

CJ ENM (035760)

미디어/엔터



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이광현

02 3770 5733
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	303,000원 (M)
현재주가 (6/24)	169,900원
상승여력	78%

시가총액	37,258억원
총발행주식수	21,929,154주
60일 평균 거래대금	130억원
60일 평균 거래량	64,779주
52주 고	286,400원
52주 저	169,900원
외인지분율	18.89%
주요주주	CJ 외 5 인 42.70%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.2)	(25.0)	(29.6)
상대	(9.8)	(22.2)	(18.6)
절대(달러환산)	(4.2)	(27.2)	(33.0)

TV/디지털 광고 모두 나아 나~♪

통합 마케팅 솔루션을 통한 광고시장 지배력 강화

CJ ENM의 미디어사업부는 2018년 TV광고 5,651억원(+14% YoY), 디지털광고 2,068억원(추정치; +51% YoY)을 각각 달성해 국내 광고시장에서 독보적인 지배력을 보여주고 있음. 이는 TV, 디지털, 글로벌, 오프라인을 통합한 패키지 광고판매 효과에 기인한 것으로, 강력한 매체 및 콘텐츠 경쟁력과 소비자 Data를 기반으로 광고주가 필요로 하는 통합 마케팅 솔루션을 제공할 수 있는 역량에 기인한 것

동사의 강점은 다음과 같음: 1)연령대별/성별로 타겟층이 특화된 다양한 TV 채널의 경쟁력 있는 프로그램 전후광고 및 중간광고, 네이버TV 중심의 PIP 광고, 국내 최대 MCN인 다이아TV에 소속된 강력한 인플루언서 채널의 프리롤광고, 젊은층이 많이 이용하는 티빙의 광고 등 다양한 광고 지면을 보유하고 있음. 2)브랜드 및 상품을 자연스럽게 PPL로 노출 및 홍보할 수 있는 TV 및 디지털 콘텐츠(다이아TV/다다스튜디오)를 제작하고, 크리에이터 집단을 양성 중에 있음. 최근 다이아TV 유튜브 파트너채널의 해외 조회수가 전체 조회수의 60%에 달하는 점에서 다이아TV의 광고효과가 해외시장에 미칠 수 있게 됐고, 크리에이터를 활용한 다양한 오프라인 행사 진행도 가능해 다이아TV의 마케팅적 활용도는 매우 높은 것으로 판단. 3)TV 콘텐츠의 영향력을 측정하는 CPI(Content Power Index), 이종매체 통합효과를 측정하는 CIM(Crossmedia Campaign's Integrated Measurement) 모델, 디지털광고 효과의 측정 및 분석이 가능한 메조미디어, SNS 빅데이터를 분석하는 랭크웨이브 등을 통해 광고주에게 제공할 광고집행 효과에 대한 분석 가능

디지털광고와 콘텐츠 판매가 주요 수익원

동사의 TV광고 강세는 콘텐츠에 대한 지속적인 투자와 통합 마케팅 솔루션 효과가 결합된 현상. TV광고 수익은 양질의 콘텐츠 제작을 위한 재원으로 대부분 활용되며, 실질적인 수익은 디지털광고와 콘텐츠 판매에서 발생하는 구조. 동사의 디지털 광고매출은 2016년 831억원(추정치) → 2019년 2,791억원으로 증가해 CAGR 50%의 고속성장 달성 기대. TV콘텐츠 기반의 짧은 클립 영상을 활용한 고마진 PIP 광고와 폭발적인 성장세를 보이고 있는 MCN이 전체 디지털광고 성장의 핵심
(다음 페이지에서 계속)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	11,853	102.5	7.3	11,404	3.9
영업이익	919	85.1	-0.2	882	4.2
세전계속사업이익	920	119.1	6.6	900	2.1
지배순이익	532	122.3	25.2	553	-3.8
영업이익률 (%)	7.8	-0.7 %pt	-0.5 %pt	7.7	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	4.5	+0.4 %pt	+0.7 %pt	4.9	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	22,600	34,268	42,232	39,493
영업이익	2,245	2,510	3,265	3,363
지배순이익	1,309	1,626	1,848	2,694
PER	9.4	20.0	21.1	14.4
PBR	1.2	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.6	6.6	4.9	4.4
ROE	13.5	8.6	6.3	8.1

자료: 유안타증권

동사의 콘텐츠 판매는 연결 기준으로 2014년 1,313억원 → 2018년 2,963억원으로 증가해 CAGR 23%의 고속성장 달성. 동사의 콘텐츠 판매는 2016년 5월에 분사한 스튜디오드래곤의 드라마 판매와 본사의 예능/자체제작 드라마 판매로 구분됨. 스튜디오드래곤의 해외 드라마 수출판매에 대해서는 본사가 10~20%의 유통수수료를 받는 관계로 드래곤의 이익 일부를 공유하는 구조. 본사의 자체 제작드라마는 『슬기로운 감빵생활』, 『막돼먹은 영애씨』 등 일부 예능국 출신의 PD들이 연출하는 작품. 드래곤 분사 이후, 드라마 판매매출의 대부분은 드래곤에서 인식하지만, 예능/자체제작 드라마 판매매출 성장세도 결코 작지 않다는 점에 주목 필요. 드래곤의 드라마 판매매출은 2014년 402억원(드래곤 분할 전 기준) → 2018년 1,621억원으로 CAGR 42%, CJ ENM 본사의 예능/자체제작 드라마 판매매출은 2014년 911억원(드래곤 분할 전 기준) → 2018년 1,342억원으로 CAGR 10%의 성장을 각각 달성

펀더멘털 대비 과도한 저평가 상태

동사에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 30.3만원을 유지하며 미디어/광고 업종 내 대형주 Top-pick 으로 제시. Sum-of-the-parts 방식을 통해 산출한 동사 주식의 적정 가치는 6.06조원(주당 30.9만원)으로 산출. 계산식은 “영업자산가치 3.03조원(주당 15.4만원) + 투자자산가치 3.1조원(주당 15.8만원) - 순차입금 605억원(주당 3천원)”임.[표6 참조]

동사의 주가는 2018년 7월, 현재의 합병법인인 CJ ENM이 출범한 이후 28~29만원대까지 상승 후, 우하향 흐름을 보이고 있음. CJ ENM의 핵심사업인 미디어/콘텐츠와는 이익사이클이 다소 상이할 수 있는 홈쇼핑과 게임(지분법자회사 넷마블) 등에 투자해야 한다는 투자자들의 고민, 총 프로젝트 비용 1.5조원이 투입될 예정인 CJ 라이브시티의 성공 여부에 대한 투자자들의 불신이 복합적으로 반영된 결과로 보임. 장기적 관점에서, 홈쇼핑 투자에 대한 고민은 미디어-커머스간 시너지 효과를 보여주면 해소될 문제로 판단. CJ 라이브시티는 고양시 한류월드 부지에 조성되는 융복합 테마파크로 아레나 공연장, 쇼핑시설, 테마파크 등을 건설하는 사업으로 2024년 완공 계획 중

