

CJ E&M(130960)

매수(유지)

목표주가: 108,000원(유지)

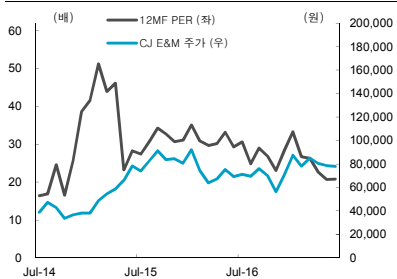
Stock Data

KOSPI(6/27)	2,392
주가(6/27)	77,900
시가총액(십억원)	3,017
발행주식수(백만)	39
52주 최고/최저가(원)	88,700/53,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	30,062
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.7/25.6
주요주주(%)	CJ 외 5인 42.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.1)	15.2	17.1
상대주가(%p)	(1.7)	(1.9)	(7.0)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

미주 NDR 후기: 밸류체인 확장, 디지털, 해외 성장성

미국 및 캐나다 기관투자자들과 미팅 실시

CJ E&M은 지난주 당사 주관으로 미국 및 캐나다 기관 투자자를 대상으로 NDR을 실시했다. 투자가는 디지털, 해외 매출 등 중장기 성장원, 사업 부문별 밸류체인 확장 전략, 최근 국내 미디어 시장의 동향 등에 관심이 많았다. 또한 한중 정치적 갈등 관련 수익에 미치는 영향, 넷마블 보유지분 활용 계획, 스튜디오드래곤 상장 등에 대한 질문도 있었다. 본질적인 콘텐츠 경쟁력 강화에 중점을 둔 회사의 전략에 대해서는 긍정적으로 평가했다.

밸류체인 확장을 통한 성장성 강화

각 사업 부문에서 제작, 유통 등 밸류체인 확장을 통한 성장성 강화가 예상된다. 1) 방송 부문은 2015년 드라마 사업부문을 분할해 신설한 '스튜디오드래곤(지분율 90.8%)'을 통해 자사뿐 아니라 지상파, 해외 등 타 채널로의 유통도 확대될 것이다. 스튜디오드래곤의 2016년 5월(분할 후)~12월 매출액은 1,544억원, 영업이익은 166억원이었다. 2) 영화 부문은 'JK필름(51%)' 인수를 통해 배급, 투자에 제작 역량까지 갖춘 영화 밸류체인 시스템을 구축했다. 제작사 인수로 이익 안정성을 더하고 베트남, 태국, 중국 등 기존 구축한 해외 네트워크를 활용한 시너지 확대로 해외 시장 매출 확대가 예상된다. 3) 음악/공연 부문은 AOMG, 하이라이트레코즈 등 서브레이블 인수를 통해 IP를 강화하고 방송 부문과의 시너지 효과로 성장성이 높아질 전망이다.

디지털 사업, 중장기 성장의 한 축

디지털 사업 확대로 수익 호전을 이끌 것이다. 소비 트렌드 변화에 힘입어 콘텐츠 소비 플랫폼이 다변화됐고 '디지털'이 그 중심에 있다. 디지털 사업은 PIP(Platform in Platform), MCN(Multi Channel Network) 등을 통해 디지털 광고 매출을 늘리고, 모바일방송 서비스 앱 티빙(Tving) 등을 활용해 디지털 사업의 수익화(monetization)를 가속화할 전망이다.

해외 사업 확대 추세 지속

해외 사업 진출 확대로 매출 증가를 견인할 전망이다. 국내 콘텐츠 사업 성과를 해외로 확대해 해외 수익을 늘리는데 주력하고 있다. 정치적 이슈에 따른 중국과의 관계 경색으로 시장 우려가 커졌지만, 수출 시장 다변화로 중국 의존도를 낮추고 있다. 2016년 해외 매출액은 1,914억원으로 전체 매출의 12.4%였다(그림 1,2). 작년 하반기 이후 중국 콘텐츠 판매는 위축됐지만, 중국을 제외한 지역의 매출이 늘고 현지화(localization)를 통한 해외 사업 확장 가속화로 해외 사업의 수익 기여도 상승세는 지속될 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	1,347	53	54	1,409	(75.8)	373	57.2	8.2	2.0	3.6	0.2
2016A	1,538	28	62	1,611	14.3	428	44.0	7.4	1.8	4.0	0.3
2017F	1,778	90	114	2,947	82.9	551	26.4	6.0	1.9	7.4	0.4
2018F	1,928	117	144	3,731	26.6	595	20.9	5.5	1.9	9.2	0.4
2019F	2,102	143	171	4,437	18.9	644	17.6	5.0	1.9	10.7	0.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수 의견과 목표주가 108,000원 유지

