21C Fox (미국)	21.1	14.1	13.5	3.2	2.8	9.7	9.4	11.33	12.19	2.39	2.49	2.58	2.68	17.3	19.8
Viacom (미국)	11.9	8.4	7.9	1.6	1.4	7.2	7.0	12.87	13.31	2.65	2.75	2.87	2.98	19.8	18.2
Fuji Media (일본)	3.3	13.6	13.2	0.5	0.5	7.5	7.9	5.85	5.73	0.28	0.27	0.48	0.46	3.6	3.7
Nippon TV (일본)	3.8	10.6	10.9	0.6	0.5	5.0	4.8	3.82	3.91	0.44	0.43	0.61	0.64	5.4	4.8
Beijing Enlight (중국)	2.8	22.0	18.3	2.0	1.9	22.1	17.1	0.33	0.39	0.14	0.18	0.13	0.17	9.1	10.6
Huayi Bros. (중국)	2.1	19.4	16.2	1.4	1.3	16.7	14.8	0.67	0.77	0.10	0.12	0.16	0.18	9.3	10.6

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# 국내 영화 시장 Valuation

## 글로벌 평균 대비 낮은 국내 영화 사업자 밸류에이션

- 글로벌 주요 영화 사업자의 EV/EBITDA는 약 10배 수준
- CJ CGV는 중국 및 동남아 시장을 겨냥한 공격적인 확장 전략으로 외형 확대를 지속 중이나, 수익성 회복이 더디게 나타나며 글로벌 평균 대비 낮은 6배 이하의 밸류에이션 적용

## 글로벌 영화 Peer Valuation

(십억달러)	시가 총액	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		매출액		영업이익		EBITDA		ROE (%)	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
CJ CGV	0.6	37.5	21.4	6.3	4.8	5.7	5.2	1.62	1.76	0.09	0.10	0.28	0.30	11.3	25.0
Wanda Cinema (중국)	5.6	21.5	19.2	2.2	2.0	12.8	13.2	2.34	2.47	0.31	0.31	0.50	0.49	11.2	10.5
IMAX China Holdings (중국)	0.8	17.4	15.7	2.8	2.5	9.5	8.8	0.13	0.14	0.06	0.07	0.08	0.08	17.4	16.5
Cinemark Holdings (미국)	4.5	16.6	15.9	2.8	2.5	9.4	9.3	3.33	3.39	0.45	0.46	0.79	0.81	18.1	16.2
AMC Entertainment (미국)	1.2	N/A	1,322.2	1.2	1.1	13.7	13.0	5.54	5.64	0.25	0.30	0.83	0.87	-0.5	2.1
Marcus Corporation (미국)	1.1	20.0	15.9	2.1	1.9	10.0	9.0	0.83	0.89	0.09	0.11	0.16	0.18	10.6	11.4
Cineplex (캐나다)	1.1	27.9	20.3	2.4	2.7	10.0	9.2	1.24	1.30	N/A	N/A	0.25	0.27	7.6	9.6
Cineworld Group (영국)	5.0	11.3	10.4	1.1	1.0	7.3	7.0	4.74	4.89	0.74	0.78	1.19	1.24	11.0	11.0

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# 국내 유료방송 시장 Valuation

## 가입자 이탈로 국내 유료방송 밸류에이션 하락 지속

- 글로벌 주요 유료방송 사업자의 PBR(주가순자산비율)은 2.0~2.5배 수준
- 국내 위성/케이블TV 사업자들은 가입자 이탈에 따른 밸류에이션 하락으로 PBR 1배 이하에서 거래

## 글로벌 유료방송 Peer Valuation

(십억달러)	시가 총액	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		매출액		영업이익		EBITDA		ROE (%)	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
스카이라이프	0.4	9.2	8.6	0.7	0.7	2.3	2.3	0.59	0.60	0.06	0.06	0.13	0.13	7.9	8.0
CJ헬로비전	0.5	14.2	13.7	0.5	0.5	3.2	3.1	0.98	1.00	0.06	0.06	0.31	0.31	3.6	3.7
Comcast (미국)	185.9	13.6	12.2	2.3	2.0	8.6	8.1	111.45	117.41	21.51	23.58	34.66	36.91	17.0	16.7
Liberty Global (미국)	17.9	N/A	108.1	2.5	3.2	9.3	9.2	12.10	11.97	1.46	1.64	5.08	5.09	2.5	21.2
Charter (미국)	94.1	52.6	30.1	2.3	2.3	10.1	9.3	45.79	48.32	6.34	7.69	16.71	18.02	4.8	8.5
Dish Network (미국)	16.7	14.5	19.6	1.6	1.5	12.8	14.7	12.42	11.49	1.72	1.37	2.39	2.08	14.0	7.8
Shaw Communications (캐나다)	10.5	21.4	19.3	2.3	2.2	8.3	7.9	3.97	4.14	0.87	0.93	1.64	1.72	10.7	11.6
Sky Perfect (일본)	1.1	11.0	12.4	N/A	N/A	N/A	N/A	1.47	1.30	0.14	0.14	N/A	N/A	5.1	4.4
Beijing Gehua (중국)	2.1	18.6	18.1	1.1	1.0	5.2	4.9	0.41	0.42	0.08	0.08	0.17	0.18	5.6	5.4

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# Top Picks 및 관심종목

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## Top Pick: 이노션(214320)

- 2019년 하반기 미디어/광고 업종 Top Pick은 이노션(214320)
- 이노션은 2019년 현대기아차의 미주 지역 신차 대행에 따른 마케팅 확대 수혜 본격화
- 차선호주는 CJ ENM으로 콘텐츠 투자비 확대 우려가 있으나, TV/디지털 광고 고성장은 여전히 매력적

## 커버리지 종목 투자 포인트

종목	투자의견	적정주가	현재주가	투자포인트
이노션(214320)	Buy	90,000원	69,700원	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 현대차 미주 신차 대행으로 2019년 매출총이익 5,010억원(+6.2% YoY), 영업이익 1,316억원(+11.4% YoY) 전망</li> <li>▪ 글로벌 M&amp;A를 통한 비유기적 성장에 대한 기대 및 롯데컬처웍스와의 지분 교환을 통한 일감 몰아주기 리스크 해소</li> </ul>
CJ ENM(035760)	Buy	260,000원	187,300원	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 콘텐츠 상각비에 대한 우려에도 불구하고 광고 사업 외형 성장은 유효. 커머스/음악 부문의 실적 기여도 기대</li> <li>▪ &lt;아스달 연대기&gt;, &lt;빌리플랩&gt; 등 자체 콘텐츠를 활용한 광고 수익 증대와 실적 개선에 따른 DPS 상향 가능성</li> </ul>
제일기획(030000)	Trading Buy	30,000원	26,950원	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 적극적인 비계열 광고주 영입을 통한 외형 성장과 B2B, 이커머스 영역에서의 커버리지 확대 예상</li> <li>▪ 디지털 광고 업체에 대한 M&amp;A를 검토 중이나, 동시에 전년 수준의 배당 성향도 유지 가능</li> </ul>
CJ CGV(079160)	Buy	50,000원	34,950원	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 하반기 탄탄한 라인업을 바탕으로 상반기 수준 관람객 수 유지, ATP도 특수상영관 보급 확대로 상승 전망</li> <li>▪ 반면 6배 이하의 EV/EBITDA는 글로벌 극장사업자 평균 10배 대비 낮은 수준으로 밸류에이션 매력 부각</li> </ul>
CJ헬로(037560)	Trading Buy	8,900원	7,180원	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ LG유플러스의 인수 결정으로 영업력 감소에 따른 가입자 성장 둔화 가능성. 디지털 비중 확대로 질적 성장은 가능</li> <li>▪ M&amp;A 관련 주가 모멘텀은 제거된 상황이나, 장기적인 관점에서 인수의 시너지는 확실</li> </ul>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



## Part II

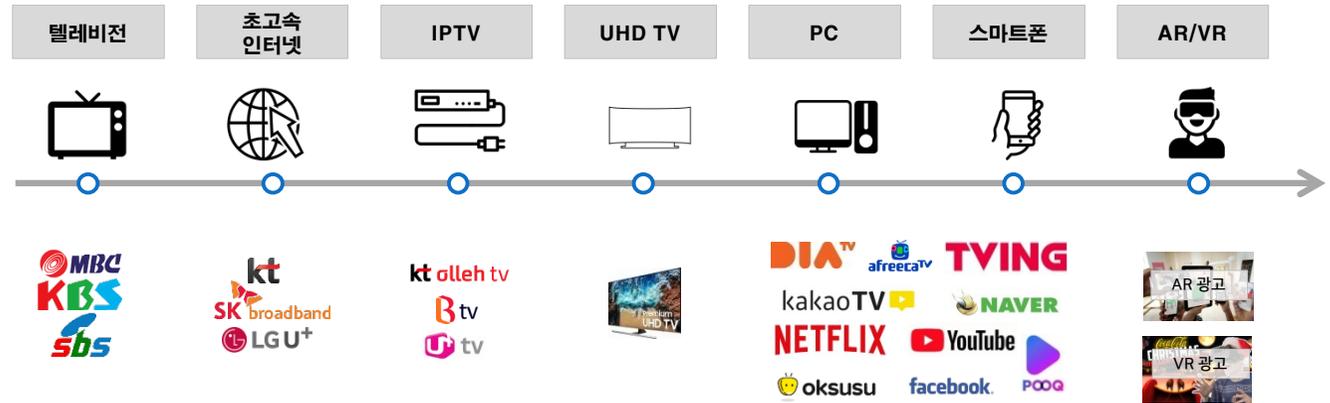
### 이슈 분석: 5G 시대, 광고 매체의 변화

# 5G 시대, 광고 매체의 변화

국내 광고 시장의 저성장 기조, 매체 다변화는 지속

- 국내 광고 시장의 저성장 기조가 지속되는 가운데 새로운 기술 변화에 따른 매체 다변화는 지속
- 과거 TV광고 → PC광고 → 모바일 광고의 흐름처럼 트렌드 변화에 따른 신규 시장 형성이 기대

## 미디어/광고 시장 트렌드 변화



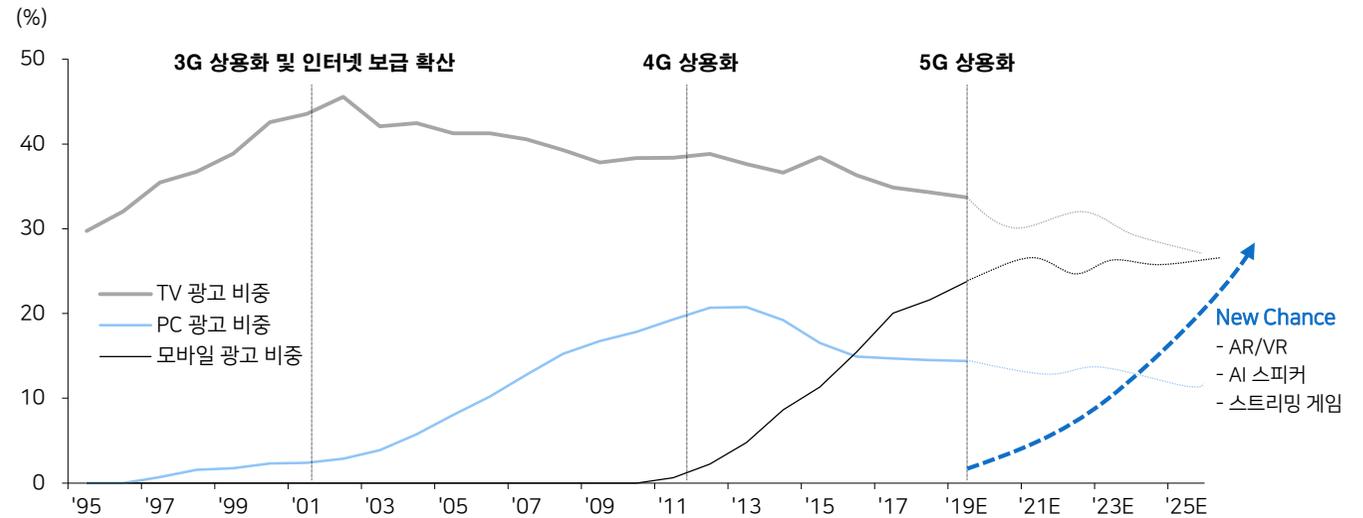
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 5G 시대, 광고 매체의 변화

## 5G와 광고 매체의 다변화

- 과거 3G와 4G 상용화 당시 PC광고와 모바일 광고의 태동처럼 5G에도 새로운 광고 플랫폼 출현 예상
- 5G 상용화로 당장 AR/VR, AI스피커, 게임 등 신규 디바이스 기반 디지털 광고 시장 매체 다변화 전망
- 특히, 데이터 트래픽의 대부분을 차지하는 동영상 광고 시장에서 다양한 기회 요인으로 작용할 전망

## 5G 기술 변화와 광고 시장 효과



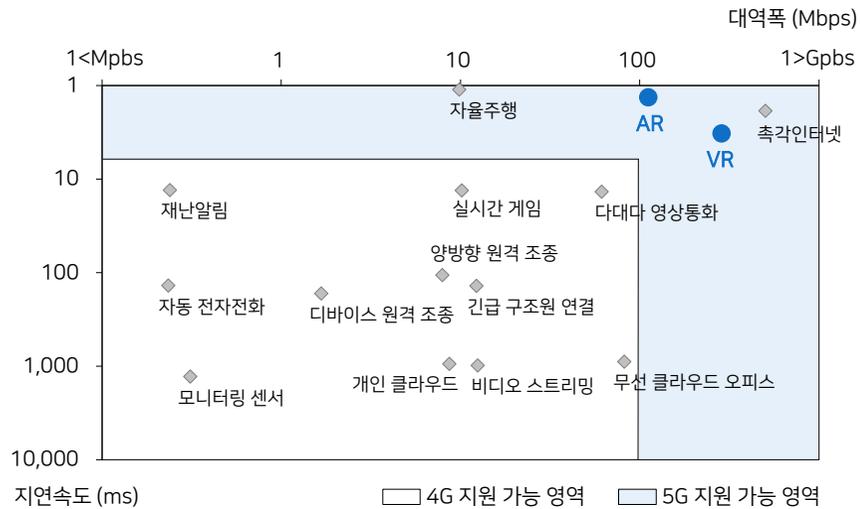
주: 국내 전체 광고비 지출 대비 각 매체 광고의 비중  
자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

# 5G 시대, 광고 매체의 변화 - AR/VR 광고

## 5G 기술 도입 시, AR/VR 시장 보급 확대 가능

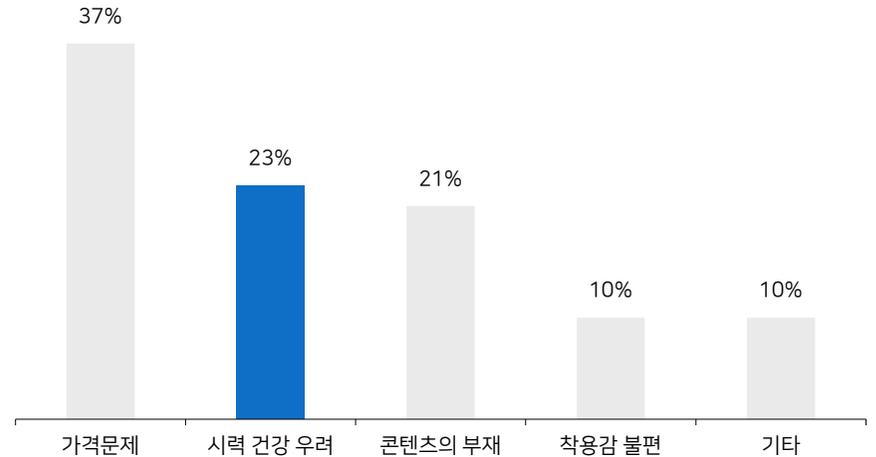
- AR/VR 시장 확장의 걸림돌은 어지럼증 유발과 같은 사용자 체감 품질 저하 이슈 때문
- AR/VR 영상 재생속도가 사람의 시각반응을 따라가지 못해 발생하는 어지럼증은 5G의 초저지연(URLLC; Ultra-reliable Low Latency Communications) 기술을 통해 해결 가능
- 소비자가 느끼는 시각적 불편함 해소 시 AR/VR을 통한 '인게이지먼트(Engagement)'가 가능할 전망

## 네트워크 응용 분야별 요구 대역폭 및 지연 속도



자료: AT&T, 메리츠증권증권 리서치센터

## VR 디바이스 설문 조사: VR 디바이스에서 불편하다고 생각하는 점?



자료: 오픈서베이, 메리츠증권증권 리서치센터

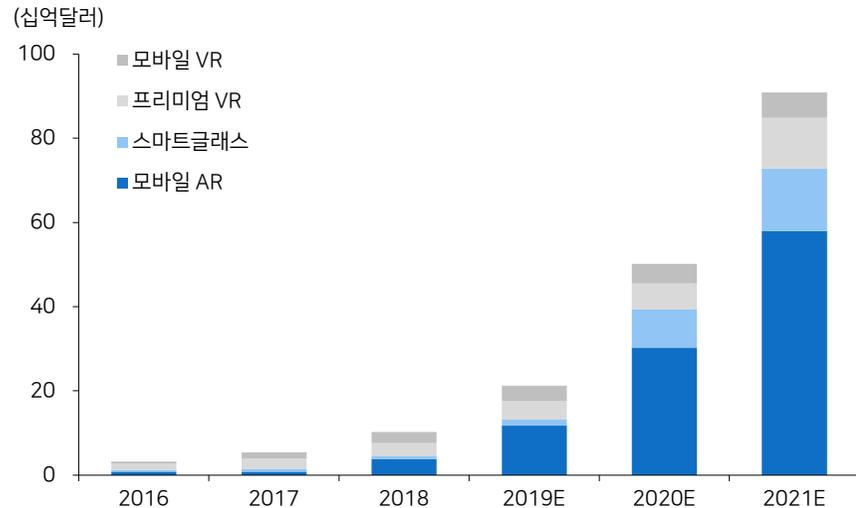
# 5G 시대, 광고 매체의 변화 - AR/VR 광고

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## AR/VR 시장 고성장 전망

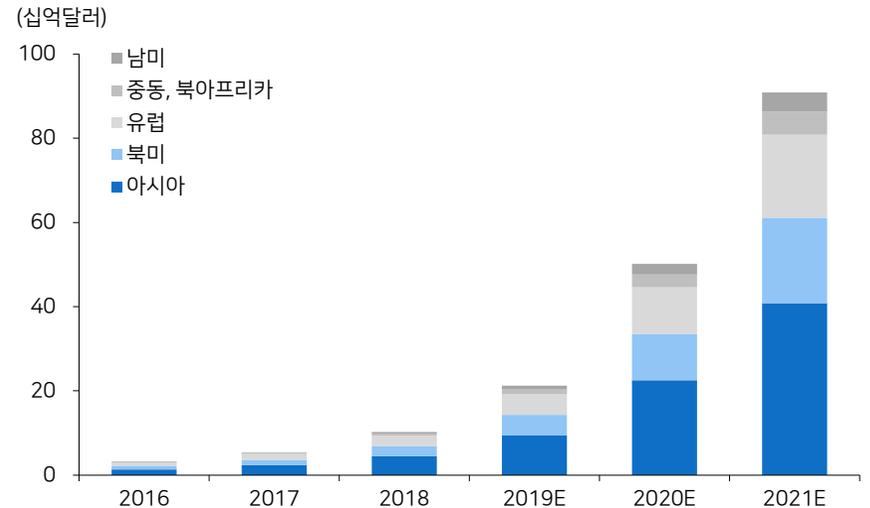
- AR/VR 산업은 다양한 영역으로 확장이 가능한 만큼 시장이 빠르게 성장할 전망
- 글로벌 AR/VR 시장은 2016년 32억달러에서 2021년 909억달러로 성장
- 초기 High-end HMD 중심으로 성장했으나, 최근 스마트폰 기반 AR 서비스 및 콘텐츠가 시장을 주도
- 지역별로는 우리나라를 포함한 아시아 시장 중심으로 빠르게 성장 전망

