

CJ ENM (035760)

미디어/엔터



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이광현
02 3770 5733
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	303,000원 (M)
현재주가 (9/23)	171,500원
상승여력	77%

시가총액	37,608억원
총발행주식수	21,929,154주
60일 평균 거래대금	105억원
60일 평균 거래량	63,749주
52주 고	259,000원
52주 저	150,900원
외인지분율	18.12%
주요주주	CJ 외 5 인 42.70%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.9	(3.0)	(33.8)
상대	1.8	8.7	(15.0)
절대(달러환산)	9.4	(5.4)	(38.1)

음악사업 글로벌 IP 증가

2020년 상반기 아이돌 IP 5개 확보

워너원의 활동종료(2018.12.31) 이후, CJ ENM은 2019년 프로듀스 시리즈를 통해 신인 보이그룹 엑스원 론칭. 엑스원의 데뷔앨범(발매일 : 2019.8.27) 초동 판매량은 52만장을 넘겨 역대 최대 데뷔앨범 판매량 경신. 『프로듀스 X101』 투표조작 수사가 진행 중임에도 불구하고, 대표적인 팬덤지표인 음반판매량은 매우 양호한 것으로 확인. 아이즈원의 음반판매량도 2019년 들어 80만장(한국 32만장 + 일본 48만장) 기록 중. 아이즈원은 2019년 9월 25일 3번째 일본 싱글앨범을 발매할 예정에 있어 2019년 한일 합산 음반판매량 100만장 달성 가능. 엑스원과 아이즈원의 2019년 합산 음반 판매량은 추가적인 음반발매가 없더라도 150만장 이상 가능 기대. 이는 워너원의 2018년 한일 합산 음반판매량 244만장 대비 60% 수준. 엑스원과 아이즈원의 2020년 합산 음반판매량은 2018년의 워너원을 무난히 넘어설 것으로 판단

CJ ENM은 2019년 9월 ~ 2020년 1분기 중에 3개의 아이돌 IP를 추가로 만들어낼 예정. 이들 IP는 『프로듀스101 재팬』의 데뷔조인 일본시장향 보이그룹, 『월드클래스』의 데뷔조인 글로벌시장향 보이그룹 TOO(Ten Oriented Orchestra), CJ ENM-빅히트간의 JV(빌리프랩)의 데뷔조인 글로벌시장향 보이그룹 등임. 1)프로듀스101 재팬은 CJ ENM과 일본 요시모토흥업간의 합작 프로젝트로 첫방송(2019.9.25)과 마지막 방송이 일본 지상파 TBS를 통해 방영되며, 나머지 회차는 야후 재팬의 동영상사이트 간오(Gyo)에서 공개 예정. 2)TOO는 엠넷의 신규 프로그램 『월드 클래스』(첫방송 : 2019.10.4)를 통해 론칭하는 보이그룹. 20명의 연습생 중에서 데뷔조로 10명을 선발. 에스엠 출신의 정창환 CJ ENM 프로듀서가 제작에 참여. 3)빌리프랩의 프로젝트는 『월드클래스』 종방 이후, 엠넷의 신규 방송 프로그램을 통해 론칭할 것으로 예상. 이로써, CJ ENM은 2020년 상반기 중으로 5개의 아이돌 IP를 확보하게 될 것

증익 구간 돌입

CJ ENM의 음악사업은 2019년 이후, 아이돌 IP로의 확장효과로 인해 본격적인 증익구간 돌입. 동사의 아이돌 사업은 방송사업과의 시너지효과로 인해 흥행성공률을 비약적으로 높이는 장점 존재. 프로듀스 시리즈의 경우 매시즌 아티스트 계약기간이 길어지고 수익 배분율이 CJ에 유리하게 변화 중. 동사 음악사업부는 자체 제작인력 확충, 서브레이블 증가, 빅히트 협업 외에도 추가적인 제작사 인수를 검토 중에 있어 아이돌 육성, 프로듀싱, 마케팅 역량 강화 기대. 동사는 디지털광고 및 방송콘텐츠 판매 외에도 음악부문에서 역량을 발휘하면서 TV광고회사보단 콘텐츠회사로써의 성격이 커지게 됨. 이는 동사의 Multiple 상향 요인으로 작용

Quarterly earning Forecasts

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	12,192	13.0	-3.3	11,557	5.5
영업이익	859	12.2	-11.3	864	-0.6
세전계속사업이익	931	28.3	-1.5	890	4.7
지배순이익	531	26.5	-16.0	637	-16.7
영업이익률 (%)	7.0	-0.1 %pt	-0.7 %pt	7.5	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	4.4	+0.5 %pt	-0.6 %pt	5.5	-1.1 %pt

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	2017A	2018A	2019F	2020F
결산 (12월)				
매출액	22,600	34,268	49,089	40,798
영업이익	2,245	2,510	3,649	3,542
지배순이익	1,309	1,626	2,113	2,700
PER	9.4	20.0	17.4	13.6
PBR	1.2	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.6	6.6	5.0	5.2
ROE	13.5	8.6	7.4	8.7

