

# 미디어

## (비중확대/Maintain)

### CJ오쇼핑-CJ E&M 합병: 합산 가치에 긍정적

#### 합병이 합산 기업가치를 증가시킬 것, 긍정적 시각 제시

합병 법인의 핵심 성장 키워드를 여전히 '콘텐츠 활용'으로 보는 입장에서, 긍정적인 변수(안정적인 제작 구조 지속, 신규 콘텐츠 BM)가 부정적인 변수(수급 이탈 및 성장성 희석 가능성)를 능가한다고 판단한다. 한편 안전 장치 2가지(CJ E&M 주식매수청구권과 자회사 지분 가치)에 힘입어 양사 주가의 하방은 경직될 가능성이 높다. 합병 전까지 각 사 가치는 합병 비율(오쇼핑 1: E&M 0.41)에 연동될 것이며 따라서 두 종목 간 차별성은 사라진다. 양사 합산된 변수의 방향성만이 고려 대상이 된다.

#### 콘텐츠 투자 여력 증가 → 기존 제작 구조 안정화 가장 긍정적

긍정 포인트 1) 재무 효율성 도모가 가능하다. 홈쇼핑 사업은 안정적인 이익 창출에도 불구하고 신규 투자는 제한적인 특성을 보인다('+' 현금 흐름). 또한 CJ오쇼핑은 전일(1/17)부로 M&A 조회 공시 상태인 CJ헬로 지분(53.9%) 등 보유 자산 가치도 높다. 이는 고성장기에 접어든 CJ E&M의 향후 콘텐츠/플랫폼 투자 증액(스튜디오드래곤 포함)과 재무적인 조화를 이룰 것이다.

디지털 광고 매체의 고성장을 고려하더라도, 내수 광고 시장만으로는 늘어나는 콘텐츠 투자액을 감당하기에 버거운 것이 사실이다. CJ E&M의 기존 사업구조 상 전사 매출액의 63%(당사 추정, 콘텐츠 판매 제외 미디어 매출액 기준)에 달하는 금액이 광고 시장과 깊이 관련되어 있다. 이 때문에 '급증하는 콘텐츠 비용'과 '저성장하는 광고 시장' 사이의 불균형은 잠재적인 부담 요인이었다.

따라서 동 합병을 통해 글로벌 플랫폼용 콘텐츠 제작을 위한 자원 마련이 보다 용이해졌다고 해석한다. 여전히 합병법인의 가장 큰 성장 포인트는 '동영상 콘텐츠의 글로벌 판매'로 보는 바, 판권 레버리지에 필수적인 CJ E&M과 스튜디오드래곤 제작 구조의 안정화 측면을 가장 긍정적으로 본다.

#### 신규 콘텐츠-커머스 BM은 장기적인 기대 요인

긍정 포인트 2) 미디어 콘텐츠가 새로운 BM을 얻으며 활용도가 높아질 수 있다. TV 기반 콘텐츠의 주력 BM은 성공적으로 이행 중이다(방송 광고 → 콘텐츠 판매/디지털 광고). 이러한 상황에서 모바일/웹 콘텐츠의 메인 BM(디지털 광고)에도 향후 추가 성장의 방향성이 제시된 점이 긍정적이다. 기존의 미디어 사업모델(광고/콘텐츠판매 양 부문)에 더해진, 신규 콘텐츠 커머스 BM은 당장의 가시성은 약한 것이 사실이다. 그러나 영향력이 늘어나는 중국의 '왕홍', 국내외 인플루언서 마케팅 등을 참고한다면 '높은 콘텐츠 경쟁력'과 '구매 고객 기반'의 결합은 국내에서도 가능성 있다.

#### 성장성 희석, 수급 이탈 등은 부정적인 변수이지만

부정적 측면: 사업 성장성 희석으로 비춰져 수급 일부가 탄력도 높은 대체 종목(스튜디오드래곤, 제이콘텐트리 등)으로 이탈할 수 있다. 기존 주주(CJ E&M)의 투자 논리가 디지털 플랫폼/콘텐츠 판권 판매에 있다고 보면 영화/방송광고 뿐만 아니라 커머스 부문까지 안게 된 상황이 부정적일 수 있다.