## 형태별 VR/AR 시장 규모 추이 및 전망



자료: 정보통신산업진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

## 지역별 VR/AR 시장 규모 추이 및 전망



자료: 정보통신산업진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

## 5G 시대, 광고 매체의 변화 - AR/VR 광고

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

### 광고 마케팅 영역에서 활용도가 높아지는 AR/VR

- 엔터테인먼트 기능뿐만 아니라 광고 마케팅 영역에서도 VR 콘텐츠 광고 수요가 지속적으로 증가
- 이케아 플레이스(IKEA Place)는 원하는 장소에 이케아 가구를 배치해 볼 수 있도록 도와주는 AR 앱
- 코카콜라는 VR을 이용해 사용자가 산타클로스가 되어 이곳저곳을 날아다닐 수 있는 참여형 영상 제공

#### AR 광고 예시 - 이케아 플레이스(IKEA Place) 앱을 통한 AR 광고



자료: IKEA, 메리츠증권증권 리서치센터

#### VR 광고 예시 - 코카콜라의 크리스마스 애니메이션 광고



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

# 5G 시대, 광고 매체의 변화 - 오디오 콘텐츠 광고

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## AI스피커 중심의 오디오 콘텐츠 광고 시장 확대

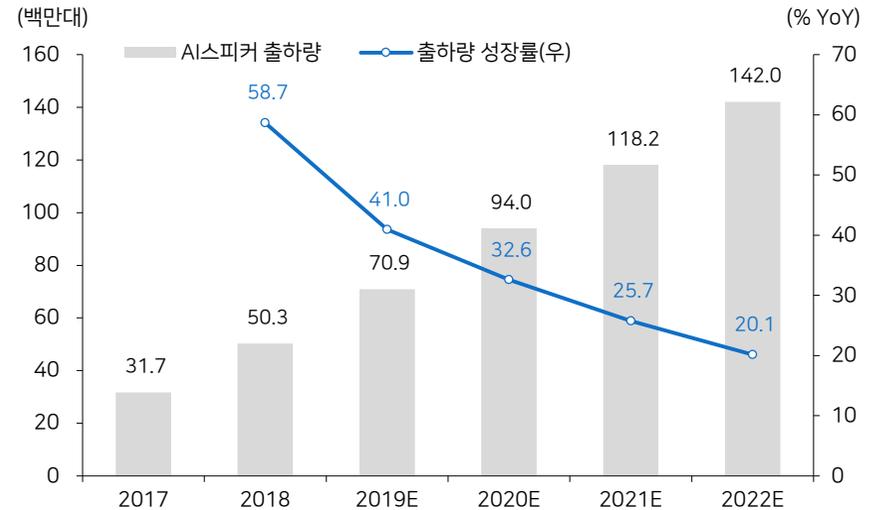
- 5G 기술 도입과 다양한 IoT 기기를 제어할 AI스피커 보급 확대로 오디오 콘텐츠의 지속적인 성장 전망
- 오디오와 결합한 크로스 디바이스 매체와 오디오 네트워크 광고 플랫폼 관련 상품 개발 활발히 진행  
⇒ 현재 AI스피커는 개인 맞춤형 오디오 콘텐츠뿐만 아니라 광고 송출이 가능한 상품 개발 중
- 글로벌 AI스피커 출하량은 2017년 3,170만대에서 2022년 1억 4,200만대로 가파르게 성장 전망

## 국내 출시된 다양한 AI스피커 기기



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

## 글로벌 AI스피커 시장 추이 및 전망



자료: Kagan, 메리츠증권증권 리서치센터

# 5G 시대, 광고 매체의 변화 - 오디오 콘텐츠 광고

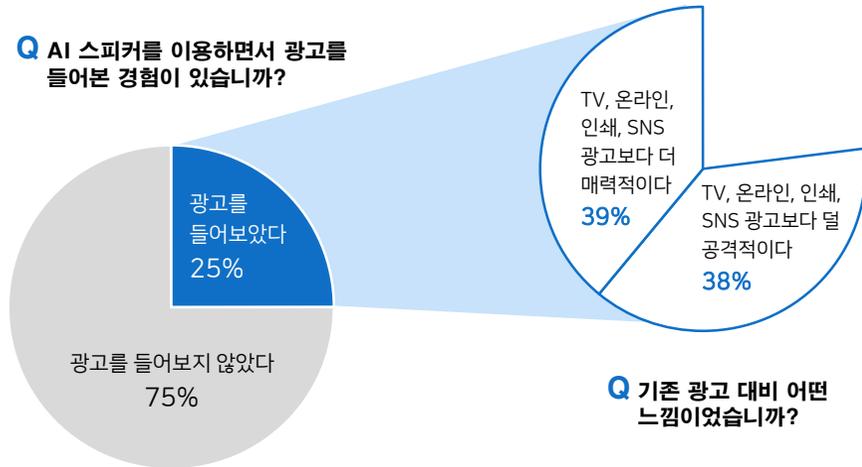
메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 가이아, 사운드리 등 다양한 오디오 광고 상품의 출현

- 2018년 3월 디지털 오디오 애드네트워크 플랫폼 '가이아(GAIA)' 론칭
  - 기존 오프라인 라디오 광고의 한계였던 단순 CM노출, 불명확한 과금기준 등의 문제를 개선
- 사운드리(soundly): 셋톱박스, 장소, 기기 간 콘텐츠와 연결이 가능하여 동일한 광고를 한 오디언스에게 노출이 가능하도록 만든 솔루션

## 음성 광고에 대한 소비자들의 우호적 평가

Q AI 스피커를 이용하면서 광고를 들어본 경험이 있습니까?



자료: Adobe Analytics, 메리츠증권증권 리서치센터

## 주요 디지털 오디오 광고 상품

상품	기능
가이아 (2018년 3월)  	<ul style="list-style-type: none"> <li>기존 타겟팅이 불가능하던 오디오 광고(라디오CM 광고 등)에 다양한 타겟팅 적용</li> <li>3가지 광고상품을 통해 광고주가 원하는 광고상품을 선택, 다양한 매체사 중 원하는 특정 매체사에 광고 송출</li> <li>효율리포트를 통해 구입한 광고지면에 대해 효율 측정 및 과금 기준을 제공</li> </ul>
사운드리 (2014년 5월)  	<ul style="list-style-type: none"> <li>마이크를 이용해 소리를 수신하고 그에 맞는 푸시 알림 전송</li> <li>예를 들어, 소비자가 보고 있는 드라마의 소리를 듣고 드라마 속 연예인이 착용한 상품에 대한 정보를 실시간 푸시 알림으로 제공</li> <li>터키 최대 은행인 아카방크와 제휴 통해 앱 푸시 광고 효과 입증</li> </ul>

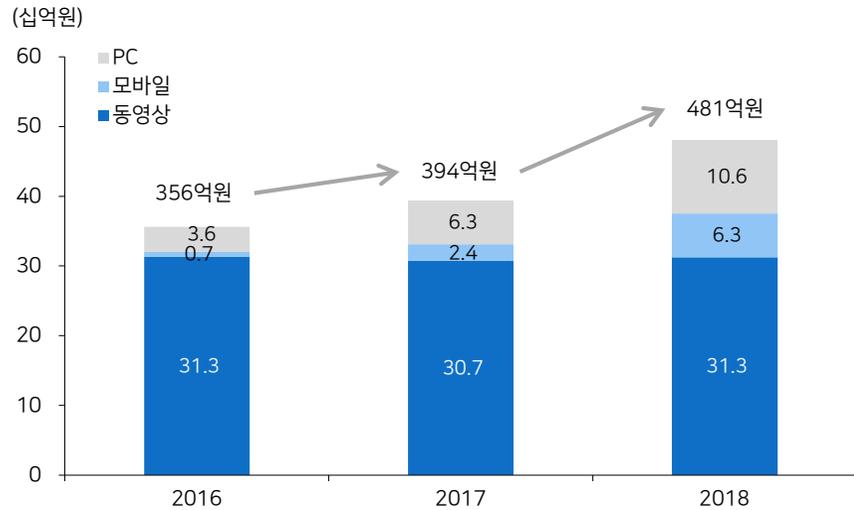
자료: ADI, 메리츠증권증권 리서치센터

# 5G 시대, 광고 매체의 변화 - 게임 광고

## 게임 시장보다 더 빠르게 성장하는 게임업종 광고비

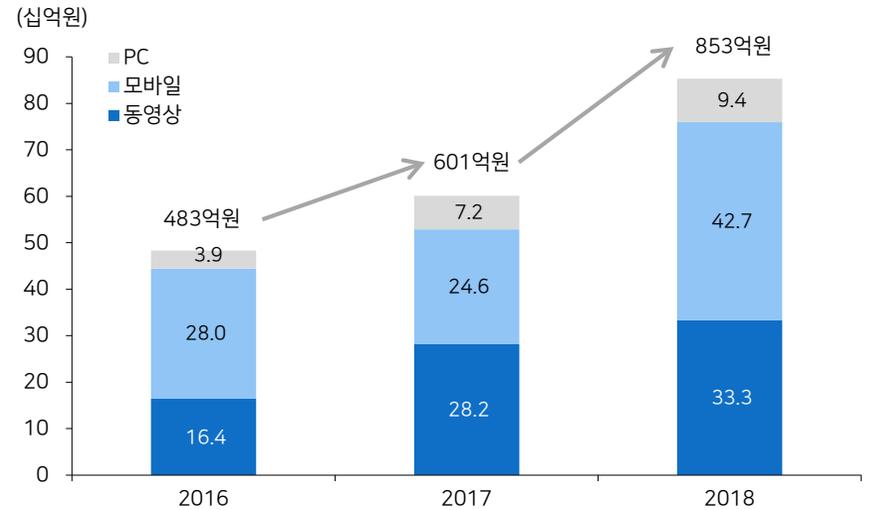
- 국내 게임 시장 규모는 2018년 약 14조원으로 연평균 8.3%로 꾸준한 성장세를 나타냄
- 국내 게임업종 디지털 광고비는 2018년 1,366억원으로 전년 대비 +35% 성장하며 더 가파르게 성장
- 모바일 게임 성장으로 온라인 게임 대비 모바일 광고비가 더 빠르게 증가

온라인 게임 연도별 디지털 광고비 추이



자료: 리서치에드, 메리츠증권증권 리서치센터

모바일 게임 연도별 디지털 광고비 추이



자료: 리서치에드, 메리츠증권증권 리서치센터

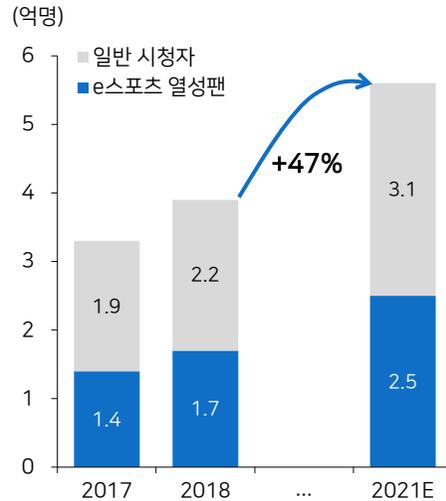
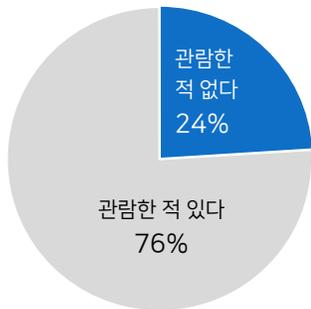
# 5G 시대, 광고 매체의 변화 - 게임 광고

## e스포츠 시청자수 증가에 따른 광고 형태의 진화 예상

- 게임 시장 환경 변화로 게임이 대중문화의 일부로 확산
- 글로벌 e스포츠 시청자수는 2018년 3.9억명에서 2021년 5.6억명으로 +47% 성장 전망
- 스폰서십과 광고가 e스포츠 전체 매출의 60%를 차지하는 만큼 다양한 형태의 광고 플랫폼 진화 전망

## 글로벌 e스포츠 시청자 현황

Q e스포츠를 관람한 적이 있습니까?



자료: Newzoo, 메리츠증권증권 리서치센터

## 모바일 게임 광고 1 - 배틀그라운드 My way



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 다양한 장르 AR/VR 게임 출시

- AR/VR을 활용한 다양한 장르의 게임이 본격적으로 출시되기 시작
  - 넷마블 <피싱스트라이크>는 AR/VR을 적용해 리얼한 낚시 경험을 제공
  - 네시삼십삼분 <고스트버스터즈월드>는 AR 위치기반 게임으로 글로벌 사전 예약 진행
- AR/VR 게임은 e스포츠와 연계하여 사업을 더욱 확장하며 유저 저변을 확대

### AR/VR 게임 출시 1 - 피싱스트라이크



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

### AR/VR 게임 출시 2 - 고스트버스터즈월드



자료: 네시삼십삼분, 메리츠증권증권 리서치센터

# 5G 시대, 광고 매체의 변화 - 게임 광고

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

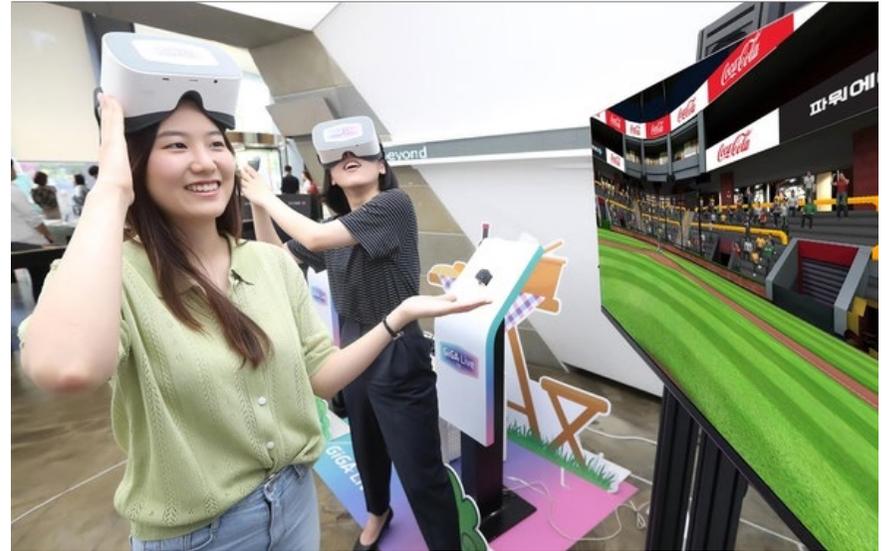
- KT-나스미디어의 VR 게임 광고**
- KT와 나스미디어는 VR 스포츠 게임 안에 광고를 넣는 사업을 선보임
  - 첫 VR 캠페인은 코카콜라 광고로, VR 속 가상 경기장에 광고 전광판과 배너를 삽입하는 방식
  - VR의 몰입감과 실시간 상호작용을 통해 높은 소비자 관여도로 이어질 것으로 기대

KT와 나스미디어가 함께 선보인 코카콜라 VR게임 광고 1



자료: KT, 메리츠증권증권 리서치센터

KT와 나스미디어가 함께 선보인 코카콜라 VR게임 광고 2



자료: KT, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20

# Part III

**하반기 전망**

# [광고] 국내 광고 시장 현황 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 2019년 국내 광고 시장 12.3조원(+5.1% YoY) 전망

- 2019년 국내 광고 시장은 전년 대비 +5.1% 성장한 12조 2,981억원 전망
- 인쇄 광고는 역성장이 불가피하나, 방송 광고는 IPTV 성장세가 지속되며 전년 대비 +2.1% 성장 전망
- 디지털 광고 시장은 모바일 부문의 고성장에 힘입어 전년 대비 +11.3% 성장 전망

### 매체별 광고 시장 추이 및 전망

구분	매체	광고비(십억원)					성장률(%)	
		2015	2016	2017	2018	2019E	2018	2019E
방송	지상파TV	1,970.2	1,731.2	1,531.3	1,442.5	1,453.2	-5.8	0.7
	라디오	296.7	304.0	277.7	250.3	248.0	-9.9	-0.9
	케이블/중편	1,776.8	1,747.4	1,845.5	1,963.2	2,031.4	6.4	3.5
	IPTV	80.1	84.6	99.4	116.3	130.7	17.0	12.4
	위성,DMB 등 기타	104.3	181.4	200.3	191.3	184.3	-4.5	-3.7
	<b>방송 계</b>	<b>4,228.1</b>	<b>4,048.6</b>	<b>3,954.2</b>	<b>3,963.6</b>	<b>4,047.6</b>	<b>0.2</b>	<b>2.1</b>
인쇄	신문	1,501.1	1,471.2	1,437.0	1,429.4	1,418.0	-0.5	-0.8
	잡지	416.7	378.0	343.7	308.2	285.0	-10.3	-7.5
	<b>인쇄 계</b>	<b>1,917.8</b>	<b>1,849.2</b>	<b>1,780.7</b>	<b>1,737.6</b>	<b>1,703.0</b>	<b>-2.4</b>	<b>-2.0</b>
디지털	PC	1,721.6	1,637.2	1,624.5	1,592.4	1,566.0	-2.0	-1.7
	모바일	1,280.2	1,745.3	2,215.7	2,801.1	3,326.0	26.4	18.7
	<b>디지털 계</b>	<b>3,001.8</b>	<b>3,382.5</b>	<b>3,840.2</b>	<b>4,393.5</b>	<b>4,892.0</b>	<b>14.4</b>	<b>11.3</b>
OOH	1,005.1	1,009.1	1,002.4	1,034.2	1,048.0	3.2	1.3	
제작	574.2	642.5	607.2	573.1	607.5	-5.6	6.0	
<b>총 계</b>	<b>10,727.0</b>	<b>10,931.8</b>	<b>11,184.7</b>	<b>11,702.0</b>	<b>12,298.1</b>	<b>4.6</b>	<b>5.1</b>	