CJ ENM은 CJ 라이브시티에 1,450억원을 출자한 상태이며 추가적인 직접출자 계획은 없는 상태. 추가적으로 필요한 1.35조원 중에서 7,000~8,000억원은 부동산펀드를 조성해 조달 추진. 투자자들은 테마파크 사업에 대해 아직까진 호의적이지 않은 상황인데, 이유는 현 시점에 미래 손익분석이 거의 불가능하고 국내 1~2위 테마파크인 에버랜드와 롯데월드가 발생시키는 이익레벨이 상당히 낮기 때문. CJ 라이브시티가 에버랜드 및 롯데월드와 차별화되는 포인트는 CJ ENM 이 생산하는 다양한 콘텐츠들과 연계한 굿즈 판매가 가능해지는 관계로 객단가를 높일 수 있다는 점. 국내 테마파크들은 낮은 입장료와 미미한 굿즈 판매로 객단가가 많이 낮은 상태

보수적 관점에서, CJ 라이브시티 관련 추가 자금필요분 1.35조원에 대한 CJ ENM의 지급보증 또는 직접출자가 있다고 가정하고 동 금액을 전액 Sunk Cost 로 간주할 경우, 동사 주식의 적정 가치는 4.71조원(6.06조원 - 1.35조원; 주당 24.1만원)으로 산출. 극단적인 가정을 채택하더라도, 동사의 현 주가는 펀더멘털 대비 과도한 저평가 상태라는 판단

[표 1] 합병회사 연결 실적 추이 및 전망 (Pro-forma basis)

(단위: 억원)

	2017년				2018년				2019년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	9,330	9,776	9,725	10,902	10,317	10,490	10,963	11,982	11,048	11,853	9,208	10,124	39,734	43,753	42,232	39,493
- 미디어	2,786	3,231	3,097	3,505	3,325	3,619	4,068	4,512	3,800	4,196	4,683	5,158	12,619	15,524	17,836	19,840
- 커머스	2,856	3,000	2,762	3,314	2,909	3,075	2,950	4,024	3,241	3,430	3,224	3,729	11,933	12,957	13,624	14,767
- 영화	611	461	565	615	800	360	450	523	1,041	684	689	684	2,252	2,132	3,099	2,524
- 음악	474	471	663	698	562	665	582	526	521	565	611	552	2,307	2,335	2,249	2,362
- CJ 헬로	2,603	2,612	2,638	2,769	2,721	2,772	2,914	2,399	2,446	2,978	-	-	10,623	10,806	5,424	-
매출원가	5,161	5,399	5,667	6,386	6,256	6,390	6,907	7,259	6,827	7,326	5,721	6,276	22,613	26,812	26,150	24,207
판매비	3,400	3,494	3,439	3,911	3,162	3,308	3,291	4,029	3,300	3,608	2,818	3,091	14,244	13,791	12,818	11,923
영업이익	769	883	619	605	899	792	765	694	921	919	669	756	2,876	3,150	3,265	3,363
- 미디어	201	240	92	86	246	292	372	205	137	345	354	361	618	1,115	1,198	1,614
- 커머스	359	456	307	395	423	339	178	302	420	347	294	377	1,516	1,244	1,438	1,563
- 영화	9	-23	-33	-58	72	-39	-23	-19	188	44	-10	-10	-104	-9	211	50
- 음악	24	20	68	6	27	42	33	9	46	25	31	28	118	111	129	136
- CJ 헬로	176	191	185	176	131	157	205	196	131	158	-	-	729	689	289	-
OPM	8%	9%	6%	6%	9%	8%	7%	6%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	8%	9%
- 미디어	7%	7%	3%	2%	7%	8%	9%	5%	4%	8%	8%	7%	5%	7%	7%	8%
- 커머스	13%	15%	11%	12%	15%	11%	6%	8%	13%	10%	9%	10%	13%	10%	11%	11%
- 영화	1%	-5%	-6%	-9%	9%	-11%	-5%	-4%	18%	6%	-1%	-1%	-5%	0%	7%	2%
- 음악	5%	4%	10%	1%	5%	6%	6%	2%	9%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%
- CJ 헬로	7%	7%	7%	6%	5%	6%	7%	8%	5%	5%	0%	0%	7%	6%	5%	-
순이익 (지배주주)	620	4,375	374	225	918	725	420	373	373	532	421	470	5,594	2,436	1,848	2,694
NIM	7%	45%	4%	2%	9%	8%	5%	3%	4%	4%	5%	5%	14%	6%	4%	7%

주: 2019년 넷마블 순이익 가정은 컨센서스 수치(2,376억원)를 사용함. CJ 헬로는 3Q19부터 동사 실적에서 제외.(LG 유폴러스항 매각 완료 가정)

자료: 유안타증권 리서치센터

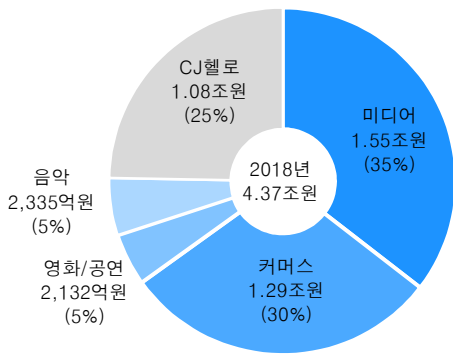
[표 2] 미디어부문(舊 방송부문) 실적 Breakdown 및 전망

(단위: 억원)

	2017년				2018년				2019년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2017	2018	2019E	2020E
미디어 매출액	2,786	3,231	3,097	3,505	3,325	3,619	4,068	4,512	3,800	4,196	4,683	5,158	12,619	15,524	17,836	19,840
- 광고	1,083	1,288	1,174	1,412	1,197	1,419	1,453	1,582	1,398	1,604	1,642	1,788	4,957	5,651	6,431	6,881
- 수신료	489	493	512	543	501	501	496	586	530	501	496	586	2,038	2,084	2,113	2,113
- 기타	1,214	1,450	1,410	1,550	1,627	1,698	2,120	2,344	1,872	2,091	2,545	2,784	5,624	7,790	9,292	10,845
방송매출액(YoY)	27%	24%	18%	-2%	19%	12%	31%	29%	14%	16%	15%	14%	24%	23%	15%	11%
- 광고	-1%	-3%	6%	4%	11%	10%	24%	12%	17%	13%	13%	13%	5%	14%	14%	7%
- 수신료	4%	5%	10%	-3%	2%	2%	-3%	8%	6%	0%	0%	0%	-1%	2%	1%	0%
- 기타	87%	73%	34%	-6%	34%	17%	50%	51%	15%	23%	20%	19%	82%	39%	19%	17%
미디어 영업이익	201	240	92	86	246	292	372	205	137	345	354	361	618	1,115	1,198	1,614
미디어 기타매출	1,214	1,450	1,410	1,550	1,627	1,698	2,120	2,344	1,872	2,091	2,545	2,784	5,624	7,790	9,292	10,845
- 콘텐츠판매	631	537	553	603	774	539	880	770	848	-	-	-	2,324	2,963	-	-
(드래곤)	365	263	233	257	321	288	634	378	562	-	-	-	1,118	1,621	-	-
(예능/사채드라마)	266	274	320	346	453	251	246	392	286	-	-	-	1,206	1,342	-	-
- 기타	583	913	857	947	853	1,159	1,240	1,574	1,024	-	-	-	3,300	4,827	-	-
(디지털광고)	285	377	355	349	392	521	545	609	547	-	-	-	1,366	2,068	-	-
(해외/기타매출)	297	535	502	598	461	638	695	965	477	-	-	-	1,933	2,759	-	-
드래곤 실적																
매출액	753	621	775	719	799	743	1,237	1,017	1,118	872	1,053	1,187	2,868	3,796	4,230	5,341
영업이익	140	89	66	35	107	73	215	4	110	79	180	144	330	399	513	660
미디어 실적(드래곤 제외)																
매출액	2,033	2,610	2,322	2,786	2,527	2,876	2,831	3,494	2,682	3,324	3,630	3,971	9,751	11,728	13,606	14,499
영업이익	61	151	25	51	139	219	157	201	27	266	174	217	288	716	685	954