#### 주가는 하방 경직성이 나타날 여지가 크다

그러나 CJ E&M의 주식매수청구 가격과, 자회사 가치가 하방을 제한할 것이다. 1) 주식매수청구 예정 가격은 93,153원이다. 전일 종가 대비 -4.9% 수준에 불과하다. 또한 2) CJ E&M의 상장 자회사 가치만으로 현 시가총액(3.80조원) 이상이 설명 가능하다. 전일 종가 기준 넷마블(3.15조원)과 스튜디오드래곤 지분 가치(1.49조원, 각각 지분을 적용, 할인은 미적용) 합산치는 4.64조원이다.

### 합병 개요

전일(1/17) CJ E&M과 CJ오쇼핑의 합병이 결정됐다. CJ오쇼핑이 존속 법인이어서 CJ E&M을 흡수 합병한다. 공시된 예정 일자 기준, 6/29 주주총회를 거쳐 8/1을 합병기일로 하며 신주는 8/22에 상장된다. 합병 비율은 1:0.4104로 산정됐다. CJ E&M(3.80조원, 9.8만원)과 CJ오쇼핑(1.58조원, 25.5만원) 각각의 전일 종가 기준으로는 CJ E&M 주가에 +6.7%의 상대 상승 여력이 존재하는 셈(CJ오쇼핑은 -6.3%)이다.

### 합병 효과 및 사업 목표

사측은 미디어-커머스 융복합 기업으로 도약하기 위함이 합병의 가장 큰 목적이라 밝혔다. 기대되는 효과는 1) 미디어 솔루션/콘텐츠 제작 역량(CJ E&M)과 상품 기획력/구매 고객 기반(CJ오쇼핑) 결합으로 인한 전반적인 고객 접점 증가, 2) 거점이 확보된 중국/베트남/터키 등에서의 신규 사업 개척(K-콘텐츠 활용 커머스), 3) 이로 인한 미디어-커머스 융합 소비의 생활화로 볼 수 있다.

합병 법인의 2018년 영업 가이드스로는 매출액 4.4조원, 영업이익 3,500억원이 제시됐다. 각 사 컨센서스 대비 오차 범위는 매출액과 이익 공히 10% 이내 수준이다. 이후 2021년까지의 3년간 매출액 CAGR은 15.1%, 신규 사업 매출 목표치는 약 8천억원이다. 디지털 사업 성장 지속(향후 출시될 통합 플랫폼 포함), 케이컬처밸리 등 IP 활용 오프라인 비즈니스가 고려될 수치로 가시화에는 상당 시간이 소요될 것이다. 배당 관련해서는 2017년 각 사 전년 배당액 이상을, 2018년 배당 성향 15%를 제시했다.

표 1. 합병 관련 주요 일정

일정	일자
합병계약일	1월 17일
주주확정기준일	5월 23일
주주총회일	6월 29일
주식매수청구권행사기간	6월 29일~7월 19일
매매거래정지기간	7월 30일~8월 21일
합병기일	8월 1일
신주상장일	8월 22일

자료: 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. CJ오쇼핑 + CJ E&M 합병 주주 지분율

합병비율		0.4104397					
주주구분	회사	CJ 오쇼핑		CJ E&M		New Co.	
		주식수 (주)	지분율 (%)	주식수 (주)	지분율 (%)	주식수 (주)	지분율 (%)
	CJ㈜	2,486,214	40.00	15,245,201	39.36	8,743,450	39.54
	이재현	19,691	0.32	922,309	2.38	398,243	1.80
	강철구	600	0.01	0	0.00	600	0.00
	이선희	0	0.00	264,984	0.68	108,760	0.49
	이경후	0	0.00	105,107	0.27	43,140	0.20
	이미경	0	0.00	57,429	0.15	23,571	0.11
	손경식	0	0.00	6,784	0.02	2,784	0.01
	최대주주 및 특수관계인	2,506,505	40.33	16,601,814	42.86	9,320,548	42.15
	국내기관	1,300,170	20.92	4,424,889	11.42	3,116,320	14.09
	외국인	1,818,039	29.25	11,193,418	28.90	6,412,262	29.00
	소액주주	404,484	6.51	6,354,905	16.41	3,012,789	13.62
	자기주식	186,320	3.00	157,063	0.41	250,785	1.13
	합계	6,215,518	100.00	38,732,089	100.00	22,112,704	100.00

