

CJ E&M(130960)

매수(유지)

목표주가: 36,000원(유지)

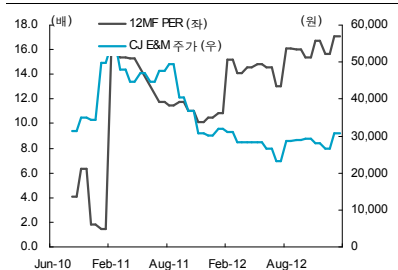
Stock Data

KOSPI(1/7)	2,011
주가(1/7)	30,900
시가총액(십억원)	1,172
발행주식수(백만)	38
52주 최고/최저가(원)	34,150/22,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,812
유동주식비율/외국인지분율(%)	55.2/6.5
주요주주(%)	CJ 외 5인 43.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.2	18.6	(9.5)
상대주가(%p)	11.5	10.4	(18.6)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

13년 방송 부문 영업 레버리지, 게임·영화 흥행 기대감 높아져

13년 실적 개선 기대, 콘텐츠 경쟁력 강화, 매수의견 유지

CJ E&M의 12년 주가는 연초 대비 12.8% 하락했다. 12년에 게임 부문의 영업적자 전환, 음악 부문 투자 확대에 따른 적자폭 확대 등으로 영업이익이 전년 대비 43% 감소할 것으로 예상되는 상황임을 감안하면 주가 하락 폭이 크지 않았다. 현재 강화되는 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 콘텐츠 수요 증가, 한류의 글로벌 진출 확대 등의 컨셉에 가장 적절한 업체 중 하나로 평가 받으면서 주가 하락 폭이 축소된 것으로 판단된다.

12년 7월말 바닥을 다진 이후 등락을 반복하다 최근 주가는 다시 회복세를 보이고 있다. 13년 PER이 21배로 높은 것은 부담으로 작용해 주가의 등락이 있을 수 있지만, 1) 방송 부문의 콘텐츠 경쟁력 강화, 2) 게임 및 음악 부문 적자폭 감소, 3) 영화 흥행 지속 등이 13년 영업이익이 89.3% 개선될 전망이다. CJ E&M에 대해 매수의견과 목표주가 36,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 forward EBITDA에 목표 EV/EBITDA 3.8배(해외 업체의 평균 40% 할인)를 적용해 산출했다.

1) 방송 이익 확대

방송 부문이 주도하는 성장 모멘텀은 여전히 유효하다. 13년 방송 부문 매출액은 전년 대비 10.2% 증가할 것으로 예상된다. 핵심 프로그램 경쟁력 강화로 광고수익이 전년 대비 9.0% 증가하고 디지털 방송 가입자 증가로 수신료 수익도 6.8% 증가할 전망이다. 또한 디지털 가입자 증가, 플랫폼 다양화, 수요 증가 등으로 콘텐츠 재판매가 확대돼 13년부터 방송 부문의 이익 개선이 기대된다. 13년 상반기부터는 카카오톡을 통해서도 콘텐츠가 판매되기 때문에 재판매 매출액은 향후에도 꾸준히 늘어날 것이다. 매출 호조에도 불구하고 방송 제작비 증가율이 둔화되며(12년, 13년 제작비 증가율은 각각 18%, 12%로 예상) 13년 영업이익은 전년 대비 38.4% 증가할 것으로 예상된다.

2) 게임 적자폭 축소

‘서든어택’ 매출기여도 감소와 신규 게임 출시가 지연되며 게임 부문 부진이 지속됐지만 12년 말부터 13년에 ‘차구차구’, ‘하운즈’, ‘마계촌 온라인’, ‘모나크’, ‘Zipi 레이싱’ 등의 신규 게임이 본격적으로 출시되며 13년 게임 부문은 영업적자 6억원으로 12년 75억원 영업적자 대비 적자폭이 줄어들 전망이다. 신규 게임 매출액이 증가하고 개발비 부담이 완화될 것으로 예상되기 때문이다. 다만 마케팅 비용 부담이 발생되기 때문에 영업이익의 흑자전환은 쉽지 않을 전망이다. 최근 인기가 높아지고 있는 ‘다함께 차차차’ 등을 바탕으로 13년에 모바일 게임 40여개가 출시되며 게임 부문 실적은 12년을 바탕으로 점진적으로 개선될 것으로 예상된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2010A	98	19	18	6	1,210	0.0	51	28.5	10.0	0.6	1.9
2011A	1,143	70	63	57	1,765	45.8	362	17.2	3.7	1.0	7.7
2012F	1,384	40	25	50	1,330	(24.6)	330	19.9	3.6	0.8	4.2
2013F	1,530	76	75	56	1,479	11.2	365	20.9	3.5	0.9	4.5
2014F	1,659	98	99	74	1,970	33.2	404	15.7	2.9	0.9	5.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

