LEADING

Company Report

CJ E&M(130960)

2017년 10월 10일

'D(콘텐츠의 Disney)•N(OTT의 Netflix)•A(MCN의 Amazon-Twitch)' 결합 기업

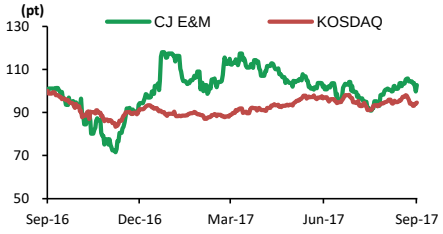
BUY(Initiate)

목표주가	114,000 원
현재주가	77,200 원
목표수익률	47.7

Key Data	2017 년 9 월 29 일
산업분류	미디어
시가총액 (억원)	29,901.2
발행주식수 (백만주)	38.7
외국인 지분율 (%)	28.9
52 주 고가 (원)	88,700
저가 (원)	53,800
60 일 일평균거래대금 (십억원)	14.0
주요주주	(%)
씨제이㈜ 외 5인	42.86

KOSDAQ			652.82
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	2.0	(8.6)	2.7
상대주가	2.2	(15.0)	8.0

Relative Performance



LEADING RESEARCH
Analyst
서형석
hsseo@leading.co.kr
+822-2009-7086

목표주가, 114,000원

동사에 대한 '매수' 의견을 제시하며, 커버리지를 시작한다. 목표주가는 114,000 원을 산출하였다. 이는 12M Fwd BPS 56,885 원에 Target PBR 2.0 배를 적용하였다. Target Valuation Multiple 은 과거 3 년간 PBR 의 상단을 활용하였다.

투자포인트는 다음과 같다.

① **콘텐츠의 경쟁력**. 콘텐츠의 경쟁력을 기반으로 **디지털 광고 수익 및 콘텐츠 매출, 해외 수출**이 동반 성장하고 있다. 동사가 구축한 드라마와 예능의 새로운 프레임(신선한 소재, 시즌제, 금토 드라마 등)은 한국 컨텐츠의 선진화를 가져왔고, 경쟁력은 더욱 강화될 것으로 기대한다. **아시아의 디즈니(Disney)로 가치를 인정받을 시점**이다.

② **플랫폼의 가치**. 기존 **방송 플랫폼(tvN, OCN 등)** 이외에 모바일 트랜드에 적합한 **DIA TV, TVING 등 디지털 플랫폼을 보유**하고 있다. 모바일, 인터넷 환경에 적합한 플랫폼을 보유하고 있다는 점에서 **아시아의 넷플릭스로 성장할 수 있는 잠재력이 충분**하다고 판단한다.

③ **'스튜디오 드래곤'의 상장**. 최근 주가는 '넷마블 게임즈' 주가에 연동되고 있다. 이는 본업의 가치가 넷마블에 희석되고 있기 때문이다. **'스튜디오 드래곤' 상장은 본업의 밸류체인 가치를 재평가할 티핑 포인트**가 될 것이다. 동사는 드라마의 기획에서 개발, 제작, 마케팅, 유통까지 수직화된 시스템을 보유하고 있다. 이 밸류체인의 정점에 위치한 자회사가 '스튜디오 드래곤'이다. **상장 후 자금력을 기반으로 현재 밸류체인은 견고**해질 것으로 기대한다..

Valuation Forecast

구분	단위	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	억원	12,327	13,473	15,384	18,152	20,020
영업이익	억원	(126)	527	280	996	1,096
세전이익	억원	(504)	593	675	6,736	2,259
순이익	억원	2,334	529	609	5,092	1,762
지배순이익	억원	2,245	543	622	5,091	1,763
PER	배	6.6	57.4	44.2	5.9	17.0
PBR	배	1.0	2.0	1.8	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	5.1	8.4	7.1	8.3	8.5

Source: Leading Research Center, K-IFRS 연결기준

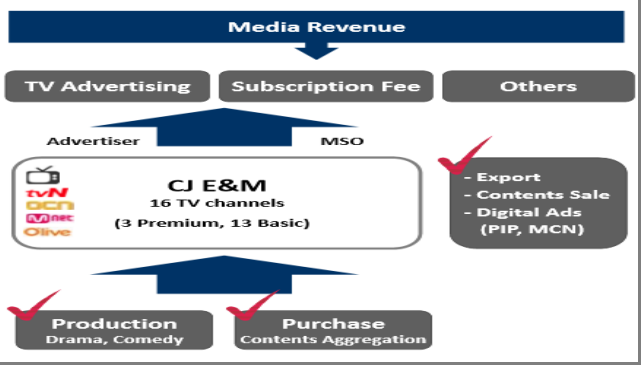
투자포인트 1. 플랫폼 확장 전략

ⓐ 광고시장을 지배하는 3가지 요인

동사의 매출은 방송, 영화, 음악, 공연 사업으로 나누어진다. 방송 사업부문이 주력 매출원이다. **방송부문 수익기반은 ① 방송광고 매출과 ② 수신료 수입, ③ 기타 매출**로 구분된다. 방송사업부문 매출 중 광고매출이 46.4%를 차지한다. 수신료는 복수 종합유선방송사업자(MSO: Multiple System Operator)로부터 발생한다. 안정적인 매출원이다. **기타매출은 해외 수출과 컨텐츠 매출, 디지털 광고**가 반영된다. 향후 **기타 매출이 주력 매출원으로 자리잡을 예정**이다.

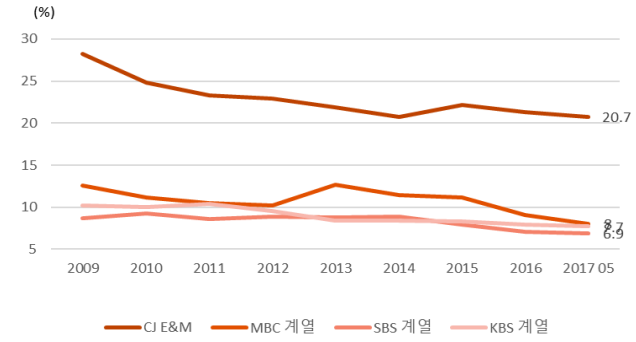
동사의 장점은 영상 컨텐츠 제작 및 전문 방송 채널을 보유하고 있다는 점이다. 영상 콘텐츠 생산자이면서 동시에 플랫폼 운영자이다. 범용 콘텐츠를 제작하기 보다 **플랫폼에 최적화된 콘텐츠를 제공**하고 있다. 기존 매체 대비 독창성과 트랜드 견인력이 뛰어나다. 주요 지상파 채널대비 시청률의 경쟁력이 강화되고 있다.

Exhibit 1. 방송 사업부문 매출 구성



Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 2. 주요 방송채널별 시청률 추이

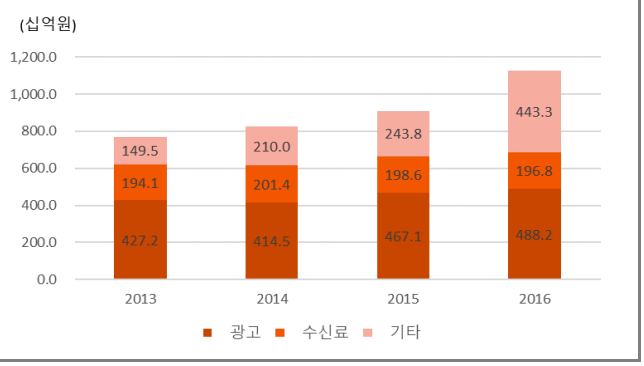


Source: AGB Nielsen, Company data, Leading Research Center

매출원별 비즈니스 구조는 다음과 같다. 광고매출은 광고량과 광고단가에 의해서 결정된다. 광고단가는 패키지 상품 및 기타 계약 조건, 광고 시간대, 광고 길이 등에 따라 차등 적용된다. 수신료 수입는 PP 및 플랫폼 사업자 간에 개별계약으로 진행된다. 방송 콘텐츠 판매는 국내외 방송 사업자, 온라인•모바일 플랫폼, 콘텐츠 유통사업자에게 콘텐츠를 판매하는 사업이다. 디지털 광고는 DIA TV 및 디지털 플랫폼에서 수익을 창출하고 있다.