CJ E&M에 대해 매수 의견과 목표주가 108,000원(SOTP 방식 적용)을 유지한다. 밸류체인 확장을 통해 경쟁력을 강화하고, 디지털 및 해외 성장 전략을 통해 중장기 성장성이 높아질 전망이다. 스튜디오드래곤은 지난 주 코스닥시장 상장예비심사청구서를 제출했으며 연내 상장 계획이다. 방송, 영화 등 각 부문의 수익 호전, 중장기 성장성 강화 등에 힘입어 영업가치가 부각될 것이다.

<표 1> 국내 총 광고비 현황

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F
방송	3,238.8	3,061.8	2,764.3	3,274.0	3,634.3	3,607.1	3,571.1	3,487.9	3,641.0	3,319.2	3,335.9
지상파 TV	2,107.6	1,899.7	1,670.9	1,930.7	2,077.5	1,930.7	1,827.3	1,682.0	1,662.4	1,386.3	1,395.0
케이블 TV	829.7	859.0	779.4	964.9	1,142.1	1,095.4	1,125.3	1,105.8	1,173.8	1,091.6	1,085.2
IPTV	-	5.3	11.4	20.5	17.0	23.5	38.0	63.5	95.3	79.0	77.1
종합편성채널	-	-	-	-	32.0	226.4	257.2	329.2	418.1	451.6	470.1
SO/MSO	-	-	52.4	59.0	66.4	65.5	71.2	75.5	78.5	70.7	69.1
위성 TV	12.0	9.5	9.5	15.3	12.2	13.0	15.1	19.2	19.2	20.2	21.1
DMB	8.8	11.4	17.6	27.1	26.7	16.8	12.4	10.3	7.5	7.9	7.3
라디오	280.7	276.9	223.1	256.5	260.4	235.8	224.6	202.4	186.2	212.0	210.8
인쇄	2,264.2	2,138.5	1,939.5	2,161.8	2,232.8	2,161.9	2,009.7	1,932.1	1,905.6	1,879.9	1,841.3
신문	1,780.1	1,658.1	1,500.7	1,672.9	1,709.2	1,654.3	1,544.7	1,494.3	1,486.0	1,477.0	1,455.6
잡지	484.1	480.4	438.8	488.9	523.6	507.6	465.0	437.8	419.6	403.0	385.7
디지털	1,020.0	1,190.0	1,243.0	1,547.5	1,916.0	2,164.0	2,463.0	2,706.5	2,943.8	3,407.4	3,734.9
온라인 검색	612.0	750.0	825.0	1,044.0	1,244.0	1,295.0	1,321.0	1,229.1	1,162.7	1,091.5	1,026.0
온라인 디스플레이	408.0	440.0	418.0	503.0	612.0	659.0	682.0	638.3	606.4	592.4	588.1
모바일	-	-	-	0.5	60.0	210.0	460.0	839.1	1,174.7	1,723.5	2,120.8
옥외/기타	1,466.6	1,402.3	1,436.3	1,637.5	1,777.5	1,452.3	1,545.5	1,521.2	1,579.2	1,652.5	1,612.2
옥외	679.3	639.5	624.8	749.4	844.8	910.5	964.5	936.2	1,005.0	1,010.0	991.6
기타	787.3	762.8	811.5	888.1	932.7	541.8	581.0	585.0	574.2	642.5	620.6
총 광고비	7,989.6	7,792.6	7,383.1	8,620.8	9,560.6	9,385.3	9,589.3	9,647.7	10,069.6	10,259.1	10,524.3

