

CJ E&M(130960)

매수(분석재개) / TP: 110,000원

주가(5/31, 원)	75,300
시가총액(십억원)	2,917
발행주식수(백만)	39
52 주 최고/최저가(원)	95,000/61,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	23,154
유동주식비율(%)	56.7
외국인지분율(%)	19.2
주요주주(%)	CJ 외 5 인
	국민연금
	5.1

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2014A	1,233	(13)	225	5,821	4,244.0	290	6.6	4.7	1.0	16.4	-
2015A	1,347	53	54	1,409	(75.8)	373	57.2	8.2	2.0	3.6	0.2
2016F	1,510	75	57	1,467	4.1	408	51.3	6.8	1.8	3.6	0.3
2017F	1,667	92	86	2,221	51.4	450	33.9	6.0	1.7	5.2	0.4
2018F	1,823	115	117	3,028	36.3	505	24.9	5.3	1.6	6.8	0.4

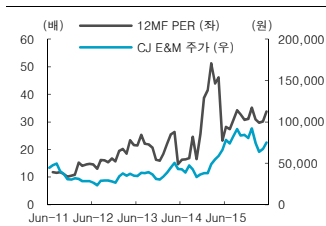
주: 순이익은 지분법적용 순이익

준비된 자가 누릴 수 있는 기회

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.9	(10.8)	13.9
상대주가(%p)	12.4	(10.4)	20.1

12MF PER 추이



종합 콘텐츠 선도 기업: CJ E&M에 대한 투자 의견 '매수'와 목표주가 11만원(SOTP 방식 적용)을 제시하며 분석을 재개한다. 콘텐츠 경쟁력 강화, 플랫폼 다각화, 해외성과 확대 등으로 본격적인 이익 증대 국면에 진입할 것이다. CJ E&M은 영화, 드라마, 음악 등 미디어 산업 전반을 아우르는 종합 콘텐츠 선도 기업으로서 차별화된 콘텐츠를 선보여 콘텐츠 수요 증대를 이끌고 있다. 콘텐츠 제작 역량 향상으로 흥행 우위의 영화, 드라마 등을 내놓을 가능성이 높아졌다. 광고 단가 상승이 광고 매출 증가로 이어지고 VOD 등의 판매도 확대되면서 방송부문이 이익 개선을 주도할 전망이다. 해외성과의 이익 기여도도 높아질 것이다. 콘텐츠 기획, 제작 역량을 바탕으로 현지화 전략을 추진해 영화뿐 아니라 각종 합작 콘텐츠의 해외 진출 속도를 높이고 있다. 콘텐츠 경쟁력에 기반한 이익 창출 가시화로 2016년과 2017년 영업이익률은 각각 5.0%, 5.5%로 상승할 전망이다.

제작 역량 강화로 안정적 이익 창출이 가능한 구조로 진화: 콘텐츠 업체는 흥행 여부에 따라 실적 및 주가가 크게 좌우돼 흥행에 성공할 가능성이 높은 콘텐츠를 안정적으로 제작 및 유통할 수 있는 역량이 필수적이다. CJ E&M은 제작, 유통 등 콘텐츠 사업 전반에 걸친 역량 강화에 주력해 왔으며 이는 높은 콘텐츠 파워지수(CPI)와 킬러 콘텐츠 증가로 입증됐다. 미디어 산업의 변화로 콘텐츠의 양이 폭발적으로 증가, 국내 문화콘텐츠 시장규모는 2009년 67조원에서 2015년 98조원으로 연평균 8% 성장했다. 콘텐츠 시장 확대는 곧 소비자들의 선택적인 미디어 소비로 이어졌다. CJ E&M은 응답하라 시리즈, 꽃보다 시리즈 등 잇단 드라마/예능프로그램으로 소비자의 수요를 충족하며 차별화된 콘텐츠 제작 능력을 확인시켰다. 미디어 사업의 플랫폼이 모바일, VOD 등으로 다각화되면서 제작한 콘텐츠를 판매하는 채널이 늘어났다는 점도 긍정적이다.

