

CJ E&M(130960)

매수(유지) / TP: 95,000원(유지)

주가(9/6, 원)	68,400
시가총액(십억원)	2,649
발행주식수(백만)	39
52 주 최고/최저가(원)	95,000/61,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	19,000
유동주식비율(%)	56.7
외국인지분율(%)	19.0
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	1,499	66	92	2,393	69.8	374	29.2	7.0	1.7	5.8	0.3
2017F	1,655	102	98	2,547	6.4	419	27.4	6.2	1.6	5.9	0.4
2018F	1,778	130	130	3,370	32.3	449	20.7	5.7	1.5	7.3	0.4

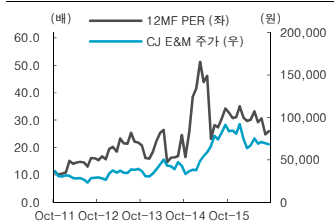
주: 순이익은 지분법적용 순이익

성공의 key는 콘텐츠 현지화

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.1	(6.7)	(12.9)
상대주가(%p)	9.7	(12.4)	(22.4)

12MF PER 추이



매수와 목표주가 95,000원 유지: 종합 콘텐츠 선도 기업 CJ E&M에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 95,000원(SOTP 방식 적용)을 유지한다. CJ E&M은 경쟁력 있는 콘텐츠를 바탕으로 국내외 수요 증가를 견인하고 있다. 1) 금년 5월 분사해 설립한 자회사 ‘스튜디오 드래곤’을 통해 국내외에서 경쟁력 있는 드라마 제작이 가속화될 것이다. 2) tvN, Mnet 등 주요 방송 채널에서 광고 단가가 올라 방송 광고 매출 증가 추세가 지속될 전망이다. 3) VOD, PIP, MCN 등 다각화된 플랫폼에 기반한 디지털 방송 및 광고 판매 증대는 새로운 성장의 활로가 되고 있다. 4) 현지화 전략에 기반해 해외 성과의 이익 기여도도 높아질 것이다.

현지화 전략이 해외 시장에서 빛을 발할 시점: CJ E&M은 퀄리티와 흥행성을 갖춘 콘텐츠 제작능력을 바탕으로 국내 입지를 탄탄히 다진 후 해외 사업 확대에 나섰다. 흥행 콘텐츠의 판권 판매뿐 아니라 성공한 콘텐츠를 기반으로 각 국가의 문화와 취향을 반영, 현지화하는 ‘원소스 멀티유즈(OSMU, One Source Multi Use)’ 전략에 기반한 사업 모델을 구축했다. 중국 현지 업체와 합작 형태로 진출해 CJ E&M이 보유한 IP의 강점을 살리고 흥행 가능성(Hit ratio)을 높이며 현지 시장 침투율을 끌어올리고 있다. 제작능력과 달리, IP에 기반한 경쟁력은 CJ E&M이 다수의 경험을 통해 확보한 노하우에 기반하고 있어 향후에도 경쟁 우위가 지속될 것이다. 현지화(Localization)에 중점을 두고 사업을 영위하는 경우 중국 현지의 콘텐츠 다양화, 양질화에 기여하고 있어 정치적 이슈 등으로 규제가 불거진다면 할지라도 그 영향은 제한적일 수 있다.

경쟁력 있는 콘텐츠 제작능력 제고: CJ E&M은 금년 5월, 글로벌 콘텐츠 제작 역량을 강화하기 위해 드라마 제작 부문을 분사해 ‘스튜디오 드래곤(Studio Dragon)’을 자회사로 설립했다. 스튜디오 드래곤은 ‘태양의 후예’의 김은숙 작가가 속한 화앤픽처스, ‘별에서 온 그대’의 박지은 작가를 보유한 문화창고를 자회사로 두고 있다. 1) 스타 작가의 역량에 힘입은 방송 매출 증대, 2) 자사 채널뿐 아니라 지상파 등으로의 유통 채널 확대를 통한 성과 개선, 3) 더 나아가 해외 시장에서의 수익화 기여 등으로 방송 부문의 실적이 개선될 것으로 예상된다.

방송 부문 이익 개선 본격화: 방송 부문은 광고 단가 상승 등으로 시장을 상회하는 외형 확대가 지속됐으나 드라마 판권의 상각연수 변경으로 무형자산 상각비가 늘어나 이익 개선세가 더뎠다. 금년 하반기부터 상각비 부담이 줄어 3분기, 4분기 방송 부문 영업이익은 각각 23%, 73% 증가하고 2017년 영업이익은 51% 늘어날 전망이다.