자료: CJ E&M, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. CJ E&M의 시가총액과 상장 자회사 지분 가치 비교

(조원, %)

	할인 마적용	넷마블 30% 할인
넷마블 지분 가치		3.15
2.21		
스튜디오드래곤 지분 가치		1.49
1.49		
상장 자회사 지분 가치 합산		4.64
3.70		
vs. CJ E&M 시가총액 (%)		122
97		
1/17 CJ E&M 시가총액		3.80

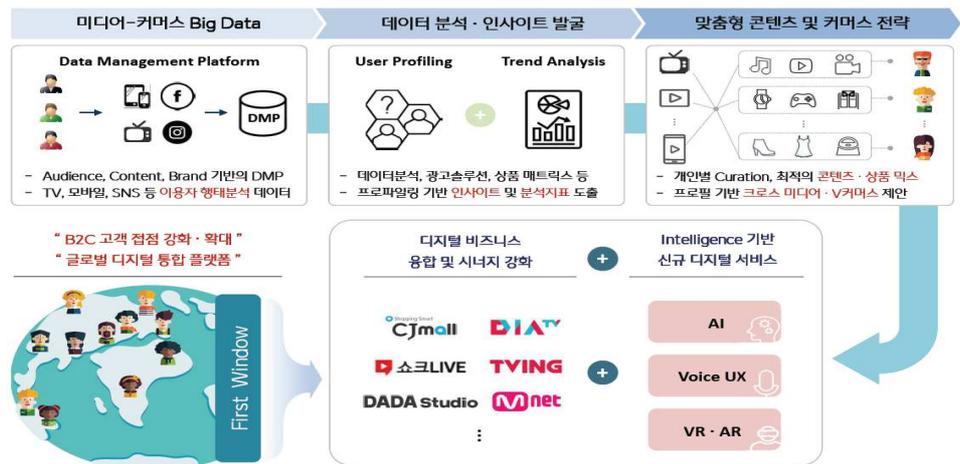
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 합병 후 사업 방향성: 기존 사업의 해외 시장 확대 및 신규 사업 융복합 서비스



자료: CJ E&M, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 합병 후 디지털 사업 모델: 디지털 비즈니스에서의 미디어-커머스 융합



자료: CJ E&M, 미래에셋대우 리서치센터

### 컨퍼런스콜 주요 Q&A

Q1. 합병시 발생할 시너지 방향성?

A1. E&M 입장 - 콘텐츠 1회성 소모가 아닌 커머스를 통한 라이프 사이클 연장을 의미. 온, 오프 라인 융복합으로 활용하는 넓은 사업 기회가 생길 것. 오쇼핑 입장 - 전통적 TV매체에서 탈피해 디지털로 대변되는 신규 커머스로 확장, B2C접점을 강화할 새로운 성장기회로 예상.

Q2. 합병법인의 18년 목표액 4.4조는 CJ헬로 합산숫자가 맞는지? 헬로비전 합병/매각 계획?

A2. 16년 7월 매각 불승인 결정 이후 추가 검토사항 없음. 경쟁력 강화를 위해 신성장 동력 발굴에 최선 다할 것. 참고로 18년 가이던스는 연결기준, CJ오쇼핑 매출액 2.3조, 영업이익 2,400억원, CJ E&M 매출액 2.1조원, 영업이익 1,100억원.

Q3. 시총 기준 CJ E&M이 CJ오쇼핑보다 규모가 큰데, 존속법인은 오쇼핑인 이유?

A3. (주)CJ의 CJ E&M 지분은 약 39%, CJ오쇼핑 지분은 약 40%로 거의 동일, 존속법인이 어디든 주주입장에서는 영향이 동일함.

Q4. CJ E&M이 보유한 넷마블 지분은 시너지가 없을 것으로 보이는데 매각 검토중인지?

A4. 넷마블 지분 매각 계획은 없으나, 사후 대규모 M&A 필요 시 지분활용여부를 고려 가능.