방송 매출 확대 지속: 방송 콘텐츠 경쟁력 강화로 광고 단가가 상승해 광고 매출이 확대될 것으로 예상된다. '응답하라', '꽃보다', '삼시세끼' 시리즈 등 연이은 킬러 콘텐츠를 제작에 힘입어 광고 단가가 상승했다. 금토 예능 및 드라마의 흥행으로 프라임타임 평균 광고 단가가 지상파 수준인 1,150만원으로 2014년 대비 200% 이상 상승해 광고 매출 확대를 이끌고 있다. 경쟁력 있는 콘텐츠 제작으로 프로그램 흥행 확률이 높아져 다른 시간대의 단가도 점진적으로 상승할 것으로 예상된다. VOD, 모바일 등 다각화된 플랫폼에 기반한 광고 판매 증대도 성장의 활로가 될 것이다. 2016년과 2017년 방송 매출은 전년대비 각각 14.6%, 12.0% 늘어날 전망이다.

최민하 3276-6260
mhchoi@truefriend.com

해외 사업 또 다른 성장의 활로: CJ E&M은 드라마, 예능 등 각종 방송 콘텐츠와 포맷을 수출한 바 있다. 이제는 중국 등 해외에서 현지 업체와 합작한 콘텐츠 제작을 본격화하면서 해외 시장에서 뚜렷한 성과가 예상된다. 2015년 ‘20세여 다시 한번’이 중국에서 1,162만명의 관객을 동원해 638억원의 입장수입을 거두며 한중 합작영화 흥행 1위를 기록, 영화부문 해외 매출비중이 28%로 상승한 바 있다. 한중 합작영화가 작년 1편에서 금년 3편으로 늘어나 영화부문 해외매출은 전년대비 65% 늘어날 전망이다.

2016년 영업이익 43% 증가: CJ E&M의 2016년 매출액과 영업이익은 각각 1조 5,104억원(+12.1% YoY), 755억원(+43.3% YoY)으로 전망한다. 금년부터 콘텐츠 소비 사이클의 단축현상을 감안해 드라마 판권에 대한 상각연수를 기존 4년에서 1.5년으로 변경해 비용 증가분이 반영된다. 그러나 시그널, 치즈인더트랩, 응답하라 시리즈 등의 드라마와 프로듀스101, 삼시세끼, 꽃보다 시리즈 등 예능 프로그램의 연이은 흥행으로 방송부문의 콘텐츠 파워가 입증돼 광고 단가가 상승하고 콘텐츠 판매가 늘어날 것으로 예상된다. 2016년 광고 매출액은 전년대비 13.2%, VOD 등 기타 방송 매출은 16.1% 늘어날 전망이다. 영화부문 매출은 국내 흥행작 제작뿐 아니라 중국, 베트남 등에서 국가별 콘텐츠 현지화 전략을 가속화하고 있어 전년대비 9.4% 증가할 것이다.

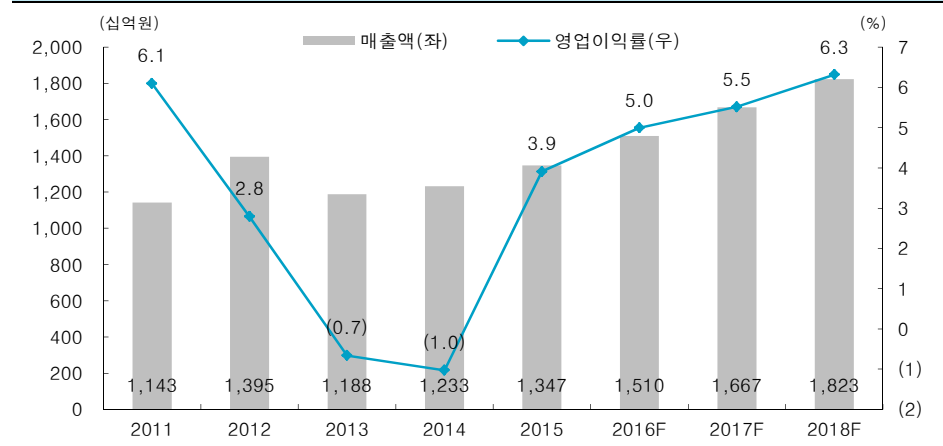
〈표 28〉 목표주가 산정 방식

(단위: 십억원)