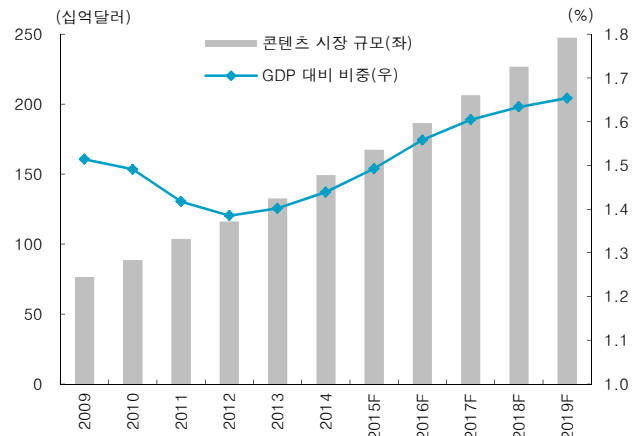
최민하 3276-6260
mhchoi@truefriend.com

[그림 19] 주요 국가별 GDP 대비 콘텐츠 시장 비중



주: 2014년 기준
자료: KOCCA, 한국투자증권

[그림 20] 중국 콘텐츠 시장 전망



자료: KOCCA, 한국투자증권

〈표 6〉 16년 하반기~17년 국내 사업 전략

	3Q16	4Q16	2017
방송	tvN: <굿와이프>, <k2>, <혼술남녀>, <삼시세끼-고창편> OCN: <38 사기동대> Mnet: <언프리티랩스타 3>	tvN: <안투라지>, <도깨비>, <소사이어티 게임> SBS: <푸른바다의 전설> MBC: <캐리어를 끄는 여자> KBS: <공항 가는 길>	우수작가, PD 확보 등 제작 역량 강화 핵심 IP 개발, 디지털 및 글로벌 확대
영화	<인천상륙작전>, <고산자, 대동여지도>, <아수라>	<조작된 도시>, <형>, <마스터>	기획, 제작, 마케팅 역량 강화 <공조>, <군함도>, <남한산성> 등
음악/공연	<에릭남>, <박재범> 음반/음원, <싸우자 귀신아> 및 <굿와이프> OST 뮤지컬 <브로웨이 42 번가>	음반/음원: <언프리티랩스타 3>, <슈퍼스타 K8> OST: <안투라지>, <도깨비> 뮤지컬: <킹키부츠>, <보디가드>	IP 확보 및 자체 아티스트 영역 확대 제작/매니지먼트 역량 강화 자체 공연 IP 기획개발 지속

자료: CJ E&M, 한국투자증권

〈표 7〉 16년 하반기~17년 해외 사업 전략

	3Q16	4Q16	2017
방송	중국: <또 오해영>, <소년 24> 미국: <꽃보다 할배>	중국: <안투라지>, <푸른 바다의 전설> 글로벌 OTT 론칭	중국 화책미디어, 태국 트루비전 등 글로벌 합작 tvN ASIA 채널 강화 및 사업확대 tving 글로벌 진출, OTT 서비스 확대
영화	중국: <화양주신> 베트남: <하우스메이드>	베트남: <사이공 보디가드> 태국: <수상한 그녀> 인도네시아: <차도차도>	글로벌 작품 기획, 투자, 합작 확대 중국: <베데랑>, <콩푸로봇>, <써니> 베트남: <The Girl From Yesterday>, <Wanted>
음악/공연	아시아 콘서트: <블락비>, <방탄소년단>	중국 뮤지컬: <쓰릴미>	자체 IP 및 해외 라이선싱 확대