3) 음악 적자폭 축소

음악 부문은 온라인 사업 부문의 투자 등으로 12년 96억원의 적자가 예상되지만 13년에는 음원 가격 상승, 글로벌 콘서트 사업 안정화, 글로벌 엠넷닷컴 구축 마무리 등으로 적자폭이 줄어들 것으로 예상된다(59억원 적자). 특히 글로벌 엠넷닷컴은 CJ E&M의 전사적인 콘텐츠를 온라인을 통해 국내외에 판매하는 콘텐츠 플랫폼 역할을 할 것으로 예상된다. 영화의 흥행도 지속되고 있다.

12년 4분기 실적 개선 예상, 다만 시장 예상치는 소폭 하회

12년 4분기 매출액, 영업이익은 각각 3,913억원, 206억원으로 전년동기 대비 각각 6.7%, 52.7% 늘어날 것으로 예상된다. 광고시장이 부진한 가운데서도 '슈퍼스타K', 'SNL코리아', '막돼먹은영애씨' 등 핵심 프로그램을 중심으로 방송 광고수익이 1.8% 늘어나는 등 방송 매출액이 4.9% 늘어나고, '광해', '용의자X', '늑대소년', '타워' 등의 영화 흥행이 있었기 때문이다. 또한 11년 4분기에는 음악 부문에서 글로벌 콘서트로 57억원의 영업적자가 있었던 기저 효과로 영업이익 개선 폭이 클 것으로 예상된다. 다만 영업이익은 시장 예상치인 235억원을 하회할 것으로 예상된다.

〈표 1〉 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	(%, YoY)	(%, QoQ)
매출액	231.3	258.9	287.8	317.2	273.1	322.6	316.9	366.8	320.5	331.0	341.3	391.3	6.7	14.7
방송	107.8	143.5	132.0	165.0	129.1	174.2	169.3	199.3	162.3	209.0	187.3	209.0	4.9	11.6
게임	64.0	61.9	68.7	70.5	75.6	67.2	54.8	60.0	59.6	53.7	49.1	51.0	(15.0)	3.8
음악&공연	27.7	28.6	37.2	49.3	37.5	36.3	39.0	45.5	36.9	42.8	56.7	61.9	35.9	9.1
영화	31.8	24.9	49.9	32.4	30.9	44.9	53.8	62.0	61.7	25.5	48.2	69.5	12.2	44.3
영업이익	7.9	11.8	19.8	21.2	15.0	35.3	13.0	13.5	(3.3)	9.6	13.2	20.6	52.7	55.8
방송	(2.7)	4.8	0.4	16.1	2.3	24.0	8.8	15.1	0.5	17.8	15.3	17.0	12.7	11.2
게임	12.1	3.4	11.8	5.2	12.6	7.8	3.5	2.8	0.8	(1.6)	(2.9)	(3.8)	NA	NA
음악&공연	(2.2)	0.2	1.6	2.6	1.1	0.1	(0.6)	(5.7)	(3.3)	(1.8)	(3.1)	(1.4)	NA	NA
영화	0.7	3.4	6.0	(2.7)	(1.0)	3.4	1.3	1.3	(1.3)	(4.8)	3.9	8.8	573.7	123.8

자료: CJ E&M, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012F	2013F
매출액	1,095.2	1,279.2	1,384.1	1,530.3
방송	548.3	671.9	767.6	846.0
게임	265.1	257.6	213.4	238.4
음악&공연	142.8	158.3	198.3	228.6
영화	139.0	191.4	204.9	217.3
영업이익	60.7	76.8	40.2	76.0
방송	18.6	50.2	50.6	70.0
게임	32.5	26.7	(7.5)	(0.6)
음악&공연	2.2	(5.1)	(9.6)	(5.9)
영화	7.4	5.0	6.6	12.5

주: CJ E&M이 11년 1월 1일에 합병했다고 가정한 가이던스 기준(CJ E&M은 11년 3월 1일 합병했음)