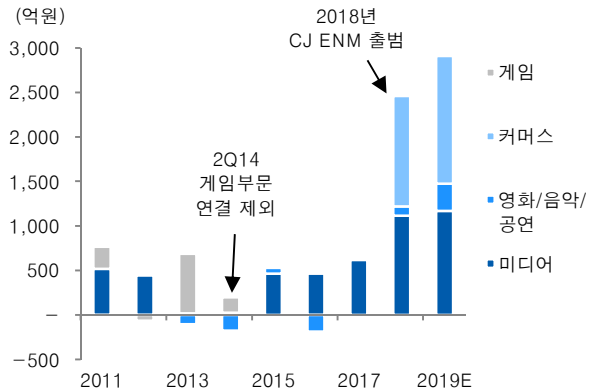
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] CJ ENM, 사업부별 매출 비중 (2018년 기준)



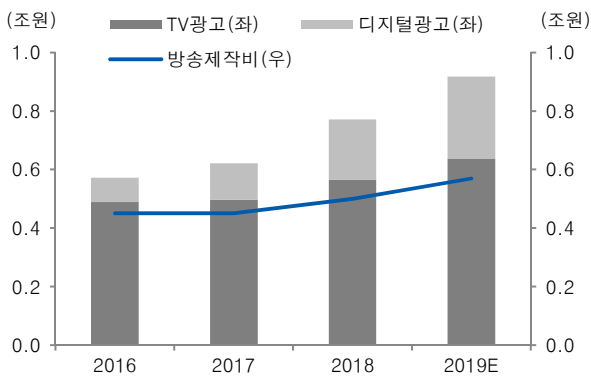
주: 합병전 실적(2018년 1~6월)은 Pro-forma 기준으로 환산
 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] CJ ENM, 사업부별 영업이익 추이 및 전망



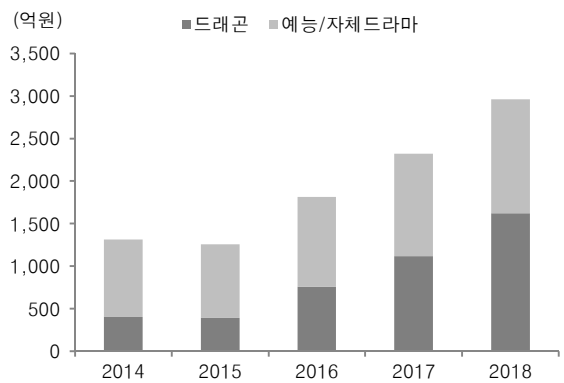
주: 2017년까지 실적은 舊 CJ E&M 기준. 2018년 실적은 CJ ENM 기준(Pro-forma).
 매각대상인 CJ 헬로 실적은 제외해서 표시
 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 미디어 사업부 광고매출 및 제작비 예산 추이 및 전망



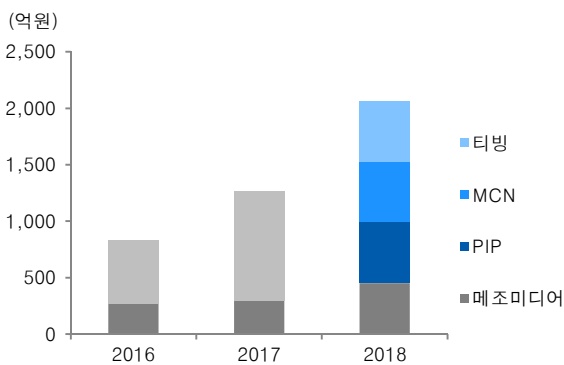
주: 2019년 TV/디지털광고 매출액 및 방송제작비는 회사 가이드스 기준
 자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 미디어 사업부 콘텐츠 판매매출 추이



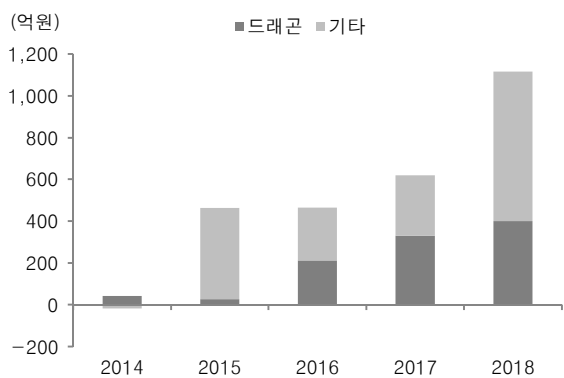
주: 2016년 舊 CJ E&M으로부터의 분사 이전의 드래곤 실적은 회계법인으로부터 검토받은 수치
 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 미디어 사업부 디지털광고 매출액 추이



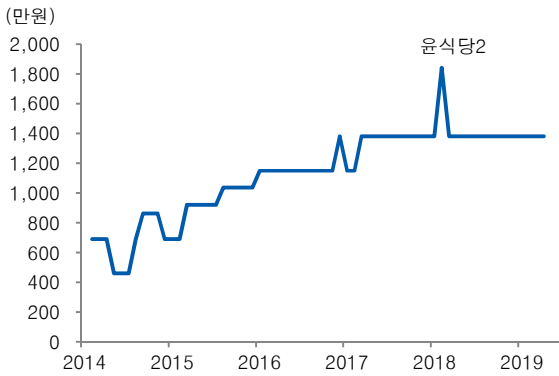
주: 2018년 PIP, MCN, 티빙 매출액은 당사 추정치
 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 미디어 사업부 영업이익 추이



주: 2016년 舊 CJ E&M으로부터의 분사 이전의 드래곤 실적은 회계법인으로부터 검토받은 수치
 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] tvN 금요일 핵심예능 광고단가 추이