자료: CJ E&M, 한국투자증권

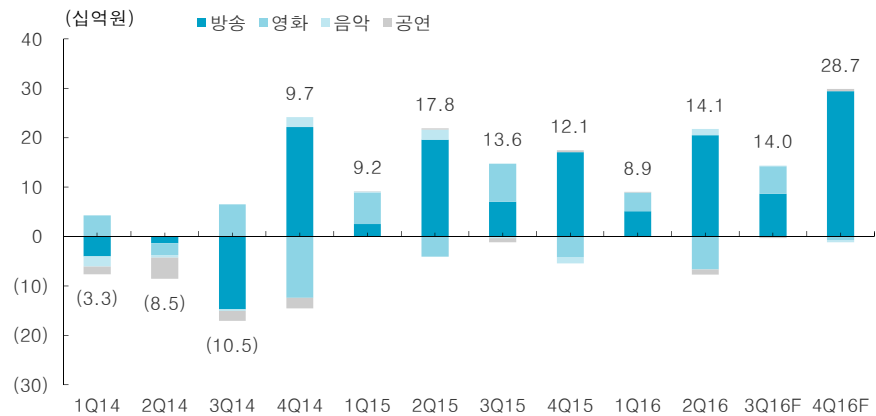
〈표 8〉 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	293.1	299.2	370.0	385.0	313.5	357.3	387.2	440.8	1,347.3	1,498.8	1,655.0
방송	177.9	223.5	227.6	280.5	225.4	268.4	271.9	324.9	909.5	1,090.5	1,214.1
영화	65.9	31.5	93.1	47.8	40.3	40.6	63.1	56.0	238.3	200.1	221.2
음악	41.9	43.2	48.5	50.5	44.6	47.2	51.4	53.3	184.1	196.6	207.7
공연	7.4	1.0	0.8	6.2	3.3	1.1	0.8	6.5	15.4	11.6	12.0
매출원가	227.2	218.8	286.5	286.9	236.7	269.8	296.4	319.5	1,019.4	1,122.4	1,219.7
매출원가율(%)	77.5	73.1	77.4	74.5	75.5	75.5	76.5	72.5	75.7	74.9	73.7
매출총이익	65.9	80.4	83.5	98.1	76.8	87.4	90.9	121.3	327.9	376.4	435.3
매출총이익률(%)	22.5	26.9	22.6	25.5	24.5	24.5	23.5	27.5	24.3	25.1	26.3
판관비	56.7	62.6	69.9	86.0	67.9	73.3	76.9	92.6	275.2	310.6	333.4
판관비 비중(%)	19.4	20.9	18.9	22.3	21.7	20.5	19.8	21.0	20.4	20.7	20.1
영업이익	9.2	17.8	13.6	12.1	8.9	14.1	14.0	28.7	52.7	65.7	101.9
영업이익률(%)	3.1	6.0	3.7	3.1	2.8	4.0	3.6	6.5	3.9	4.4	6.2
방송	2.5	19.6	7.0	17.0	5.1	20.5	8.7	29.4	46.2	63.7	96.3
영화	6.5	(4.1)	7.7	(4.1)	3.8	(6.6)	5.5	(0.7)	6.0	1.9	5.2
음악	0.2	2.1	(0.3)	(1.3)	(0.1)	1.3	0.1	(0.4)	0.7	0.9	1.0
공연	0.1	0.2	(0.9)	0.4	0.1	(1.0)	(0.3)	0.5	(0.2)	(0.8)	(0.6)
세전이익	105.1	21.1	33.1	(100.0)	14.6	47.6	18.4	25.8	59.3	106.5	123.4
지배주주순이익	91.2	13.3	27.8	(77.9)	13.2	43.2	14.9	21.0	54.3	92.3	98.2
(% YoY)											
매출액	10.6	5.5	7.8	12.9	7.0	19.4	4.7	14.5	9.3	11.2	10.4
방송	4.4	6.9	11.2	16.0	26.7	20.1	19.5	15.8	10.1	19.9	11.3
영화	32.5	4.5	(0.2)	25.6	(38.9)	28.8	(32.2)	17.3	12.8	(16.1)	10.6
음악	3.3	1.8	16.5	(9.9)	6.3	9.4	6.0	5.6	1.9	6.8	5.6
공연	68.2	(42.8)	(79.0)	25.0	(55.7)	3.0	6.0	5.0	4.4	(24.3)	3.2
매출원가	8.0	(1.9)	0.6	10.8	4.2	23.3	3.4	11.4	4.3	10.1	8.7
매출원가율(%p)	(1.9)	(5.5)	(5.6)	(1.4)	(2.0)	2.4	(0.9)	(2.0)	(3.6)	(0.8)	(1.2)
매출총이익	20.5	32.8	43.4	19.7	16.5	8.7	8.9	23.6	28.4	14.8	15.7
매출총이익률(%p)	1.9	5.5	5.6	1.4	2.0	(2.4)	0.9	2.0	3.6	0.8	1.2
판관비	(2.2)	(9.4)	1.7	19.0	19.7	17.1	10.0	7.6	2.7	12.9	7.3
판관비 비중(%p)	(2.5)	(3.4)	(1.1)	1.1	2.3	(0.4)	1.0	(1.3)	(1.3)	0.3	(0.6)
영업이익	na	na	na	24.6	(2.9)	(20.8)	3.0	137.6	na	24.8	55.0
영업이익률(%p)	4.4	9.0	6.7	0.3	(0.3)	(2.0)	(0.1)	3.4	4.9	0.5	1.8
방송	na	na	na	(23.2)	105.6	4.4	23.2	72.5	2,048.9	37.9	51.2
영화	50.5	na	18.1	na	(41.8)	na	(28.6)	na	na	(68.0)	171.9
음악	na	na	na	na	na	(37.5)	na	na	na	32.0	13.4
공연	na	na	na	na	109.0	na	na	5.0	na	na	na
세전이익	na	na	na	na	(86.1)	126.2	(44.5)	na	na	79.4	16.0
지배주주순이익	na	na	(90.1)	na	(85.6)	225.2	(46.3)	na	(75.8)	69.9	6.4