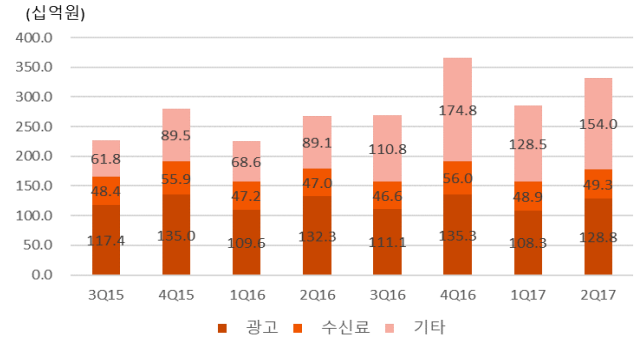
광고 매출은 컨텐츠를 기반으로 분기매출이 1,100억원~1,300억원대가 반영되고 있다. 수신료 매출은 분기별 500억원대에서 안정적으로 유지되고 있다. 반면 기타 매출은 콘텐츠 매출과 디지털 광고를 기반으로 가파른 성장을 보이고 있다.

Exhibit 3. 방송사업부문, 주요 매출원별 연간 매출 추이



Source: Company data,, Leading Research Center

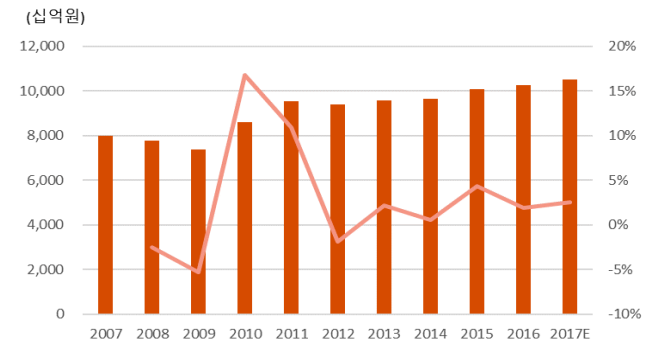
Exhibit 4. 방송사업부문, 주요 매출원별 분기 매출 추이



Source: Company data, Leading Research Center

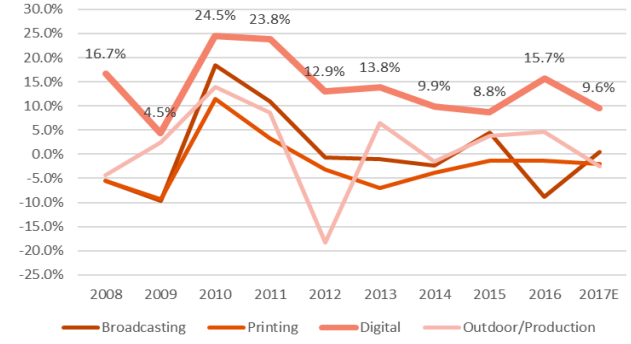
국내 광고시장은 전통 광고시장인 방송광고, 인쇄광고, 옥외광고와 디지털 광고 시장으로 구분된다. TV, 라디오, 신문, 잡지 등 4대 매체 기반의 전통 광고시장은 정체이나, MCN, PIP 등 인터넷/모바일 기반의 디지털 광고시장은 고성장 중이다. 특히 모바일 광고 시장이 디지털 광고시장을 주도하고 있다.

Exhibit 5. 국내 광고시장 추이 및 전망



Source: KOBACO, Cheil Worldwide, KOA, Naver, Kakao, Company data,, Leading Research Center

Exhibit 6. 광고매체별 광고시장(YoY) 추이 및 전망



Source: KOBACO, Cheil Worldwide, KOA, Naver, Kakao, Company data, Leading Research Center

동사의 주요 채널는 명확한 타겟 및 제작 목적을 가지고 있다. 다양한 시청자의 니즈와 차별화된 소재, 방송 프레임의 변화 등을 기반으로 킬러 콘텐츠 기업으로 성장하고 있다. 킬러 콘텐츠의 성장으로 주요 채널의 시청률 점유율은 상승하는 선순환 고리를 만들어가고 있다.

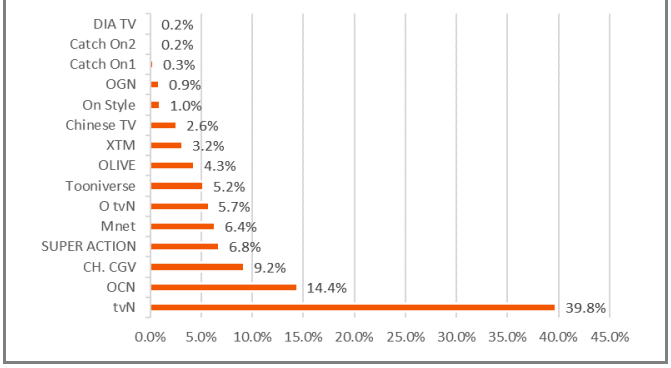
Exhibit 7. 주요 채널별 시청률 점유율 추이

(%, market share)	2016			2017							
Program provider	Oct.	Nov.	Dec.	Jan.	Feb.	Mar.	Apr.	May.	Jun.	Jul.	Aug.
M/S in Total TV	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Cable	**42.7**	**40.6**	**42.3**	**42.8**	**42.4**	**42.1**	**45.1**	**46.2**	**47.4**	**46.7**	**48.2**
CJE&M	**9.2**	**8.1**	**9.6**	**10**	**9.1**	**7.9**	**8.9**	**9.4**	**9.6**	**9.8**	**10.2**
Terrestrial PP	10.3	8.9	8.5	8.8	9.5	9.2	10.9	11.4	11.6	11.8	12.1
Other Cable PP	23.2	23.6	24.2	24.1	23.9	24.9	25.3	25.5	26.2	25.1	25.8
Comprehensive	**19.3**	**24.7**	**23.2**	**21.7**	**20.8**	**21.9**	**20**	**19.6**	**18.5**	**18.5**	**18.1**
JTBC	4.2	6.4	6.1	5.9	5.9	7.1	5.9	6	5.5	6.1	6.3
MBN	6.3	7.5	7	6.6	6.4	6.6	6.3	6.3	6	5.9	5.5
TV chosun	4.3	5.5	4.8	4.5	4.2	3.8	3.4	3.3	3.4	3	2.9
Channel A	4.6	5.3	5.3	4.8	4.4	4.3	4.4	4	3.7	3.5	3.4
Terrestrial	**37.9**	**34.7**	**34.5**	**35.5**	**36.8**	**36**	**34.9**	**34.2**	**34.1**	**34.8**	**33.7**
KBS2	13.6	12.2	12.3	12.9	14	12.6	12.4	12.3	12.9	13.2	12.4
MBC	12.9	10.9	10.1	10.6	11	11.3	11.3	10.5	10.6	10.9	10.5
SBS	11.4	11.7	12	12.1	11.8	12.2	11.2	11.4	10.6	10.7	10.8

Source: AGB Nielsen, Company data,, Leading Research Center

tvN과 OCN, CH.CGV 순으로 시청률 점유율이 형성되고 있다. **프리미엄 타임 기준인 금요일 오후 9시대 광고 단가는 일부 지상파의 광고단가를 상회**하고 있다.