[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	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	12,604	12,192	13,245	39,734	43,753	49,089	40,798
- 미디어	2,786	3,231	3,097	3,505	3,325	3,619	4,068	4,512	3,800	4,264	4,695	5,173	12,619	15,524	17,932	20,047
- 커머스	2,856	3,000	2,762	3,314	2,909	3,075	2,950	4,024	3,241	3,576	3,224	3,729	11,933	12,957	13,770	14,767
- 영화	611	461	565	615	800	360	450	523	1,041	678	786	684	2,252	2,132	3,189	2,331
- 음악	474	471	663	698	562	665	582	526	521	1,538	522	691	2,307	2,335	3,272	3,653
- CJ 헬로	2,603	2,612	2,638	2,769	2,721	2,772	2,914	2,399	2,446	2,549	2,965	2,967	10,623	10,806	10,927	-
매출원가	5,161	5,399	5,667	6,386	6,256	6,390	6,907	7,259	6,827	7,994	7,593	8,271	22,613	26,812	30,684	24,962
판관비	3,400	3,494	3,439	3,911	3,162	3,308	3,291	4,029	3,300	3,642	3,740	4,074	14,244	13,791	14,756	12,295
영업이익	769	883	619	605	899	792	765	694	921	968	859	901	2,876	3,150	3,649	3,542
- 미디어	201	240	92	86	246	292	372	205	137	365	287	330	618	1,115	1,120	1,660
- 커머스	359	456	307	395	423	339	178	302	420	360	293	376	1,516	1,244	1,448	1,558
- 영화	9	-23	-33	-58	72	-39	-23	-19	188	100	77	0	-104	-9	365	50
- 음악	24	20	68	6	27	42	33	9	46	49	42	28	118	111	164	274
- CJ 헬로	176	191	185	176	131	157	205	196	131	94	160	167	729	689	553	-
OPM	8%	9%	6%	6%	9%	8%	7%	6%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	9%
- 미디어	7%	7%	3%	2%	7%	8%	9%	5%	4%	9%	6%	6%	5%	7%	6%	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%	15%	10%	0%	-5%	0%	11%	2%
- 음악	5%	4%	10%	1%	5%	6%	6%	2%	9%	3%	8%	4%	5%	5%	5%	8%
- CJ 헬로	7%	7%	7%	6%	5%	6%	7%	8%	5%	4%	0%	0%	7%	6%	5%	-
순이익 (지배주주)	620	4,375	374	225	918	725	420	373	425	632	531	525	5,594	2,436	2,113	2,700
NIM	7%	45%	4%	2%	9%	8%	5%	3%	4%	5%	4%	4%	14%	6%	4%	7%

주: 2019년 넷마블 순이익 가정은 컨센서스 수치(2,387억원)를 사용함. CJ 헬로는 1Q20부터 동사 실적에서 제외(LG 유플러스향 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	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	4,264	4,695	5,173	12,619	15,524	17,932	20,047
- 광고	1,083	1,288	1,174	1,412	1,197	1,419	1,453	1,582	1,398	1,723	1,642	1,788	4,957	5,651	6,550	7,009
- 수신료	489	493	512	543	501	501	496	586	530	527	521	615	2,038	2,084	2,193	2,193
- 기타	1,214	1,450	1,410	1,550	1,627	1,698	2,120	2,344	1,872	2,015	2,532	2,770	5,624	7,790	9,189	10,845
미디어 매출액(YoY)	27%	24%	18%	-2%	19%	12%	31%	29%	14%	18%	15%	15%	24%	23%	16%	12%
- 광고	-1%	-3%	6%	4%	11%	10%	24%	12%	17%	21%	13%	13%	5%	14%	16%	7%
- 수신료	4%	5%	10%	-3%	2%	2%	-3%	8%	6%	5%	5%	5%	-1%	2%	5%	0%
- 기타	87%	73%	34%	-6%	34%	17%	50%	51%	15%	19%	19%	18%	82%	39%	18%	18%
미디어 영업이익	201	240	92	86	246	292	372	205	137	365	287	330	618	1,115	1,120	1,660
미디어 기타매출	1,214	1,450	1,410	1,550	1,627	1,698	2,120	2,344	1,872	2,015	2,532	2,770	5,624	7,790	9,189	10,845
- 콘텐츠판매	631	537	553	603	774	539	880	770	848	926	-	-	2,324	2,963	-	-
(드래곤)	365	263	233	257	321	288	634	378	562	603	-	-	1,118	1,621	-	-
(예능/자체드라마)	266	274	320	346	453	251	246	392	286	323	-	-	1,206	1,342	-	-
- 기타	583	913	857	947	853	1,159	1,240	1,574	1,024	1,089	-	-	3,300	4,827	-	-
(디지털광고)	285	377	355	349	392	521	545	609	547	690	-	-	1,366	2,068	-	-
(해외/기타매출)	297	535	502	598	461	638	695	965	477	399	-	-	1,933	2,759	-	-
드래곤 실적																
매출액	753	621	775	719	799	743	1,237	1,017	1,118	1,282	1,115	1,231	2,868	3,796	4,746	5,583
영업이익	140	89	66	35	107	73	215	4	110	108	114	114	330	399	447	720
미디어 실적(드래곤 제외)																
매출액	2,033	2,610	2,322	2,786	2,527	2,876	2,831	3,494	2,682	2,982	3,580	3,942	9,751	11,728	13,185	14,464
영업이익	61	151	25	51	139	219	157	201	27	257	173	216	288	716	673	939

자료: 유안타증권 리서치센터

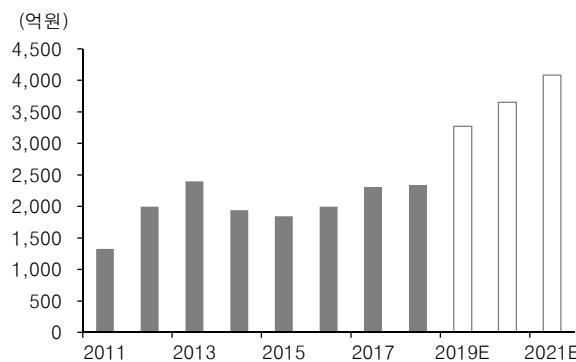
[표 3] 음악부문 실적 Breakdown 및 전망

(단위: 억원)