Q5. 합병법인의 18년 매출액, OPM이 4.4조, 8%라고 했는데, 매출액은 순매출액 기준인지? 그리고 두 법인을 따로 보았을 때, CJ 오쇼핑의 유통사업부분 OPM이 5%에 못미치는 수준, CJ E&M이 공시기준 4-5%, 연결기준 3%로 계산. OPM 8%를 달성 계획 가능성?

A5. CJ오쇼핑 기준으로 순매출 기준이 맞음. 기본적으로 8월 1일을 합병 기일로 삼고 있고, 따라서 2018년에는 오쇼핑, E&M 각각의 사업이 많이 반영될 것임. 2019년부터 합병 이후 시너지 반영 예상

Q6. 2021년 신규 사업 매출액 예상으로 제시한 8천억원의 추정 근거 Break down?

A6. 8천억원은 크게 두 가지로 나눌 수 있음. 1) 신규 융합 디지털 서비스 약 4,500억원, 2) 콘텐츠 테마파크 약 3,500억원. 디지털 통합 플랫폼 사업은 내부적으로는 기존사업으로 분류, 어떤 서비스가 될지는 상상이 필요한 부분. CJ E&M의 디지털 고객 1,000만명, CJ오쇼핑의 구매기반 1,000만명을 각각 합친 2,000만명에, 연간 2-3만원의 ASP 가정

Q7. 디지털 통합 플랫폼으로 진화하기 위한 티빙이 역할?

A7. 티빙은 17년부터 기존 Subscription 비즈니스를 Free to air 로 바꾼 상태, 가입자를 늘리고 OTT에서도 유의미한 광고시장을 가져가겠다는 전략. UV가 500-600만 정도로 좋은 효과. 티빙은 CJ E&M TV 채널분 아니라, 외부 PP채널 아웃 소싱 중, 디지털 콘텐츠로도 영역 확대를 예정.

Q8. 합병 전에도 티빙, 혹은 해외 홈쇼핑 관련 플랫폼 확장을 위한 노력을 많았음, 합병법인의 융복합 서비스가 어떤 식으로 기존의 어려움(해외 확장 측면)을 극복할지?

A8. 미디어는 커머스로, 커머스는 미디어로 BM을 확장하고 싶어하며, 서로 부족한 부분을 채울 수 있음. 현재 만들고 있는 방송, 인플루언스, 디지털 콘텐츠 등을 해외에서도 많이 소비하고 있음. 한국에서 빅데이터 수집, 분석하는 방식은 동남아에서도 적용 가능할 것으로 봄.

Q9. 미디어 커머스 빅데이터를 구축하여 인사이트를 얻고 맞춤 커머스 콘텐츠 전략을 하고 싶어하는 것으로 보이는데, 해외에서도 가능한 사업 모델인지?

A9. 방송 콘텐츠 뿐 아니라, influence 콘텐츠가 해외에서도 많이 사용되고 있음. 빅데이터를 한국 사용자로부터 확보해도 해외에서 사용이 가능

Q10. 3,500억원에 대한 언급이(콘텐츠 파크), 기존의 K-컬처밸리 인지? 맞다면 CJ E&M이 1,500억원을 출자해서 주도적으로 추진하는데, 구체적 윤곽은?

A10. K-컬처밸리가 맞음. F들과 Fund raising은 마무리단계에 있으며, 1월말-2월 정도면 그 내용을 업데이트 해드릴 수 있는 수준. 2020년부터 공연, 상업 지구완성, 2021년 전체 완공될 예정이며, 따라서 2021년에 매출을 반영하였음. 타겟 트래픽은 480만, ASP는 72,000원을 가정.

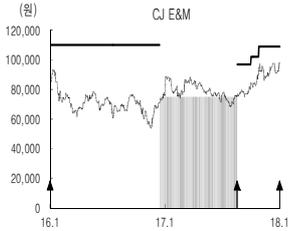
미디어

CJ오쇼핑-CJ E&M 합병: 합산 가치에 긍정적

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
CJ E&M(130960)					2017.01.02	분석 대상 제외		-	-
2017.11.13	매수	109,000	-	-	2016.08.11	1년 경과 이후		-	-
2017.10.19	매수	102,000	-16.66	-11.86	2015.08.11	매수	110,000	-29.26	-13.64
2017.09.05	매수	97,000	-19.12	-13.40					

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



투자 의견 분류 및 적용 기준

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

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

\* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

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

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