Exhibit 8. CJE&M 보유 채널별 시청률 점유율



Source: AGB Nielsen, Company data,, Leading Research Center

Exhibit 9. '17 년 9 월 기준, TV 광고 단가 비교

(천원)	CJE&M	SBS	KBS2	MBC
	이번생은처음이라(본)	월화드라마	월화드라마	월화드라마
MON	23:00 ~ 24:30	22:00 ~ 23:10	22:00 ~ 23:10	22:00 ~ 23:10
	9,200	13,200	13,500	13,500
	이번생은처음이라(본)	월화드라마	월화드라마	월화드라마
TUE	23:00 ~ 24:30	22:00 ~ 23:10	21:50 ~ 23:10	22:00 ~ 23:10
	9,200	13,200	13,500	13,500
	부암동복수자들(본)	드라마스페셜	수목드라마	수목미니시리즈
WED	23:00 ~ 24:30	22:00 ~ 23:10	21:50 ~ 23:10	22:00 ~ 23:10
	9,200	13,200	13,500	13,500
	부암동복수자들(본)	드라마스페셜	수목드라마	수목미니시리즈
THU	23:00 ~ 24:30	22:00 ~ 23:10	21:50 ~ 23:10	22:00 ~ 23:10
	9,200	13,200	13,500	13,500
	삼시세끼 바다목장편(본)	정글의법칙	금토드라마	뉴스데스크
FRI	21:30 ~ 23:00	22:00 ~ 23:20	23:00 ~ 24:10	19:55 ~ 20:55
	13,800	14,850	11,700	12,600
	변혁의사랑(본)	특별기획 드라마	주말연속극	주말특별기획드라마
SAT	21:00 ~ 22:30	21:55 ~ 23:05	19:55 ~ 21:15	21:55 ~ 23:05
	11,500	12,450	16,200	13,800
	변혁의사랑(본)	미운우리새끼	주말연속극	주말특별기획드라마
SUN	21:00 ~ 22:30	21:15 ~ 23:00	19:55 ~ 21:15	21:55 ~ 23:05
	11,500	14,520	16,200	13,800

Source: KOBACO, MediaCreate, Company data, Leading Research Center

지상파TV가 콘텐츠 개발에 미온적인 태도를 보인 반면, 종편 채널의 공격적인 투자와 콘텐츠 제작 라인업 구축은 기존 틀을 흔들기 충분하였다. 동사의 주요 채널의 동시간대 광고단가는 지상파의 80% 수준까지 올라왔다. 향후 광고단가는 추가적으로 상승할 것으로 전망한다.

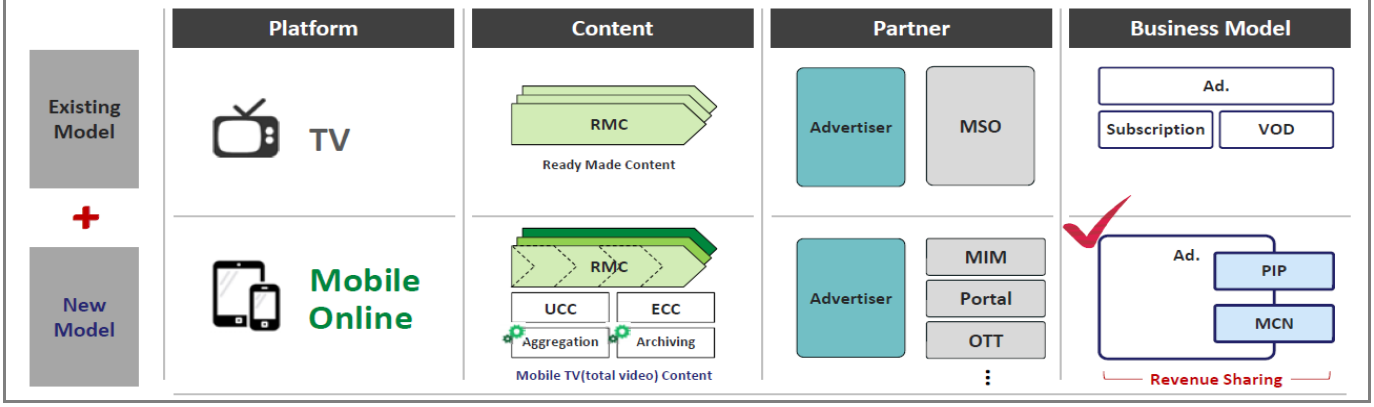
국내 내수 경기의 위축으로 방송광고 시장의 경기는 아직 회복하지 못하고 있다. 광고시장 환경의 부진에도 불구하고, 동사는 안정적인 성장을 지속하고 있다는 점은 콘텐츠의 경쟁력에 따른 시청률의 상승이 광고단가를 견인하는 요인으로 판단된다.

국내 디지털 광고시장은 전통 광고시장과 달리 성장 중이다. 성장의 축이 이전했다는 판단이다. 디지털 광고시장은 ① 검색 광고 시장과 ② 디스플레이 광고, ③ 모바일 광고시장으로 구분된다. 이중 모바일 광고시장이 성장을 주도하고 있다.

'17년 국내 디지털 광고시장은 3.7조원 시장으로 전망된다. 이중 검색 광고시장이 1조원, 디스플레이 광고시장이 0.59조원, **모바일 광고시장이 2.1조원으로 전망**된다. 모바일 광고시장은 최근 5년간 연평균 62.3%의 고성장을 보이고 있다.

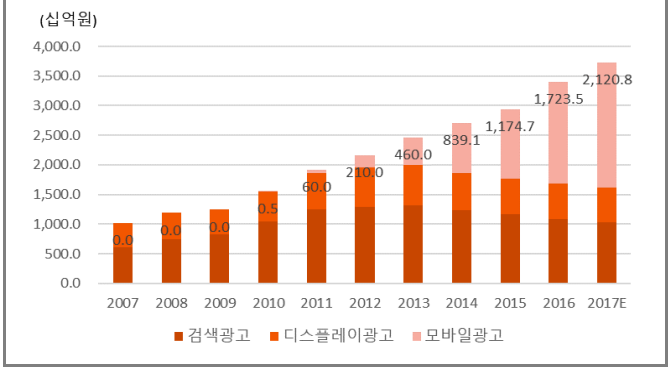
결국 국내 광고시장의 양극화에도 **동사는 성장 중**이다. 이는 ① **전통광고와 디지털 광고 모두 커버가 가능**하고, ② **최고의 콘텐츠(미생, 도깨비, 삼시세끼 등)와 tvN, OCN 등 채널 경쟁력**을 기반으로 전통 광고시장에서도 지배력을 견인 중에 있으며, ③ **DIA TV, TVING 등 자체 디지털 플랫폼을 기반**으로 디지털 광고 시장의 성장에 적극적 대응하고 있기 때문이다.

Exhibit 10. 기존 비즈니스 + 디지털 비즈니스 모델 전략



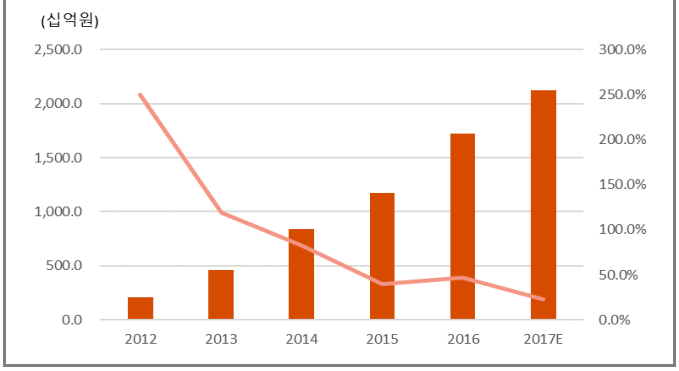
Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 11. 디지털 광고시장 추이 및 전망



Source: KOBACO, Cheil Worldwide, KOA, Naver, Kakao, Company data,, Leading Research Center

Exhibit 12. 모바일광고시장 및 증가율(YoY) 추이 및 전망



Source: KOBACO, Cheil Worldwide, KOA, Naver, Kakao, Company data, Leading Research Center

ⓑ 문화 트랜드를 주도하는 채널/플랫폼의 경쟁력

영상 콘텐츠는 **3가지 유형의 플랫폼 채널**을 통해 소비된다. ① **전통적 방송 플랫폼**인 tvN, OCN, ch CGV, SUPER Action, Mnet, XTM 등 16개 세분화된 유료 방송채널 사용 사업을 영위한다. 그 밖에 ② **MCN(Multi-Channel Network) 플랫폼인 DIA TV**와 ③ **OTT(Over The Top) 플랫폼인 TVING**을 보유하고 있다.

방송 플랫폼은 메인 타겟을 구축하고, 문화 트랜드를 주도하고 있다. 주요 채널은 다음과 같다.

tvN은 20세~49세 남녀 시청자를 타겟을 지향하고, 실험적 장르 개발로 드라마 및 예능의 트랜드의 방향성을 제시하고 있다. 주요 콘텐츠는 <응답하라 1988>, <도깨비>, <삼시세끼>, <꽃보다 시리즈> 등이 있다.