	2017년				2018년				2019년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019E	2020E	2021E
음악 매출액	474	471	663	698	562	665	582	526	521	1,538	522	691	2,335	3,272	3,653	4,080
- 음반/음원	187	159	288	287	282	290	230	329	216	281	304	273	1,131	1,074	1,235	1,420
- 콘서트	69	76	63	109	31	101	80	78	204	1,111	95	295	290	1,705	1,875	2,063
- 기타	218	236	312	302	249	274	272	119	101	146	123	123	914	493	543	597
음악 매출액(YoY)	6%	0%	43%	14%	18%	41%	-12%	-25%	-7%	131%	-10%	32%	1%	40%	12%	12%
- 음반/음원	-	-	-	-	51%	82%	-20%	15%	-23%	-3%	32%	-17%	23%	-5%	15%	15%
- 콘서트	-	-	-	-	-55%	33%	27%	-28%	558%	1000%	19%	278%	-9%	488%	10%	10%
- 기타	-	-	-	-	14%	16%	-13%	-61%	-59%	-47%	-55%	4%	-15%	-46%	10%	10%
음악 영업이익	24	20	68	6	27	42	33	9	46	49	42	28	111	164	274	408
OPM	5%	4%	10%	1%	5%	6%	2%	9%	3%	8%	4%	5%	5%	5%	8%	10%

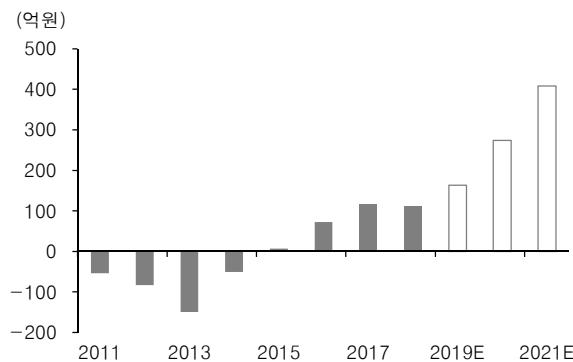
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] CJ ENM 음악부문 매출액 추이 및 전망



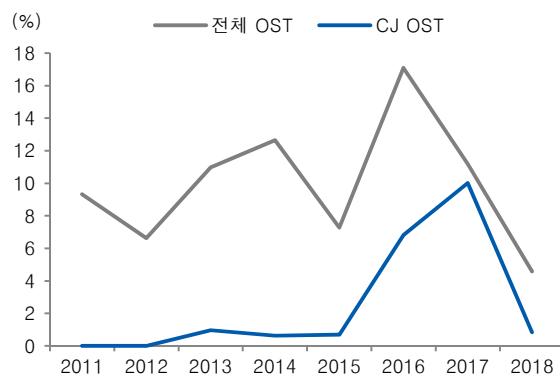
자료: CJ ENM

[그림 2] CJ ENM 음악부문 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ ENM

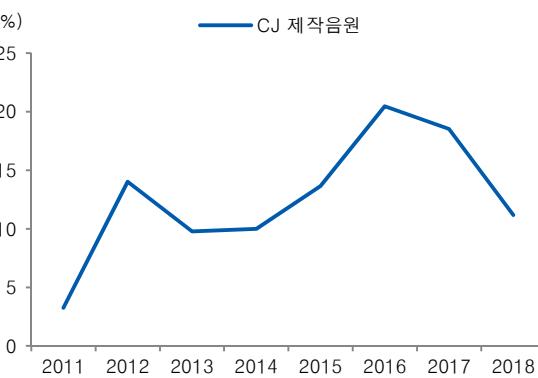
[그림 3] 국내 음원시장 내 OST 점유율 추이



주: 연도별 Top 100 음원 기준

자료: 가온차트, 유안타증권 리서치센터

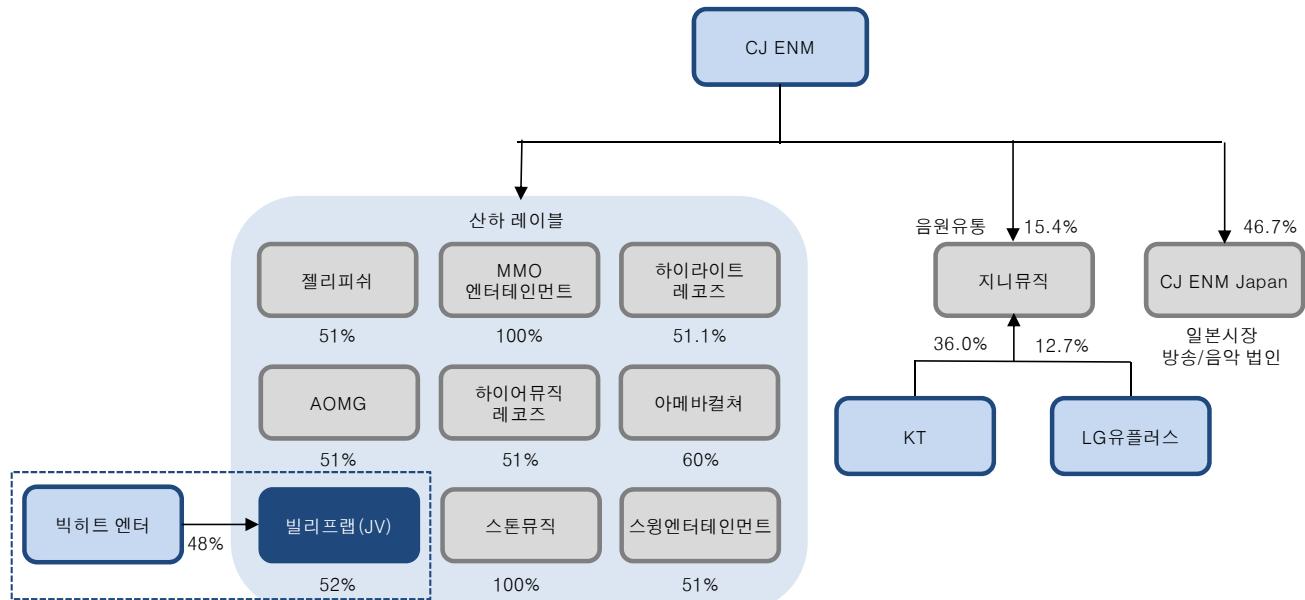
[그림 4] 국내 음원시장 내 CJ 제작음원 점유율 추이



주: 연도별 Top 100 음원 기준

자료: 가온차트, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] CJ ENM, 음악부문 레이블 및 협력사 지분구조