자료: CJ E&M, 한국투자증권

[그림 21] 부문별 영업이익



자료: CJ E&M, 한국투자증권

〈표 9〉 목표주가 산정방식

(단위: 십억원, 배)

	NOPLAT	Multiple	가치	설명
영업가치(a)			2,237	
방송	72.8	30	2,156	17년 세후영업이익
영화	3.9	20	78	17년 세후영업이익
음악/공연	0.3	10	3	17년 세후영업이익
게임(b)			1,352	넷마블 게임즈 지분 27.6% 보유
사업가치			3,589	
순차입금(c)			(125)	
적정가치			3,714.6	= (a)+(b)-(c)
주식수(천주)			38,574	자사주 차감
목표주가(원)			96,297	

자료: 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 CJ게임즈를 합병해 넷마블게임즈가 출범하며 게임부문은 연결대상에서 제외됐다. CJ E&M은 현재 넷마블게임즈의 지분 27.6%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	1,057	1,181	1,265
현금성자산	34	47	52	63	75
매출채권및기타채권	372	434	492	545	587
재고자산	5	4	4	5	5
비유동자산	1,318	1,425	1,484	1,560	1,607
투자자산	475	603	656	700	734
유형자산	88	77	78	79	80
무형자산	695	653	649	670	673
자산총계	2,357	2,365	2,542	2,741	2,872
유동부채	581	642	731	839	858
매입채무및기타채무	363	418	473	531	588
단기차입금및단기사채	45	55	50	50	35
유동성장기부채	102	121	141	151	201
비유동부채	271	162	169	176	173
사채	150	100	100	100	90
장기차입금및금융부채	103	32	32	32	32
부채총계	852	805	899	1,015	1,031
지배주주지분	1,509	1,552	1,635	1,721	1,839
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	973	973	973	973	973
기타자본	28	16	16	16	16
이익잉여금	316	370	455	541	660
비지배주주지분	(4)	9	7	5	2
자본총계	1,506	1,560	1,642	1,726	1,841

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	195	295	320	382	319
당기순이익	233	53	91	96	128
유형자산감가상각비	19	14	13	13	13
무형자산상각비	284	306	295	304	306
자산부채변동	(102)	(42)	(5)	24	(57)
기타	(239)	(36)	(74)	(55)	(71)
투자활동현금흐름	(640)	(189)	(324)	(372)	(323)
유형자산투자	(19)	(8)	(15)	(15)	(15)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(298)	162	23	15	38
무형자산순증	(327)	(331)	(290)	(326)	(309)
기타	3	(12)	(42)	(46)	(37)
재무활동현금흐름	146	(94)	9	0	16
자본의증가	138	3	0	0	0
차입금의순증	14	(96)	15	10	25
배당금지급	0	0	(8)	(8)	(12)
기타	(6)	(1)	2	(2)	3
기타현금흐름	(0)	2	0	0	0
현금의증가	(299)	14	5	10	12