Mnet은 10세~20대 중심의 채널로 <프로듀스101>, <쇼미더머니>, <언프리티랩스타> 등을 제작하였다.

OCN은 25세~49세 남녀 시청자 타겟으로 국내외 영화 및 OCN 오리지널 드라마를 방영하고 있다. <38사기동대>, <보이스>, <터널> 등을 방영하였으며, 새로운 장르물 드라마에 주력하고 있다.

XTM 채널은 남성 라이프 스타일의 트랜드 세터로서 역할이 강화되고 있다.

Tooniverse 채널은 4세~13세 어린이 시청자를 타겟으로한 명랑, 코믹, 가족물 애니메이션 콘텐츠를 방송하고 있다.

각 채널들은 플랫폼의 성격에 맞은 콘텐츠를 제작, 방영함으로써 가치를 성장시키고 있다. 명확한 채널별 성격을 가지고 있다는 점은 장점이 많다. 시청자들의 팬덤(Fandom) 형성이 가능하고, 동사의 지배력은 확대된다. 광고주 입장에서 타겟 광고가 가능하다는 장점으로 선호도가 높아지고 있다.

동사가 **성공한 주요 콘텐츠의 공통점은 '독창적 콘텐츠'라는 점**이다. 콘텐츠 소비자 입장에서 과거 보지 못한 드라마, 예능의 스토리와 프레임 등에 매혹되지 않을 이유가 없다. **단순 콘텐츠 소비에서 끝나지 않고 문화 트랜드로 연결되고 있다. 이러한 경쟁력은 쉽게 소멸되지 않는다**.

Exhibit 13. tvN 의 대표 드라마/예능 프로그램



Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 14. Mnet 의 대표 프로그램



Source: Company data, Leading Research Center

ⓒ 주력 비즈니스로 성장할 DIA TV

DIA TV는 게임, 키즈, 엔터, 뮤직, 뷰티, 푸드 등 다양한 분야의 개인 콘텐츠 창작자들과 파트너쉽을 맺고, 방송 생태계 구축하는 플랫폼이다. 한류 컨텐츠와 문화를 기반으로 새로운 경제적 가치를 창출하는 문화 플랫폼이다.

글로벌 TOP10을 목표로 한다. 글로벌 MCN 생태계를 구축하는 것이 최종 목표이다. 해외 유투브(Youtube)와 트위치 TV(TwitchTV), 국내에는 아프리카TV와 동일한 유형의 플랫폼이다.

MCN(Multi-Channel Network), PIP(Platform in Platform) 등이 디지털 방송 시장의 주도권을 확장하면서 중요 매체로 자리잡았다. 이는 **디지털 콘텐츠의 장점인 방송 영역 및 콘텐츠의 경계가 없다는 점** 때문이다. DIA TV 채널은 앱은 물론, 유튜브와 페이스북에 동시 생중계된다. 다양한 플랫폼에 동시 방영이 가능하다. 개인 방송인 만큼 콘텐츠이 확장성이 가장 뛰어나다. 일방 방송 콘텐츠 대비 개인적 콘텐츠이고, 일상적이며, 친밀한 컨텐츠이다.

DIA TV는 동사의 신성장 동력이 될 것이다. 크리에이터들과 파트너쉽을 맺고 사업을 개발한다. DIA TV의 역할은 크리에이터들의 재능을 지원하고, 촬영과 편집, 음원, 저작권, 수익화 등을 체계화된 플랫폼을 제공한다. 기본적으로 광고 비즈니스 모델을 기반으로 한다.

MCN 콘텐츠의 특징은 개인적 콘텐츠라는 점이다. 이는 광고 비즈니스를 통한 수익화에 긍정적 효과를 가져온다. 시청자들이 콘텐츠 이해도가 높고, 친밀도를 기반으로 콘텐츠가 제작된다. 광고에 대한 거부감도 작다. 광고 이후 실질적 구매로 이어지는 확률이 높아지고 있다는 점에서 광고주의 선도호도 높다. 수익모델은 4가지이다.

① **브랜디드 스페셜 패키지**이다. 크리에이터 3~5팀 이상이 브랜드의 프로모션 성격에 맞도록 온/오프 라인을 통해 다양한 행사 및 콘텐츠 기획, 제작하는 맞춤형 광고이다.

② **브랜디드 콘텐츠**. 크리에이터 1팀 또는 2팀의 콜라보레이션을 제작한다. 브랜드 제품의 기능 및 특징이 정확히 콘텐츠 내에서 기획되어 노출되는 광고이다. 뷰티 및 푸드, 게임, 패션, 영화 등 다양한 분야에서 맞춤형 브랜디드 콘텐츠가 제작된다.

③ **DCP(Digital Clip PPL).** 기존 Youtube 프리롤과 달리 크리에이터의 콘텐츠와 연계성 및 타겟을 고려하여 매칭 영상을 기획 노출하는 광고이다. 브랜딩 몰입도가 높은 유형의 광고이다.

④ **APP & SNS.** 구독자 30만 이상의 크리에이터 APP에 광고 집행, 캠페인 노출을 통해 프로모션 참여 유도, SNS 및 블로그를 통한 바이럴 및 이벤트 프로모션 마케팅이 가능한 광고 상품이다.

Exhibit 15. DIA TV, 대도서관의 기네스 콜라보 영상



Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 16. 브랜디드 스페셜 패키지 광고의 예시



Source: Company data, Leading Research Center

ⓓ TVING(OTT)의 재평가 – 콘텐츠 매출 확대의 지렛대

콘텐츠 매출이 주력 비즈니스가 될 것이다. **전통적으로 드라마는 무료 콘텐츠**이다. 드라마 소비자가 콘텐츠를 사용료를 지불하지 않는다. 소비자가 아닌 광고자가 콘텐츠의 제작비용을 지불하는 비즈니스이다. 사업자는 플랫폼을 구축하고 광고수익을 창출한다.

최근 사회적 변화는 실시간 본방 시청을 어려워지는 환경으로 만들어 가고 있다. 이에 따라 못 본 드라마를 구매해서 시청하는 소비자가 늘어나고 있다. 콘텐츠 소비자가 직접 비용을 지불하는 시대로 변화한 것이다.

과거와 달리 **본 방송 이후에도 2차 판권 매출 시장이 확대**된 것이다. 콘텐츠 소비자가 직접 구매하는 VOD 시장이 중요해졌다. 드라마 컨텐츠 구매자가 발생하고 있다는 점 때문이다. 이러한 사회적 환경 변화는 OTT시장이 확대되면서 더욱 확장하고 있다. 실질적 콘텐츠구매자가 늘어나고 있기 때문이다.

동사 입장에서는 잘 만든 콘텐츠를 2차 판매하는 '콘텐츠 매출' 시장이 중요해 졌다. **TVING은 콘텐츠 매출 확대의 지렛대 역할**이 기대된다. TVING은 tvN, Mnet, 올리브, 투니버스 등 인기 케이블 채널의 실시간 TV를 포함하여 국내외 영화 및 오리지널 콘텐츠를 시청할 수 있는 **온라인 영상 스트리밍 서비스 플랫폼**이다. 실시간 방송 시청을 포함하여 제작현장, 백스테이지 실황 중계 서비스를 제공하며 경쟁력을 확보하고 있다.

TVING은 동사의 대표적 디지털 플랫폼인 OTT(Over The Top, 인터넷을 통해 볼 수 있는 TV 서비스)이다. 새로운 콘텐츠 플랫폼의 성장은 콘텐츠 생산 필요성을 높이고, 콘텐츠 소비 확대에 기여하고 있다. OTT는 유료 방송시장의 포화와 TV 시청 환경의 변화, 방송과 통신 융합 시대 도래 등의 유료방송 시장의 변화를 반영하여 탄생된 플랫폼이다.

영상 콘텐츠 소비매체 중심이 TV에서 PC와 모바일로 이동하고 있다. TV 본방송을 시청하는 콘텐츠 소비자는 점차 줄어들고, VOD나 스트리밍 서비스를 통해 '몰아보기'가 증가할 것으로 전망된다. OTT는 이러한 콘텐츠 소비 변화 추세를 정확히 반영하며, 성장할 것이다.