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] CJ ENM, 주요 산하 음악레이블 실적 추이

(단위: 억원)

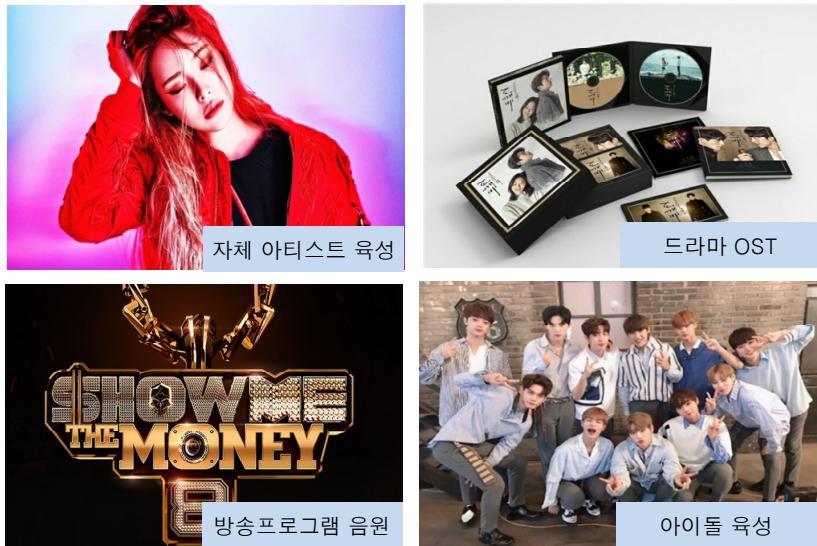
	레이블	지분율	주요 아티스트	2014	2015	2016	2017	2018*	1Q19	2Q19
매출액	MMO 엔터테인먼트	100%	손호영, 김필, 프로미스나인, 아이즈원	8	12	18	37	82	41	22
	하이라이트레코즈	51%	팔로알토, 허클베리피, 레디	-	-	12	14	9	3	3
	AOMG	51%	사이먼 도미닉, 그레이, 로꼬, 우원재	5	67	92	93	30	30	31
	Jelly Fish	51%	구구단, 베리베리, 빅스			105	109	39	39	41
	하이어뮤직 레코즈	51%	식 케이, pH-1, G.Soul, 우디고차일드			7	27	8	11	
	아메비컬쳐	60%	다이나믹 듀오, 리듬파워, 프라이머리			59	57	13	20	
	스톤뮤직	100%	-			0	0	0	0	
	스윙엔터테인먼트	51%	워너원, X1, 김재환				192	76	30	
	빌리프랩	52%	빌리프랩(JV) - 2020년 보이그룹 룬칭				-	-	-	-
순이익	MMO 엔터테인먼트			0	0	0	3	7	8	7
	하이라이트레코즈			-	-1	0	1	1	-1	0
	AOMG			2	8	7	8	2	2	3
	Jelly Fish					13	-15	-15	-8	-5
	하이어뮤직 레코즈					-3	3	3	-1	2
	아메비컬쳐					-3	3	3	-2	4
	스톤뮤직					0	0	0	0	0
	스윙엔터테인먼트					34	10	10	-6	
	빌리프랩					-3	-2	-2	-4	

주: 2018년 실적은 1분기, 3분기, 4분기의 합산 기준. 2Q18 실적은 공시되어 있지 않음

MMO 엔터테인먼트 산하 레이블인 오프더레코드 엔터테인먼트에 프로미스나인과 아이즈원이 소속되어 있음. 오프더레코드 엔터테인먼트는 별도 법인이 아님

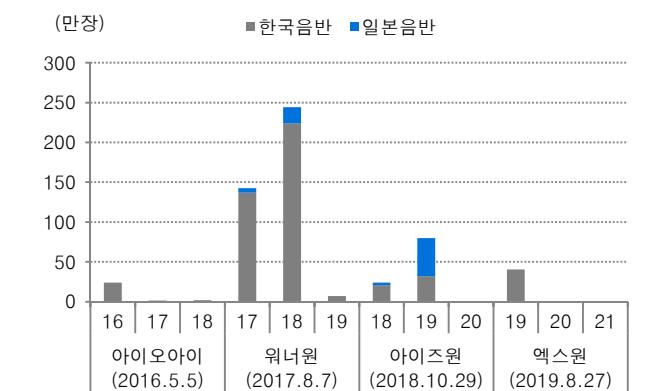
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] CJ ENM 음악부문, 자체 IP 확보를 통한 외형성장 및 수익성 확보에 주력



자료: 유인티증권 리서치센터

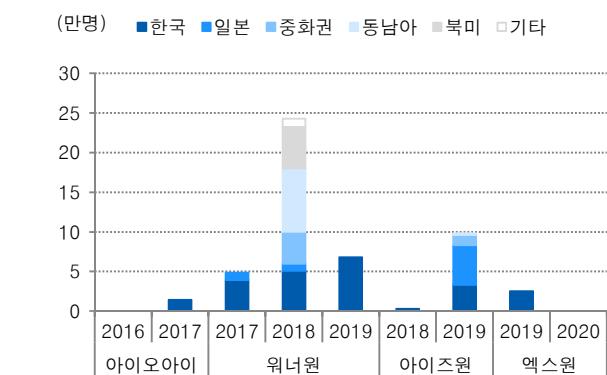
[그림 7] 프로듀스 시리즈 데뷔그룹 음반판매 성적



주: 괄호의 날짜는 그룹별 데뷔일. 2019년 음반판매량은 2019년 8월 누적 기준.