	NOPLAT	Multiple	가치	설명
영업가치(a)			2,058.0	
방송	81.7	30	1,911.7	17년 세후영업이익
영화	8.6	20	134.8	17년 세후영업이익
음악/공연	1.7	10	13.2	17년 세후영업이익
게임(b)			1,855	넷마블게임즈 지분 31.4% 보유
사업가치			3,914	
순차입금(c)			(200)	16-17년 가중평균
적정가치			4,114.7	=(a)+(b)-(c)
주식수(천주)			38,574	자사주 차감
목표주가(원)			106,670	

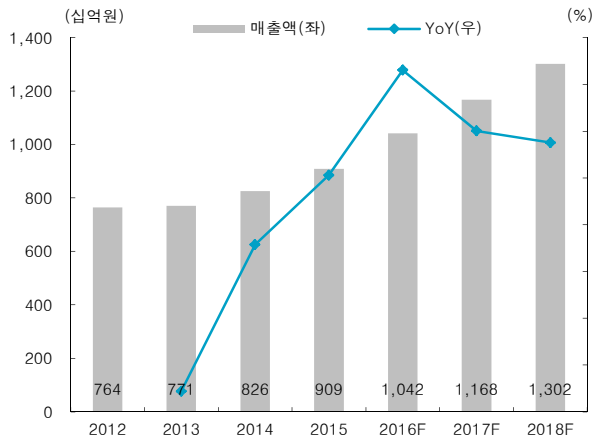
자료: 한국투자증권

〔그림 80〕 매출액 및 영업이익률