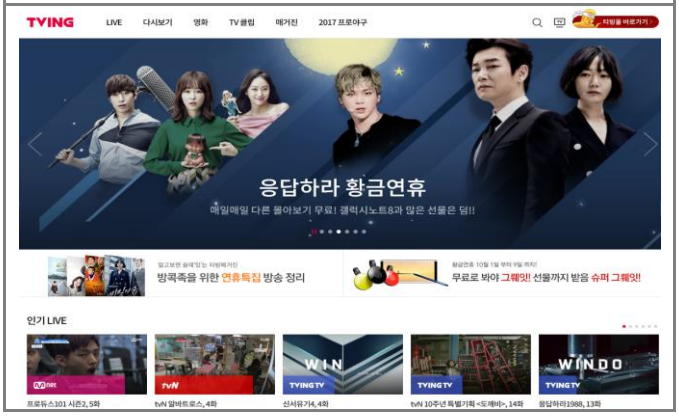
특히 **OTT 사업은 현행 방송법이나 IPTV법, 전기통신사업법 등의 규제를 받지 않는다**. 케이블TV와 IPTV는 전체 유료방송 시장 점유율 1/3을 넘지 못하며, 5년마다 재허가를 받아야 한다. 하지만 OTT 사업은 동일 방송 구조를 가지고 있으나, 이러한 법적 통제에서 벗어나 있다.

Exhibit 17. TVING 주요 서비스

	시청 가능 콘텐츠		티빙 무제한	무제한 플러스
실시간	실시간TV 무료채널 tvN, Mnet, 온스타일, OLIVE, 투니버스, 중화TV 등 14개 채널	보러가기 >	Free	Free
	티빙TV / 티빙Live CH.도깨비, CH.응답하라 1988, CH.코미디빅리그 등 150여개 채널	보러가기 >	Free	Free
	실시간TV 유료채널 OCN, 채널 CGV, SUPER ACTION	보러가기 >	0	0
VOD	방송 VOD 프로그램에 있는 모든 VOD 시청 가능, 투니, 중화TV 포함	보러가기 >	0	0
	영화 VOD 영화 > 월정액 무제한 영화관에 있는 모든 VOD 시청 가능	보러가기 >	0	0
	EVENT 최신 영화 이용권 4,500여편 매월 지급 (2017.12.31까지 매월 제공)		X	0
화질	1080P 초고화질		X	0

Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 18. TVING LIVE



Source: Company data, Leading Research Center

OTT는 동사에도 기회요인이다. 이는 ① 콘텐츠를 통한 소비자의 락인(Lock-in) 효과, ② 디지털 광고 수익, ③ 결합 서비스를 통한 수익화, ④ 콘텐츠 매출 등이 기대되기 때문이다. 새로운 플랫폼은 더 많은 콘텐츠를 소비할 것이다. 이와 함께 광고 노출도 더 많아 질 것이다.

이미 드라마 '비밀의 숲'이 넷플릭스에 36억원선에 판매가 이루어졌다. 방영된 드라마도 넷플릭스에 공급한다. 아마존 플랫폼에 콘텐츠 공급 계약도 추진 중이다. 아마존, 애플, 페이스북 등 글로벌 OTT 플랫폼 기업들이 콘텐츠 확보에 적극적인 투자 행보를 보이고 있다는 점은 동사의 콘텐츠 유통 매출을 견인할 수 있는 환경이 확대되고 있음을 시사한다.

이미 유통채널의 벽은 붕괴되었다. 전통매체인 TV, 라디오, 신문, 잡지의 광고 장악력은 디지털 광고 시장의 성장으로 훼손되었다. 가장 큰 타격은 지상파 TV 광고시장이 직접적으로 받았다. 종편과 OTT 등 디지털 채널의 성장은 광고 집약도 분산을 가져왔고, 광고주도 타켓광고를 통해 높은 효율성을 선호하기 때문이다.

투자포인트 2. 드라마의 프레임의 관습 파괴

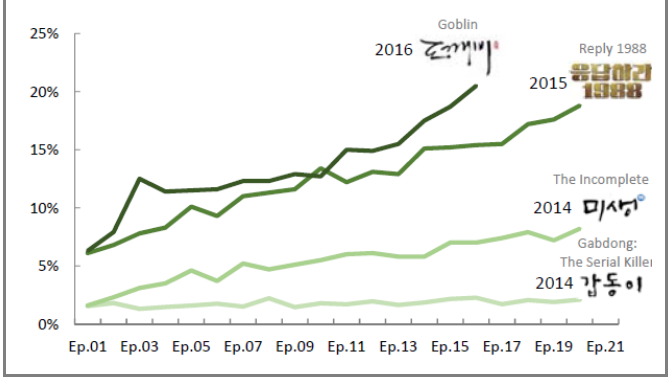
동사의 드라마 및 예능은 공중파에서 접근하기 어려운 소재와 전문성, 과감한 투자 등으로 트랜드 주도권을 잡은 상황이다. 기획력도 뛰어나다. 월화 심야와 금토 드라마 등 새로운 드라마 방송 블록을 개척했다. 기존 드라마의 방송 프레임을 파괴하고, 드라마 라인업 및 편성을 확대 재편하였다. **tvN, OCN의 드라마 프로그램을 전면 배치**한다. 드라마의 글로벌 경쟁력이 가장 뛰어나기 때문이다.

주요 드라마 프레임 변화는 다음과 같다.

① tvN의 드라마를 기존 금토 편성에서 **월화, 수목, 토일 드라마로 공중파 프레임을 구축**하였다. 확대 편성이다. 5년만에 수목 드라마도 부활시켰다. OCN도 토일 드라마를 정규 편성한다. 드라마 편성 증대는 제작 작품 증가로 이어지고, 공급증가는 제작 인프라 확대와 좋은 작가, 좋은 배우, 좋은 스텝 모집 효과를 가져올 수 있다는 점에서 긍정적이다.

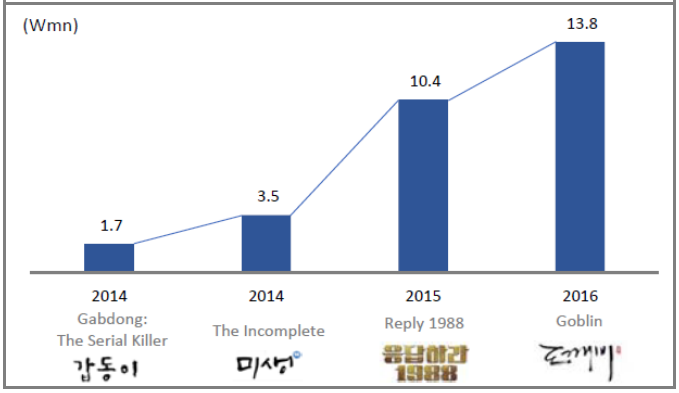
② 드라마 편성 시간대도 변경한다. 기존 월화, 수목 드라마가 오후 11시 방영되었다면, 추석 이후 월화 드라마 '이번 생은 처음이라'와 수목 드라마 '부암동 복수자들'은 오후 9시30분으로 변경된다. 기존 오후 10시50분 시간대에는 예능과 신규 프로그램이 편성된다. 공중파의 평일 드라마 편성시간 대비 30분이 앞선다. 동사의 공격적인 드라마 편성 시간 변경은 자신감의 표명으로 판단된다. 드라마를 중심으로 콘텐츠 역량 확대하고, 변화된 사회적 트랜드를 반영하려는 노력이 표출되는 것이다.

Exhibit 19. 금토 드라마, 프레임 변화의 시작



Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 20. 금토 드라마의 트랜드화를 통한 수익성 상승



Source: Company data, Leading Research Center

③ 1日 몰아보기 가능 드라마가 시작될 것이다. 통상적으로 적용된 16부작 드라마에서 8부작 드라마가 탄생할 것이다. 영화보다 디테일한 드라마가 될 것이다. 8부작의 최대 장점은 하루에 몰아보기가 가능하다는 점이다. 본방 사수가 어려워지는 사회적 현상을 준비 중이다. 모바일로 몰아보는 시대에 최적화된 드라마를 제작해야 하는 시대가 도래한 것이다.