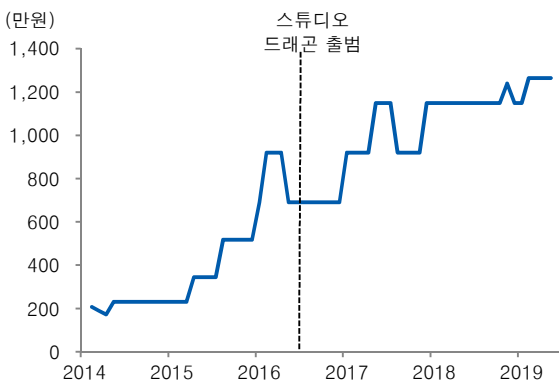
자료: CJ ENM

[그림 8] tvN 주말드라마 광고단가 추이



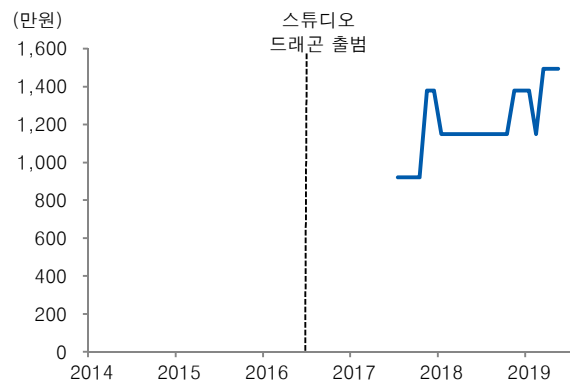
자료: CJ ENM

[그림 9] tvN 월화드라마 광고단가 추이



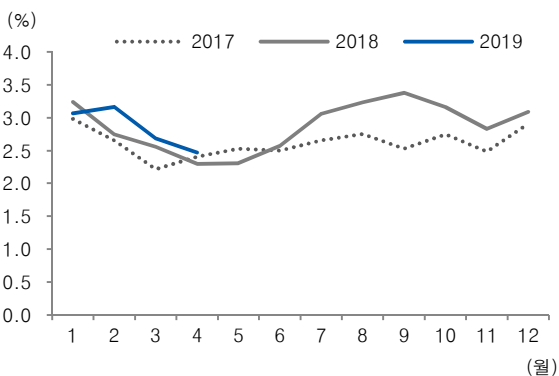
자료: CJ ENM

[그림 10] tvN 수목드라마 광고단가 추이



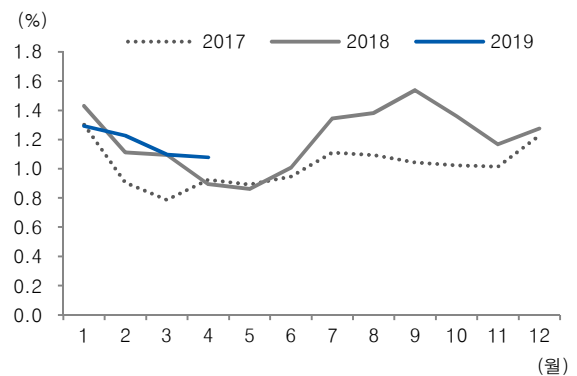
자료: CJ ENM

[그림 11] CJ ENM PP 채널 합산 시청률 추이



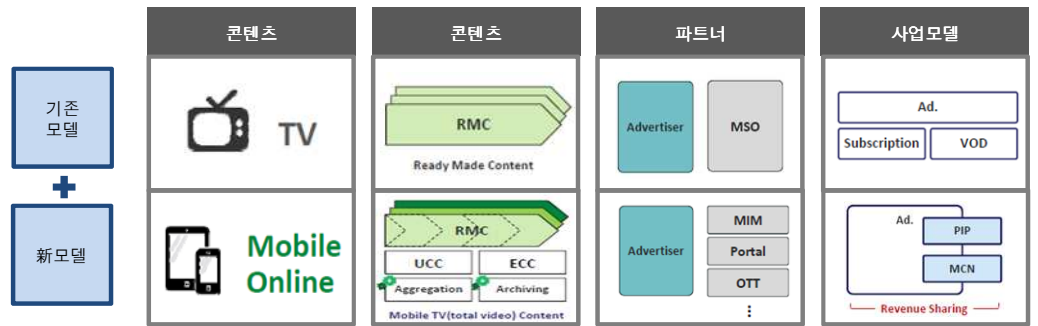
자료: AGB Nielsen

[그림 12] tvN 시청률 추이



자료: AGB Nielsen

[그림 13] CJ ENM의 미디어 사업부 모델, 디지털 분야로 확장



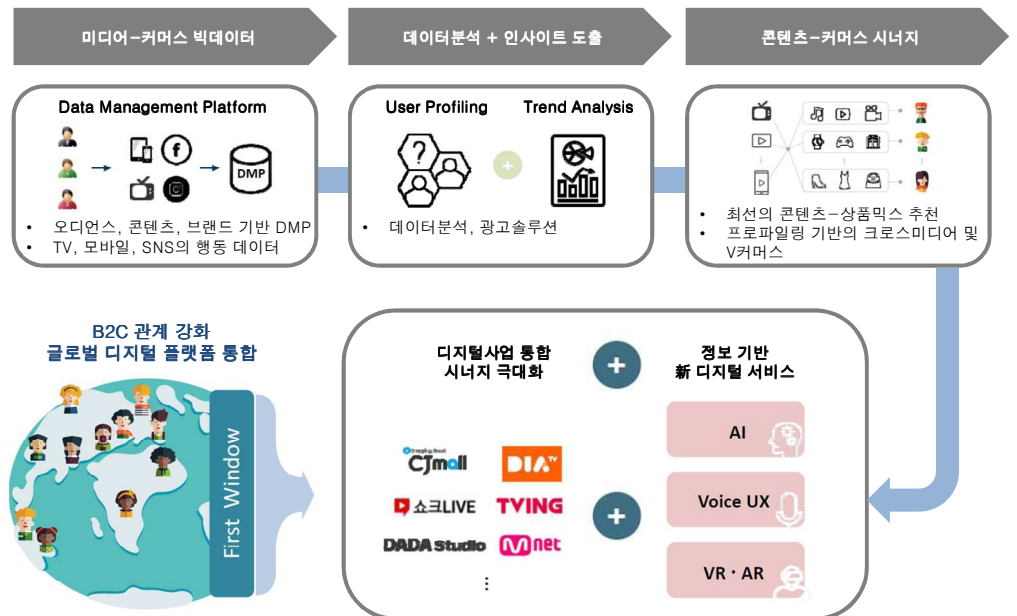
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 미디어 사업부 디지털 모델의 핵심축은 PIP와 MCN



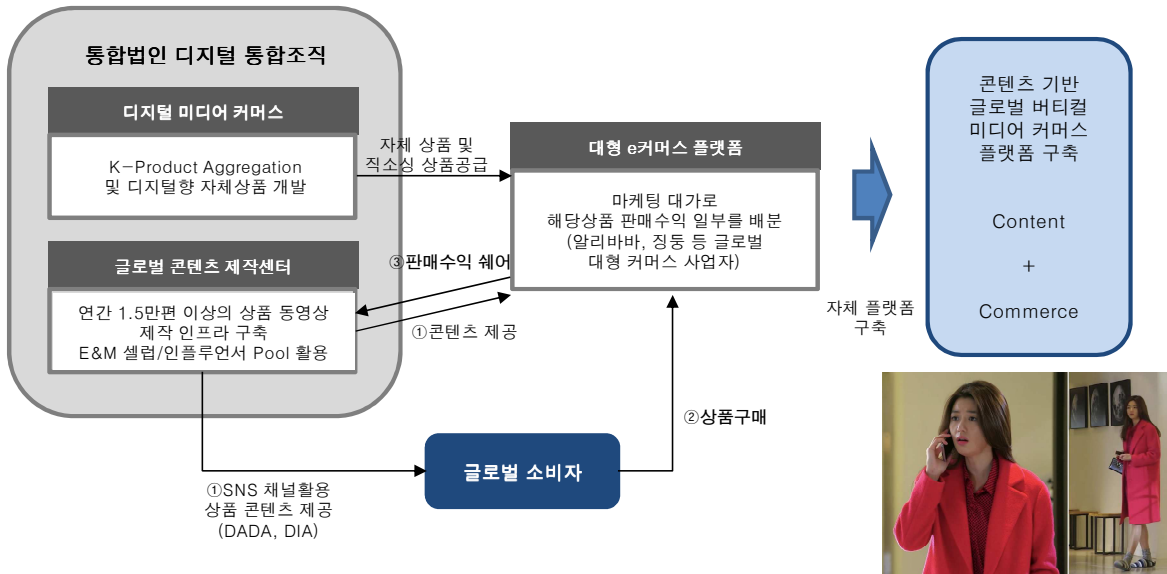
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] CJ 오쇼핑과의 디지털 사업 통합