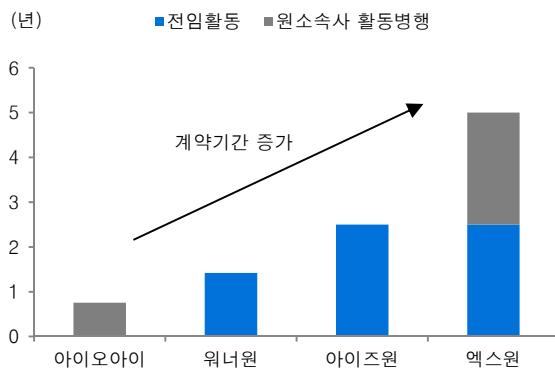
자료: 유인티증권 리서치센터

[그림 8] 프로듀스 시리즈 데뷔그룹 콘서트 모객수 (공연장 Capa 기준)



자료: 유인티증권 리서치센터

[그림 9] 프로듀스 시리즈 아이돌그룹 계약기간



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 글로벌 IP (2) - 엑스원



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 글로벌 IP (3) - TOO(Ten Oriented Orchestra) - 보이그룹



주: 보이그룹 TOO 선발 프로그램인 「월드클래스」에 참가한 연습생 20 명임
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 글로벌 IP (1) - 아이즈원



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 일본시장 타겟 IP - 프로듀스 101 재팬 데뷔조 (보이그룹)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 글로벌 IP(4) - 빌리프랩 데뷔조 (보이그룹)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] 2018 BTS WORLD TOUR : LOVE YOURSELF 일정

날짜	지역	공연도시	공연장	공연장 수용인원(명)
2018-08-25	한국	서울	서울올림픽 주경기장	70,000
2018-08-26		서울	서울올림픽 주경기장	70,000
2018-09-05	북미	로스엔젤레스	스테이플스 센터	21,000
2018-09-06		로스엔젤레스	스테이플스 센터	21,000
2018-09-08		로스엔젤레스	스테이플스 센터	21,000
2018-09-09		로스엔젤레스	스테이플스 센터	21,000
2018-09-12		오클랜드	오라클 아레나	20,000
2018-09-15		포트워스	포트워스 컨벤션 센터	13,500
2018-09-16		포트워스	포트워스 컨벤션 센터	13,500
2018-09-20		해밀턴	퍼스트온타리오 센터	17,000
2018-09-21		해밀턴	퍼스트온타리오 센터	17,000
2018-09-23		해밀턴	퍼스트온타리오 센터	17,000
2018-09-28		뉴욕	푸르덴셜 센터	19,500
2018-09-29		뉴욕	푸르덴셜 센터	19,500
3Q18 소계				361,000
2018-10-02	북미	시카고	유나이티드 센터	23,500
2018-10-03		시카고	유나이티드 센터	23,500
2018-10-06		뉴욕	시티필드 (스타디움)	42,000
2018-10-09	유럽	런던	O2 아레나	20,000
2018-10-10		런던	O2 아레나	20,000
2018-10-13		암스테르담	지고 둠	17,000
2018-10-16		베를린	메르세데스 벤츠 아레나	12,000
2018-10-17		베를린	메르세데스 벤츠 아레나	12,000
2018-10-19		파리	아코호텔 아레나	20,300
2018-10-20		파리	아코호텔 아레나	20,300
2018-11-13	일본	도쿄	도쿄 둠	55,000
2018-11-14		도쿄	도쿄 둠	55,000
2018-11-21		오사카	오사카 교세라 둠	36,000
2018-11-22		오사카	오사카 교세라 둠	36,000
2018-11-24		오사카	오사카 교세라 둠	36,000
4Q18 소계				428,600
2019-01-12	일본	나고야	나고야 둠	40,000
2019-01-13		나고야	나고야 둠	40,000
2019-01-19	중화권	싱가포르	Singapore National Stadium	55,000
2019-02-16		후쿠오카	후쿠오카 야후오쿠 둠	38,000
2019-02-17		후쿠오카	후쿠오카 야후오쿠 둠	38,000
2019-03-20		홍콩	AsiaWorld Expo - Arena (Hall 1)	14,000
2019-03-21		홍콩	AsiaWorld Expo - Arena (Hall 1)	14,000
2019-03-23		홍콩	AsiaWorld Expo - Arena (Hall 1)	14,000
2019-03-24		홍콩	AsiaWorld Expo - Arena (Hall 1)	14,000
1Q19 소계				267,000
2019-04-06	동남아	방콕	Rajamangala National Stadium	49,722
2019-04-07		방콕	Rajamangala National Stadium	49,722
2Q19 소계				99,444
총계				1,160,164

주: CJ ENM은 2019년 빅히트와 BTS 해외콘서트(일본을 제외한 글로벌 콘서트) 대행계약 체결. 파란색 음영은 CJ ENM이 2019년에 대행한 콘서트
자료: 유인티증권 리서치센터