자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

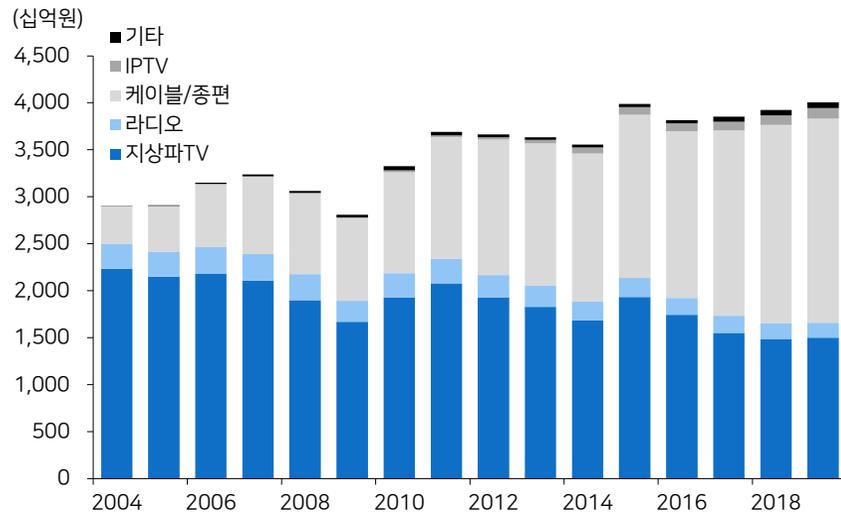
# [광고] 국내 디지털 광고 시장 고성장 지속

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 디지털 광고 시장이 전체 광고 시장 성장 견인

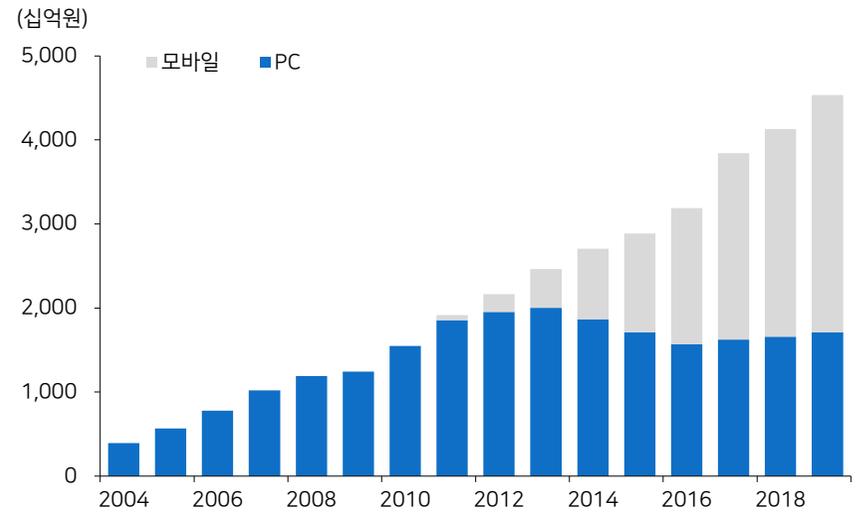
- 국내 디지털 광고 시장은 2018년 처음으로 4조원을 돌파하며 방송 광고 시장을 역전
- 디지털 광고 시장의 성장은 인터넷과 스마트폰 보급률 확대와 다양한 매체 증가로부터 기인
- 2019년 디지털 광고 시장은 4.89조원(+11.3% YoY)으로 방송 광고(4.05조원)와의 격차를 더욱 확대

### 방송 광고 카테고리별 시장전망



자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

### 디지털 광고 카테고리별 시장전망



자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

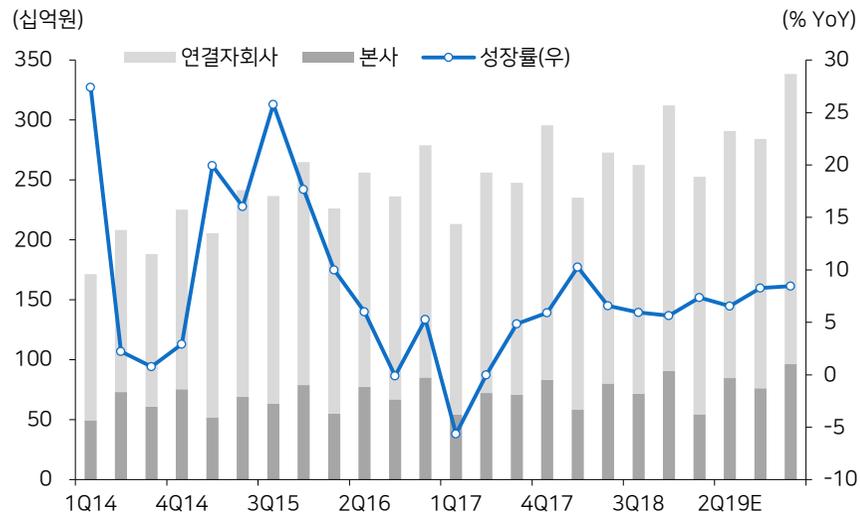
# [광고] 2019년 국내 광고대행사 점진적 실적 개선 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 2019년 국내 광고대행사 실적 개선 지속

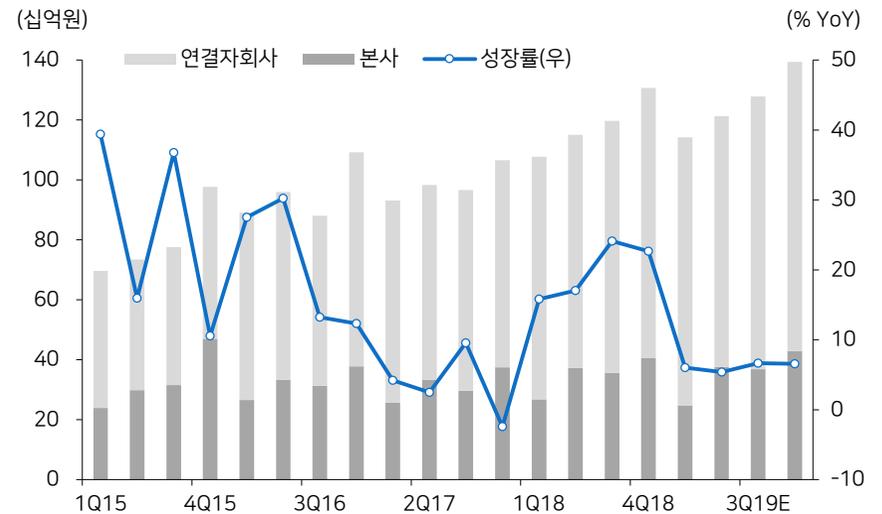
- 2019년 국내 광고대행사들은 디지털 광고 부문 경쟁력 강화로 점진적인 실적 개선이 가능
- 제일기획은 닷컴 비즈니스와 BTL 확대에 따른 주 광고주 물량 증가로 2019년 +7.7% YoY 성장 전망
- 이노션은 현대기아차의 본격적인 미주 신차 프로모션 진행으로 해외 시장 위주로 성장 예상

### 제일기획 분기 매출총이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권리서치센터

### 이노션 분기 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권리서치센터

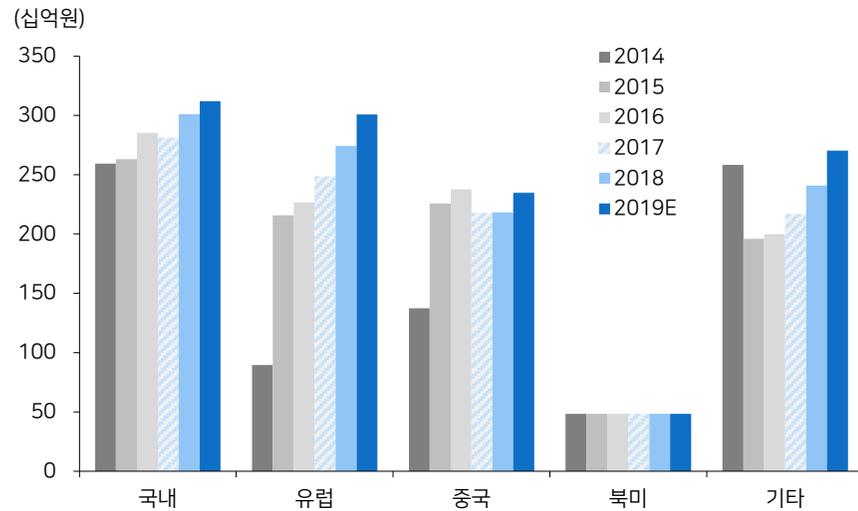
# [광고] 국내 광고대행사 실적 개선은 해외 시장에서

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 국내 광고대행사 실적 개선은 해외 시장 성장에 기인

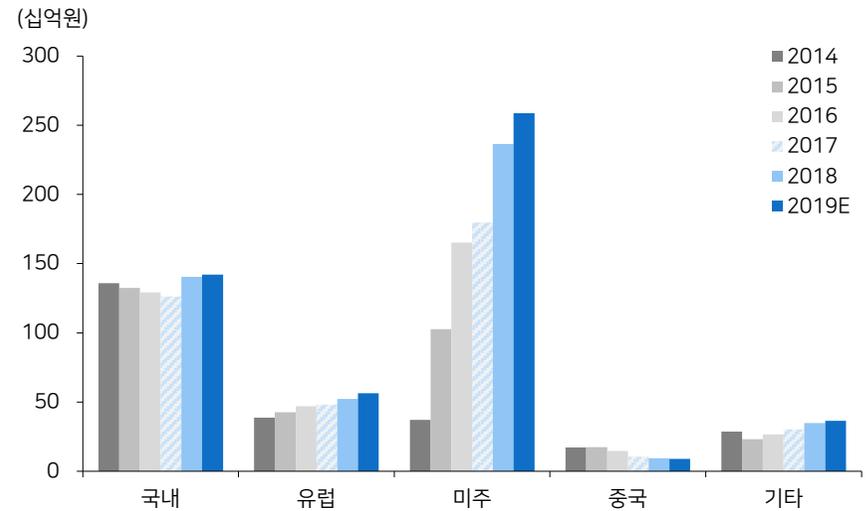
- 2019년 제일기획과 이노션은 부진했던 해외 시장 회복으로 본격적인 성장 재개
- 제일기획은 유럽, 신흥시장 성장과 북미, 중국 시장 회복으로 해외 매출총이익 +9.2% YoY 성장 전망
- 이노션은 신차 대행 효과가 예상되는 미주 지역 위주로 해외 매출총이익 +8.3% YoY 성장 전망

제일기획 지역별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

이노션 지역별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권증권 리서치센터

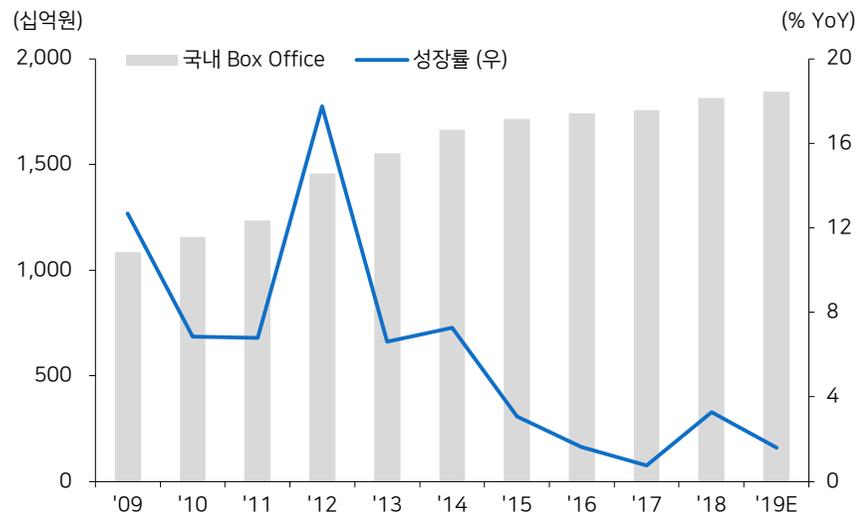
# [영화] 국내 영화시장 현황 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 성숙기에 접어든 국내 극장 관람객수

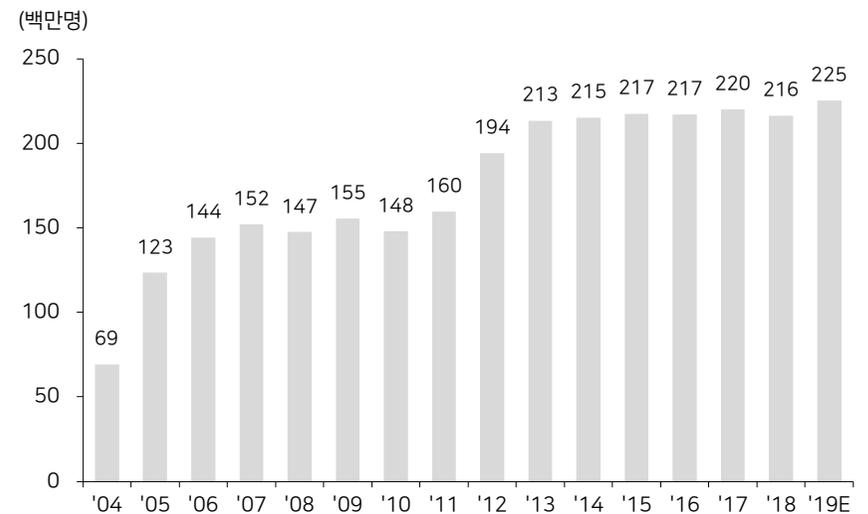
- 2019년 국내 박스오피스는 전년 대비 +1.6% 성장한 1조 8,430억원 전망
- 안정기에 접어든 국내 극장 관람객수로 인해 과거와 같은 고성장을 기대하기 힘든 상황이나, 전국 스크린수 증가와 여가 시간의 확대로 관람객수 하방 우려는 제한적

### 국내 박스오피스 추이 및 전망



자료: KOFIC, 메리츠증권증권 리서치센터

### 국내 영화관 관람객수 추이 및 전망



자료: KOFIC, 메리츠증권증권 리서치센터

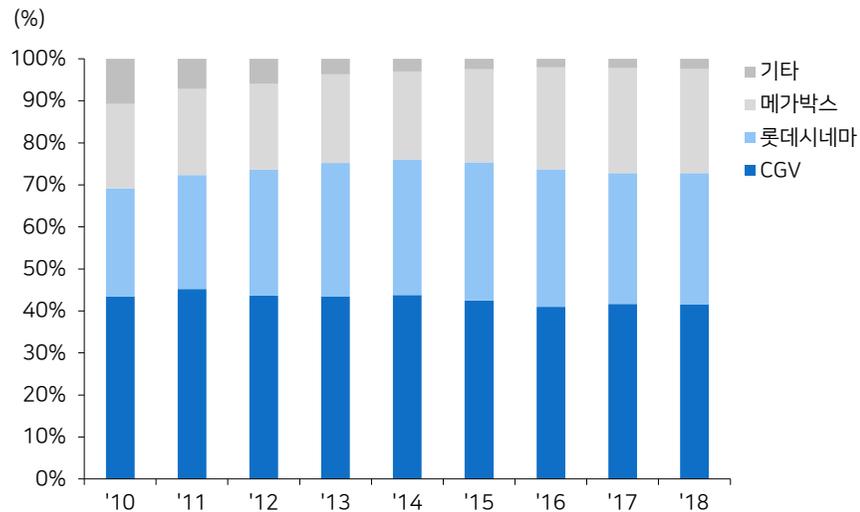
# [영화] 국내 극장사업자간 시장점유율 고착화

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 국내 극장사업자들의 시장점유율 고착화 지속

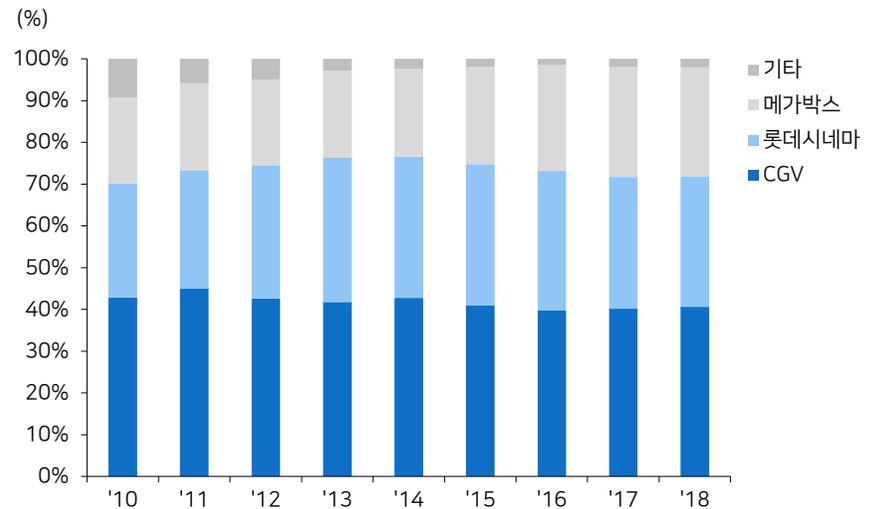
- 국내 대표 극장사업자인 CJ CGV, 롯데시네마, 메가박스의 시장점유율 고착화 지속  
- 2018년 스크린 수 기준 3사 시장점유율: CJ CGV 41.6%, 롯데시네마 31.2%, 메가박스 24.9%
- 메가박스는 최근 3년 공격적인 출점을 지속했으나, 사업 전략을 수익성 위주로 선회하며 출점 제한
- 최저임금 상승의 인건비 부담으로 인해 공격적인 출점이 제한적인 만큼 점유율 고착화 지속 전망

국내 멀티플렉스 사업자 스크린수 기준 시장점유율



자료: 영화진흥위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 멀티플렉스 사업자 사이트수 기준 시장점유율