주: 스폰서 광고는 제외

자료: KOBACO(한국방송광고진흥공사), CJ E&M, 한국투자증권

<표 2> 방송채널 사업자별 viewership 기준 시장 점유율

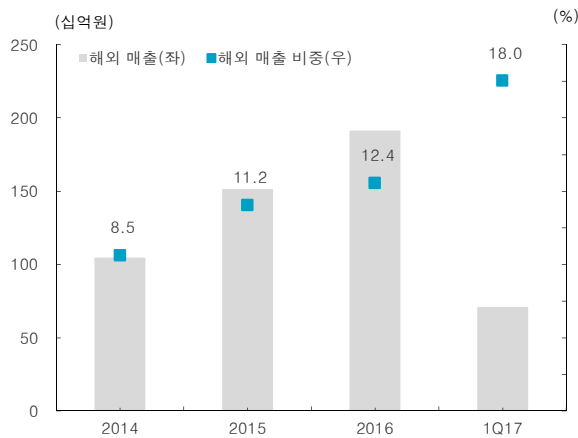
(단위: %)

	2016년												2017년			
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr
전체	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
케이블	40.7	40.7	39.6	40.9	42.5	43.9	44.1	42.9	44.0	42.7	40.6	42.3	42.8	42.4	42.1	45.1
CJ E&M	9.8	9.2	8.1	7.3	8.6	9.3	9.4	9.6	9.1	9.2	8.1	9.6	10.0	9.1	7.9	8.9
지상파 PP	9.4	9.8	9.7	11.6	12.3	12.8	11.4	11.2	11.3	10.3	8.9	8.5	8.8	9.5	9.2	10.9
기타 케이블 PP	21.5	21.7	21.8	22.0	21.6	21.9	23.3	22.0	23.6	23.2	23.6	24.2	24.1	23.9	24.9	25.3
종합편성채널	18.6	18.4	19.7	18.0	17.3	17.3	16.7	17.3	17.9	19.3	24.7	23.2	21.7	20.8	21.9	20.0
JTBC	3.2	3.2	3.3	3.5	3.5	3.5	3.2	3.3	3.6	4.2	6.4	6.1	5.9	5.9	7.1	5.9
MBN	5.8	5.8	6.2	5.7	5.6	5.8	5.7	5.9	5.9	6.3	7.5	7.0	6.6	6.4	6.6	6.3
TV 조선	4.6	4.4	4.8	4.1	3.9	3.7	3.7	3.7	3.9	4.3	5.5	4.8	4.5	4.2	3.8	3.4
Channel A	5.1	4.9	5.4	4.8	4.3	4.3	4.1	4.3	4.5	4.6	5.3	5.3	4.8	4.4	4.3	4.4
지상파	40.7	40.9	40.7	41.1	40.2	38.8	39.2	39.8	38.0	37.9	34.7	34.5	35.5	36.8	36.0	34.9
KBS2	14.0	13.4	14.2	14.9	14.5	13.9	13.9	14.8	13.5	13.6	12.2	12.3	12.9	14.0	12.6	12.4
MBC	14.8	15.0	13.9	14.3	13.6	12.9	13.2	13.4	12.8	12.9	10.9	10.1	10.6	11.0	11.3	11.3
SBS	11.9	12.4	12.5	11.9	12.1	12.0	12.1	11.6	11.7	11.4	11.7	12.0	12.1	11.8	12.2	11.2