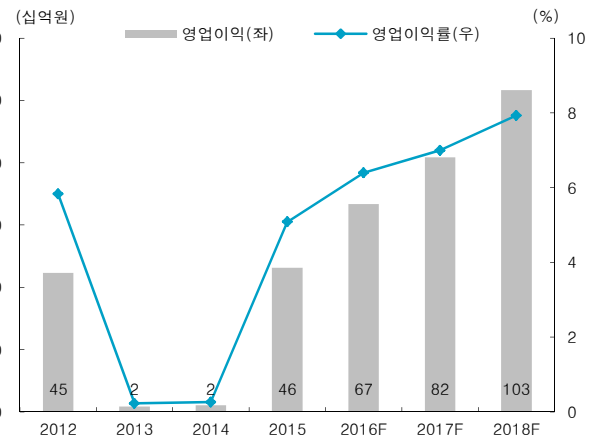
자료: CJ E&M, 한국투자증권

[그림 81] 방송부문 매출액



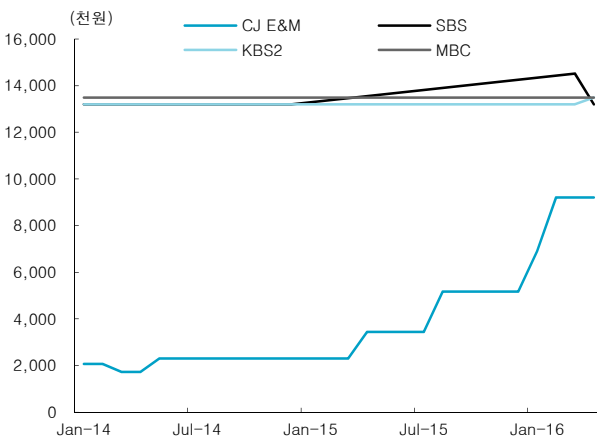
자료: CJ E&M, 한국투자증권

[그림 82] 방송부문 영업이익과 영업이익률



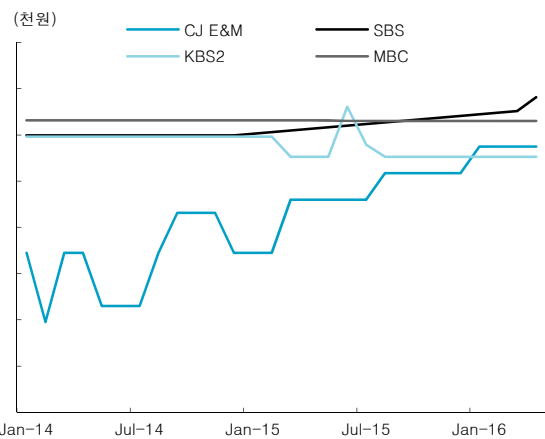
자료: CJ E&M, 한국투자증권

[그림 83] CJ E&M의 최고 광고단가 추이

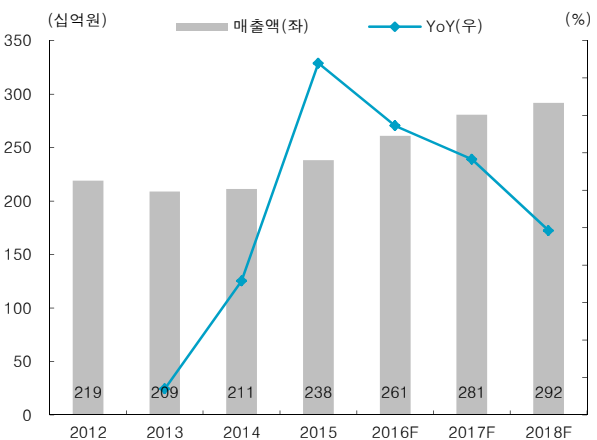


자료: CJ E&M, 한국투자증권

[그림 84] 방송사별 금요일 프라임타임 광고 단가