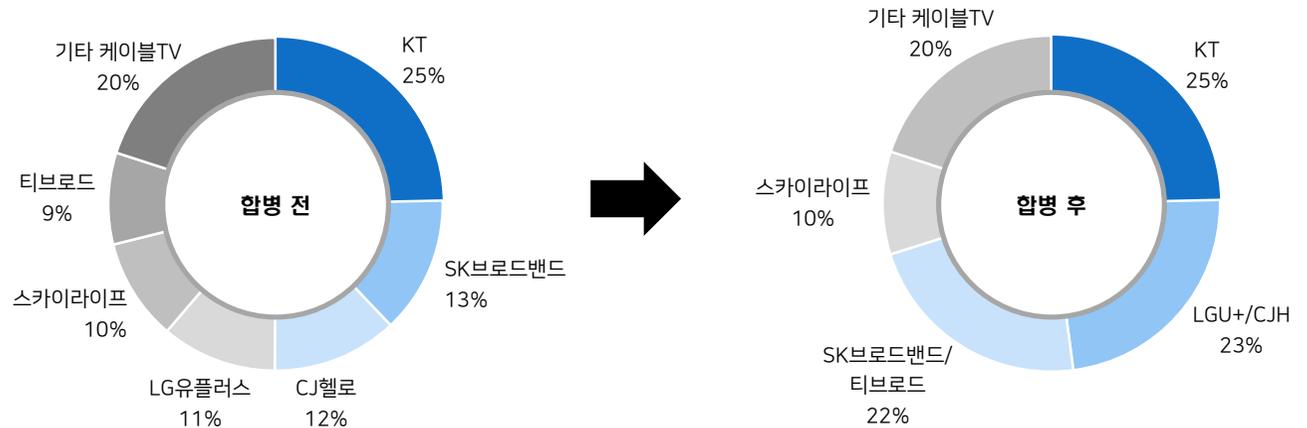


자료: 영화진흥위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

## 유료방송 M&A 후 IPTV 사업자 위주로 시장 재편

- 3Q18 기준 유료방송 시장 점유율은 KT 1위(25%), SK브로드밴드 2위(13%), CJ헬로 3위(12%) 순
- SK브로드밴드&티브로드, LG유플러스&CJ헬로 인수합병 승인 시 유료방송 시장 점유율은 KT 25%, LG유플러스 계열 23%, SK브로드밴드 계열 22% 순으로 재편
- 딜라이브 역시 KT에게 매각될 가능성이 높다고 판단하며, 2개의 MSO 사업자만 남은 국내 케이블TV 시장은 IPTV 사업자 중심으로 순차적으로 재편

### 유료방송 시장 재편 전/후 시장 점유율 변화



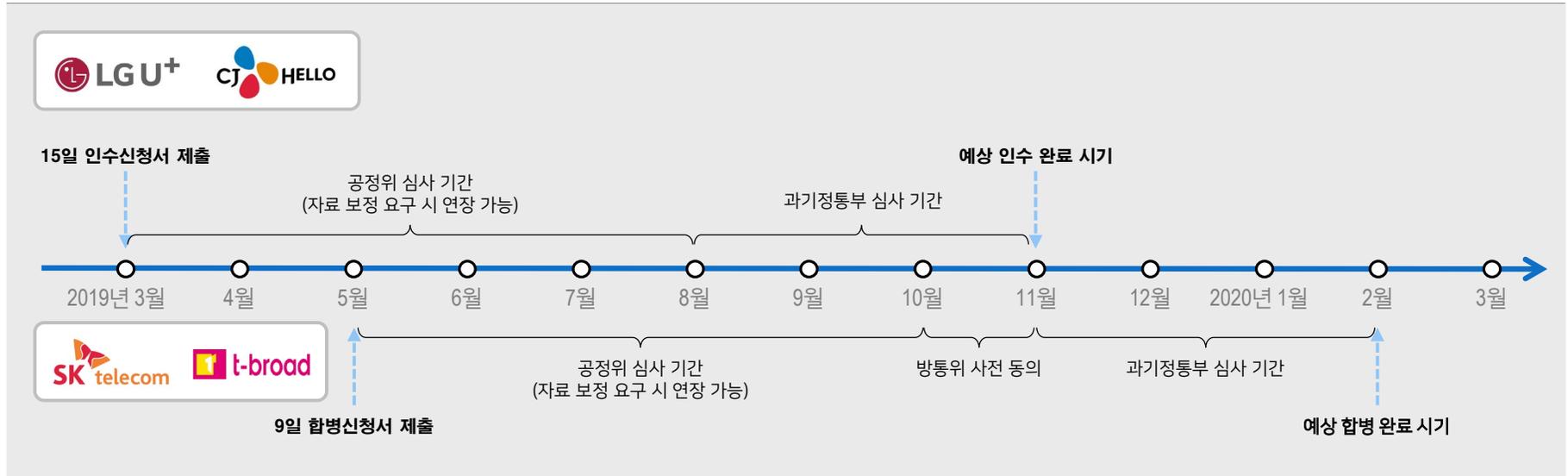
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# [유료방송] 유료방송 M&A 추진 일정

## 현재 진행 중인 유료방송 M&A 2019년 말 or 2020년 초 결론

- LG유플러스는 지난 3월 15일 CJ헬로 인수 신청서 제출  
SK텔레콤- 태광산업, 지난 5월 9일 SK브로드밴드와 티브로드의 합병신청서 제출
- 공정거래위원회(최장 120일), 과학기술정보통신부(최장 90일)의 심사 기간과  
방송통신위원회의 사전 동의 기간 감안 시, 2019년 말 혹은 2020년 초 결론 도출 예상
- 참고로, 2015년 12월 시작된 SK텔레콤-CJ헬로 인수합병은 결론까지 약 7개월 소요

## 유료방송 기업 인수합병심사 예상 일정



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터



## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
이노션(214320)	Buy	90,000원
CJ ENM(035760)	Buy	260,000원
제일기획(030000)	Trading Buy	30,000원
CJ CGV(079160)	Buy	50,000원
CJ헬로(037560)	Trading Buy	8,900원

# 이노션(214320) 현대기아차 신차 라인업 본격 가동

Analyst 정지수 02. 6454-4863  
jjsoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	90,000원	
현재주가 (6월 4일)	69,700원	
상승여력	29.1%	
KOSPI	2,066.97pt	
시가총액	13,940억원	
발행주식수	2,000만주	
유동주식비율	69.09%	
외국인비중	31.63%	
52주 최고/최저가	74,300원/51,200원	
평균거래대금	35.2억원	
<b>주요주주(%)</b>		
정성이 외 2인	28.70	
NHPEA IV Highlight Holdings AB	18.00	
<b>주가상승률(%)</b>		
	절대주가	상대주가
1개월	-2.0	4.2
6개월	8.1	10.5
12개월	4.0	23.2
<b>주가그래프</b>		



## 2Q19 연결 영업이익 318억원(+6.9% YoY) 전망

- 2Q19 연결 매출총이익 1,209억원(+5.4% YoY), 영업이익 318억원(+6.9% YoY) 전망
- 2Q18 러시아 월드컵 개최에 따른 기저효과에도 불구하고 주 광고주 신차 출시로 국내외 모두 순성장
- 미주 지역 텔루라이드, 펠리세이드 출시로 계열사 광고 물량의 안정적인 성장 전망

## 2019년 연결 영업이익 1,316억원(+11.4% YoY) 전망

- 2019년 연결 매출총이익과 영업이익은 각각 5,010억원(+6.2% YoY), 1,316억원(+11.4% YoY) 전망
- 현대기아차의 신차 라인업 본격 가동으로 마케팅 활동 강화 예정
- 3Q19 제네시스 G80, 4Q19 제네시스 SUV 등 전략 차종 론칭으로 하반기 역시 안정적인 성장 전망

## 투자의견 Buy 유지, 적정주가 90,000원으로 상향

- 비유기적 성장을 위한 글로벌 M&A를 적극 추진 중이며, 올해 안에 가시적인 성과 기대
- 롯데컬처웍스와의 사업 제휴 및 지분 교환으로 일감 몰아주기 관련 리스크 해소
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 83,000원에서 90,000원으로 상향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,138.7	96.7	61.5	3,074	-3.0	33,615	23.8	2.2	7.5	9.3	137.2
2018	1,239.2	118.2	76.8	3,842	22.1	36,374	16.5	1.7	4.8	11.0	134.7
2019E	1,376.4	131.6	85.6	4,281	14.9	38,954	16.2	1.8	4.7	11.4	136.1
2020E	1,525.0	140.7	93.8	4,691	6.2	41,946	14.8	1.7	3.9	11.6	137.2
2021E	1,689.1	153.2	102.3	5,116	8.7	45,362	13.5	1.5	3.1	11.7	138.0

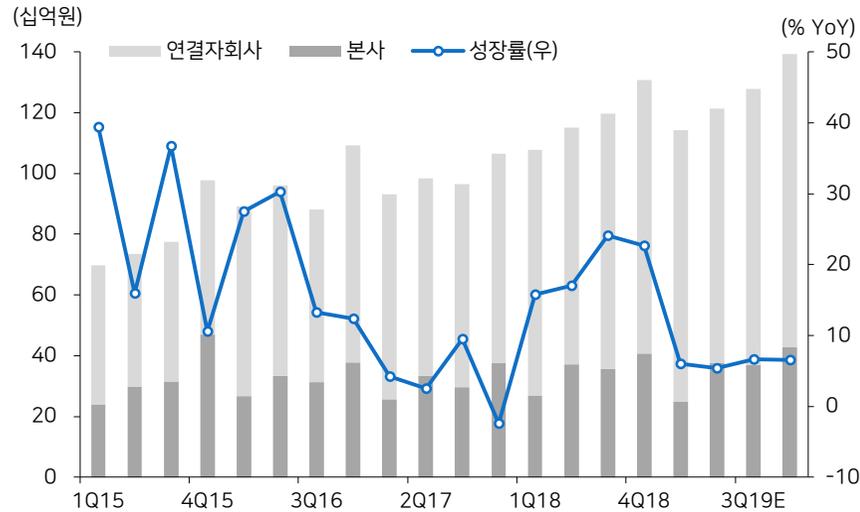
# 이노션 - 현대기아차 신차 라인업 본격 가동

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 현대기아차 마케팅 활동 강화

- 미주 지역 텔루라이드, 펠리세이드 출시로 계열사 광고 물량의 안정적인 성장 전망
- 3Q19 제네시스 G80, 4Q19 제네시스 SUV 등 전략 차종 론칭으로 하반기 역시 안정적인 성장 전망
- 2019년 연결 매출총이익 5,010억원(+6.2% YoY), 영업이익 1,316억원(+11.4% YoY) 전망
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 83,000원에서 90,000원으로 상향

## 이노션 분기 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권증권 리서치센터

## 이노션 Valuation

구분	내용	비고
12M FW 지배주주순이익 (십억원)	94.0	
EPS(원)	4,698	
Target PER(배)	19.3	최근 3년 평균
<b>적정주가(원)</b>	<b>90,456</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 이노션 - 2019년 주요시장 신차 출시 일정

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 현대차

출시 시장	2018	1H19	2H19E	2020E
한국	싼타페 신형 (3월) 투싼 기반 FCEV (3월) 코나 EV (4월) 투싼 F/L (5월) 벨로스터 N (5-6월) 아반떼 F/L (9월) G90 F/L (12월) 펠리세이드 (12월)	아이오닉 HEV F/L (1월) 쏘나타 신형 (3월) 아이오닉 EV F/L (5월)	베뉴 (7월) 쏘나타 HEV (3Q) 코나 HEV (3Q) 포터 F/L (3Q) GV80 (11월) 포터 EV (12월) i30 F/L (4Q) 그랜저 F/L (4Q)	G80 신형 (1Q) 아반떼 (1H) 싼타페 F/L (1H) 그랜저 HEV F/L (1H) 투싼 (2H) GV70 (2H) 코나 F/L (2H) G70 F/L (2H)
미국	신형 벨로스터 (3월) 코나 (4월) G70 (4월) 싼타페 신형 (7월) 아반떼 F/L (7월) 코나 EV (9월, 수출) 투싼 F/L (10월, 수출) 벨로스터 N (3Q)	G90 F/L (5월)	펠리세이드 (7월) 쏘나타 신형 (3Q) 아이오닉 F/L (3Q) 베뉴 (4Q)	G80 (1H) GV80 (1H) 아반떼 (2H) 싼타페 F/L (2H)
중국	쏘나타 PHEV (2월) 코나 (3월) 아반떼 PHEV (8월) 투싼 F/L (9-10월) 싼타페 신형 (11월) 라페스타 (12월)	싼타페 (3월) 아반떼 (AD) F/L (3월)	ix25 신형 (3Q) 베르나 F/L (10월) 쏘나타 신형 (11월) 라페스타 EV (4Q) 엔씨노 EV (4Q)	GV70 (1H) G80 (1H) G70 (1H) 미스트라 (1H) 중국형 MPV (1H) 아반떼 (2H) 싼타페 F/L (4Q) ix35 F/L (4Q)
유럽	싼타페 신형 (수출, 4월) 코나 EV (5월) FE (5월) i20 F/L (6월) 투싼 F/L (3Q) i30 F/L (3Q) PD N (12월)	아이오닉 F/L (5월) 아이오닉 EV F/L (7월) 코나 HEV (7월)	i10 신형 (12월)	GV70 (1H) G80 (1H) G70 (1H) i30 F/L (1H) i20 (2H) 투싼 (2H) i30N F/L (2H) 싼타페 F/L (2H) 코나 F/L (2H)

자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

## 기아차

출시 시장	2018	1H19	2H19E	2020E
한국	K5 F/L (2월) K3 신형 (3월) K9 신형 (4월) 카니발 F/L (4월) 니로 EV (7월) 스포티지 F/L (7월) 쏘울 신형 (10월)	쏘울 EV (2월) 니로 F/L (3월) K7 F/L (6월)	SP2 (7월) 봉고 F/L (8월) 모하비 F/L (9월) K5 (11월) K5 HEV (11월) K5 신형 (11월)	쏘렌토 (2월) 쏘렌토 HEV (2월) 봉고 EV (2월) 모닝 F/L (3월) 카니발 (7월) 스팅어 F/L (7월) 스토닉 F/L (10월) 스포티지 (12월) 스포티지 HEV (12월)
미국	쏘렌토 F/L (4월) 카니발 F/L (4월) K5 F/L (7월) K3 신형 (8월) K9 신형 (9월) 니로 EV (11월)	스포티지 F/L (1월) 텔루라이드 (2월) 쏘울 EV (2월) 쏘울 (3월)	니로 F/L (11월) SP2 (12월) K7 F/L (4Q)	K5 F/L (2월) K5 신형 (5월) 쏘렌토 (7월) 쏘렌토 HEV (8월) 리오 F/L (11월) 카니발 (12월) 스팅어 F/L (12월)
중국	NP (3월) K5 F/L (6월) K5 PHEV (6월) KX1 (8월) KX3 (10월) K3 PHEV (11월)	스포티지 F/L (2월)	SP2 (10월)	K3 EV (2월) 프라이드 F/L (5월) 모닝 F/L (5월) K5 (6월) 스토닉 F/L (7월) SP2 EV (8월) 스팅어 F/L (8월)
유럽	K5 F/L (5월) Ceed 신형 (6월) 니로 EV (9월) 스포티지 F/L (9월) Ceed 웨건 (11월)	스포티지 F/L (2월) K3 (4월) K3 PHEV (5월) 니로 F/L (6월)	Ceed CUV (8월) Ceed CUV PHEV (11월) Ceed CUV 웨건 PHEV (11월) KX3 EV (2H)	쏘렌토 (4월) 쏘렌토 HEV (4월) 쏘렌토 PHEV (9월)
인도	K5 F/L (5월)	스포티지 F/L (2월)	KX3 EV (2H)	쏘렌토 (4월)

자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

# 이노션 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출총이익</b>	<b>107.2</b>	<b>114.8</b>	<b>119.5</b>	<b>130.4</b>	<b>113.7</b>	<b>120.9</b>	<b>127.4</b>	<b>139.0</b>	<b>471.9</b>	<b>501.0</b>	<b>525.5</b>
% YoY	15.8%	17.0%	24.1%	22.7%	6.0%	5.4%	6.7%	6.6%	20.0%	6.2%	4.9%
<b>I. 본사</b>	<b>26.8</b>	<b>37.3</b>	<b>35.6</b>	<b>40.6</b>	<b>24.8</b>	<b>37.6</b>	<b>36.9</b>	<b>42.8</b>	<b>140.4</b>	<b>142.1</b>	<b>144.8</b>
1. 매체대행	12.6	20.7	22.0	26.0	10.9	20.9	23.2	27.7	81.3	82.7	82.8
1) 국내매체대행	11.9	16.7	14.0	17.1	10.2	16.5	14.8	18.5	59.7	60.0	59.7
지상파	3.1	3.8	2.8	2.6	1.7	3.9	3.3	2.9	12.3	11.8	12.0
인쇄	2.0	3.2	2.4	3.3	2.3	2.9	2.4	3.1	10.8	10.7	9.7
뉴미디어 등	6.8	9.7	8.8	11.3	6.2	9.6	9.1	12.5	36.6	37.5	38.0
2) 해외매체대행	0.7	4.1	7.9	8.9	0.7	4.4	8.4	9.2	21.6	22.6	23.1
2. 광고제작	4.5	4.8	5.0	4.4	4.6	4.1	4.4	4.2	18.7	17.2	17.2
3. 옥외광고	1.8	2.3	2.3	1.7	2.1	2.5	2.5	1.8	8.2	8.9	9.6
4. 프로모션	4.1	5.5	2.2	4.6	4.0	5.9	2.3	5.0	16.3	17.2	18.3
5. 기타	3.9	4.0	4.1	3.9	3.3	4.2	4.5	4.1	15.8	16.1	16.8
<b>II. 해외</b>	<b>80.9</b>	<b>77.8</b>	<b>84.1</b>	<b>90.1</b>	<b>89.4</b>	<b>83.7</b>	<b>90.9</b>	<b>96.5</b>	<b>332.9</b>	<b>360.5</b>	<b>382.1</b>
1. 유럽	14.0	12.6	12.6	13.1	15.0	13.5	13.7	14.3	52.3	56.5	61.1
2. 미주	57.6	53.9	60.6	64.4	66.0	58.2	65.1	69.2	236.5	258.6	273.7
3. 중국	1.9	2.3	2.5	2.7	1.3	2.1	3.1	2.5	9.3	9.0	8.7
4. 기타	7.5	9.1	8.4	9.9	7.0	9.9	9.0	10.5	34.8	36.4	38.5
<b>판관비</b>	<b>82.9</b>	<b>85.0</b>	<b>89.1</b>	<b>96.7</b>	<b>88.9</b>	<b>89.1</b>	<b>90.3</b>	<b>101.1</b>	<b>353.7</b>	<b>369.4</b>	<b>384.7</b>
% YoY	16.6%	17.6%	25.5%	17.8%	7.1%	4.9%	1.4%	4.6%	19.3%	4.5%	4.1%
인건비	63.3	64.4	67.5	73.7	68.9	66.9	69.0	76.2	268.9	281.0	289.4
<b>영업이익</b>	<b>24.3</b>	<b>29.8</b>	<b>30.4</b>	<b>33.7</b>	<b>24.8</b>	<b>31.8</b>	<b>37.1</b>	<b>37.9</b>	<b>118.2</b>	<b>131.6</b>	<b>140.7</b>
% YoY	13.2%	15.6%	20.4%	39.3%	2.2%	6.9%	22.0%	12.3%	22.2%	11.4%	6.9%
OP/GP(%)	22.6%	25.9%	25.5%	25.9%	21.8%	26.3%	29.1%	27.3%	25.0%	26.3%	26.8%
법인세차감전순이익	27.2	33.4	33.0	35.1	28.5	35.0	40.3	41.1	128.7	144.8	153.6
법인세비용	7.6	8.7	8.2	10.3	7.4	9.3	10.8	11.2	34.8	38.6	40.9
<b>당기순이익</b>	<b>19.6</b>	<b>24.7</b>	<b>24.8</b>	<b>24.8</b>	<b>21.0</b>	<b>25.7</b>	<b>29.5</b>	<b>29.9</b>	<b>93.9</b>	<b>106.1</b>	<b>112.7</b>
당기순이익률(%)	6.4%	8.3%	8.2%	7.3%	6.1%	7.9%	8.9%	8.0%	7.5%	7.7%	7.4%
<b>국내 매체별 광고비</b>											
전파매체	309.1	437.3	362.0	748.1	302.9	428.5	354.7	733.1	1,793.0	1,715.7	1,681.4
인쇄매체	376.5	435.8	418.5	539.7	369.0	427.1	410.2	528.9	1,873.9	1,904.9	1,866.8
뉴미디어(유료방송)	1,265.1	1,747.1	1,385.6	1,626.6	1,326.8	1,832.2	1,453.1	1,705.8	6,024.3	6,317.9	6,375.4
광고물제작(BTL)	218.1	292.6	238.8	280.4	220.0	303.8	240.9	282.8	1,038.3	1,047.5	1,048.3