주: PP는 Program Provider의 약자로 방송채널 사업자를 의미

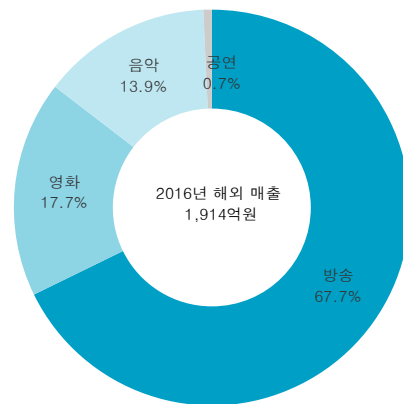
자료: AGB 닐슨, CJ E&M, 한국투자증권

[그림 1] 해외 매출액과 해외 매출 비중



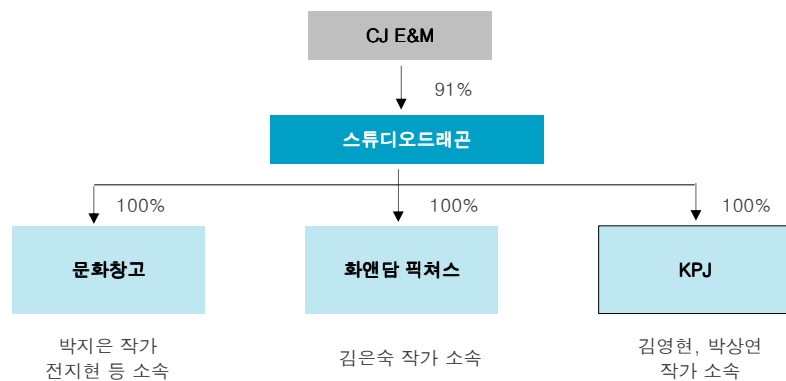
자료: 금융감독원전자공시시스템, CJ E&M, 한국투자증권

[그림 2] 사업 부문별 해외 매출 기여도



자료: 금융감독원 전자공시시스템, CJ E&M, 한국투자증권

[그림 3] 스튜디오드래곤 지배 구조



주: 1분기 분기보고서 기준 CJ E&M의 스튜디오드래곤 지분율은 90.76%임

자료: 금융감독원전자공시시스템, 언론자료, 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 17년 1분기말 기준 넷마블게임즈의 지분 27.6%를 갖고 있으나, 5월 12일 상장 이후 지분율은 22.1%로 하락한다. 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
- PIP(Platform in Platform): 인터넷 포털 플랫폼의 숏클립(short clips) 등을 통해 광고를 판매해 수익을 올림
- MCN(Multi-Channel Network): 다중채널네트워크. 유튜브 등 동영상 사이트에서 1인 콘텐츠를 유통, 판매, 저작권 관리, 광고 유치 등에 도움을 주고 콘텐츠로부터 나온 수익을 창작자(크리에이터)와 나눠받는 미디어

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	940	996	1,158	1,260	1,392
현금성자산	47	81	92	106	116
매출채권및기타채권	434	553	641	697	781
재고자산	4	5	5	6	6
비유동자산	1,425	1,797	2,014	2,158	2,321
투자자산	603	659	734	777	826
유형자산	77	275	332	389	445
무형자산	653	724	786	816	858
자산총계	2,365	2,793	3,172	3,418	3,713
유동부채	642	937	1,302	1,517	1,749
매입채무및기타채무	418	480	564	631	709
단기차입금및단기사채	55	268	168	138	108
유동성장기부채	121	101	111	141	121
비유동부채	162	240	257	261	273
사채	100	140	140	130	130
장기차입금및금융부채	32	34	37	41	44
부채총계	805	1,177	1,559	1,779	2,022
지배주주지분	1,552	1,546	1,544	1,571	1,625
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	973	973	973	973	973
기타자본	16	60	60	60	60
이익잉여금	370	420	522	654	814
비지배주주지분	9	69	69	68	67
자본총계	1,560	1,616	1,613	1,639	1,691

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	295	259	798	647	716
당기순이익	53	61	112	141	167
유형자산감가상각비	14	16	23	23	23
무형자산상각비	306	384	438	455	479
자산부채변동	(42)	(168)	319	135	170
기타	(36)	(34)	(94)	(107)	(123)
투자활동현금흐름	(189)	(534)	(691)	(619)	(653)
유형자산투자	(8)	(212)	(80)	(80)	(80)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	162	137	(77)	(35)	(29)
무형자산순증	(331)	(358)	(501)	(485)	(520)
기타	(12)	(101)	(33)	(19)	(24)
재무활동현금흐름	(94)	306	(96)	(14)	(53)
자본의증가	3	95	0	0	0
차입금의순증	(96)	218	(86)	(6)	(46)
배당금지급	0	(8)	(8)	(12)	(12)
기타	(1)	1	(2)	4	5
기타현금흐름	2	3	0	0	0
현금의증가	14	34	11	14	10