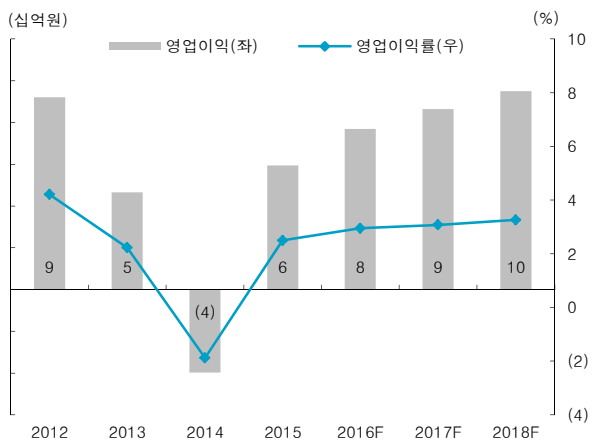
주: 2016년 4월 기준
자료: CJ E&M, 한국투자증권

[그림 85] 영화부문 매출액



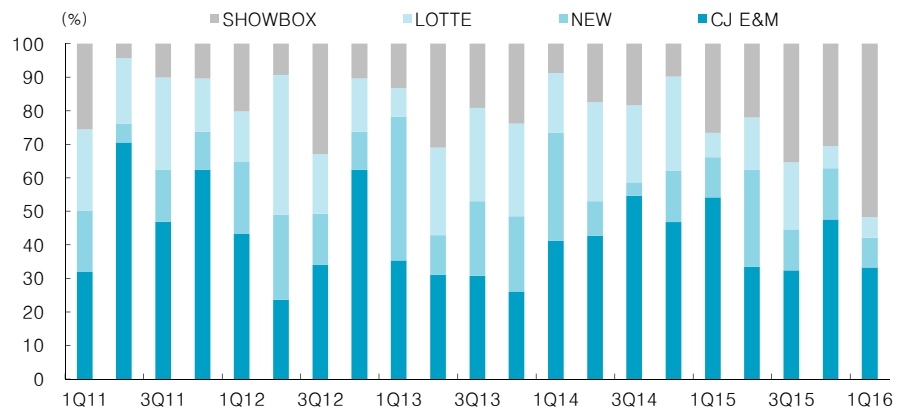
자료: CJ E&M, 한국투자증권

[그림 86] 영화부문 영업이익과 영업이익률



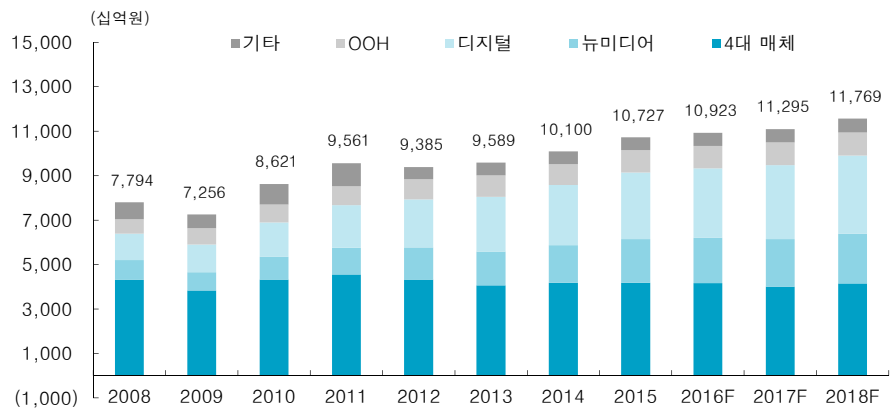
자료: CJ E&M, 한국투자증권

[그림 87] 배급사별 관객 점유율



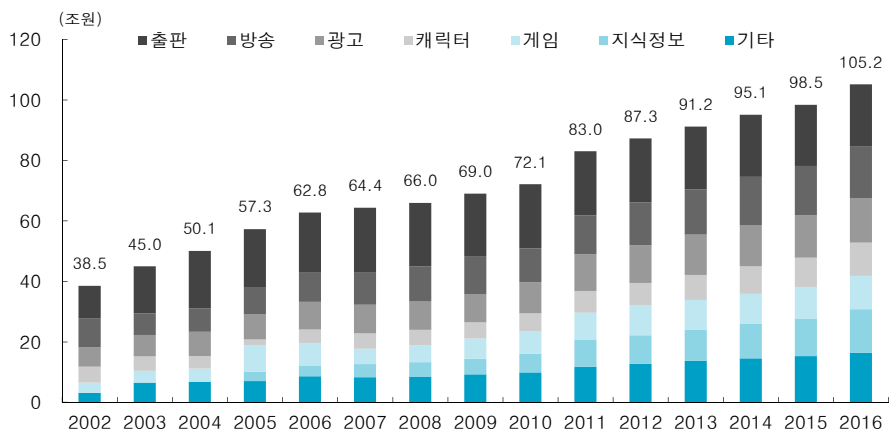
주: 4개사 합계를 100으로 제한한 점유율 기준
 자료: 영화진흥위원회, 한국투자증권