자료: 이노션, 메리츠증권증권 리서치센터

# 이노션(214320)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,138.7	1,239.2	1,376.4	1,525.0	1,689.1
매출액증가율 (%)	8.3	8.8	11.1	10.8	10.8
매출원가	745.5	767.3	875.4	999.5	1,137.1
매출중이익	393.2	471.9	501.0	525.5	551.9
판매관리비	296.5	353.7	369.4	384.7	398.7
<b>영업이익</b>	<b>96.7</b>	<b>118.2</b>	<b>131.6</b>	<b>140.7</b>	<b>153.2</b>
영업이익률	8.5	9.5	9.6	9.2	9.1
금융손익	6.9	11.3	12.1	12.0	12.0
중속/관계기업손익	1.0	-0.2	1.4	1.3	1.2
기타영업외손익	-0.0	-0.6	-0.3	-0.4	-0.4
세전계속사업이익	104.5	128.7	144.8	153.6	166.0
법인세비용	28.8	36.4	38.6	40.9	43.5
<b>당기순이익</b>	<b>75.7</b>	<b>92.4</b>	<b>106.1</b>	<b>112.7</b>	<b>122.5</b>
지배주주지분 순이익	61.5	76.8	85.6	93.8	102.3

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,509.2	1,575.7	1,748.2	1,934.2	2,143.5
현금및현금성자산	330.2	357.0	394.4	434.4	482.2
매출채권	718.1	264.8	294.1	325.8	360.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	117.3	165.2	173.3	183.2	192.0
유형자산	32.6	25.9	33.5	42.2	49.4
무형자산	54.1	111.5	110.0	108.6	107.2
투자자산	24.3	22.4	24.4	27.0	29.9
<b>자산총계</b>	<b>1,626.5</b>	<b>1,740.9</b>	<b>1,921.5</b>	<b>2,117.4</b>	<b>2,335.5</b>
유동부채	891.7	934.0	1,037.5	1,149.4	1,273.2
매입채무	798.0	247.3	274.7	304.3	337.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	49.2	65.1	70.0	75.3	81.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>940.9</b>	<b>999.1</b>	<b>1,107.5</b>	<b>1,224.7</b>	<b>1,354.3</b>
자본금	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	132.9	132.9	132.9	132.9	132.9
기타포괄이익누계액	-20.4	-20.5	-20.5	-20.5	-20.5
이익잉여금	560.2	614.9	666.5	726.4	794.7
비지배주주지분	13.3	14.4	34.9	53.8	73.9
<b>자본총계</b>	<b>685.6</b>	<b>741.9</b>	<b>814.0</b>	<b>892.7</b>	<b>981.2</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>115.5</b>	<b>4.5</b>	<b>124.3</b>	<b>138.7</b>	<b>152.1</b>
당기순이익(손실)	75.7	92.4	106.1	112.7	122.5
유형자산상각비	5.2	5.4	9.4	12.3	14.7
무형자산상각비	1.2	1.9	1.5	1.4	1.4
운전자본의 증감	21.9	-110.1	7.3	12.3	13.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>35.0</b>	<b>55.1</b>	<b>-56.9</b>	<b>-64.7</b>	<b>-70.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-8.8	-8.8	-17.0	-21.0	-22.0
투자자산의감소(증가)	5.4	1.6	-2.0	-2.6	-2.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-31.6</b>	<b>-34.0</b>	<b>-30.0</b>	<b>-34.0</b>	<b>-34.0</b>
차입금의 증감	18.8	0.9	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	99.0	26.8	37.4	40.0	47.9
기초현금	231.2	330.2	357.0	394.4	434.4
기말현금	330.2	357.0	394.4	434.4	482.2

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	56,934	61,959	68,822	76,247	84,453
EPS(지배주주)	3,074	3,842	4,281	4,691	5,116
CFPS	5,469	6,667	7,225	7,750	8,423
EBITDAPS	5,154	6,273	7,124	7,722	8,466
BPS	33,615	36,374	38,954	41,946	45,362
DPS	1,000	1,500	1,700	1,700	1,700
배당수익률(%)	1.4	2.4	2.5	2.5	2.5

## Valuation(Multiple)

PER	23.8	16.5	16.2	14.8	13.5
PCR	13.4	9.5	9.6	8.9	8.2
PSR	1.3	1.0	1.0	0.9	0.8
PBR	2.2	1.7	1.8	1.7	1.5
EBITDA	103.1	125.5	142.5	154.4	169.3
EV/EBITDA	7.5	4.8	4.7	3.9	3.1

## Key Financial Ratio(%)

자기자본이익률(ROE)	9.3	11.0	11.4	11.6	11.7
EBITDA 이익률	9.1	10.1	10.4	10.1	10.0
부채비율	137.2	134.7	136.1	137.2	138.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	1,832.3	1,605.6	1,750.5	1,871.6	2,037.6
매출채권회전율(x)	1.5	2.5	4.9	4.9	4.9
재고자산회전율(x)					

# CJ ENM(035760) 미디어 성장 기대감은 여전히 유효

Analyst 정지수 02. 6454-4863  
jjsoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월) 260,000원

현재주가(6월 4일) 187,300원

상승여력 38.8%

KOSDAQ 702.53pt

시가총액 41,073억원

발행주식수 2,193만주

유동주식비율 46.83%

외국인비중 18.98%

52주 최고/최저가 286,400원/181,100원

평균거래대금 134.7억원

## 주요주주(%)

CJ 외 5인 42.70

국민연금 5.00

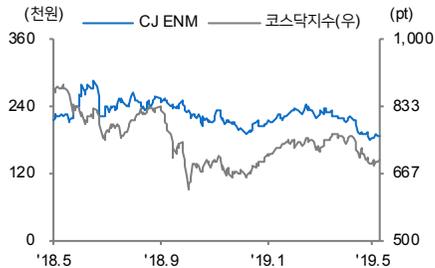
## 주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -14.5 -7.3

6개월 -19.3 -18.6

12개월 -15.6 5.5

## 주가그래프



## 2Q19 연결 영업이익 843억원(+6.5% YoY) 전망

- 1Q19 상각비 및 인건비 증가로 미디어 부문 영업이익 전년 대비 -44.2% 감소한 137억원 기록
- <아스달 연대기> 방영 등 콘텐츠 투자 확대로 2Q19 미디어 영업이익 276억원(-5.7% YoY) 전망
- 다만, 2Q19에도 TV광고와 디지털 광고는 각각 전년 대비 +12.0%, +18.0% 개선되며 성장 기대감 지속

## 2019년 연결 영업이익 3,611억원(+14.6% YoY) 전망

- 2019년 연결 매출액 4조 6,623억원(+6.6% YoY), 영업이익 3,611억원(+14.6% YoY) 전망
- TV 및 디지털 광고 성장이 지속될 전망이며, 커머스도 수익성 위주의 사업 포트폴리오 강화 계획
- 음악 부문 역시 <프로듀스X101> 흥행과 하반기 <프로듀스101 재팬> 효과로 의미 있는 실적 기여 가능

## 투자의견 Buy 유지, 적정주가 260,000원으로 하향

- 하반기 <아스달 연대기>, <빌리플랩>, <쇼미더머니8> 등 자체 콘텐츠를 활용한 광고 수익 증대 기대
- 2019년 배당성향 15%를 유지할 전망이며, 실적 개선에 따른 DPS 상향 가능성 존재
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 280,000원에서 260,000원으로 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,260.0	224.5	130.9	21,054	340.2	165,443	11.0	1.4	5.1	13.5	88.8
2018	3,426.8	251.0	162.6	11,514	-43.5	126,022	17.5	1.6	8.3	8.6	97.2
2019E	4,662.3	361.1	242.3	11,047	-15.3	134,815	17.3	1.4	7.0	8.5	104.3
2020E	4,910.7	401.1	294.6	13,435	21.6	145,564	14.3	1.3	7.1	9.6	99.6
2021E	5,169.7	450.7	347.3	15,836	17.9	158,267	12.1	1.2	6.8	10.4	94.6

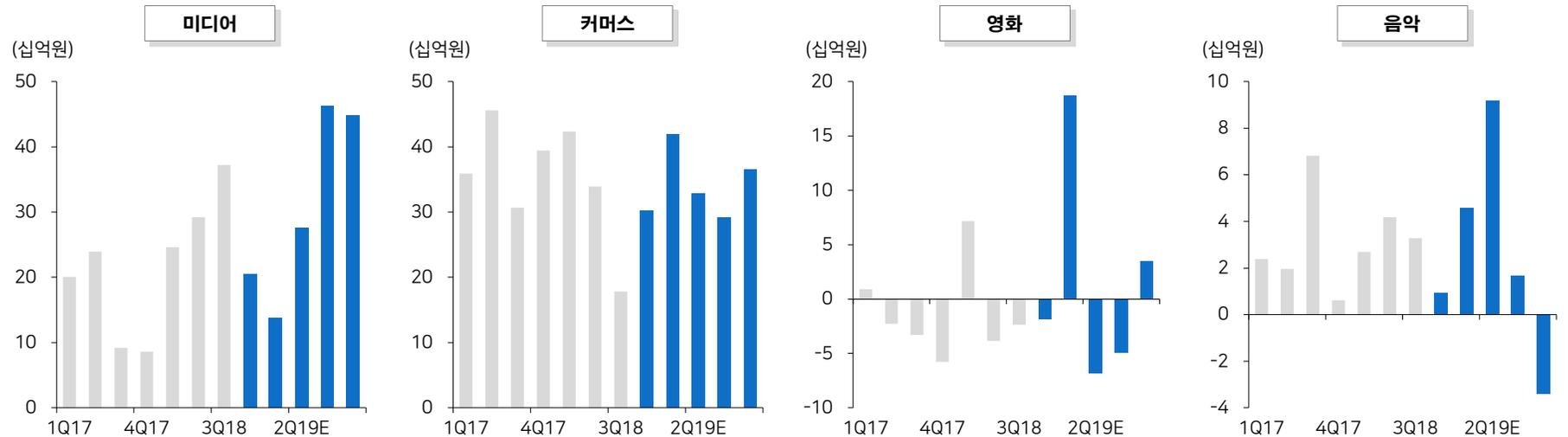
# CJ ENM - CJ ENM 사업부별 실적 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 2019년 미디어/커머스/음악 등 전 사업부 실적 개선 기대

- 미디어 사업은 콘텐츠 상각비에 대한 우려는 남아있으나, 방송 부문의 외형 성장은 지속 가능
- 커머스 사업은 자체 브랜드 확대를 통해 수익성 개선이 가능할 전망
- 영화 사업은 성숙기에 접어든 국내 영화 시장 상황을 반영해 보수적으로 전망
- 음악 사업은 <프로듀스X101>, <프로듀스101 재팬> 효과로 실적 개선 기대

## CJ ENM 사업부별 영업이익의 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 메리츠증권리서치센터

# CJ ENM - SOTP Valuation

투자의견 Buy 유지,  
적정주가 260,000원으로 하향

- 투자의견 Buy 유지, 적정주가 280,000원에서 260,000원으로 하향
- 커머스와 미디어 영업가치는 국내 유통 및 미디어 업종 평균 PER을 각각 적용한 3조 3,858억원 추정
- 비영업가치는 넷마블, 스튜디오드래곤 등 보유 지분가치에 20% 할인을 적용한 2조 9,753억원 추정

## CJ ENM SOTP Valuation

	12MF 세후영업이익 (십억원)	Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
CJ ENM 커머스 영업가치 (A)	102.9	11.0	1,132.2	유통업종 평균 PER
CJ ENM 미디어 영업가치 (B)	112.7	20.0	2,253.6	넷마블, 스튜디오드래곤 가치 제거, 미디어 업종 평균 PER
<b>비영업가치 (C)</b>			<b>2,975.3</b>	
넷마블 지분가치			1,729.9	지분율 22%, 할인율 20% 적용
스튜디오드래곤 지분가치			1,180.8	지분율 71%, 할인율 20% 적용
삼성생명 지분가치			64.6	지분율 0.5%, 할인율 20% 적용
순차입금 (D)			<b>584.3</b>	CJ헬로 매각대금 포함
<b>총기업가치 (E=A+B+C-D)</b>			<b>5,776.8</b>	
발행주식수 (F / 만주)			2,193	
<b>적정주가 (E/F)</b>			<b>263,421</b>	

자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

# CJ ENM 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,031.7</b>	<b>1,049.0</b>	<b>1,096.3</b>	<b>1,198.2</b>	<b>1,104.8</b>	<b>1,123.7</b>	<b>1,167.3</b>	<b>1,266.5</b>	<b>4,375.3</b>	<b>4,662.3</b>	<b>4,910.7</b>
% YoY	10.6%	7.3%	12.7%	9.9%	7.1%	7.1%	6.5%	5.7%	10.1%	6.6%	5.3%
미디어	332.5	361.9	406.8	451.2	380.0	401.6	467.4	501.0	1,552.4	1,749.9	1,930.5
광고	119.6	141.9	145.3	158.2	139.8	158.9	167.1	170.9	565.0	636.7	705.4
수신료	50.2	50.1	49.6	58.6	53.0	49.8	50.1	58.0	208.5	210.9	213.9
기타	162.7	169.8	212.0	234.4	187.2	192.8	250.2	272.1	778.9	902.3	1,011.2
커머스	290.9	307.5	295.0	402.4	324.1	352.5	327.5	381.6	1,295.7	1,385.7	1,467.6
TV	154.1	154.1	145.4	172.3	146.4	162.5	139.1	151.4	626.0	599.4	580.1
디지털	96.4	105.5	99.2	158.3	122.6	130.7	130.9	163.5	459.4	547.7	644.6
기타	40.3	47.9	50.3	71.8	55.1	59.3	57.5	66.7	210.3	238.6	242.8
영화	80.0	36.0	45.0	52.3	104.1	38.8	53.1	70.9	213.2	266.9	236.1
극장	41.5	12.4	28.1	19.2	75.9	18.4	32.0	32.8	101.1	159.1	121.6
부가판권	10.5	7.4	6.9	8.2	7.2	7.6	7.1	8.4	33.0	30.3	31.3
뮤지컬	14.4	7.4	4.3	5.6	4.0	4.0	8.3	10.2	31.7	26.4	31.6
기타	13.6	8.8	5.7	19.3	17.0	8.9	5.8	19.5	47.3	51.1	51.6
음악	56.2	66.5	58.2	52.6	52.1	69.5	58.4	54.1	233.5	234.1	242.0
음반/음원	28.2	29.0	23.0	32.9	21.6	33.8	33.9	34.4	113.1	123.7	139.1
기타	28.0	37.5	35.2	19.6	30.5	35.7	24.5	19.7	120.3	110.4	102.9
CJ헬로	272.1	277.2	291.4	239.9	244.6	261.4	261.0	258.9	1,080.6	1,025.7	1,034.5
<b>영업이익</b>	<b>89.9</b>	<b>79.2</b>	<b>76.5</b>	<b>69.4</b>	<b>92.1</b>	<b>84.3</b>	<b>89.9</b>	<b>94.7</b>	<b>315.0</b>	<b>361.1</b>	<b>401.1</b>
% YoY	17.0%	-10.4%	23.6%	14.6%	2.4%	6.5%	17.5%	36.5%	9.5%	14.6%	11.1%
미디어	24.6	29.2	37.2	20.5	13.7	27.6	46.3	44.8	111.5	132.4	174.4
커머스	42.3	33.9	17.8	30.2	42.0	32.8	29.1	36.6	124.4	140.5	149.5
영화	7.2	-3.9	-2.3	-1.9	18.8	-6.8	-4.9	3.5	-0.9	10.5	-7.3
음악	2.7	4.2	3.3	0.9	4.6	9.2	1.7	-3.4	11.1	12.0	16.4
CJ헬로	13.1	15.7	20.5	19.6	13.1	21.6	17.7	13.2	68.9	65.6	68.2
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>120.2</b>	<b>97.8</b>	<b>72.6</b>	<b>27.3</b>	<b>86.3</b>	<b>90.0</b>	<b>89.1</b>	<b>98.2</b>	<b>317.9</b>	<b>363.6</b>	<b>401.9</b>
법인세비용	11.1	13.3	16.1	0.3	21.1	16.6	20.4	19.0	48.9	121.3	107.2
<b>당기순이익</b>	<b>96.4</b>	<b>78.8</b>	<b>54.2</b>	<b>39.6</b>	<b>49.0</b>	<b>63.7</b>	<b>61.8</b>	<b>67.8</b>	<b>269.0</b>	<b>242.3</b>	<b>294.6</b>
<b>이익률 (%)</b>											
영업이익률	8.7	7.5	7.0	5.8	8.3	7.5	7.7	7.5	7.2	7.7	8.2
당기순이익률	9.3	7.5	4.9	3.3	4.4	5.7	5.3	5.4	6.1	5.2	6.0