[표 6] 2019 BTS WORLD TOUR : LOVE YOURSELF : SPEAK YOURSELF 일정

날짜	지역	공연도시	공연장	공연장 수용인원(명)
2019-05-04	북미	로스엔젤레스	로즈볼 스타디움	90,888
2019-05-05		로스엔젤레스	로즈볼 스타디움	90,888
2019-05-11		시카고	솔저필드	61,500
2019-05-12		시카고	솔저필드	61,500
2019-05-18		뉴저지	메트라이프 스타디움	82,500
2019-05-19		뉴저지	메트라이프 스타디움	82,500
2019-05-25		상파울루	ALLIANZ PARQUE	55,000
2019-05-26		상파울루	ALLIANZ PARQUE	55,000
2019-06-01		런던	웸블리 스타디움	90,000
2019-06-02		런던	웸블리 스타디움	90,000
2019-06-07	유럽	파리	스타드 드 프랑스	80,000
2019-06-08		파리	스타드 드 프랑스	80,000
2Q19 소계				919,776
2019-07-06	일본	오사카	나가이육상경기장	47,000
2019-07-07		오사카	나가이육상경기장	47,000
2019-07-13		시즈오카	시즈오카 스타디움	50,889
2019-07-14		시즈오카	시즈오카 스타디움	50,889
3Q19 소계				195,778
2019-10-11	기타	사우디아라비아	킹 파드 국제경기장	68,752
2019-10-26		서울	올림픽경기장	66,000
2019-10-27		서울	올림픽경기장	66,000
2019-10-29		서울	올림픽경기장	66,000
4Q19 소계				266,752
총계				1,382,306

주: CJ ENM은 2019년 빅히트와 BTS 해외콘서트(일본을 제외한 글로벌 콘서트) 대행계약 체결. 파란색 음영은 CJ ENM이 2019년에 대행한 콘서트
자료: 유인티증권 리서치센터

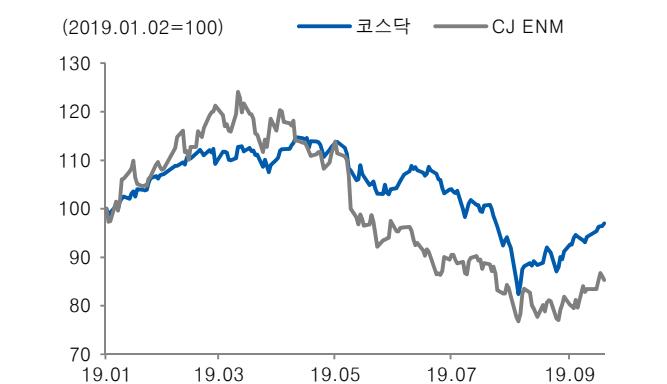
Valuation

[표 7] 목표주가 산출방식 (Sum-of-the-parts)

		가치	비고
(A)	영업자산가치	3.38조원	(1) + (2)
	(1) 커머스 가치 2019E 영업이익 2019E 세후영업이익 커머스 Target PER	1.10조원 1,448억원 1,098억원 10.0x	커머스 세후영업이익 x Target PER 11배
	(2) 미디어/콘텐츠 가치 2019E 영업이익 2019E 세후영업이익 미디어/콘텐츠 Target PER	2.28조원 1,202억원 911억원 25x	미디어/콘텐츠 세후영업이익 x Target PER 25배 미디어 1,120억원 + 영화/공연 365억원 + 음악 164억원 - 드래곤 447억원
(B)	투자자산가치	2.74조원	(1) + (2) + (3) + (4)
	(1) 스튜디오드래곤 지분가치 스튜디오드래곤 기업가치	1.11조원 1.55조원	지분율 71.3% 6개월 평균시총 x 할인율 25%
	(2) 넷마블 지분가치 넷마블 기업가치	1.55조원 7.02조원	지분율 22.09% 6개월 평균시총 x 할인율 25%
	(3) 삼성생명 지분가치 삼성생명 기업가치	0.06조원 11.79조원	지분율 0.5% 6개월 평균시총 x 할인율 25%
	(4) 지니뮤직 지분가치 지니뮤직 기업가치	0.03조원 0.17조원	지분율 15.35% 6개월 평균시총 x 할인율 25%
(C)	순차입금	2,229억원	(a) - (b)
	- CJ ENM 별도 순차입금(a) - CJ 헬로 매각대금(b)	9,889억원 7,660억원	2Q19 기준 LG 유플러스 제시 가격 8,000억원 - 예상 세금 340억원
(D)	기업가치	5.90조원	(A) + (B) - (C)
(E)	발행주식수	1,963만주	발행주식수 2,193만주 - 자사주 229만주
	적정주가	301,000원	(D) / (E)
(F)	CJ 라이브시티 추가 투자금액	1.35조원	총사업비 1.5조원 - CJ ENM 출자금 1,498억원
(G)	기업가치 (라이브시티 투자금 차감)	4.55조원	(D) - (F) : CJ 라이브시티 추가 투자금액을 Sunk Cost로 간주
	적정주가 (라이브시티 투자금 차감)	232,000원	(G) / (E)

주: 당사의 기준 목표주가 30.3만원과 신규로 산출된 적정주가 30.1만원간의 고리율이 0.6%로 크지 않은 관계로 기존 목표주가 유지
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 15] CJ ENM 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 16] CJ ENM 연결/지분법 주요 자회사 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[참고자료 : 빅히트 및 플레디스 실적]

[표 8] 빅히트엔터테인먼트 실적 추이 (참고용)