자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 글로벌 디지털 미디어 커머스 사업구조



자체 플랫폼 구축시, 『별그대』의 천송이 코트와 같은 콘텐츠 기반 상품판매 가능

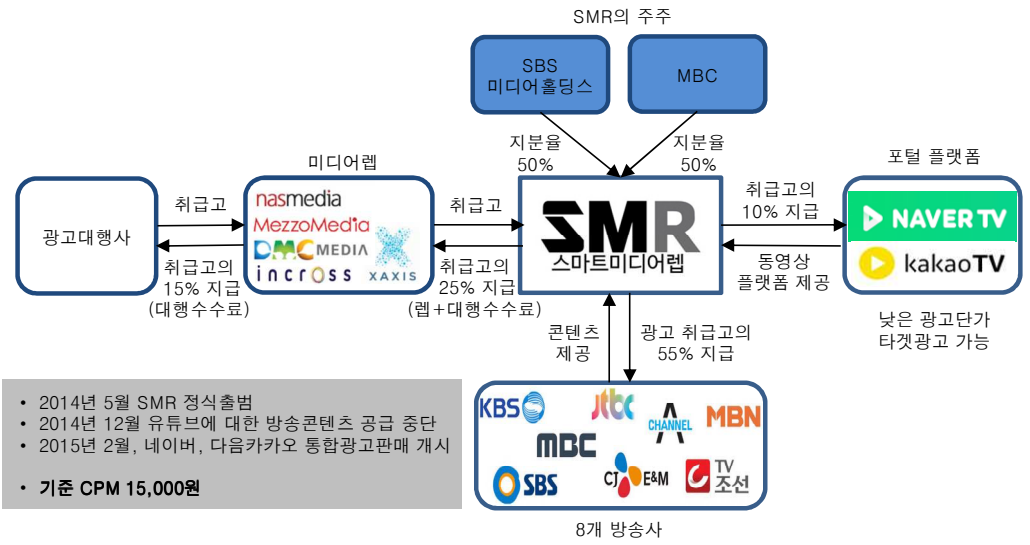
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

[표 3] CJ ENM 미디어솔루션 본부 연혁

시점	주요 내용
2011.01	유료방송 최초 프로그램 패키지 판매 시작
2011.06	프리미엄 광고 상품 특허 출원 (Context AD, Logo Link, Non-stop Movie)
2012.02	콘텐츠 영향력 측정 모델 CPI 론칭 (Content Power Index)
2012.11	디지털 미디어렐 메조미디어 계열사 편입
2013.07	이종매체 캠페인 통합효과 측정 모델 CIM 론칭 (Crossmedia Campaign's Integrated Measurement)
2013.08	글로벌 컨벤션 상품 판매 시작 (KCON 2013)
2013.09	IPTV VOD 및 TVING 광고 직접 판매 시작
2014.05	모바일 앱 CJ E&M STORY 오픈
2014.11	콘텐츠 라이선스 상품 론칭
2014.12	CJ E&M SMR 직접 판매 시작
2015.01	CJ E&M N 스크린 상품 판매 시작
2015.05	아시아 최초, 유튜브 파트너 세일즈 시작
2016.02	MCN 캠페인 관리 시스템 AIM 오픈 (Advanced Influencer Manager)
2016.05	모바일 프리미엄 광고 상품 V-PLUS 론칭 (Beauty, Food, Mom & Kids 특화)
2016.06	중국 텐센트 온스타일 브랜드관 직접 판매 시작
2016.09	TIBUZZ 소셜 랭킹 서비스 오픈
2016.11	티빙 TV N 스크린 상품 판매 시작 (네이버+다음+공+TV+삼성스마트 TV)
2017.01	MCN 전문 방송 채널 CH.DIATV 개국
2017.03	마케팅 솔루션 지원 시스템 AMEX 오픈 (Advanced Media Exchange)
2017.05	SNS 빅데이터 솔루션 전문 기업 '랭크웨이브' 인수
2018.06	CJ 오쇼핑 합병 및 CJENM 출범

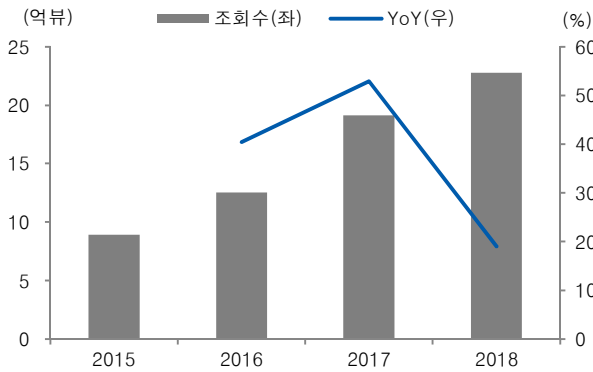
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 국내 PIP 광고시장의 수익분배구조



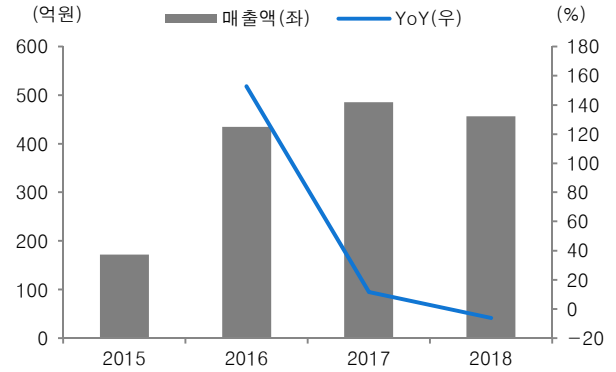
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 18] CJ ENM, 네이버 TV PIP 조회수 추이