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

# CJ ENM(035760)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,260.0	3,426.8	4,662.3	4,910.7	5,169.7
매출액증가율 (%)	2.3	51.6	36.1	5.3	5.3
매출원가	988.0	1,998.0	2,666.8	2,795.9	2,925.8
매출총이익	1,272.0	1,428.8	1,995.6	2,114.8	2,243.9
판매관리비	1,047.5	1,177.8	1,634.5	1,713.6	1,793.2
<b>영업이익</b>	<b>224.5</b>	<b>251.0</b>	<b>361.1</b>	<b>401.1</b>	<b>450.7</b>
영업이익률	9.9	7.3	7.7	8.2	8.7
금융손익	-13.0	-2.8	-4.2	-9.2	-1.1
중속/관계기업손익	6.1	-2.1	41.1	44.4	46.0
기타영업외손익	-33.2	-28.8	-34.4	-34.5	-33.8
세전계속사업이익	184.3	217.3	363.6	401.9	461.8
법인세비용	40.9	33.0	121.3	107.2	114.5
<b>당기순이익</b>	<b>143.4</b>	<b>184.2</b>	<b>242.3</b>	<b>294.6</b>	<b>347.3</b>
지배주주지분 순이익	130.9	162.6	242.3	294.6	347.3
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	664.0	1,806.6	2,229.3	2,557.5	2,864.3
현금및현금성자산	114.3	453.4	388.2	618.3	822.8
매출채권	320.2	880.6	1,198.1	1,261.9	1,328.5
재고자산	76.4	94.3	128.2	135.1	142.2
비유동자산	2,137.9	4,948.4	5,162.5	5,136.4	5,179.3
유형자산	815.6	1,398.2	1,326.2	1,350.5	1,379.0
무형자산	950.3	1,827.0	1,572.2	1,411.8	1,311.6
투자자산	288.2	1,517.2	2,064.3	2,174.2	2,288.9
<b>자산총계</b>	<b>2,801.8</b>	<b>6,755.0</b>	<b>7,391.8</b>	<b>7,693.9</b>	<b>8,043.6</b>
유동부채	731.5	2,021.8	2,398.7	2,474.4	2,552.9
매입채무	36.0	186.2	253.3	266.8	280.9
단기차입금	21.8	692.8	692.8	692.8	692.8
유동성장기부채	151.9	200.9	171.0	165.0	158.2
비유동부채	586.2	1,307.5	1,374.3	1,364.9	1,357.6
사채	511.1	762.3	732.3	703.5	675.8
장기차입금	0.0	270.5	270.5	270.5	270.5
<b>부채총계</b>	<b>1,317.7</b>	<b>3,329.3</b>	<b>3,772.9</b>	<b>3,839.3</b>	<b>3,910.5</b>
자본금	31.1	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	80.4	2,245.0	2,245.0	2,245.0	2,245.0
기타포괄이익누계액	5.1	-150.5	-150.5	-150.5	-150.5
이익잉여금	924.1	1,069.9	1,263.0	1,498.8	1,777.3
비지배주주지분	455.8	662.4	662.4	662.4	662.4
<b>자본총계</b>	<b>1,484.1</b>	<b>3,425.7</b>	<b>3,618.8</b>	<b>3,854.5</b>	<b>4,133.1</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>330.0</b>	<b>586.7</b>	<b>793.5</b>	<b>733.4</b>	<b>734.8</b>
당기순이익(손실)	143.4	184.2	242.3	294.6	347.3
유형자산상각비	165.7	180.2	222.1	225.7	231.5
무형자산상각비	78.9	346.2	304.8	212.9	155.4
운전자본의 증감	-94.4	-81.5	24.4	0.2	0.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-256.4</b>	<b>-158.4</b>	<b>-781.3</b>	<b>-419.3</b>	<b>-437.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-183.2	-229.2	-150.0	-250.0	-260.0
투자자산의 감소(증가)	-27.0	-1,231.2	-547.0	-109.9	-114.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-61.9</b>	<b>-88.9</b>	<b>-83.4</b>	<b>-83.9</b>	<b>-93.3</b>
차입금의 증감	-40.5	1,246.7	-59.9	-34.8	-34.4
자본의 증가	-4.5	2,244.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.1	339.1	-65.2	230.1	204.5
기초현금	103.2	114.3	453.4	388.2	618.3
기말현금	114.3	453.4	388.2	618.3	822.8
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	363,607	242,601	212,615	223,933	235,747
EPS(지배주주)	21,054	11,514	11,047	13,435	15,836
CFPS	76,426	51,528	41,864	39,364	39,346
EBITDAPS	75,472	55,033	40,492	38,290	38,194
BPS	165,443	126,022	134,815	145,564	158,267
DPS	3,000	1,200	2,500	3,000	3,500
배당수익률(%)	1.3	0.6	1.3	1.6	1.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	11.0	17.5	17.3	14.3	12.1
PCR	3.0	3.9	4.6	4.9	4.9
PSR	0.6	0.8	0.9	0.9	0.8
PBR	1.4	1.6	1.4	1.3	1.2
EBITDA	469.1	777.4	887.9	839.7	837.6
EV/EBITDA	5.1	8.3	7.0	7.1	6.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.5	8.6	8.5	9.6	10.4
EBITDA 이익률	20.8	22.7	19.0	17.1	16.2
부채비율	88.8	97.2	104.3	99.6	94.6
금융비용부담률	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
이자보상배율(x)	11.1	7.5	7.5	8.5	9.7
매출채권회전율(x)	7.0	5.7	4.5	4.0	4.0
재고자산회전율(x)	32.6	40.2	41.9	37.3	37.3

주: 1H18 이전 실적은 합병이전 기준

## Trading Buy

적정주가(12개월)	30,000원	
현재주가 (6월 4일)	26,950원	
상승여력	11.3%	
KOSPI	2,066.97pt	
시가총액	31,004억원	
발행주식수	11,504만주	
유동주식비율	59.59%	
외국인비중	40.98%	
52주 최고/최저가	26,950원/18,900원	
평균거래대금	64.8억원	
<b>주요주주(%)</b>		
삼성전자 외 4인	28.45	
국민연금	8.13	
<b>주가상승률(%)</b>		
	절대주가	상대주가
1개월	4.1	10.6
6개월	14.7	17.3
12개월	32.1	56.4
<b>주가그래프</b>		



### 2Q19 연결 영업이익 630억원(+8.2% YoY)으로 분기 사상 최대 실적 전망

- 2Q19 연결 매출총이익과 영업이익은 각각 2,907억원(+6.6% YoY), 630억원(+8.2% YoY) 전망
- 해외 매출총이익은 유럽, 신흥시장 성장과 북미, 중국 시장 회복으로 전년 대비 +7.0% 성장 전망
- 2018년 말 선제적인 인력 충원 및 비용 효율화로 매출총이익 성장 대비 높은 마진 개선 예상

### 2019년 연결 영업이익 2,015억원(+11.3% YoY) 전망

- 2019년 외형 성장을 목표로 비계열 광고주 영입에 적극적으로 나선다는 방침
- 플랫폼 중심의 디지털 광고 중심으로 B2B 비즈니스와 이커머스 영역에서 커버리지 확대 전망
- 2019년 연결 매출총이익 1조 1,661억원(+7.7% YoY), 영업이익 2,015억원(+11.3% YoY) 전망

### 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 30,000원으로 상향

- 핵심 사업 경쟁력 강화를 위해 유럽, 미국 등 디지털 분야 경쟁력이 뛰어난 업체 인수 위주로 M&A 검토 중
- 주주친화적 배당 정책으로 투자에 필요한 재원을 고려하더라도 전년 수준의 배당 성향 유지 전망
- 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가는 기존 28,000원에서 30,000원으로 상향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	3,375.0	156.5	127.2	1,105	41.6	7,354	19.2	2.9	10.8	15.8	161.5
2018	3,477.9	181.1	129.7	1,128	2.7	7,672	20.0	2.9	9.9	15.0	143.3
2019E	3,693.0	201.5	143.2	1,244	21.7	8,239	21.2	3.2	10.9	15.6	139.1
2020E	3,948.1	223.8	160.0	1,391	13.0	8,951	19.0	2.9	9.6	16.2	134.3
2021E	4,187.1	246.0	178.3	1,550	11.0	9,823	17.0	2.7	8.5	16.5	127.7

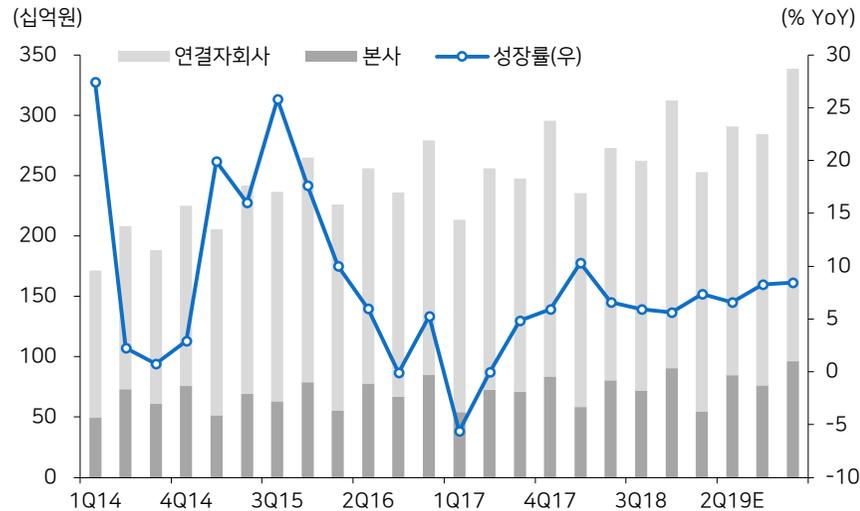
# 제일기획 - 해외 사업 역량 강화 지속

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 본업 경쟁력 강화와 M&A를 통한 조화로운 성장

- 2018년 말 선제적인 인력 충원 및 비용 효율화로 매출총이익 성장 대비 높은 마진 개선 예상
- 플랫폼 중심의 디지털 광고 중심으로 B2B 비즈니스와 이커머스 영역에서 커버리지 확대 전망
- 2019년 연결 매출총이익 1조 1,661억원(+7.7% YoY), 영업이익 2,015억원(+11.3% YoY) 전망
- 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가는 기존 28,000원에서 30,000원으로 상향

## 제일기획 분기 매출총이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

## 제일기획 Valuation

구분	내용	비고
12M Forward 지배주주순이익 (십억원)	180.5	
EPS (원)	1,364	
Target PER(배)	22.4	과거 5년 평균
<b>적정주가(원)</b>	<b>30,499</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 제일기획 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출총이익</b>	<b>235.3</b>	<b>272.8</b>	<b>262.5</b>	<b>312.1</b>	<b>252.7</b>	<b>290.7</b>	<b>284.3</b>	<b>338.4</b>	<b>1,082.8</b>	<b>1,166.1</b>	<b>1,259.9</b>
% YoY	10.3%	6.6%	6.0%	5.6%	7.4%	6.6%	8.3%	8.4%	6.9%	7.7%	8.0%
본사	58.3	80.2	71.9	90.6	54.6	84.7	76.3	96.3	300.9	312.0	335.4
매체	26.0	37.1	36.9	40.1	23.9	41.3	37.8	47.8	140.1	150.7	161.6
전파매체	4.7	5.4	4.6	4.3	2.7	4.4	4.3	4.4	19.0	15.8	16.7
인쇄매체	5.4	7.1	7.7	9.7	5.4	7.2	5.6	8.1	30.0	26.3	25.5
뉴미디어 등	15.9	24.5	24.6	26.0	15.7	29.7	27.9	35.3	91.0	108.5	119.4
광고물제작 등	32.3	43.2	34.9	50.5	30.7	43.4	38.6	48.5	160.9	161.3	173.9
연결자회사	177.0	192.6	190.7	221.5	198.0	206.0	207.9	242.1	781.8	854.1	924.4
<b>판관비</b>	<b>209.3</b>	<b>214.6</b>	<b>216.4</b>	<b>261.4</b>	<b>220.5</b>	<b>227.7</b>	<b>234.8</b>	<b>281.6</b>	<b>901.7</b>	<b>964.6</b>	<b>1,036.0</b>
% YoY	10.1%	5.3%	1.8%	4.7%	5.4%	6.1%	8.5%	7.7%	5.3%	7.0%	7.4%
인건비	140.3	118.3	124.6	132.8	152.7	129.1	134.7	152.2	515.9	568.7	606.2
지급수수료	16.0	16.5	12.5	17.5	17.0	16.4	16.6	22.3	62.5	72.3	77.6
임차료	11.2	11.3	12.1	11.3	13.1	13.1	13.2	12.2	45.7	51.6	53.7
감가상각비	4.3	4.2	4.3	4.7	4.3	4.3	4.4	4.7	17.5	17.7	18.2
무형자산상각비	4.9	5.0	3.8	4.4	4.5	4.8	4.7	5.2	18.2	19.2	21.0
기타	32.6	59.3	59.2	90.7	28.9	59.9	61.2	85.1	241.8	235.1	259.3
<b>영업이익</b>	<b>26.0</b>	<b>58.2</b>	<b>46.1</b>	<b>50.7</b>	<b>32.2</b>	<b>63.0</b>	<b>49.5</b>	<b>56.8</b>	<b>181.1</b>	<b>201.5</b>	<b>223.8</b>
% YoY	11.6%	11.4%	31.2%	10.7%	23.5%	8.2%	7.3%	12.1%	15.7%	11.3%	11.1%
영업이익률 (%)	3.2%	6.4%	5.3%	5.7%	3.8%	6.7%	5.3%	5.8%	5.2%	5.5%	5.7%
OP/GP	11.1%	21.3%	17.6%	16.2%	12.7%	21.7%	17.4%	16.8%	16.7%	17.3%	17.8%
법인세차감전순이익	27.2	64.9	47.1	51.3	35.8	71.7	58.6	67.7	190.5	233.8	259.7
법인세비용	7.9	18.7	15.4	16.6	13.1	21.1	18.3	20.8	58.6	73.3	78.3
<b>당기순이익</b>	<b>19.3</b>	<b>46.2</b>	<b>31.7</b>	<b>34.7</b>	<b>22.6</b>	<b>50.6</b>	<b>40.4</b>	<b>46.8</b>	<b>131.9</b>	<b>160.5</b>	<b>181.4</b>
당기순이익률 (%)	2.4%	5.1%	3.6%	3.9%	2.7%	5.4%	4.4%	4.7%	3.8%	4.3%	4.6%
<b>주요 지표(광고비)</b>											
전파매체	335.4	266.9	368.6	292.3	343.1	267.5	369.4	293.0	1,270.9	1,273.7	1,231.2
인쇄매체	455.5	358.4	494.9	392.5	460.7	354.2	489.1	387.9	1,706.5	1,686.6	1,658.5
뉴미디어(유료방송)	1,571.9	1,363.1	1,882.3	1,492.9	1,687.6	1,508.2	1,988.1	1,576.8	2,805.0	2,865.3	2,929.2
광고물제작(BTL)	270.6	222.8	307.6	244.0	286.4	229.0	316.3	250.9	508.9	535.4	572.2

자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

# 제일기획(030000)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>3,375.0</b>	<b>3,477.9</b>	<b>3,693.0</b>	<b>3,948.1</b>	<b>4,187.1</b>
매출액증가율 (%)	4.4	3.0	6.2	6.9	6.1
매출원가	2,362.4	2,395.1	2,526.9	2,688.2	2,839.0
매출총이익	1,012.6	1,082.8	1,166.1	1,259.9	1,348.2
판매관리비	856.0	901.7	964.6	1,036.1	1,102.2
<b>영업이익</b>	<b>156.5</b>	<b>181.1</b>	<b>201.5</b>	<b>223.8</b>	<b>246.0</b>
영업이익률	4.6	5.2	5.5	5.7	5.9
금융손익	-3.3	8.9	9.7	9.5	9.4
중속/관계기업손익	2.2	-0.3	20.2	24.4	25.2
기타영업외손익	9.9	0.7	2.4	1.9	1.9
세전계속사업이익	165.3	190.5	233.8	259.7	282.5
법인세비용	37.0	58.6	73.3	78.3	81.2
<b>당기순이익</b>	<b>128.4</b>	<b>131.9</b>	<b>160.5</b>	<b>181.4</b>	<b>201.3</b>
지배주주지분 손이익	127.2	129.7	143.2	160.0	178.3

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>1,889.1</b>	<b>1,801.6</b>	<b>1,970.5</b>	<b>2,161.8</b>	<b>2,366.9</b>
현금및현금성자산	327.9	367.8	430.5	515.3	620.8
매출채권	1,265.0	1,177.1	1,249.9	1,336.2	1,417.1
재고자산	0.0	39.8	42.2	45.1	47.9
비유동자산	349.2	370.5	360.9	365.7	370.5
유형자산	95.3	97.1	97.2	98.8	100.8
무형자산	161.2	158.5	168.1	167.7	167.4
투자자산	53.9	69.7	50.4	53.9	57.2
<b>자산총계</b>	<b>2,238.3</b>	<b>2,172.1</b>	<b>2,331.5</b>	<b>2,527.4</b>	<b>2,737.5</b>
유동부채	1,281.3	1,165.7	1,235.8	1,320.3	1,399.4
매입채무	690.0	575.2	610.8	653.0	692.5
단기차입금	12.6	13.2	13.2	13.2	13.2
유동성장기부채	0.4	1.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	101.0	113.5	120.4	128.5	136.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>1,382.3</b>	<b>1,279.3</b>	<b>1,356.2</b>	<b>1,448.7</b>	<b>1,535.4</b>
자본금	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
자본잉여금	123.9	123.9	123.9	123.9	123.9
기타포괄이익누계액	-48.3	-53.3	-53.3	-53.3	-53.3
이익잉여금	1,093.4	1,142.9	1,208.1	1,290.0	1,390.3
비지배주주지분	9.9	10.2	27.5	48.9	72.0
<b>자본총계</b>	<b>856.0</b>	<b>892.8</b>	<b>975.3</b>	<b>1,078.7</b>	<b>1,202.0</b>