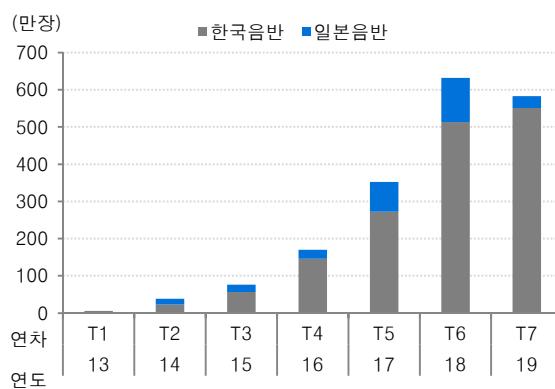
(단위: 억원)

	2016년	2017년	2018년	1H19
방탄소년단 연차	3~4년차	4~5년차	5~6년차	6년차
매출액	352	924	2,142	1,988
- 제품매출	203	464	-	-
- 공연수익	50	152	-	-
- 출연료수익	22	93	-	-
- 광고모델수익	13	62	-	-
- 로열티수익	64	153	-	-
- 기타	0	0	-	-
매출총이익	147	418	819	-
GPM	42%	45%	38%	-
영업이익	104	325	641	393
OPM	29%	35%	30%	20%
순이익	90	246	502	102
NIM	26%	27%	23%	5%

주: 방탄소년단의 데뷔일은 2013년 6월 13일임

자료: 유인타증권 리서치센터

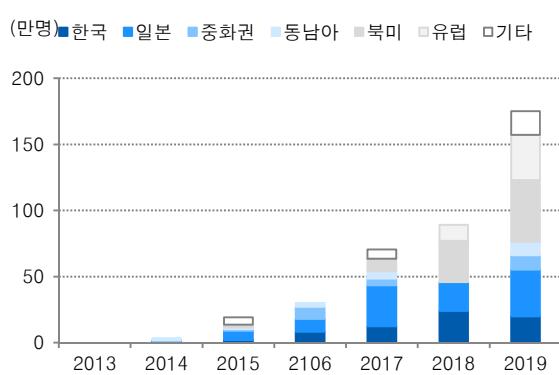
[그림 17] 방탄소년단 음반 판매량 추이



주: 2019년은 8월 누적 기준

자료: 유인타증권 리서치센터

[그림 18] 방탄소년단 글로벌 콘서트 추이



주: 2019년 콘서트는 9월 23일 기준 확정 일정 기준

자료: 유인타증권 리서치센터

[표 9] 플레이드스엔터테인먼트 실적 추이 (참고용)

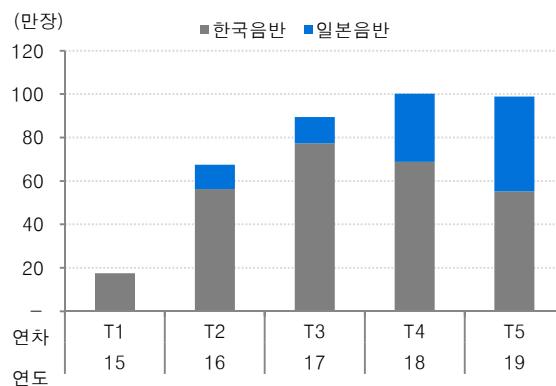
(단위: 억원)

세븐틴 연차	2017년	2018년
	2~3년차	3~4년차
매출액	270	494
- 음반매출	62	100
- 음원매출	43	57
- MD 매출	36	72
- 콘서트	20	74
- 광고모델	26	42
- 행사출연	13	13
- 방송출연	5	26
- 드라마출연	3	12
- 로열티	17	64
- 기타매출	45	34
매출총이익	45	204
GPM	17%	41%
영업이익	-3	135
OPM	-1%	27%
당기순이익	-11	117
NIM	-4%	24%

주: 세븐틴의 데뷔일은 2015년 5월 26일임

자료: 유안타증권 리서치센터

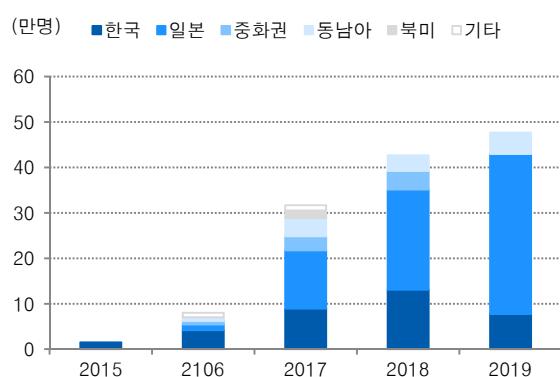
[그림 19] 세븐틴 음반 판매량 추이



주: 2019년은 8월 누적 기준

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 세븐틴 글로벌 콘서트 추이



주: 2019년 콘서트는 9월 23일 기준 확정 일정 기준

자료: 유안타증권 리서치센터

CJ ENM (035760) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
결산 (12월)					
매출액	22,600	34,268	49,089	40,798	44,328
매출원가	9,880	19,980	30,684	24,962	27,048
매출총이익	12,720	14,288	18,405	15,836	17,280
판관비	10,475	11,778	14,756	12,295	13,322
영업이익	2,245	2,510	3,649	3,542	3,958
EBITDA	4,691	7,774	11,872	10,818	25,115
영업외순익	-402	-338	-114	243	243
외환관련손익	-1	-24	0	0	0
이자순익	-136	-203	-154	-306	-306
관계기업관련손익	61	-21	506	749	749
기타	-325	-90	-465	-200	-200
법인세비용차감전순손익	1,843	2,173	3,536	3,784	4,200
법인세비용	409	330	1,178	916	1,016
계속사업순손익	1,434	1,842	2,358	2,868	3,184
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,434	1,842	2,358	2,868	3,184
지배지분순이익	1,309	1,626	2,113	2,700	2,990
포괄순이익	1,419	1,337	2,687	2,763	3,079
지배지분포괄이익	1,305	1,132	2,478	2,533	2,822