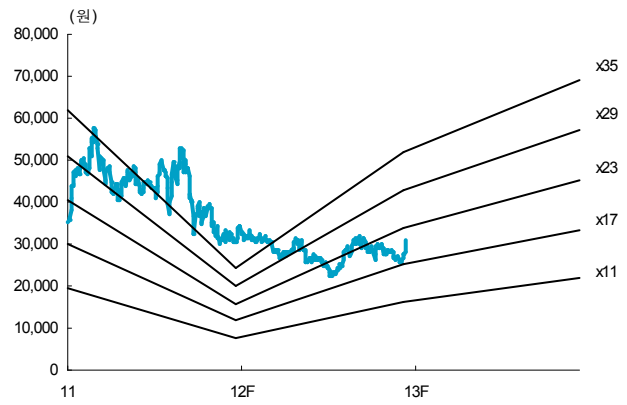
자료: CJ E&M, 한국투자증권

[그림 1] CJ E&M의 상장 이후 주가 흐름



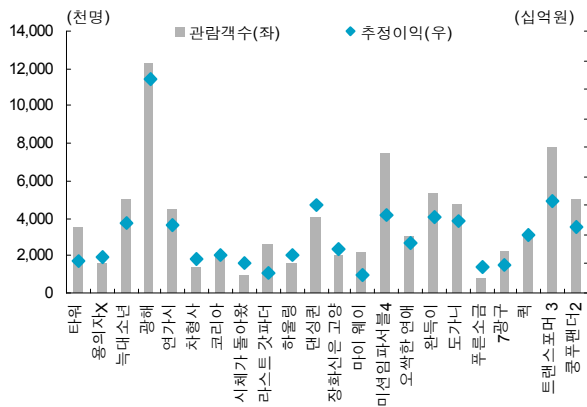
자료: CJ E&M

[그림 2] CJ E&M 12개월 forward PER band chart



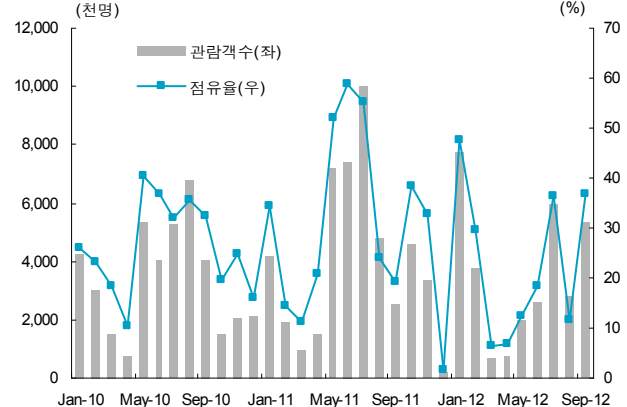
자료: CJ E&M, 한국투자증권

[그림 3] 주요 영화의 이익 추정치



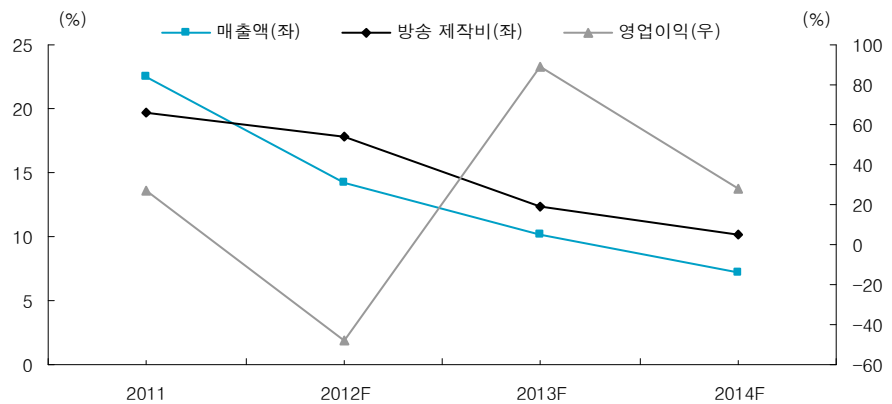
자료: 영화진흥위원회, 한국투자증권

[그림 4] CJ E&M의 배급 영화 관람객 수



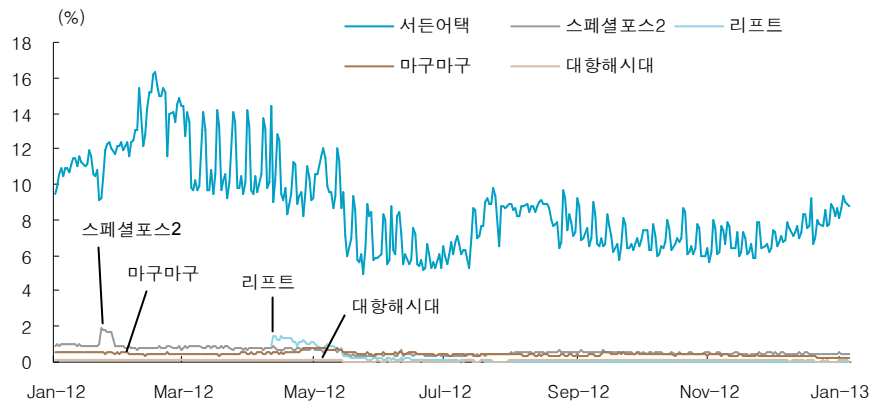
자료: 영화진흥위원회

[그림 5] 방송 부문 매출액, 영업이익, 제작비 증가율 추이 및 전망



자료: CJ E&M, 한국투자증권

[그림 6] CJ E&M 주요 게임 트래픽



자료: 게임트릭스

기업개요 및 용어해설

CJ E&M은 CJ그룹이 엔터테인먼트와 미디어 6개 계열사(CJ엔터테인먼트, CJ미디어, 온미디어, 엠넷미디어, CJ인터넷, 오미디어홀딩스)를 모두 통합한 국내 1위 종합 콘텐츠 전문회사다. CJ E&M은 11년 3월 1일 합병법인으로 등록됐다. 방송, 게임, 음악&공연, 영화 4개의 사업을 영위하고 있다.

- 핵심 프로그램 : CJ E&M은 방송 시청률 2% 이상을 기록한 프로그램을 핵심 프로그램으로 정의하고 있음

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	313	915	810	956	1,053
현금성자산	43	152	138	199	224
매출채권및기타채권	83	381	346	383	431
재고자산	0	6	7	8	8
비유동자산	498	1,136	1,280	1,354	1,434
투자자산	53	214	374	398	448
유형자산	29	118	139	154	166
무형자산	392	765	720	750	763
자산총계	811	2,051	2,089	2,311	2,487
유동부채	112	721	501	685	805
매입채무및기타채무	29	332	180	214	332
단기차입금및단기사채	60	244	70	100	45
유동성장기부채	0	67	57	61	61
비유동부채	125	107	313	292	271
사채	50	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	60	66	270	245	220
부채총계	237	829	814	977	1,076
지배주주지분	310	1,163	1,214	1,271	1,347
자본금	25	190	190	190	190
자본잉여금	278	948	948	948	948
자본조정	1	(34)	(34)	(34)	(34)