자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 스마트미디어렙 매출액 추이



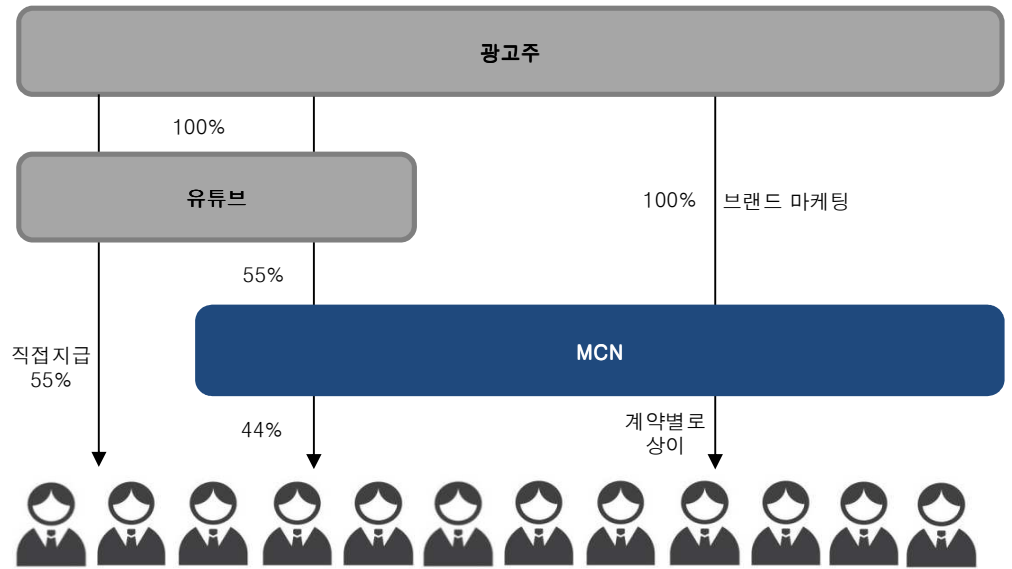
자료: 스마트미디어렙

[표 4] CJ ENM, 2019년 디지털 스튜디오를 9개로 개편

CJ ENM 디지털 스튜디오		소개
tN D	tN D ENT. tN D Story Onstyle Slice D	디지털 예능 전문 스튜디오 디지털 드라마 전문 스튜디오 뷰티 및 스타일 전문 온에어-디지털 컨버전스 스튜디오 K컬처 전반을 다루는 디지털 팩츄얼 스튜디오
M2	몫몫 스튜디오 다이아 다다 스튜디오 브랜디드 스튜디오	뮤직 기반 이디스트 밀착형 콘텐츠 제작 스튜디오 최신 영화 정보와 OCN Original 기반의 스토리테인먼트 콘텐츠 제작 스튜디오 유튜브 인플루언서 중심 오리지널 콘텐츠 제작 스튜디오 상품 리뷰 중심의 V커머스 스튜디오 광고주 맞춤형 디지털 콘텐츠 전문 스튜디오

자료: CJ ENM

[그림 20] MCN 수익 배분구조



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 21] 다이아TV 소속 크리에이터의 혜택

BASIC BENEFIT



ECONNECTION

다른 파트너와의 콜라보레이션, 제작 지원, 통계 및 분석, 채널 운영 컨설팅까지 한 번에 관리할 수 있는 DIA TV만의 협업 지원 톨입니다. 기본으로 주어지는 혜택 외에 더 많은 활동을 통해 프리미엄 파트너 혜택을 제공받을 수 있습니다.



제작 지원

DIA TV 소속이시라면 기획, 촬영, 편집에 관한 고급 기술 및 채널 운영 노하우까지 교육 받으실 수 있으며, 교육을 수료하신 분들은 제작 스튜디오 지원을 해드리고 있습니다.



CMS 운영/관리

전담 인력을 통해 파트너 채널 및 콘텐츠를 집중 모니터링 하고 관리합니다. 또한 UGC 조기 확보를 통해 저작권 분쟁 해결 및 매출을 극대화합니다.

PREMIUM BENEFIT



광고 상품

2백 여명의 광고영업 전문인력을 보유하고 있으며, 별도 광고 상품 개발을 통해 파트너 수익을 더 증대할 수 있는 기회를 제공합니다.



번역/자막

번역/자막 프로세스를 공동 개발 하였으며, 콘텐츠 내 자막 주가를 통해 Global View & Subscriber 를 확보할 수 있습니다.

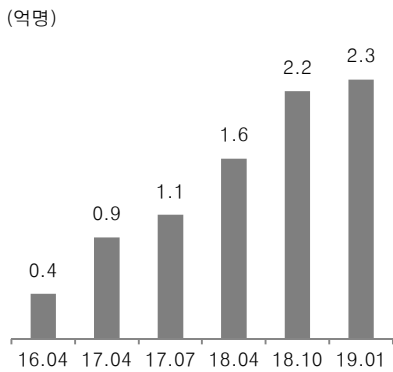


공동제작

CJ ENM의 방송, 영화, 게임, 음악 등 콘텐츠, DIA TV 네트워크 내 다양한 파트너들과 콜라보레이션을 진행할 수 있는 기회가 늘어납니다.

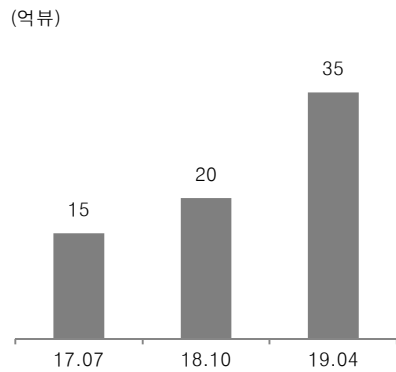
자료: 다이아TV

[그림 22] 다이아TV 유튜브 구독자수 추이



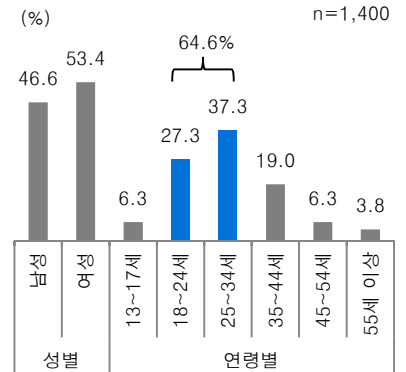
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 23] 다이아TV 유튜브 월간 조회수 추이



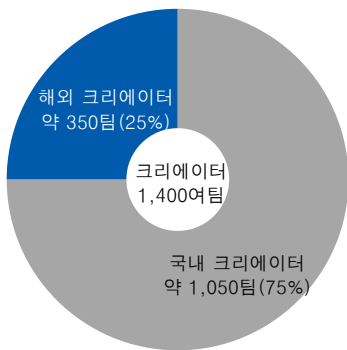
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 24] 다이아TV 파트너채널 평균 시청비중



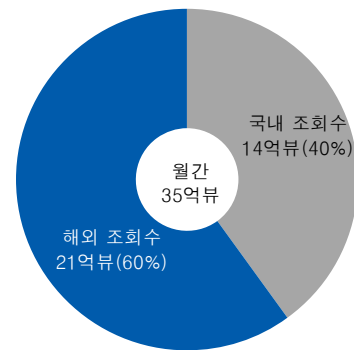
자료: 다이아TV, 유안타증권 리서치센터

[그림 25] 다이아TV의 크리에이터 비중 (2019년 4월 기준)



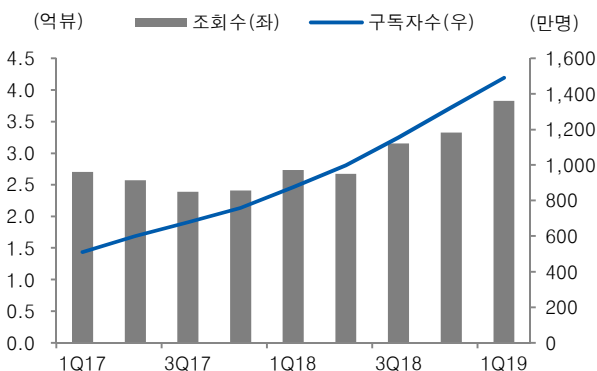
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 26] 다이아TV의 유튜브 조회수 비중 (2019년 4월 기준)



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 27] 1MILLION Dance Studio 의 분기별 유튜브 조회수 및 구독자수 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 28] 1MILLION Dance Studio, JD SPORTS 와 콜라보레이션 콘텐츠 제작