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
결산 (12월)					
유동자산	6,640	18,066	22,288	23,392	44,469
현금및현금성자산	1,143	4,534	5,327	8,109	28,319
매출채권 및 기타채권	3,725	9,413	11,110	9,575	10,362
재고자산	764	942	1,063	920	1,000
비유동자산	21,379	49,484	52,588	52,662	34,159
유형자산	8,156	13,982	15,443	15,443	1,562
관계기업등 지분관련자산	957	12,408	12,884	12,958	13,526
기타투자자산	1,925	2,764	2,720	2,720	2,720
자산총계	28,018	67,549	74,877	76,054	78,628
유동부채	7,315	20,218	24,735	23,058	23,005
매입채무 및 기타채무	4,464	9,406	9,807	9,539	10,897
단기차입금	218	6,928	7,796	6,385	4,975
유동성장기부채	1,519	2,009	4,406	4,406	4,406
비유동부채	5,862	13,075	13,239	13,239	13,239
장기차입금	0	2,705	2,989	2,989	2,989
사채	5,110	7,623	5,594	5,594	5,594
부채총계	13,177	33,293	37,974	36,297	36,244
지배지분	10,283	27,632	29,838	32,158	34,785
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	12,573	14,998	17,625
비지배지분	4,558	6,624	7,064	7,599	7,599
자본총계	14,841	34,256	36,902	39,757	42,384
순차입금	4,890	13,842	15,017	10,826	-10,795
총차입금	6,861	19,328	22,176	20,766	19,356

현금흐름표	(단위: 억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
결산 (12월)					
영업활동 현금흐름	3,300	5,867	8,718	11,098	24,375
당기순이익	1,434	1,842	2,358	2,868	3,184
감가상각비	1,657	1,802	2,114	2,086	15,967
외환손익	4	37	-42	0	0
증속,관계기업관련손익	-61	21	-506	-749	-749
자산부채의 증감	-944	-815	-2,137	1,520	600
기타현금흐름	1,209	2,980	6,930	5,372	5,372
투자활동 현금흐름	-2,564	-1,584	-8,686	-7,097	-1,906
투자자산	-548	80	-143	180	180
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,832	-2,292	-1,916	-2,086	-2,086
유형자산 감소	9	34	2	0	0
기타현금흐름	-192	595	-6,630	-5,190	0
재무활동 현금흐름	-618	-889	1,032	-1,801	-1,889
단기차입금	-1,371	1,309	825	-1,410	-1,410
사채 및 장기차입금	928	-106	580	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-177	-208	-289	-328	-417
기타현금흐름	2	-1,885	-84	-62	-62
연결범위변동 등 기타	-7	-3	-270	580	-369
현금의 증감	111	3,391	793	2,781	20,210
기초 현금	1,032	1,143	4,534	5,327	8,109
기말 현금	1,143	4,534	5,327	8,109	28,319
NOPLAT	2,245	2,510	3,649	3,542	3,958
FCF	1,417	4,285	6,604	9,395	22,672

자료: 유안타증권

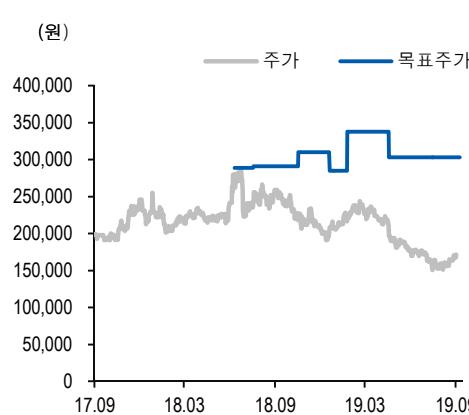
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 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, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
결산 (12월)					
EPS	21,054	11,514	9,637	12,311	13,636
BPS	170,555	140,757	151,974	163,788	177,168
EBITDAPS	75,472	55,033	54,137	49,334	114,529
SPS	363,607	242,601	223,855	186,045	202,141
DPS	3,000	1,200	1,400	1,850	2,050
PER	9.4	20.0	17.4	13.6	12.3
PBR	1.2	1.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.6	6.6	5.0	5.2	1.4
PSR	0.5	0.9	0.7	0.9	0.8
재무비율	(단위: 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	2.3	51.6	43.3	-16.9	8.7
영업이익 증가율 (%)	25.5	11.8	45.4	-3.0	11.7
지배순이익 증가율 (%)	458.6	24.3	29.9	27.7	10.8
매출총이익률 (%)	56.3	41.7	37.5	38.8	39.0
영업이익률 (%)	9.9	7.3	7.4	8.7	8.9
지배순이익률 (%)	5.8	4.7	4.3	6.6	6.7
EBITDA 마진 (%)	20.8	22.7	24.2	26.5	56.7
ROIC	10.7	8.5	6.9	7.3	11.4
ROA	4.7	3.4	3.0	3.6	3.9
ROE	13.5	8.6	7.4	8.7	8.9
부채비율 (%)	88.8	97.2	102.9	91.3	85.5
순차입금/자기자본 (%)	47.6	50.1	50.3	33.7	-31.0
영업이익/금융비용 (배)	11.1	7.5	15.4	7.5	8.4

CJ ENM (035760) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율
			평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-24	BUY	303,000	1년	
2019-05-10	BUY	303,000	1년	
2019-02-15	BUY	338,000	1년	-32.79
2019-01-10	BUY	285,000	1년	-25.05
2018-11-08	BUY	310,000	1년	-31.53
2018-08-09	BUY	291,000	1년	-16.27
2018-07-02	HOLD	289,000	1년	-13.10
담당자변경				-
2017-08-30	BUY	237,000	1년	-8.06
				17.97

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-21

※해외 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 동 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.