## Statement of Cash Flow

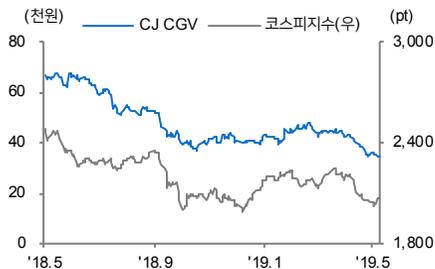
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>39.1</b>	<b>224.0</b>	<b>171.1</b>	<b>207.9</b>	<b>228.9</b>
당기순이익(손실)	128.4	131.9	160.5	181.4	201.3
유형자산상각비	17.4	19.3	22.9	23.4	24.1
무형자산상각비	19.0	18.2	10.4	10.4	10.3
운전자본의 증감	-122.2	38.1	-22.7	-7.3	-6.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-14.6</b>	<b>-87.5</b>	<b>-29.3</b>	<b>-45.1</b>	<b>-45.4</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-20.7	-20.3	-23.0	-25.0	-26.0
투자자산의감소(증가)	1.7	-15.8	19.2	-3.5	-3.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-52.7</b>	<b>-96.4</b>	<b>-79.1</b>	<b>-78.0</b>	<b>-78.0</b>
차입금의 증감	-6.1	4.2	-1.1	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-44.7	39.9	62.7	84.9	105.5
기초현금	372.6	327.9	367.8	430.5	515.3
기말현금	327.9	367.8	430.5	515.3	620.8

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터 (원)</b>					
SPS	29,337	30,232	32,102	34,319	36,397
EPS(지배주주)	1,105	1,128	1,244	1,391	1,550
CFPS	1,783	2,068	2,242	2,458	2,644
EBITDAPS	1,678	1,900	2,041	2,239	2,437
BPS	7,354	7,672	8,239	8,951	9,823
DPS	760	770	770	770	770
배당수익률(%)	3.6	3.4	2.9	2.9	2.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	19.2	20.0	21.2	19.0	17.0
PCR	11.9	10.9	11.8	10.7	10.0
PSR	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7
PBR	2.9	2.9	3.2	2.9	2.7
EBITDA	193.0	218.6	234.8	257.6	280.4
EV/EBITDA	10.8	9.9	10.9	9.6	8.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	15.8	15.0	15.6	16.2	16.5
EBITDA 이익률	5.7	6.3	6.4	6.5	6.7
부채비율	161.5	143.3	139.1	134.3	127.7
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	52.7	230.8	233.4	268.2	294.7
매출채권회전율(x)	2.8	2.8	3.0	3.1	3.0
재고자산회전율(x)		175.0	90.1	90.4	90.1

## Buy

적정주가(12개월)	50,000원	
현재주가 (6월 4일)	34,950원	
상승여력	43.1%	
KOSPI	2,066.97pt	
시가총액	7,396억원	
발행주식수	2,116만주	
유동주식비율	60.90%	
외국인비중	9.22%	
52주 최고/최저가	68,000원/34,850원	
평균거래대금	57.7억원	
<b>주요주주(%)</b>		
CJ 외 2인	39.06	
국민연금	11.19	
<b>주가상승률(%)</b>		
	절대주가	상대주가
1개월	-18.1	-12.9
6개월	-17.2	-15.3
12개월	-46.7	-36.9
<b>주가그래프</b>		



### 1Q19 비수기에도 불구하고 영업이익 235억원(+22.6% YoY) 기록

- 1Q19 비수기에도 불구하고 연결 매출액 4,646억원(+5.3% YoY), 영업이익 235억원(+22.6% YoY) 기록
- <극한직업> 효과와 중국 및 베트남 성장, IFRS16 리스회계 기준 도입 등의 영향으로 실적 호조
- 2Q19 연결 매출액 4,509억원(+11.4% YoY), 영업이익 151억원(+5594.4% YoY) 전망

### 2019년 연결 영업이익 955억원(+22.9% YoY) 전망

- 2019년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조 8,819억원(+6.4% YoY), 955억원(+22.9% YoY) 전망
- 국내에는 최저임금상승 영향에도 불구하고 인건비 및 임차료 통제를 바탕으로 영업이익 283억원 전망
- 해외는 베트남과 중국의 성장세가 유지될 전망이며, 터키 시장 역시 하반기 실적 회복 기대

### 투자의견 Buy, 적정주가 50,000원 유지

- Sound X, Screen X, 4DX 등 특수상영관의 보급 확대에 ATP 상승에도 긍정적인 기여 전망
- <스파이더 맨: 파 프롬 홈>, <조커> 등 하반기에도 탄탄한 라인업을 바탕으로 상반기 관람객수 유지 전망
- 글로벌 극장사업자 평균 EV/EBITDA 10배 대비 낮은 6배 이하로 밸류에이션 매력 부각

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,714.4	86.2	-1.4	-66	78.5	14,554	-1,119.5	5.1	11.7	-0.4	216.3
2018	1,769.4	77.7	-140.7	-6,647	-1,978.6	5,284	-6.2	7.8	9.6	-67.0	306.0
2019E	1,881.9	95.5	12.4	585	-108.8	5,669	60.5	6.2	5.8	10.7	261.6
2020E	2,002.9	122.1	44.4	2,099	258.9	7,568	16.9	4.7	5.3	31.7	241.6
2021E	2,102.3	132.1	53.5	2,530	20.5	9,898	14.0	3.6	5.0	29.0	219.2

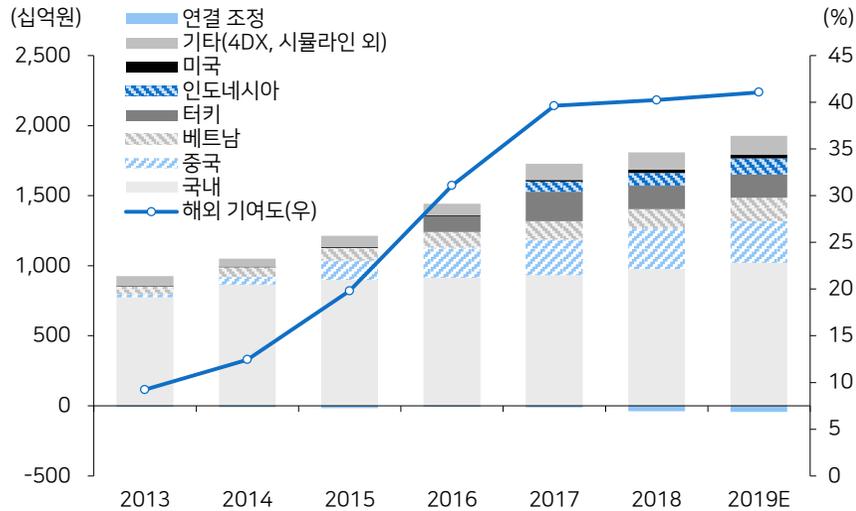
# CJ CGV - CGV 지역별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

## 글로벌 Peer 대비 낮은 밸류에이션 매력 부각 전망

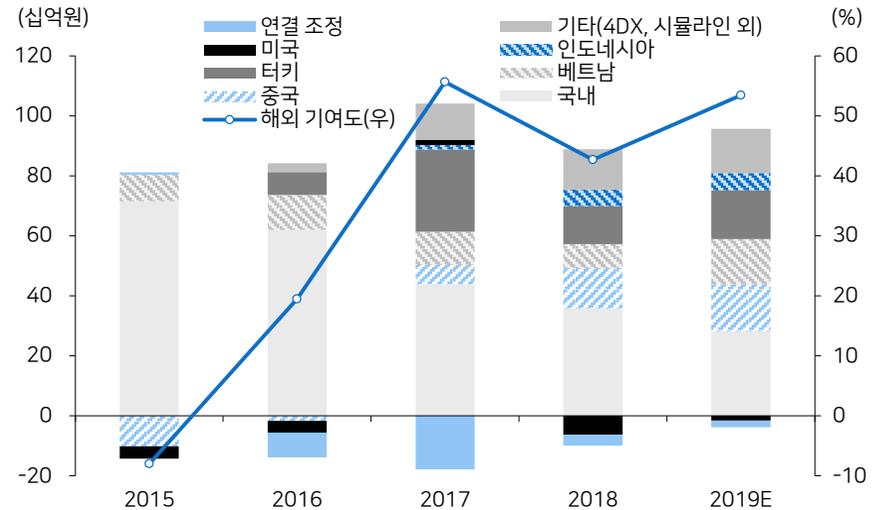
- 2019년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조 8,819억원(+6.4% YoY), 955억원(+22.9% YoY) 전망
- <스파이더 맨: 파 프롬 홈>, <조커> 등 하반기 탄탄한 라인업을 바탕으로 상반기 관람객수 유지 전망
- 글로벌 극장사업자 평균 EV/EBITDA 10배 대비 낮은 6배 이하로 밸류에이션 매력 부각

## CGV 국가별 매출액 추이 및 전망



자료: CJ CGV, 메리츠증권리서치센터

## CGV 국가별 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ CGV, 메리츠증권리서치센터

# CJ CGV 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>연결 매출액</b>	<b>441.2</b>	<b>404.8</b>	<b>473.0</b>	<b>450.4</b>	<b>464.6</b>	<b>450.9</b>	<b>492.3</b>	<b>474.0</b>	<b>1,769.4</b>	<b>1,881.9</b>	<b>2,002.9</b>
% YoY	8.8%	5.8%	0.2%	-0.8%	5.3%	11.4%	4.1%	5.2%	3.2%	6.4%	6.4%
한국(별도)	220.2	221.4	282.0	251.0	248.8	242.7	276.5	252.7	974.5	1,020.7	1,055.1
연결 자회사	221.0	183.4	191.0	199.4	215.8	208.2	215.8	221.3	794.8	861.2	947.8
중국	85.7	62.0	80.1	62.1	90.8	62.8	81.1	62.8	289.9	297.4	300.7
터키	62.7	31.7	21.2	52.1	38.7	38.9	31.5	57.1	167.7	166.1	200.8
베트남	32.0	40.3	34.5	30.8	45.7	47.6	38.6	35.1	137.6	167.0	183.2
4DX	21.8	29.4	37.4	33.9	20.9	34.6	39.3	39.5	122.5	134.3	141.1
매출원가	214.9	200.5	228.7	213.0	282.4	244.5	263.8	251.5	857.0	1,042.3	1,080.8
매출원가율(%)	48.7%	49.5%	48.3%	47.3%	60.8%	54.2%	53.6%	53.1%	48.4%	55.4%	54.0%
<b>매출총이익</b>	<b>226.3</b>	<b>204.3</b>	<b>244.3</b>	<b>237.4</b>	<b>182.2</b>	<b>206.4</b>	<b>228.5</b>	<b>222.5</b>	<b>912.3</b>	<b>839.6</b>	<b>922.1</b>
판관비	207.1	204.1	211.7	211.8	158.7	191.3	201.8	192.3	834.6	744.0	800.0
<b>영업이익</b>	<b>19.2</b>	<b>0.3</b>	<b>32.7</b>	<b>25.6</b>	<b>23.5</b>	<b>15.1</b>	<b>26.7</b>	<b>30.2</b>	<b>77.7</b>	<b>95.5</b>	<b>122.1</b>
% YoY	31.5%	-108.5%	1.4%	-39.9%	22.6%	5594.4%	-18.1%	17.8%	-9.9%	22.9%	27.8%
영업이익률(%)	4.3%	0.1%	6.9%	5.7%	5.1%	3.4%	5.4%	6.4%	4.4%	5.1%	6.1%
한국(별도)	1.1	-1.2	25.6	10.4	7.3	2.3	15.7	3.0	35.9	28.3	16.4
연결 자회사	18.1	1.5	7.1	16.5	16.7	14.2	13.1	19.4	43.1	63.5	73.7
중국	8.4	-2.9	7.2	0.7	8.8	0.8	4.8	1.1	13.4	15.5	17.1
터키	12.8	-3.3	-6.8	10.0	2.3	2.0	2.0	9.9	12.7	16.2	20.4
베트남	2.2	5.2	1.1	-0.6	7.2	5.7	1.0	1.2	7.9	15.1	14.5
4DX	-0.3	4.0	6.0	3.8	-0.5	4.7	5.3	5.1	13.5	14.6	19.8
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>2.9</b>	<b>-18.6</b>	<b>-3.8</b>	<b>-191.0</b>	<b>-9.1</b>	<b>2.9</b>	<b>10.3</b>	<b>16.0</b>	<b>-210.5</b>	<b>20.1</b>	<b>68.4</b>
법인세비용	0.0	1.3	-1.5	-21.7	-0.5	0.4	1.8	1.9	-21.9	3.5	8.9
<b>당기순이익</b>	<b>2.9</b>	<b>-19.9</b>	<b>-2.3</b>	<b>-169.3</b>	<b>-8.6</b>	<b>2.5</b>	<b>8.5</b>	<b>14.2</b>	<b>-188.5</b>	<b>16.6</b>	<b>59.6</b>
당기순이익률(%)	0.7%	-4.9%	-0.5%	-37.6%	-1.8%	0.6%	1.7%	3.0%	-10.7%	0.9%	3.0%

자료: CJ CGV, 메리츠증권증권 리서치센터

# CJ CGV(079160)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>1,714.4</b>	<b>1,769.4</b>	<b>1,881.9</b>	<b>2,002.9</b>	<b>2,102.3</b>
매출액증가율 (%)	19.7	3.2	6.4	6.4	5.0
매출원가	847.1	857.0	1,042.3	1,080.8	1,117.3
매출총이익	867.3	912.3	839.6	922.1	985.0
판매관리비	781.0	834.6	744.0	800.0	852.9
<b>영업이익</b>	<b>86.2</b>	<b>77.7</b>	<b>95.5</b>	<b>122.1</b>	<b>132.1</b>
영업이익률	5.0	4.4	5.1	6.1	6.3
금융손익	-83.9	-222.4	-69.3	-45.5	-42.3
중속/관계기업손익	4.7	4.7	4.0	4.0	4.0
기타영업외손익	4.5	-70.5	-10.1	-12.2	-12.4
세전계속사업이익	11.6	-210.5	20.1	68.4	81.4
법인세비용	1.5	-21.9	3.5	8.9	9.7
<b>당기순이익</b>	<b>10.0</b>	<b>-188.5</b>	<b>16.6</b>	<b>59.6</b>	<b>71.8</b>
지배주주지분 순이익	-1.4	-140.7	12.4	44.4	53.5

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>457.6</b>	<b>497.0</b>	<b>372.0</b>	<b>466.6</b>	<b>565.2</b>
현금및현금성자산	132.6	185.3	40.5	113.8	194.9
매출채권	170.8	165.8	176.3	187.7	197.0
재고자산	17.9	18.8	20.0	21.3	22.3
비유동자산	2,002.5	1,737.2	1,662.6	1,644.4	1,623.0
유형자산	1,002.0	899.8	872.6	852.1	829.3
무형자산	727.7	460.2	456.8	453.5	450.3
투자자산	90.5	97.3	86.6	92.2	96.7
<b>자산총계</b>	<b>2,460.1</b>	<b>2,234.2</b>	<b>2,034.6</b>	<b>2,111.0</b>	<b>2,188.2</b>
유동부채	868.4	862.8	644.8	659.4	663.7
매입채무	118.0	121.5	129.2	137.5	144.3
단기차입금	254.7	196.3	184.3	169.3	149.3
유동성장기부채	130.1	233.6	0.0	0.0	0.0
비유동부채	814.1	821.1	827.1	833.7	839.0
사채	149.7	184.7	184.7	184.7	184.7
장기차입금	512.2	303.3	303.3	303.3	303.3
<b>부채총계</b>	<b>1,682.4</b>	<b>1,683.9</b>	<b>1,471.9</b>	<b>1,493.0</b>	<b>1,502.7</b>
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9
기타포괄이익누계액	-102.5	-160.3	-160.3	-160.3	-160.3
이익잉여금	319.9	181.7	189.8	230.0	279.3
비지배주주지분	469.7	438.5	442.7	457.8	476.0
<b>자본총계</b>	<b>777.7</b>	<b>550.3</b>	<b>562.6</b>	<b>618.0</b>	<b>685.5</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>194.3</b>	<b>108.7</b>	<b>291.1</b>	<b>328.1</b>	<b>330.0</b>
당기순이익(손실)	10.0	-188.5	16.6	59.6	71.8
유형자산상각비	131.0	138.6	257.3	250.4	242.8
무형자산상각비	38.4	20.8	3.4	3.3	3.2
운전자본의 증감	-59.4	-103.8	13.8	14.9	12.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-285.9</b>	<b>-43.4</b>	<b>-219.6</b>	<b>-235.9</b>	<b>-224.9</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-278.2	-245.3	-230.0	-230.0	-220.0
투자자산의 감소(증가)	25.2	-6.9	10.8	-5.6	-4.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>36.0</b>	<b>-5.8</b>	<b>-249.5</b>	<b>-18.9</b>	<b>-24.0</b>
차입금의 증감	48.0	41.3	-245.3	-14.7	-19.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-67.0	52.8	-144.9	73.3	81.1
기초현금	199.5	132.6	185.3	40.5	113.8
기말현금	132.6	185.3	40.5	113.8	194.9

## Key Financial Data

(원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	81,015	83,613	88,930	94,648	99,344
EPS(지배주주)	-66	-6,647	585	2,099	2,530
CFPS	13,720	12,220	15,124	16,876	16,982
EBITDAPS	12,080	11,204	16,832	17,759	17,869
BPS	14,554	5,284	5,669	7,568	9,898
DPS	350	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6

Valuation(Multiple)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
PER	-1,119.5	-6.2	60.5	16.9	14.0
PCR	5.4	3.4	2.3	2.1	2.1
PSR	0.9	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	5.1	7.8	6.2	4.7	3.6
EBITDA	255.6	237.1	356.2	375.8	378.1
EV/EBITDA	11.7	9.6	5.8	5.3	5.0

Key Financial Ratio(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자기자본이익률(ROE)	-0.4	-67.0	10.7	31.7	29.0
EBITDA 이익률	14.9	13.4	18.9	18.8	18.0
부채비율	216.3	306.0	261.6	241.6	219.2
금융비용부담률	2.3	2.7	2.3	1.9	1.8
이자보상배율(x)	2.2	1.6	2.2	3.3	3.6
매출채권회전율(x)	10.7	10.5	11.0	11.0	10.9
재고자산회전율(x)	98.8	96.5	97.2	97.2	96.5

# CJ헬로 (037560) 시너지 확인에 필요한 건 시간 뿐

Analyst 정지수 02.6454-4863  
jjsoo.jeong@meritz.co.kr

## Trading Buy

적정주가(12개월)	8,900원	
현재주가 (6월 4일)	7,180원	
상승여력	24.0%	
KOSPI	2,066.97pt	
시가총액	5,561억원	
발행주식수	7,745만주	
유동주식비율	45.35%	
외국인비중	12.20%	
52주 최고/최저가	11,800원/7,160원	
평균거래대금	14.4억원	
<b>주요주주(%)</b>		
CJ ENM	53.92	
SK텔레콤	8.61	
<b>주가상승률(%)</b>		
	절대주가	상대주가
1개월	-19.2	-14.2
6개월	-28.9	-27.3
12개월	-22.1	-7.8
<b>주가그래프</b>		