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] 디아TV의 크리에이터 리스트 (구독자수 100 만명 이상 기준)

채널명	개설일	카테고리	구독자수 (만명)	누적조회수 (억뷰)	동영상수(개)	연간 조회수(억뷰)		구독자수(만명)	
						17년	18년	17년	18년
1MILLION Dance Studio	2015.02.06	댄스	1,615	37.4	1,563	10.0	11.9	759	1,329
서은이야기	2016.05.01	키즈	359	16.0	722	3.4	7.6	108	265
어썸하은	2014.07.26	키즈	358	4.9	337	1.2	2.1	117	278
waveya 2011	2011.01.18	댄스	347	11.7	570	1.8	1.8	268	329
보겸 TV	2014.08.25	엔터	328	15.4	8,354	3.0	7.6	114	290
허팝 Heopop	2014.07.29	엔터	322	21.2	1,439	5.3	6.2	168	289
밴쯔	2013.07.10	푸드	320	11.0	2,253	2.5	3.1	187	305
[Dorothy]도로시	2016.06.15	푸드	293	6.0	681	0.4	3.3	16	176
Lime Tube[라임튜브]	2014.07.30	키즈	225	16.0	1,355	2.7	5.7	76	178
슈기님	2014.05.27	푸드	203	5.2	1,307	0.7	2.2	63	172
대도서관TV	2010.05.12	게임	187	11.9	7,621	2.3	2.3	166	191
헤이저니 Hey Jini	2017.05.15	키즈	182	8.6	677	1.5	4.7	56	147
데이브	2006..04.04	엔터	181	3.5	469	1.0	0.9	132	173
꿀키 honeykki	2013.11.24	푸드	176	2.1	387	0.5	0.6	97	155
ssin 쌤님	2008.05.06	뷰티	162	3.8	569	0.9	0.5	142	161
한세 HANSE	2015.05.16	푸드	159	1.7	478	0.4	0.8	36	120
재년	2014.05.19	엔터	141	4.9	902	2.0	1.5	83	143
감스트 GAMST	2013.08.08	엔터	137	7.4	4,917	2.2	2.8	42	121
땅고부부	2015.02.25	체육	134	1.2	79	0.2	0.5	16	98
수리노을 SuriNoel	2010.11.21	애니멀	132	3.7	946	0.8	1.7	35	111
HONG SOUND	2015.12.10	푸드	124	1.8	710	0.2	1.1	16	103
회사원 A	2012.05.30	뷰티	120	2.8	323	0.6	0.7	100	117
ARTBEAT	2016.03.07	댄스	119	1.5	356	0.1	0.5	15	66
아리키친	2015.03.02	푸드	118	2.4	341	0.8	0.6	76	111
K-Tigers TV	2011.12.08	A&P	115	1.4	313	0.3	0.3	80	104
SOF	2012.07.20	푸드	112	3.3	1,329	0.8	0.8	76	106
테스터훈	2015.06.17	게임	109	4.3	1,452	0.8	2.2	43	109
김하나	2015.01.06	엔터	108	2.4	550	0.8	0.9	57	102
엔조이커플	2017.02.04	엔터	106	1.9	297	0.4	1.0	37	84
스윗데미	2011.10.19	푸드	106	1.0	267	0.2	0.1	78	96
DPOP Studio	2012.06.07	댄스	105	2.1	1,402	0.4	1.0	40	85
소근커플	2014.02.06	엔터	102	2.5	258	0.6	0.8	62	92
윤짜미	2014.04.15	뷰티	101	2.0	276	0.5	0.4	81	99
합계			7,404	222.9	43,500	49.3	78.2	3,444	6,305

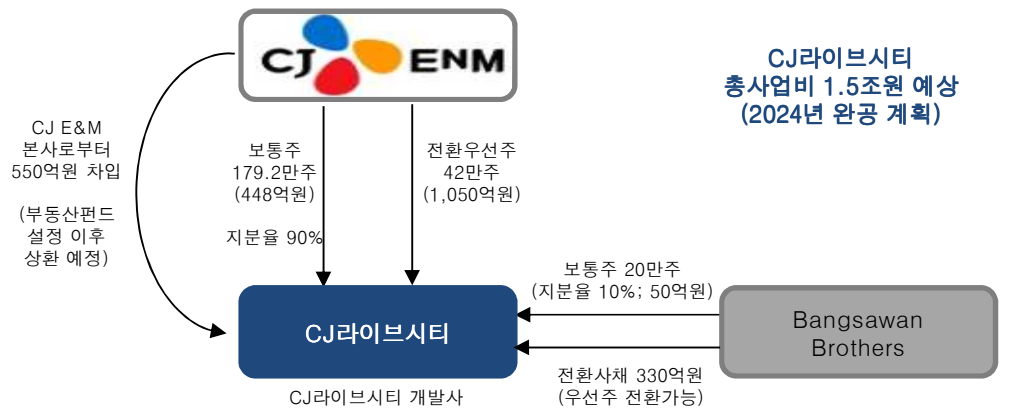
주: 2019년 6월 18일 기준
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] 목표주가 산출방식 (Sum-of-the-parts)

		가치	비고
(A)	영업자산가치	3.03조원	(1) + (2)
	(1) 커머스 가치	1.09조원	커머스 세후영업이익 x Target PER 11배
	2019E 영업이익	1,438억원	
	2019E 세후영업이익	1,090억원	
	커머스 Target PER	10.0x	
	(2) 미디어/콘텐츠 가치	1.94조원	미디어/콘텐츠 세후영업이익 x Target PER 25배
	2019E 영업이익	1,025억원	미디어 1,198억원 + 영화/공연 211억원 + 음악 129억원 - 드래곤 513억원
	2019E 세후영업이익	777억원	
	미디어/콘텐츠 Target PER	25x	
(B)	투자자산가치	3.10조원	(1) + (2) + (3) + (4)
	(1) 스튜디오드래곤 지분가치	1.31조원	지분을 71.3%
	스튜디오드래곤 기업가치	1.84조원	
	스튜디오드래곤 기업가치	1.84조원	6개월 평균시총 x 할인율 25%
	(2) 넷마블 지분가치	1.69조원	지분을 22.09%
	넷마블 기업가치	7.66조원	
	넷마블 기업가치	7.66조원	6개월 평균시총 x 할인율 25%
	(3) 삼성생명 지분가치	0.06조원	지분을 0.5%
	삼성생명 기업가치	12.81조원	
	삼성생명 기업가치	12.81조원	6개월 평균시총 x 할인율 25%
	(4) 지니뮤직 지분가치	0.03조원	지분을 15.35%
	지니뮤직 기업가치	0.20조원	
	지니뮤직 기업가치	0.20조원	6개월 평균시총 x 할인율 25%
(C)	순차입금	665억원	(1) - (2)
	- CJ ENM 별도 순차입금(a)	8,325억원	1Q19 기준
	- CJ 헬로 매각대금(b)	7,660억원	
	- CJ 헬로 매각대금(b)	7,660억원	LG 유플러스 제시 가격 8,000억원 - 예상 세금 340억원
(D)	기업가치	6.06조원	(A) + (B) - (C)
(E)	발행주식수	1,963만주	발행주식수 2,193만주 - 자사주 229만주
	적정주가	309,000원	(D) / (E)
(F)	CJ 라이브시티 추가 투자금액	1.35조원	총사업비 1.5조원 - CJ ENM 출자금 1,498억원
(G)	기업가치 (라이브시티 투자금 차감)	4.71조원	(D) - (F) ; CJ 라이브시티 추가 투자금액을 Sunk Cost 로 간주시
	적정주가 (라이브시티 투자금 차감)	241,000원	(G) / (E)