[그림 88] 국내 광고 시장 규모



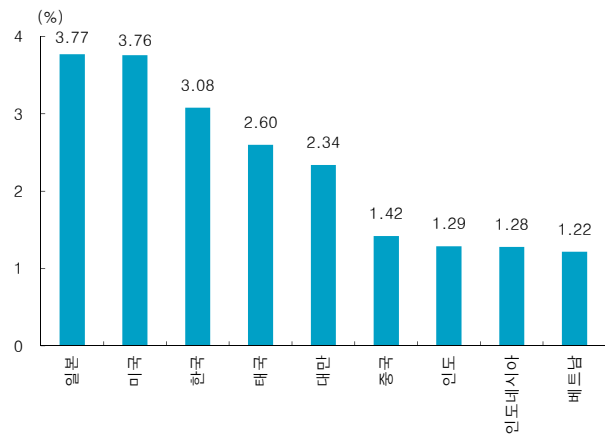
자료: 한국방송진흥공사(KOBACO), 한국투자증권

[그림 89] 국내 콘텐츠 시장 규모

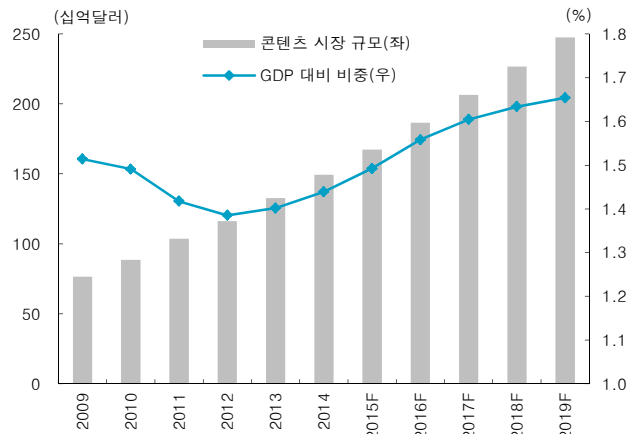


자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국투자증권

[그림 90] 주요 국가별 GDP 대비 콘텐츠 시장 비중



[그림 91] 중국 콘텐츠 시장 전망



주: 2014년 기준
자료: KOCCA, 한국투자증권

자료: KOCCA, 한국투자증권

〈표 29〉 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	293.1	299.2	370.0	385.0	313.5	335.0	433.9	427.9	1,347.3	1,510.4	1,667.0
방송	177.9	223.5	227.6	280.5	225.4	249.2	257.4	310.3	909.5	1,042.4	1,167.6
영화	65.9	31.5	93.1	47.8	40.3	38.6	124.2	57.8	238.3	260.9	280.8
음악	41.9	43.2	48.5	50.5	44.6	46.1	51.4	53.3	184.1	195.5	206.6
공연	7.4	1.0	0.8	6.2	3.3	1.1	0.8	6.5	15.4	11.7	12.0
매출원가	227.2	218.8	286.5	286.9	236.7	250.6	327.2	312.7	1,019.4	1,127.2	1,244.5
매출총이익	65.9	80.4	83.5	98.1	76.8	84.5	106.7	115.2	327.9	383.2	422.5
매출총이익률(%)	22.5	26.9	22.6	25.5	24.5	25.2	24.6	26.9	24.3	25.4	25.3
판매비	56.7	62.6	69.9	86.0	67.9	66.1	83.0	90.6	275.2	307.7	330.5
영업이익	9.2	17.8	13.6	12.1	8.9	18.3	23.6	24.6	52.7	75.5	92.0
영업이익률(%)	3.1	6.0	3.7	3.1	2.8	5.5	5.4	5.8	3.9	5.0	5.5
방송	2.5	19.6	7.0	17.0	5.1	17.8	15.9	27.9	46.2	66.7	81.7
영화	6.5	(4.1)	7.7	(4.1)	3.8	(1.9)	8.7	(2.8)	6.0	7.7	8.6
음악	0.2	2.1	(0.3)	(1.3)	(0.1)	2.2	(0.1)	(1.1)	0.7	1.0	1.5
공연	0.1	0.2	(0.9)	0.4	0.1	0.3	(0.9)	0.6	(0.2)	0.1	0.2
세전이익	105.1	21.1	33.1	(100.0)	14.6	18.3	27.5	7.7	59.3	68.1	103.9
지배주주순이익	91.2	13.3	27.8	(77.9)	13.2	14.4	22.7	6.3	54.3	56.6	85.7
(% YoY)											
매출액	10.6	5.5	7.8	12.9	7.0	12.0	17.3	11.2	9.3	12.1	10.4
방송	4.4	6.9	11.2	16.0	26.7	11.5	13.1	10.6	10.1	14.6	12.0
영화	32.5	4.5	(0.2)	25.6	(38.9)	22.5	33.4	20.9	12.8	9.4	7.7
음악	3.3	1.8	16.5	(9.9)	6.3	6.9	6.0	5.6	1.9	6.2	5.7
공연	68.2	(42.8)	(79.0)	25.0	(55.7)	5.0	5.0	5.0	4.4	(24.2)	3.2
매출원가	8.0	(1.9)	0.6	10.8	4.2	14.5	14.2	9.0	4.3	10.6	10.4
매출총이익	20.5	32.8	43.4	19.7	16.5	5.0	27.8	17.5	28.4	16.9	10.3
매출총이익률(%)	1.9	5.5	5.6	1.4	2.0	(1.7)	2.0	1.4	3.6	1.0	(0.0)
판매비	(2.2)	(9.4)	1.7	19.0	19.7	5.6	18.8	5.3	2.7	11.8	7.4
영업이익	na	na	na	24.6	(2.9)	2.9	73.8	103.7	na	43.3	21.9
영업이익률(%)	4.4	9.0	6.7	0.3	(0.3)	(0.5)	1.8	2.6	4.9	1.1	0.5
방송	na	na	na	(23.2)	105.6	(9.5)	125.4	63.6	2,048.9	44.3	22.5
영화	50.5	na	18.1	na	(41.8)	na	12.4	na	na	29.4	12.2
음악	na	na	na	na	na	7.6	na	na	na	42.7	52.7
공연	na	na	na	na	109.0	16.1	na	44.7	na	na	50.8
세전이익	na	na	na	na	(86.1)	(13.2)	(17.0)	na	na	14.8	52.6
지배주주순이익	na	na	(90.1)	na	(85.6)	8.5	(18.3)	na	(75.8)	4.1	51.4