기존 틀을 파괴 후 새롭게 드라마 라인업이 시작된다.

tvN은 월화 드라마로 <이번 생은 처음이라>와 수목드라마에는 <부암동 복수자들>을 방영한다. <이번 생은 처음이라>는 집 있는 사람이 세상 제일 부러운 홈리스 주인공과 현관만 내 집인 하우스 푸어 집주인과의 스토리를 연결한 수지타산 로맨스이다. <부암동 복수자들>은 재벌가의 딸과 재래시장 생선장수, 대학교수 부인들이 펼치는 계층을 넘는 가성비 좋은 복수를 펼치는 현실 응징극이다.

'18년 상영 예정인 이병헌, 김태리 주연의 <미스터 선샤인>도 기대작이다.

Exhibit 21. 드라마 라인업

채널	드라마	방송일	요일	주연배우	주요 스토리
tvN	이번 생은 처음이라	10월	월화	정소민 이민기	집주인과 홈리스의 수지타산 로맨스
	부암동 복수자들	10월	수목	이요원 명세빈	사회적 계층을 넘어 가성비 좋은 복수를 펼치는 현실 응징극
	변혁의 사랑	10월	토일	최시원 강소라	재벌 3세, 캔디, 동수저 엘리트의 사랑과 우정
	화유기	12월	토일	(미확정) 차승원 이승기	서유기의 현대물로 재창조한 로맨틱 판타지 퇴마극
	미스터 선샤인	2018년	토일	이병헌 김태리	신미양요를 배경으로 미국에서 홀로 생존해 미군으로 성장한 소년 이야기
	마더	미정		이보영	학대받는 소녀를 납치해 그녀의 어머니 삶을 사는 여자
OCN	블랙	10월	토일	송승헌 고아라	형사로 빙의한 저승사자
	나쁜 녀석들:악의도시	12월	토일	박중훈 주진모	부패한 기득권 세력을 응징하는 스토리

Source: Company data,, Leading Research Center

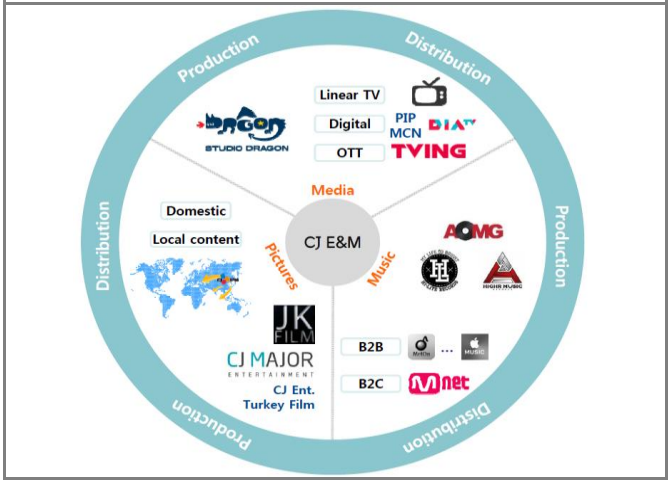
채널 및 요일별 드라마 편성을 강화하고, 콘텐츠 경쟁력에 주력한다. 궁극적으로 글로벌 시장 공략을 본격화하기 위한 시도가 이어질 것이다. 드라마 포맷 수출도 기대된다. 이미 국내 컨텐츠 시장에서 경쟁력을 충분히 검증한 만큼 해외 및 OTT 판권 매출의 빠른 성장이 예상된다.

해외 시장은 무엇보다 중국향 수출이 중요하다. 하지만 한중 관계의 충돌 상황이 지속되고 있고, 통제 가능한 변수가 아니라는 점에서 서두를 필요가 없다는 판단이다. 이미 중국시장 침투는 시작되었고, 경쟁력은 검증되었으며, 쉽게 벗어나지 못하는 팬덤을 구축했기 때문이다.

아시아향 컨텐츠 지배력은 해외법인을 통해 확대 중이다. 중국(CMC)을 비롯해 태국(True CJ, CJ MAJOR), 베트남(CJ Blue) 등에 합작법인을 설립하였다. 한류의 영향력이 확대되고 있고, 상기 국가들의 경제성장이 지속되고 있다는 점에서 동사의 콘텐츠 소비 성향은 지속적으로 상승할 것으로 전망된다.

이제 미국을 비롯한 선진국 시장을 중심으로 본격적인 성장전략을 제시할 때이다. 음원을 통한 한류에 이어 영상을 통한 2차 한류를 기대한다. 실질적 자국의 드라마 컨텐츠를 수출할 수 있는 경쟁력을 보유한 국가는 극소수이다. 미국과 영국 드라마 정도 가능하다. 동사의 침투가 곧 시작될 것이다.

Exhibit 22. 주요 사업별 제작 및 플랫폼



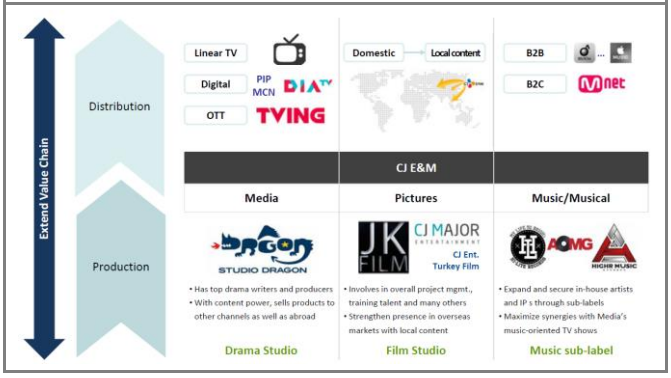
Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 23. 아시아향 지배력 확대를 위한 해외법인



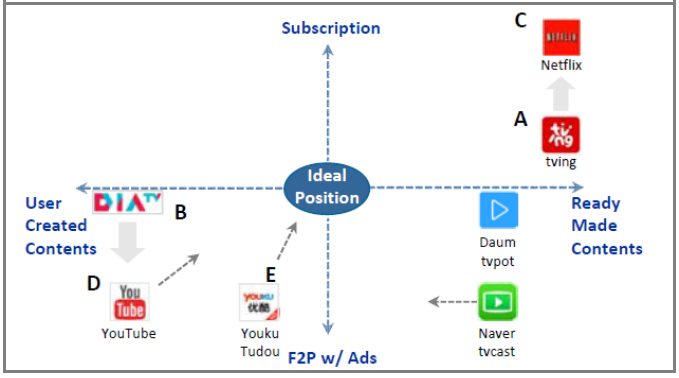
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 24. 비즈니스 모델 및 전략



Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 25. 디지털 플랫폼의 확장 전략



Source: Company data, Leading Research Center

투자포인트 3. 스튜디오 드래곤 상장 – 드라마 제작사의 위상 상승

동사의 자회사 스튜디오 드래곤의 연내 상장이 예상된다. 우리가 스튜디오 드래곤을 주목하는 이유는 ① 콘텐츠 제작사에 대한 내재가치를 재평가 받는 티핑 포인트(Tipping point)가 될 것으로 기대하고, ② 드라마 컨텐츠의 밸류 체인의 강화. ③ CJ E&M의 컨텐츠 플랫폼 가치 부각, ④ OTT 시장 확대의 수혜 등을 예상하기 때문이다.

보유 지분율은 90.76%이다. 공모 예정 주식수는 600만주 이다. 희망 공모가 밴드는 30,900원~35,000원이며, 예상 시가총액은 8,660억원~9,810억원이다. 상장 후 지분율은 71.3%로 조정된다.

스튜디오 드래곤의 100% 자회사로 '화앤담픽쳐스', '문화창고', 'KPJ'를 보유 중이다. '화앤담픽쳐스'는 드라마 태양의 후예, 도깨비의 김은숙 작가가 소속되어 있다. '문화창고'는 배우 전지현, 조정석 포함해 별에서 온 그대, 푸른바다의 전설의 박지은 작가가 활동하고 있다. KPJ에는 김영헌, 박상연 작가를 보유하고 있다.

Exhibit 26. 스튜디오 드레곤의 주요 드라마



Source: Company data,, Leading Research Center

드라마 컨텐츠의 시작은 훌륭한 대본에서부터 시작된다는 측면에서 스튜디오 드래곤의 경쟁력은 국내 최고 수준이다. 배우 캐스팅 및 시청률, 편성 등이 보장된 작가들이다.