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

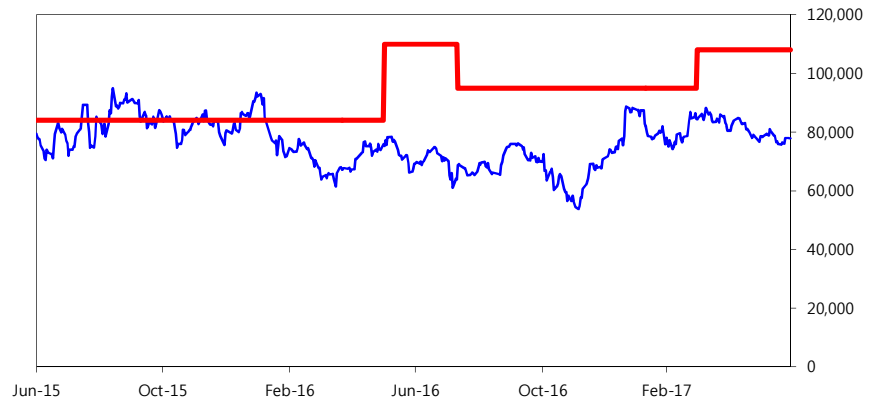
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,347	1,538	1,778	1,928	2,102
매출원가	1,019	1,190	1,343	1,455	1,580
매출총이익	328	349	435	474	522
판매관리비	275	321	345	357	379
영업이익	53	28	90	117	143
금융수익	19	19	22	24	27
이자수익	9	4	3	3	3
금융비용	21	37	47	51	56
이자비용	14	12	15	13	12
기타영업외손익	(120)	(24)	(21)	(21)	(23)
관계기업관련손익	129	81	103	113	125
세전계속사업이익	59	68	146	182	216
법인세비용	6	7	34	42	49
연결당기순이익	53	61	112	141	167
지배주주지분순이익	54	62	114	144	171
기타포괄이익	(1)	(103)	(103)	(103)	(103)
총포괄이익	52	(42)	9	37	64
지배주주지분포괄이익	54	(41)	9	38	65
EBITDA	373	428	551	595	644

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,409	1,611	2,947	3,731	4,437
BPS	40,188	40,052	39,993	40,685	42,073
DPS	200	200	300	300	300
성장성(% , YoY)					
매출증가율	9.3	14.2	15.6	8.5	9.0
영업이익증가율	NM	(46.9)	220.8	30.5	21.8
순이익증가율	(75.8)	14.4	82.9	26.6	18.9
EPS증가율	(75.8)	14.3	82.9	26.6	18.9
EBITDA증가율	28.6	14.7	28.9	8.0	8.2
수익성(%)					
영업이익률	3.9	1.8	5.0	6.1	6.8
순이익률	4.0	4.0	6.4	7.5	8.1
EBITDA Margin	27.7	27.8	31.0	30.9	30.7
ROA	2.2	2.4	3.8	4.3	4.7
ROE	3.6	4.0	7.4	9.2	10.7
배당수익률	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
배당성향	14.2	12.4	10.2	8.0	6.8
안정성					
순차입금(십억원)	(52)	372	244	209	134
차입금/자본총계비율(%)	19.8	33.7	27.8	26.8	23.0
Valuation(X)					
PER	57.2	44.0	26.4	20.9	17.6
PBR	2.0	1.8	1.9	1.9	1.9
EV/EBITDA	8.2	7.4	6.0	5.5	5.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
CJ E&M(130960)	2016.05.31	매수	110,000 원
	2016.08.10	매수	95,000 원
	2017.03.30	매수	108,000 원



Compliance notice

- 당사는 2017년 6월 28일 현재 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.
- 당사는 CJ E&M 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자의견은 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 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.