자료: CJ E&M, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

CJ E&M은 2011년 3월 온미디어, 씨제이미디어, 씨제이인터넷, 엠넷미디어, 씨제이엔터테인먼트 등 그룹내 미디어/엔터테인먼트 계열 5개사가 합병돼 탄생했다. 14년 3월 게임 사업부문 역량 강화를 위해 텐센트와 투자 유치 계약을 체결하고 같은 해 10월 물적분할한 CJ넷마블과 CJ게임을 합병해 넷마블게임즈가 출범하며 게임부문은 연결대상에서 제외됐다. CJ E&M은 현재 넷마블게임즈의 지분 31%를 갖고 있다. CJ E&M은 방송, 영화, 음악, 공연 사업 등을 영위하고 있다. 최대주주는 CJ로 보유 지분은 39.4%다.

- PPL(Product Placement): 간접광고의 하나. 영화, 드라마 등에 소품으로 등장하는 상품 등의 브랜드, 이미지 등을 노출시켜 관객들에게 홍보하는 일종의 광고마케팅 전략.
- CPI(Content Power Index): 뉴스 구독 순위(화제성), 직접 검색 순위(관여도), 버즈 순위(몰입도) 등을 통합해 지상파 3사와 케이블 방송의 콘텐츠 파워를 측정하는 수치로 화제성과 인기를 가늠하는 지표
- 킬러 콘텐츠(Killer Contents): 시장에 상당한 영향을 미치는 방송, 애니메이션, 영화, 음악 등 콘텐츠를 의미