이익잉여금	6	60	110	166	240
비지배주주지분	264	60	62	63	64
자본총계	574	1,222	1,276	1,334	1,411

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	21	294	404	434	485
당기순이익	15	59	52	57	75
유형자산감가상각비	0	15	15	17	19
무형자산상각비	31	276	275	272	287
자산부채변동	(28)	(62)	62	91	106
기타	3	6	0	(3)	(2)
투자활동현금흐름	3	(237)	(438)	(382)	(380)
유형자산투자	(9)	(34)	(61)	(43)	(35)
유형자산매각	0	13	25	10	5
투자자산순증	27	(10)	(156)	(18)	(44)
무형자산순증	(13)	(329)	(229)	(302)	(301)
기타	(2)	123	(17)	(29)	(5)
재무활동현금흐름	(6)	51	21	9	(80)
자본의증가	0	58	0	0	0
차입금의순증	0	(2)	21	9	(80)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(6)	(5)	0	0	0
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가	17	109	(14)	61	25

주: K-IFRS (연결) 기준

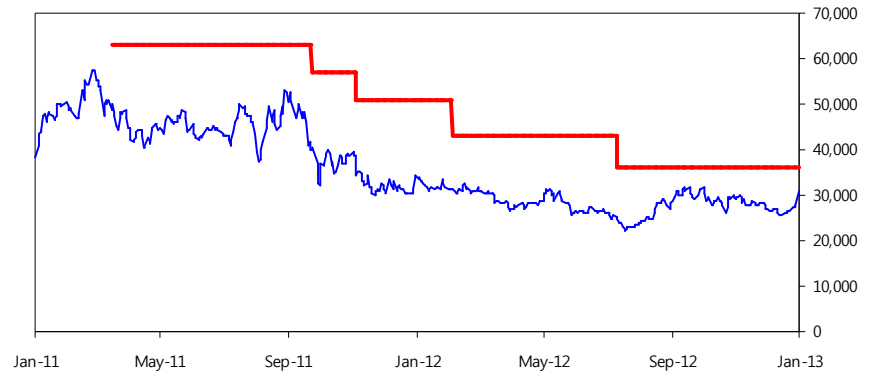
손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	98	1,143	1,384	1,530	1,659
매출총이익	43	335	361	403	434
판매관리비	23	265	322	329	338
기타영업손익	(0)	0	1	2	2
영업이익	19	70	40	76	98
금융수익	2	17	10	19	21
이자수익	1	5	6	9	11
금융비용	3	22	25	26	24
이자비용	3	13	19	20	18
기타영업외손익	0	(1)	(3)	2	1
관계기업관련손익	0	(1)	3	4	5
세전					

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
CJ E&M(130960)	2011.03.22	매수	63,000 원
	2011.09.29	매수	57,000 원
	2011.11.10	매수	51,000 원
	2012.02.10	매수	43,000 원
	2012.07.17	매수	36,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 1월 7일 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.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 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.