### M&A 관련 불확실성 제거

- LG유플러스의 CJ헬로 인수 결정으로 한동안 지속된 M&A 관련 주가 모멘텀이 제거된 상황
- 과거 2015년 SK텔레콤의 CJ헬로 인수 추진 당시와 같이 영업력 감소에 따른 가입자 순감 재현 가능성 존재
- 전방위적인 비용 효율화를 통해 향후에도 안정적인 실적이 예상되나 과거와 같은 성장을 기대하긴 어려움

### 2019년 영업이익 655억원(-3.7% YoY) 전망

- 2019년 매출액 1조 1,467억원(-2.7% YoY), 영업이익 655억원(-3.7% YoY) 전망
- 전체 방송 가입자 성장은 둔화되나 디지털 비중 확대에 따라 가입자의 질적 성장은 가능
- 렌탈/ESS 등 신규 서비스는 안정적인 사업 구조로 인해 전사 수익성에 소폭 기여할 전망

### 시너지는 확실하나 시간이 필요

- LG유플러스의 인수 결정으로 축소된 영업력은 2020년부터 점차 회복될 전망
- 망 이용대가를 포함한 통신설비 사용료 감소 등 시너지는 확실하나 다소 시간이 소요될 전망
- 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 10,000원에서 8,900원으로 하향

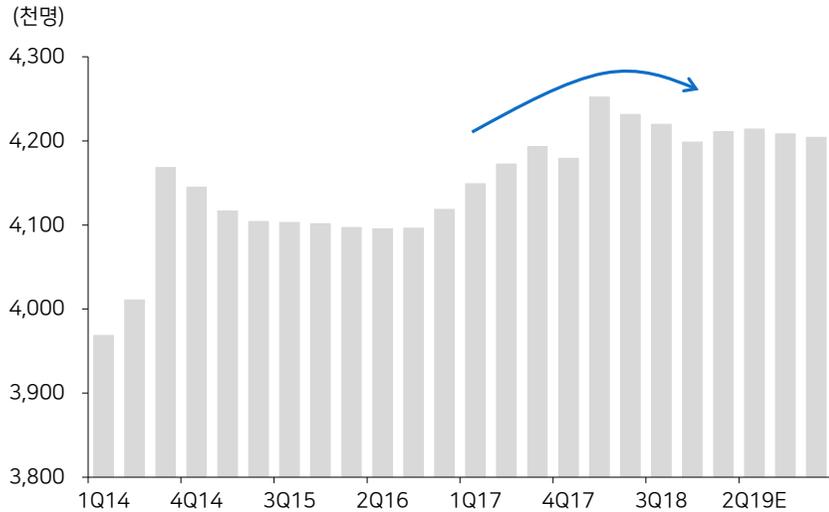
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,119.9	72.9	28.9	373	34.3	12,746	19.0	0.6	3.9	3.0	89.3
2018	1,178.0	68.0	39.7	513		13,677	17.9	0.7	3.7	3.7	82.7
2019E	1,146.7	65.5	41.1	530	3.4	14,132	16.8	0.6	3.2	3.8	76.5
2020E	1,154.5	68.2	44.9	579	9.3	14,637	15.3	0.6	2.7	4.0	75.4
2021E	1,157.0	73.3	50.3	649	12.0	15,211	13.7	0.6	2.1	4.4	73.9

# CJ헬로 - 시너지 확인에 필요한 건 시간 뿐

## 케이블TV, 알뜰폰(MVNO) 가입자 이탈 지속

- CJ헬로 케이블TV 가입자는 1Q19 +1.3만명 순증하며 4분기만에 QoQ 성장 전환했으나, 2019년 연간 역성장은 불가피
- 케이블TV, 알뜰폰 가입자 등 주요지표는 어려운 시장 환경 감안 시 회복이 쉽지 않은 상황
- 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 10,000원에서 8,900원으로 하향

## CJ헬로 케이블TV 가입자 추이



자료: CJ헬로, 메리츠증권증권 리서치센터

## CJ헬로 Valuation

구분	내용	비고
12M FW 지배주주순이익 (십억원)	44.8	
EPS (원)	577.9	
Target PER(배)	15.4	글로벌 평균에 30% 할인
<b>적정주가(원)</b>	<b>8,900</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# CJ헬로 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 20  
미디어/광고\_ New Media, New Chance

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>영업수익</b>	<b>286.5</b>	<b>291.3</b>	<b>297.7</b>	<b>302.6</b>	<b>275.6</b>	<b>291.4</b>	<b>291.0</b>	<b>288.9</b>	<b>1,178.0</b>	<b>1,146.7</b>	<b>1,154.5</b>
% YoY	4.1%	5.6%	7.0%	4.1%	-3.8%	0.0%	-2.3%	-4.5%	5.2%	-2.7%	0.7%
TV	94.7	94.6	93.9	94.4	91.9	91.8	91.7	91.6	377.5	367.1	367.1
아날로그	13.5	13.3	13.0	12.1	11.3	11.0	10.6	10.3	51.9	43.3	38.8
디지털	81.2	81.3	80.9	82.2	80.6	80.8	81.0	81.3	325.6	323.8	328.3
초고속인터넷	28.2	28.4	27.9	27.8	26.9	26.5	26.2	25.8	112.2	105.3	100.3
인터넷 전화	7.5	6.6	6.1	5.9	5.4	5.3	5.2	5.1	26.2	21.0	19.8
광고사업 매출	62.6	66.6	65.5	64.9	63.9	67.2	66.2	65.6	259.5	262.9	264.3
알뜰폰(MVNO)	73.1	63.9	65.4	58.8	56.6	60.7	59.6	57.7	261.2	234.6	233.8
기타	20.4	31.2	39.0	50.8	30.9	39.8	42.1	43.0	141.3	155.8	169.2
<b>영업비용</b>	<b>273.4</b>	<b>275.6</b>	<b>277.1</b>	<b>284.0</b>	<b>262.6</b>	<b>269.8</b>	<b>273.3</b>	<b>275.6</b>	<b>1,110.0</b>	<b>1,081.2</b>	<b>1,086.3</b>
% YoY	6.1%	7.4%	6.7%	4.0%	-3.9%	-2.1%	-1.4%	-2.9%	6.0%	-2.6%	0.5%
프로그램 사용료	41.6	43.4	41.3	43.6	42.7	41.7	41.6	42.2	170.0	168.1	167.8
통신설비 사용료	40.4	37.5	37.5	35.9	37.5	36.7	36.5	36.3	151.4	147.0	142.2
지급수수료	30.4	32.2	32.3	36.3	29.9	34.5	33.5	34.0	131.2	131.9	135.3
인건비	24.6	25.6	25.7	22.4	26.1	25.9	25.7	25.3	98.3	102.9	104.2
유무형자산상각비	68.2	68.1	68.0	67.9	66.0	66.2	65.7	64.0	272.1	261.9	254.2
<b>영업이익</b>	<b>13.1</b>	<b>15.7</b>	<b>20.5</b>	<b>18.6</b>	<b>13.0</b>	<b>21.6</b>	<b>17.7</b>	<b>13.2</b>	<b>68.0</b>	<b>65.5</b>	<b>68.2</b>
% YoY	-25.4%	-17.7%	11.0%	5.5%	-1.1%	37.4%	-13.9%	-29.0%	-6.7%	-3.7%	4.2%
영업이익률(%)	4.6%	5.4%	6.9%	6.2%	4.7%	7.4%	6.1%	4.6%	5.8%	5.7%	5.9%
법인세차감전순이익	8.2	10.8	17.0	16.1	9.0	18.1	14.6	10.2	52.0	51.9	57.0
법인세비용	1.7	2.3	3.9	4.4	1.4	4.0	3.2	2.3	12.3	10.9	12.1
<b>당기순이익</b>	<b>6.5</b>	<b>8.5</b>	<b>13.1</b>	<b>11.6</b>	<b>7.5</b>	<b>14.2</b>	<b>11.4</b>	<b>8.0</b>	<b>39.7</b>	<b>41.0</b>	<b>44.9</b>
당기순이익률(%)	2.3%	2.9%	4.4%	3.8%	2.7%	4.9%	3.9%	2.8%	3.4%	3.6%	3.9%
<b>가입자(천명)</b>											
방송 가입자수	4,253	4,232	4,221	4,199	4,212	4,215	4,209	4,205	4,199	4,205	4,191
디지털 가입자수	2,703	2,685	2,701	2,742	2,747	2,757	2,770	2,784	2,742	2,784	2,809
디지털 전환율	63.6%	63.4%	64.0%	65.3%	65.2%	65.4%	65.8%	66.2%	65.3%	66.2%	67.0%

자료: CJ헬로, 메리츠증권 리서치센터

# CJ헬로(037560)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,119.9	1,178.0	1,146.7	1,154.5	1,157.0
매출액증가율 (%)	1.7		-2.7	0.7	0.2
매출원가	723.0	116.9	113.8	114.6	114.8
매출총이익	396.9	1,061.1	1,032.9	1,040.0	1,042.2
판매관리비	324.0	993.1	967.4	971.7	969.0
<b>영업이익</b>	<b>72.9</b>	<b>68.0</b>	<b>65.5</b>	<b>68.2</b>	<b>73.3</b>
영업이익률	6.5	5.8	5.7	5.9	6.3
금융손익	-13.6	-10.6	-10.0	-8.0	-6.2
중속/관계기업손익	0.4	0.2	-0.1	0.1	0.2
기타영업외손익	-18.4	-5.5	-3.5	-3.3	-3.3
세전계속사업이익	41.2	52.0	52.0	57.0	64.0
법인세비용	12.3	12.3	10.9	12.2	13.7
<b>당기순이익</b>	<b>28.9</b>	<b>39.7</b>	<b>41.1</b>	<b>44.9</b>	<b>50.3</b>
지배주주지분 순이익	28.9	39.7	41.1	44.9	50.3

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	316.3	333.9	482.1	672.5	875.9
현금및현금성자산	64.7	109.1	263.2	452.2	655.1
매출채권	203.1	171.0	166.5	167.6	168.0
재고자산	19.1	16.5	16.0	16.1	16.2
비유동자산	1,551.9	1,601.2	1,449.7	1,315.7	1,173.3
유형자산	687.8	697.2	664.2	636.2	596.8
무형자산	746.1	797.4	688.4	582.3	479.2
투자자산	50.0	35.8	32.3	32.5	32.6
<b>자산총계</b>	<b>1,868.2</b>	<b>1,935.1</b>	<b>1,931.8</b>	<b>1,988.3</b>	<b>2,049.2</b>
유동부채	361.3	348.0	293.8	295.1	295.5
매입채무	16.7	15.5	15.1	15.2	15.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	151.9	149.9	101.0	101.0	101.0
비유동부채	519.7	527.9	543.5	559.6	575.6
사채	511.0	363.0	355.0	347.0	339.0
장기차입금	0.0	150.0	174.0	198.0	222.0
<b>부채총계</b>	<b>881.0</b>	<b>875.9</b>	<b>837.3</b>	<b>854.7</b>	<b>871.1</b>
자본금	193.6	193.6	193.6	193.6	193.6
자본잉여금	190.1	190.1	190.1	190.1	190.1
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	603.4	675.5	710.8	749.8	794.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>987.1</b>	<b>1,059.3</b>	<b>1,094.5</b>	<b>1,133.6</b>	<b>1,178.0</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>281.3</b>	<b>262.6</b>	<b>303.0</b>	<b>299.1</b>	<b>302.8</b>
당기순이익(손실)	28.9	39.7	41.1	44.9	50.3
유형자산상각비	157.0	158.9	153.0	148.1	149.4
무형자산상각비	71.6	113.2	109.0	106.1	103.1
운전자본의 증감	-12.7	-82.4	0.1	-0.0	0.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-274.1</b>	<b>-207.5</b>	<b>-116.2</b>	<b>-120.3</b>	<b>-110.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-171.2	-178.5	-120.0	-120.0	-110.0
투자자산의감소(증가)	-34.1	-35.8	3.5	-0.2	-0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-1.9</b>	<b>-10.7</b>	<b>-38.8</b>	<b>10.2</b>	<b>10.2</b>
차입금의 증감	-4.1	663.0	-32.9	16.0	16.0
자본의 증가	0.0	383.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.2	44.4	154.1	189.0	202.9
기초현금	59.5	64.7	109.1	263.2	452.1
기말현금	64.7	109.1	263.2	452.1	655.0

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	14,460	15,211	14,807	14,907	14,940
EPS(지배주주)	373	513	530	579	649
CFPS	4,029	4,645	4,162	3,812	3,537
EBITDAPS	3,891	4,391	4,228	4,163	4,207
BPS	12,746	13,677	14,132	14,637	15,211
DPS	75	75	75	75	75
배당수익률(%)	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8

## Valuation(Multiple)

PER	19.0	17.9	16.8	15.3	13.7
PCR	1.8	2.0	2.1	2.3	2.5
PSR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
EBITDA	301.4	340.1	327.4	322.4	325.8
EV/EBITDA	3.9	3.7	3.2	2.7	2.1

## Key Financial Ratio(%)

자기자본이익률(ROE)	3.0	3.7	3.8	4.0	4.4
EBITDA 이익률	26.9	28.9	28.6	27.9	28.2
부채비율	89.3	82.7	76.5	75.4	73.9
금융비용부담률	1.7	1.6	3.1	3.1	3.1
이자보상배율(x)	3.8	3.7	1.8	1.9	2.0
매출채권회전율(x)	5.3	6.9	6.8	6.9	6.9
재고자산회전율(x)	70.3	71.6	70.7	71.9	71.7

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 6월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.

당사는 2019년 6월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사의 조사분석 담당자는 2019년 6월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:정지수,문경원)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.

동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

### 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)
	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0%

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

### 이노션 (214320) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.14	산업분석	Buy	94,000	정지수	-20.8	-17.2	
2018.01.24	기업브리프	Buy	94,000	정지수	-26.7	-17.2	
2018.04.30	기업브리프	Buy	92,000	정지수	-27.4	-25.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	82,000	정지수	-28.8	-17.1	
2018.07.30	기업브리프	Buy	82,000	정지수	-29.4	-17.1	
2018.10.17	기업브리프	Buy	79,000	정지수	-31.6	-30.0	
2018.10.29	기업브리프	Buy	79,000	정지수	-29.9	-25.6	
2018.11.21	산업분석	Buy	79,000	정지수	-23.7	-14.7	
2019.01.10	기업브리프	Buy	79,000	정지수	-22.0	-11.9	
2019.01.28	기업브리프	Buy	83,000	정지수	-15.9	-11.0	
2019.05.13	기업브리프	Buy	83,000	정지수	-15.4	-10.5	
2019.06.05	산업분석	Buy	90,000	정지수	-	-	

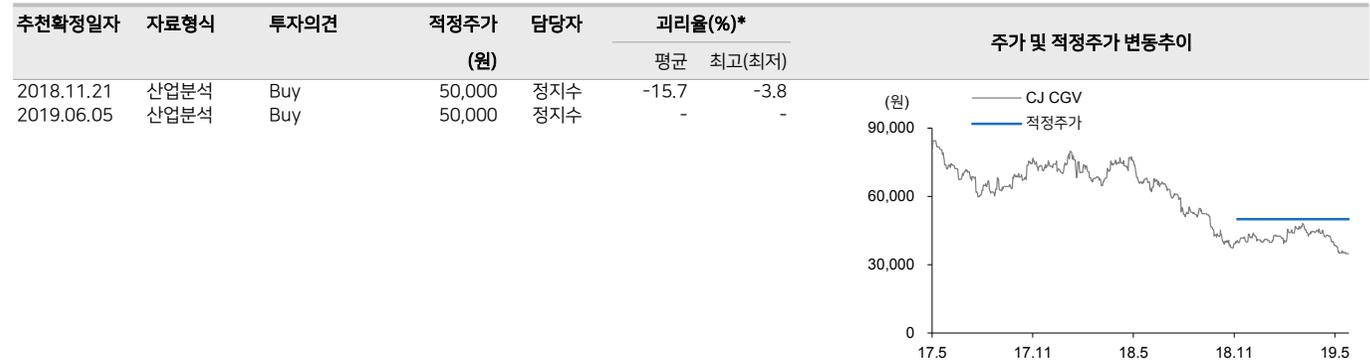
### CJ ENM (035760) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.21	산업분석	Buy	290,000	정지수	-27.3	-19.3	
2019.01.21	기업브리프	Buy	280,000	정지수	-24.1	-19.5	
2019.02.11	산업브리프	Buy	280,000	정지수	-23.3	-18.5	
2019.02.15	기업브리프	Buy	280,000	정지수	-20.0	-12.9	
2019.05.13	기업브리프	Buy	280,000	정지수	-22.3	-12.9	
2019.06.05	산업분석	Buy	260,000	정지수	-	-	

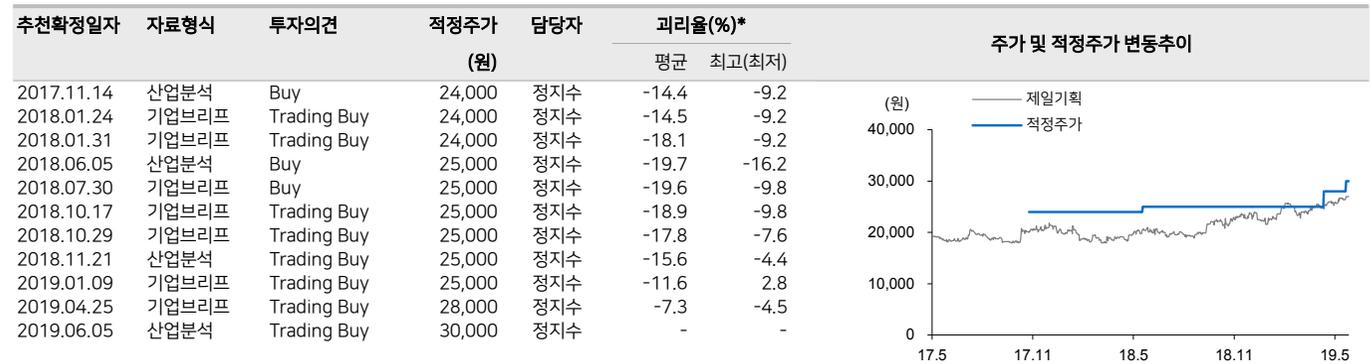
### CJ CGV (079160) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



### 제일기획 (030000) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



### CJ헬로 (037560) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