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,039	940	1,106	1,234	1,346
현금성자산	34	47	72	85	100
매출채권및기타채권	372	434	517	572	628
재고자산	5	4	4	5	5
비유동자산	1,318	1,425	1,543	1,663	1,793
투자자산	475	603	661	713	761
유형자산	88	77	78	79	80
무형자산	695	653	702	758	829
자산총계	2,357	2,365	2,650	2,897	3,139
유동부채	581	642	904	1,089	1,232
매입채무및기타채무	363	418	477	534	602
단기차입금및단기사채	45	55	45	45	30
유동성장기부채	102	121	141	151	201
비유동부채	271	162	139	131	129
사채	150	100	70	55	45
장기차입금및금융부채	103	32	32	32	32
부채총계	852	805	1,043	1,220	1,361
지배주주지분	1,509	1,552	1,600	1,673	1,777
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	973	973	973	973	973
기타자본	28	16	16	16	16
이익잉여금	316	370	419	493	598
비지배주주지분	(4)	9	7	5	2
자본총계	1,506	1,560	1,606	1,677	1,779

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	195	295	497	490	490
당기순이익	233	53	55	83	114
유형자산감가상각비	19	14	13	13	13
무형자산상각비	284	306	319	344	376
자산부채변동	(102)	(42)	147	98	50
기타	(239)	(36)	(37)	(48)	(63)
투자활동현금흐름	(640)	(189)	(445)	(463)	(491)
유형자산투자	(19)	(8)	(15)	(15)	(15)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(298)	162	(18)	(1)	17
무형자산순증	(327)	(331)	(368)	(400)	(447)
기타	3	(12)	(44)	(47)	(46)
재무활동현금흐름	146	(94)	(26)	(14)	16
자본의증가	138	3	0	0	0
차입금의순증	14	(96)	(20)	(5)	25
배당금지급	0	0	(8)	(8)	(12)
기타	(6)	(1)	2	(1)	3
기타현금흐름	(0)	2	0	0	0
현금의증가	(299)	14	25	13	15

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	1,233	1,347	1,510	1,667	1,823
매출원가	977	1,019	1,127	1,245	1,354
매출총이익	255	328	383	422	468
판매관리비	268	275	308	330	353
영업이익	(13)	53	75	92	115
금융수익	15	19	19	20	22
이자수익	10	9	8	9	10
금융비용	23	21	24	25	28
이자비용	15	14	12	11	11
기타영업외손익	(39)	(120)	(43)	(35)	(33)
관계기업관련손익	10	129	41	52	66
세전계속사업이익	(50)	59	68	104	142
법인세비용	7	6	13	21	28
연결당기순이익	233	53	55	83	114
지배주주지분순이익	225	54	57	86	117
기타포괄이익	(5)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	228	52	54	83	113
지배주주지분포괄이익	221	54	56	85	116
EBITDA	290	373	408	450	505

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	5,821	1,409	1,467	2,221	3,028
BPS	39,100	40,188	41,427	43,317	46,010
DPS	0	200	200	300	300
성장성(% , YoY)					
매출증가율	3.7	9.3	12.1	10.4	9.3
영업이익증가율	NM	NM	43.3	21.9	25.1
순이익증가율	4,336.0	(75.8)	4.1	51.4	36.3
EPS 증가율	4,244.0	(75.8)	4.1	51.4	36.3
EBITDA 증가율	(13.2)	28.6	9.4	10.3	12.3
수익성(%)					
영업이익률	(1.0)	3.9	5.0	5.5	6.3
순이익률	18.2	4.0	3.7	5.1	6.4
EBITDA Margin	23.5	27.7	27.0	27.0	27.7
ROA	10.2	2.2	2.2	3.0	3.8
ROE	16.4	3.6	3.6	5.2	6.8
배당수익률	-	0.2	0.3	0.4	0.4
배당성향	0.0	14.2	13.6	13.5	9.9
안정성					
순차입금(십억원)	(113)	(52)	(138)	(200)	(233)
차입금/자본총계비율(%)	26.7	19.8	18.0	16.8	17.2
Valuation(X)					
PER	6.6	57.2	51.3	33.9	24.9
PBR	1.0	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	4.7	8.2	6.8	6.0	5.3

■ Compliance notice

- 당사는 2016년 5월 31일 현재 CJ, CJ CGV, CJ E&M 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 CJ 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 CJ 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
79.1%	19.1%	1.8%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.