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	1,233	1,347	1,499	1,655	1,778
매출원가	977	1,019	1,122	1,220	1,296
매출총이익	255	328	376	435	482
판매관리비	268	275	311	333	352
영업이익	(13)	53	66	102	130
금융수익	15	19	16	17	18
이자수익	10	9	8	9	10
금융비용	23	21	28	30	32
이자비용	15	14	12	13	13
기타영업외손익	(39)	(120)	(23)	(25)	(24)
관계기업관련손익	10	129	76	60	73
세전계속사업이익	(50)	59	106	123	164
법인세비용	7	6	16	27	37
연결당기순이익	233	53	91	96	128
지배주주지분순이익	225	54	92	98	130
기타포괄이익	(5)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	228	52	90	95	127
지배주주지분포괄이익	221	54	91	97	129
EBITDA	290	373	374	419	449

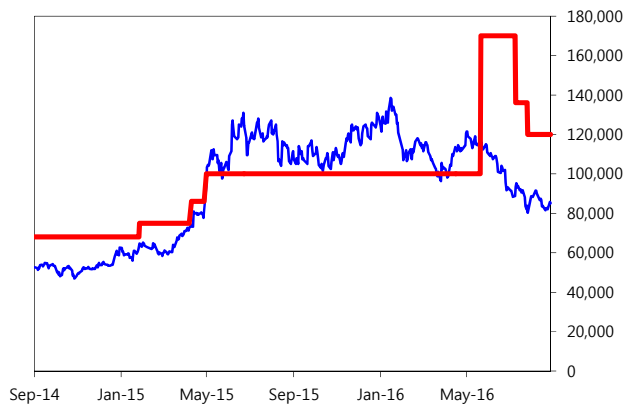
주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	5,821	1,409	2,393	2,547	3,370
BPS	39,100	40,188	42,349	44,563	47,597
DPS	0	200	200	300	300
성장성(% YoY)					
매출증가율	3.7	9.3	11.2	10.4	7.4
영업이익증가율	NM	NM	24.8	55.0	27.8
순이익증가율	4,336.0	(75.8)	69.9	6.4	32.3
EPS 증가율	4,244.0	(75.8)	69.8	6.4	32.3
EBITDA 증가율	(13.2)	28.6	0.3	12.3	7.1
수익성(%)					
영업이익률	(1.0)	3.9	4.4	6.2	7.3
순이익률	18.2	4.0	6.2	5.9	7.3
EBITDA Margin	23.5	27.7	24.9	25.3	25.3
ROA	10.2	2.2	3.7	3.6	4.5
ROE	16.4	3.6	5.8	5.9	7.3
배당수익률	-	0.2	0.3	0.4	0.4
배당성향	0.0	14.2	8.4	11.8	8.9
안정성					
순차입금(십억원)	(113)	(52)	(80)	(125)	(147)
차입금/자본총계비율(%)	26.7	19.8	19.7	19.2	19.4
Valuation(X)					
PER	6.6	57.2	29.2	27.4	20.7
PBR	1.0	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	4.7	8.2	7.0	6.2	5.7

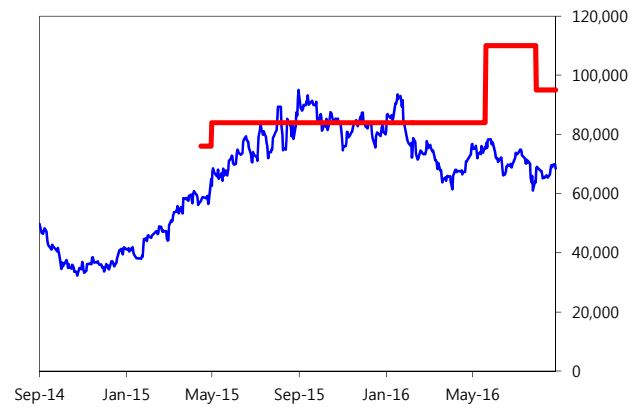
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
CJ CGV(079160)	2014.10.23	매수	68,000 원	CJ E&M(130960)	2016.08.05	매수	120,000 원
	2015.02.06	매수	75,000 원		2015.04.27	매수	76,000 원
	2015.04.20	매수	86,000 원		2015.05.12	매수	84,000 원
	2015.05.11	매수	100,000 원		2016.05.31	매수	110,000 원
	2016.05.31	매수	170,000 원		2016.08.10	매수	95,000 원
	2016.07.19	매수	136,000 원				

CJ CGV(079160)



CJ E&M(130960)



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 9월 6일 현재 CJ CGV, CJ E&M 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

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

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

■ 투자등급 비율 (2016.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
80.8%	17.9%	1.3%

※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 결정에 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.