주: 당사의 기존 목표주가 30.3만원과 신규로 산출된 적정주가 30.9만원간의 괴리율이 2% 미만인 관계로 기존 목표주가 유지
 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 29] CJ 라이브시티 자금조달 구조



자료: CJ 케이벨리

CJ ENM (035760) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	22,600	34,268	42,232	39,493	42,693
매출원가	9,880	19,980	26,150	24,207	26,161
매출충이익	12,720	14,288	16,082	15,286	16,532
판매비	10,475	11,778	12,818	11,923	12,885
영업이익	2,245	2,510	3,265	3,363	3,647
EBITDA	4,691	7,774	11,021	11,675	12,265
영업외손익	-402	-338	-78	392	392
외환관련손익	-1	-24	0	0	0
이자손익	-136	-203	-233	-306	-306
관계기업관련손익	61	-21	477	898	898
기타	-325	-90	-322	-200	-200
법인세비용차감전순이익	1,843	2,173	3,187	3,755	4,039
법인세비용	409	330	1,135	909	977
계속사업순이익	1,434	1,842	2,052	2,846	3,062
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,434	1,842	2,052	2,846	3,062
지배지분순이익	1,309	1,626	1,848	2,694	2,889
포괄순이익	1,419	1,337	3,681	4,475	4,691
지배지분포괄이익	1,305	1,132	3,204	3,871	4,058

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,640	18,066	21,709	27,684	31,902
현금및현금성자산	1,143	4,534	7,728	12,928	16,356
매출채권 및 기타채권	3,725	9,413	8,655	9,351	10,061
재고자산	764	942	911	990	1,070
비유동자산	21,379	49,484	51,486	51,560	52,278
유형자산	8,156	13,982	15,274	15,274	15,274
관계기업등 지분관련자산	957	12,408	12,884	12,958	13,676
기타투자자산	1,925	2,764	2,662	2,662	2,662
자산총계	28,018	67,549	73,195	79,244	84,180
유동부채	7,315	20,218	21,585	22,360	24,800
매입채무 및 기타채무	4,464	9,406	8,872	9,042	10,877
단기차입금	218	6,928	5,114	5,719	6,324
유동성장기부채	1,519	2,009	4,406	4,406	4,406
비유동부채	5,862	13,075	12,189	12,189	12,189
장기차입금	0	2,705	2,703	2,703	2,703
사채	5,110	7,623	5,233	5,233	5,233
부채총계	13,177	33,293	33,775	34,550	36,990
지배지분	10,283	27,632	31,362	35,430	37,926
자본금	311	1,106	1,106	1,106	1,106
자본잉여금	804	22,450	22,454	22,454	22,454
이익잉여금	9,241	10,699	12,317	14,756	17,252
비지배지분	4,558	6,624	8,059	9,264	9,264
자본총계	14,841	34,256	39,420	44,694	47,190
순차입금	4,890	13,842	8,968	4,373	1,550
총차입금	6,861	19,328	18,725	19,330	19,935

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	3,300	5,867	10,514	9,594	11,765
당기순이익	1,434	1,842	2,052	2,846	3,062
감가상각비	1,657	1,802	2,198	2,198	2,198
외환손익	4	37	-26	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-61	21	-477	-898	-898
자산부채의 증감	-944	-815	809	-542	1,107
기타현금흐름	1,209	2,980	5,958	5,990	6,295
투자활동 현금흐름	-2,564	-1,584	-8,517	-8,132	-8,438
투자자산	-548	80	226	180	180
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,832	-2,292	-2,051	-2,198	-2,198
유형자산 감소	9	34	16	0	0
기타현금흐름	-192	595	-6,708	-6,114	-6,420
재무활동 현금흐름	-618	-889	-2,189	288	151
단기차입금	-1,371	1,309	-1,867	605	605
사채 및 장기차입금	928	-106	-2	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-177	-208	-262	-282	-419
기타현금흐름	2	-1,885	-58	-35	-35
연결범위변동 등 기타	-7	-3	3,386	3,451	-49
현금의 증감	111	3,391	3,194	5,200	3,428
기초 현금	1,032	1,143	4,534	7,728	12,928
기말 현금	1,143	4,534	7,728	12,928	16,356
NOPLAT	2,245	2,510	3,265	3,363	3,647
FCF	1,417	4,285	8,616	8,121	10,292

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

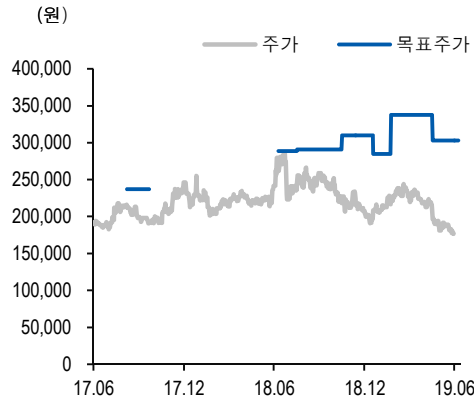
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	21,054	11,514	8,429	12,287	13,173
BPS	170,555	140,757	159,734	180,454	193,168
EBITDAPS	75,472	55,033	50,258	53,240	55,931
SPS	363,607	242,601	192,586	180,093	194,686
DPS	3,000	1,200	1,300	2,000	2,750
PER	9.4	20.0	21.1	14.4	13.5
PBR	1.2	1.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.6	6.6	4.9	4.4	3.9
PSR	0.5	0.9	0.9	1.0	0.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	2.3	51.6	23.2	-6.5	8.1
영업이익 증가율 (%)	25.5	11.8	30.1	3.0	8.5
지배순이익 증가율 (%)	458.6	24.3	13.7	45.8	7.2
매출총이익률 (%)	56.3	41.7	38.1	38.7	38.7
영업이익률 (%)	9.9	7.3	7.7	8.5	8.5
지배순이익률 (%)	5.8	4.7	4.4	6.8	6.8
EBITDA 마진 (%)	20.8	22.7	26.1	29.6	28.7
ROIC	10.7	8.5	6.2	7.4	8.1
ROA	4.7	3.4	2.6	3.5	3.5
ROE	13.5	8.6	6.3	8.1	7.9
부채비율 (%)	88.8	97.2	85.7	77.3	78.4
순차입금/자기자본 (%)	47.6	50.1	28.6	12.3	4.1
영업이익/금융비용 (배)	11.1	7.5	9.2	7.1	7.7

CJ ENM (035760) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-06-25	BUY	303,000	1년		
2019-05-10	BUY	303,000	1년		
2019-02-15	BUY	338,000	1년	-32.79	-27.87
2019-01-10	BUY	285,000	1년	-25.05	-19.93
2018-11-08	BUY	310,000	1년	-31.53	-24.52
2018-08-09	BUY	291,000	1년	-16.27	-8.42
2018-07-02	HOLD	289,000	1년	-13.10	-
2017-08-30	BUY	237,000	1년	-8.07	17.97

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	12.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-06-22

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 등 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.