'12년 방영한 '응답하라 1997' 제작 이후 '14년 '미생', '16년 '시그널', '푸른 바다의 전설', '17년 '도깨비'와 '비밀의 숲' 등 최근까지 국내 드라마 컨텐츠의 주류를 이끌고 있다. 연간 20편 내외의 드라마를 제작하고 있으며, tvN과 OCN을 통해 방영된다.

'16년 5월 물적분할 후 '스튜디오 드레곤'은 드라마 제작사로서 역할이 확대되었다. 분사 전 CJ E&M 전용 드라마 제작사였다면, 분할 후 지상파 및 타채널용 드라마 제작이 가능해 졌기 때문이다. 분사 후 '16년 실적(5월~12월)은 매출액 1,371억원, 영업이익 128억원을 달성하였다. '17년은 매출액 2,100억원, 영업이익 300억원을 전망한다.

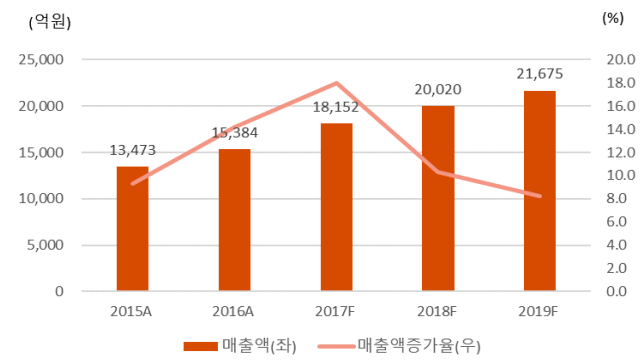
'17년 실적전망

동사의 '17 년 예상실적은 매출액 1 조 8,152 억원(YoY+18.0%), 영업이익 996 억원(YoY+256.1%)을 전망한다. 실적은 방송 사업부문이 주도할 것으로 예상한다. 영화부문은 공조(관객 수 781 만명)를 제외한 군함도(658 만명), 조작된 도시(251 만명), 불한당(245 만명), 리얼(47 만명) 등 개봉한 영화들이 예상보다 저조한 흥행성적을 기록하여 실적 기여도가 낮다. 적자를 예상한다. 음악 사업부문 워너원 실적 기여도가 상승하며, 소폭 흑자를 전망한다.

방송 사업부문 '17 년 실적은 매출액 1 조 3,821 억원(YoY+22.5%), 영업이익 911 억원(YoY+95.9%) 전망한다. 성장 요인은 다음과 같다.

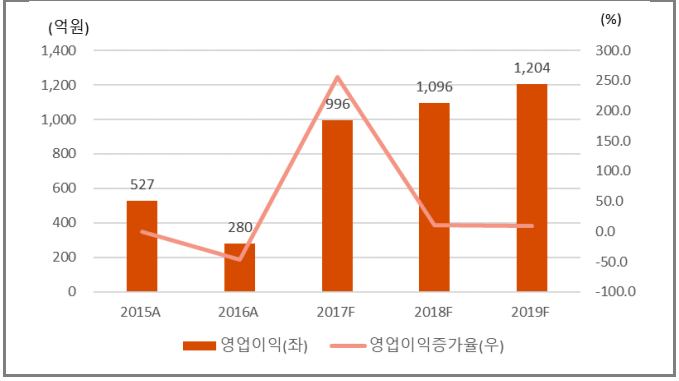
① **프리미엄 광고 패키지의 견조한 성장**. tvN, OCN 등 자체 제작 드라마와 예능 시리즈 프로그램의 경쟁력을 기반으로 프리미엄 타임 광고단가 상승효과로 성장을 견인 중이다. ② **디지털 광고의 급성장**. OTT(TVING)과 MCN(DIA TV) 등 디지털 콘텐츠 플랫폼의 성장과 모바일 트랜드의 일상화로 디지털 광고 수요가 급증하고 있다. 특히 타겟팅과 실질적 구매 연결성이 높다는 점에서 광고주의 선호도도 높다. ③ **콘텐츠 매출 본격화**. 넷플릭스, 페이스북 등 OTT 플랫폼 기업들의 공격적인 콘텐츠 확보 경쟁으로 동사의 컨텐츠 수요가 급증하고 있다. 아시아권 수요 증가가 컨텐츠 수출로 이어지고 있다는 점도 긍정적이다.

Exhibit 27. 매출액 및 매출액 증가율 전망 추이



Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 28. 영업이익 및 증가율 전망



Source: Company data, Leading Research Center

영화 사업부문은 4 분기 남한산성(이병헌, 김윤석 주연)을 시작으로 재기를 노린다. 이어 침묵(최민식, 박신혜 주연), 궁합(심은경, 이승기 주연), 7 년의 밤(류승룡, 장동건 주연) 등 라인업을 준비 중이다.

Exhibit 29. 10 월 3 일 개봉한 <남한산성>



Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 30. 11 월 개봉 예정인 <침묵>



Source: Company data, Leading Research Center

음악 사업부문은 <프로듀스101>, <쇼미더머니>, <언프리티랩스타> 등 오디션 프로그램과 연동된 비즈니스 모델이 정착되고 있다. 전속 아티스트인 헤이즈와 다비치, 에릭남, 로이킴 등의 매니지먼트 비즈니스와 팔로알토의 하이라이트레코즈, 사이먼 도미닉, 박재범 등의 AOMG 등 레이블 투자도 활발히 진행하고 있다는 점에서 성장 가능성도 높다. **11월 워너원의 신규 앨범 출시를 앞두고 있어 4분기 실적에 기여할 전망**이다.

투자의견 및 Valuation

동사에 대한 '매수' 의견을 제시하며, 커버리지를 시작한다. **목표주가는 114,000 원을 산출**하였다. 이는 12M Fwd BPS 56,885 원에 Target PBR 2.0 배를 적용하였다. Target Valuation Multiple 은 과거 3 년간 PBR 의 상단을 활용하였다.

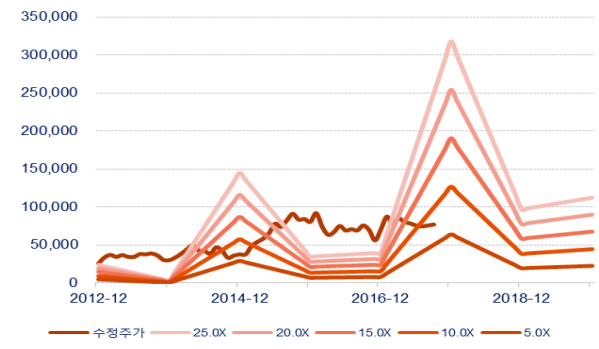
투자포인트는 다음과 같다.

① **콘텐츠의 경쟁력**. 콘텐츠의 경쟁력을 기반으로 디지털 광고 매출 및 콘텐츠 매출, 수출이 동반 성장하고 있다. 동사가 구축한 드라마와 예능의 새로운 프레임(새로운 소재, 시즌제, 금토 드라마 등) 은 한국 컨텐츠의 선진화를 가져왔다는 판단이다.

② **플랫폼의 가치**. 기존 방송 플랫폼(tvN, OCN 등) 이외에 모바일 트랜드에 적합한 DIA TV, TVING 등 디지털 플랫폼을 보유하고 있는 유일한 기업이다. 모바일, 인터넷 환경에 적합한 플랫폼을 보유하고 있다는 점에서 **아시아의 넷플릭스로 성장할 수 있는 잠재력이 충분**하다고 판단한다.

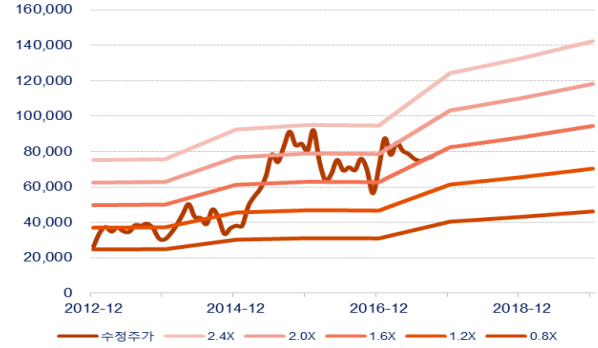
③ **'스튜디오 드래곤'의 상장**. 최근 주가는 '넷마블 게임즈' 주가에 연동되고 있다. 이는 본업의 상승 모멘텀이 희석되었기 때문이다. '스튜디오 드래곤' 상장은 본업의 밸류체인 가치를 재평가할 티핑 포인트가 될 것이다. 동사는 드라마의 기획에서 개발, 제작, 마케팅, 유통까지 수직화된 시스템을 보유하고 있다. 이 밸류체인의 정점에 위치한 자회사가 '스튜디오 드래곤'이다. 상장 후 자금력을 기반으로 현 밸류체인은 보다 견고해질 것으로 기대한다.

Exhibit 31. PER band



Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 32. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	23,649	27,930	35,268	36,700	38,190
유동자산	9,401	9,956	10,937	11,381	11,843
현금 및 현금성자산	475	813	1,647	1,714	1,784
단기금융자산	3,129	908	621	646	672
매출채권 및 기타채권	4,343	5,529	5,290	5,505	5,728
재고자산	39	47	57	60	62
비유동자산	14,247	17,973	24,330	25,318	26,346
장기금융자산	1,080	1,959	1,897	1,974	2,054
관계기업 등 투자자산	4,953	4,626	10,933	11,377	11,839
유형자산	773	2,755	2,981	3,102	3,228
무형자산	6,532	7,235	7,976	8,299	8,636
부채총계	8,048	11,774	13,791	13,373	12,757
유동부채	6,423	9,372	8,715	9,069	9,437
단기차입부채	1,758	3,687	3,384	3,521	3,664
기타 단기금융부채	8	16	11	11	11
매입채무 및 기타채무	4,184	4,805	4,228	4,400	4,578
비유동부채	1,625	2,402	5,076	4,304	3,320
장기차입부채	1,310	1,699	3,374	3,510	3,653
기타 장기금융부채	9	42	52	54	57
자본총계	15,601	16,155	21,476	23,326	25,433
지배주주지분	15,515	15,463	20,743	22,593	24,699
비지배주주지분	85	693	733	733	733

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	13,473	15,384	18,152	20,020	21,675
매출원가	10,194	11,895	13,317	14,676	15,858
매출총이익	3,279	3,489	4,835	5,344	5,817
판매비와관리비	2,752	3,209	3,839	4,248	4,613
영업이익	527	280	996	1,096	1,204
EBITDA	3,727	4,276	4,061	4,008	4,234
비영업손익	67	396	5,740	1,163	1,383
이자수익	89	38	27	30	33
이자비용	137	124	145	158	172
배당수익	35	4	0	0	0
외환손익	1	3	13	64	70
관계기업등 관련손익	1,287	812	6,059	1,427	1,669
타 비영업손익	(1,208)	(337)	(214)	(200)	(217)
세전계속사업이익	593	675	6,736	2,259	2,587
법인세비용	64	67	1,644	497	569
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	529	609	5,092	1,762	2,018
지배주주순이익	543	622	5,091	1,763	2,019
비지배주주순이익	(14)	(13)	1	(1)	(1)
기타 포괄손익	(9)	(1,031)	274	164	164
총포괄손익	520	(423)	5,366	1,927	2,183

현금흐름표

(단위: 억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	2,955	2,588	2,499	2,114	2,017
당기순이익	529	609	5,092	1,762	2,018
현금유출입이 없는 수익(비용)	3,320	3,657	(1,093)	2,045	1,999
자산상각비	3,200	3,996	3,065	2,912	3,030
영업자산부채변동	(420)	(1,681)	(1,076)	(1,068)	(1,293)
매출채권 감소(증가)	(685)	(762)	156	(215)	(224)
재고자산 감소(증가)	(8)	(11)	(12)	(2)	(2)
매입채무 증가(감소)	720	57	(392)	172	179
투자활동 현금흐름	(1,889)	(5,337)	(3,119)	(2,476)	(2,393)
투자활동현금유입액	2,955	7,355	6,811	983	1,207
유형자산	4	3	2	0	0
무형자산	41	12	0	0	0
투자활동현금유출액	4,844	12,692	9,930	3,460	3,600
유형자산	80	2,125	320	318	331
무형자산	3,349	3,587	2,823	3,039	3,162
재무활동 현금흐름	(943)	3,060	1,435	365	376
재무활동현금유입액	446	5,143	12,866	442	453
단기차입부채	417	2,788	10,905	137	143
장기차입부채	0	1,396	1,877	137	143
재무활동현금유출액	1,389	2,006	11,353	0	0
단기차입부채	1,372	2,006	10,353	0	0
장기차입부채	0	0	1,000	0	0
기타 현금흐름	0	0	32	64	70
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	17	26	(13)	0	0
현금변동	140	338	835	67	70
기초현금	335	475	813	1,647	1,714
기말현금	475	813	1,647	1,714	1,784

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표 및 주가배수					
EPS	1,403	1,605	13,145	4,551	5,213
BPS	40,058	39,922	53,555	58,332	63,770
CFPS	7,628	6,681	6,453	5,457	5,207
SPS	34,785	39,720	46,865	51,688	55,961
EBITDAPS	9,621	11,040	10,484	10,347	10,932
DPS(보통,현금)	200	200	199	199	199
배당수익률(보통,현금)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향(보통,현금)	14.2	12.4	1.5	4.4	3.8
PER	57.4	44.2	5.9	17.0	14.8
PBR	2.0	1.8	1.4	1.3	1.2
PCFR	10.6	10.6	12.0	14.1	14.8
PSR	2.3	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.4	7.1	8.3	8.5	8.1
재무비율					
매출액증가율	9.3	14.2	18.0	10.3	8.3
영업이익증가율	흑전	(46.9)	256.1	10.0	9.9
지배주주순이익증가율	(77.3)	15.0	736.8	(65.4)	14.5
매출총이익률	24.3	22.7	26.6	26.7	26.8
영업이익률	3.9	1.8	5.5	5.5	5.6
EBITDA이익률	27.7	27.8	22.4	20.0	19.5
지배주주순이익률	3.9	4.0	28.1	8.8	9.3
ROA	2.2	1.1	3.2	3.0	3.2
ROE	3.6	4.0	28.1	8.1	8.5
ROIC	5.2	2.3	5.9	6.6	6.5
부채비율	51.6	72.9	64.2	57.3	50.2
차입금비율	19.7	33.3	31.5	30.1	28.8
순차입금비율	(3.0)	22.9	21.2	20.3	19.4

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

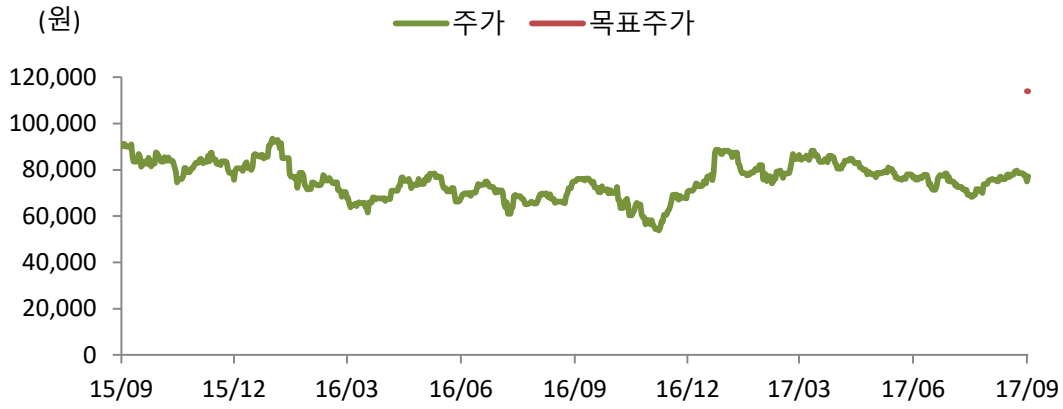
- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

CJ E&M(130960)	
일자	2017-10-10
투자의견	BUY(신규)
목표주가	114,000 원
괴리율(%)	
평균주가대비	-
최고(최저)주가대비	-

** 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용*

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2017.09.29)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%

*©. 2017 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*