HI Research Center
Data, Model & Insight

유통/미디어
민영상, 황용주(2122-9193)
mys@hi-ib.com

CJ E&M(130960)

게임사업의 글로벌 성장 가치에 대한 시장확인 필요

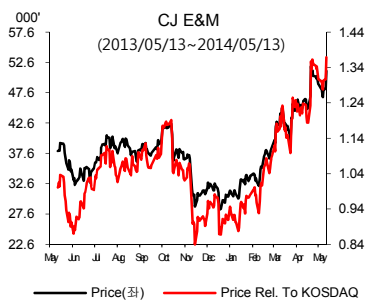
Hold(Downgrade)

목표가(6M)	52,000원
종가(2014/05/14)	49,850원

Stock Indicator

자본금	194 십억원
발행주식수	3,873만주
시가총액	1,930십억원
외국인지분율	10.10%
배당금(2013)	0원
EPS(2014E)	1,073 원
BPS(2014E)	32,894 원
ROE(2014E)	3.3 %
52주 주가	28,300~52,000원
60일평균거래량	608,050주
60일평균거래대금	27.0십억원

Price Trend



■ 1분기 실적 시장컨센 부합. 영업이익 115억원(yoy +171.3%)

1분기 실적은 매출 4,026억원(yoy +9.1%), 영업이익 115억원(yoy +171.3%), 순이익 -2억원(yoy 적지)을 기록. 방송과 음악사업의 적자에도 불구 게임과 영화 사업의 이익호조로 전사 영업이익은 시장컨센서스에 부합하는 수준 시현. 1) 방송 사업에서는 광고수익 감소(yoy -8.7%) 불구 프리미엄 광고판매 유지와 컨텐츠 판매 확대(yoy +29.7%)가 이익을 방어하였고(OP -37억원), 2) 게임부문은 모바일 게임 흥행 지속으로 영업이익(1Q 172억원, yoy +207.1%)의 안정적 성장세를 유지. 3) 영화부문은 흑자(OP 42억원, yoy -12.5%)를 유지하였으나 음악공연 사업은 경쟁심화로 인한 마케팅비 증가로 적자폭이 확대되었음(OP -62억원).

■ 실적견인 핵심은 게임사업 수익성. 연간 OP 중 84%가 게임에서 창출

향후 실적전망은 게임사업 수익성 유지가 관건. 방송부문은 컨텐츠 비용증가를 압도하는 매출증가(이익 레버리지 효과 창출)에 추가적인 시간이 필요. 영화사업은 투자 확대에도 불구 흥행 변수가 수익성에 리스크 요인. 음악/공연사업은 공연시장의 경쟁심화와 온라인 사업의 마케팅비용 증가 기조가 당분간 지속될 전망. 따라서 모바일 게임의 지속적인 고성장세가 예상되는 게임사업이 전체 수익성을 당분간 견인할 전망. 특히 동사 모바일 게임은 텐센트와 사업공조에 따른 중국 모바일 시장진출 본격화로 중장기 성장성까지 담보. 동사의 2014년 연간 영업이익(922억원 추정)의 84%가 게임부문(776억원 추정)에서 창출될 것으로 예상.

■ 투자의견 Hold(하향). 게임사업 글로벌 성장가치에 대한 시장확인 필요

동사에 대한 투자의견을 Hold로 하향 조정(목표가 5.2만원). 동사의 방송/영화/음악 사업의 합산가치(0.9~1조원 수준 평가)와 향후 새롭게 출범할 게임사업 통합법인의 지분가치(36% 지분)가 반영된 현재 주식가치(5/14일 기준 시가총액 1조 9,308억원)는 적정한 수준으로 평가. 동사 주식가치의 추가적인 상승을 위해서는 게임사업 통합법인의 장기 성장성과 수익성을 담보할 수 있는 글로벌 모바일 게임의 흥행 및 수익창출 시그널을 주식시장이 확인할 수 있어야 함.

<표> CJ E&M의 연간실적전망 및 투자지표(K-IFRS연결 기준)

FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	BPS (원)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012	1,395	39	37	975	27.2	2.6	31,458	0.8	3.1	63.8
2013	1,716	58	5	133	229.0	3.1	31,849	1.0	0.4	73.5
2014E	1,865	92	42	1,073	47.7	4.6	32,894	1.6	3.3	73.5
2015E	2,023	126	75	1,930	26.5	4.6	34,806	1.5	5.7	71.8
2016E	2,190	163	107	2,755	18.6	4.3	37,543	1.4	7.6	66.4

자료 : CJ E&M, 하이투자증권 리서치센터

현대중공업그룹 하이투자증권

동 자료는 '금융투자회사의 영업 및 업무의 관한 규정'에 관한 규정 중 제2장 조사 분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.

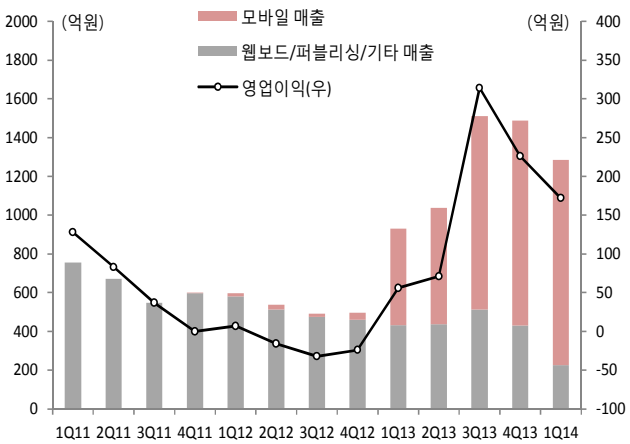
<표 1> CJ E&M의 분기/연간 실적 추이 및 전망(K-IFRS 연결 기준)

(단위 : 억원, %)

구 분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2QE14	3QE14	4QE14	2012	2013	2014E
영업실적											
매출	3,689	3,917	4,715	4,840	4,026	4,341	4,848	5,433	13,946	17,161	18,648
방송	1,722	1,999	1,861	2,126	1,703	2,172	2,005	2,357	7,641	7,708	8,237
게임	931	1,037	1,511	1,489	1,286	1,236	1,434	1,397	2,121	4,968	5,353
영화	568	374	700	447	498	364	665	847	2,190	2,089	2,373
음악/공연	468	507	643	778	539	569	744	832	1,994	2,396	2,685
영업이익	43	193	85	264	115	264	232	310	389	585	922
방송	-22	100	-137	79	-37	94	25	103	445	20	185
게임	56	71	314	226	172	189	204	211	-65	667	776
영화	48	10	18	-29	42	21	27	6	92	47	95
음악/공연	-39	12	-110	-12	-62	-40	-22	-10	-83	-149	-134
세전이익	-54	200	19	-134	8	202	165	235	-166	31	610
순이익	-85	159	-33	-31	-2	155	117	159	233	9	429
YoY %											
매출	15.1%	18.3%	38.1%	20.5%	9.1%	10.8%	2.8%	12.2%	9.0%	23.1%	8.7%
영업이익	흑전	65.0%	-20.4%	39.7%	171.3%	37.0%	173.5%	17.4%	-48.5%	50.4%	57.6%
순이익	적지	-51.4%	적전	적지	적지	-2.9%	흑전	흑전	-60.4%	-96.0%	4470.2%
OPM %	1.2%	4.9%	1.8%	5.5%	2.9%	6.1%	4.8%	5.7%	2.8%	3.4%	4.9%

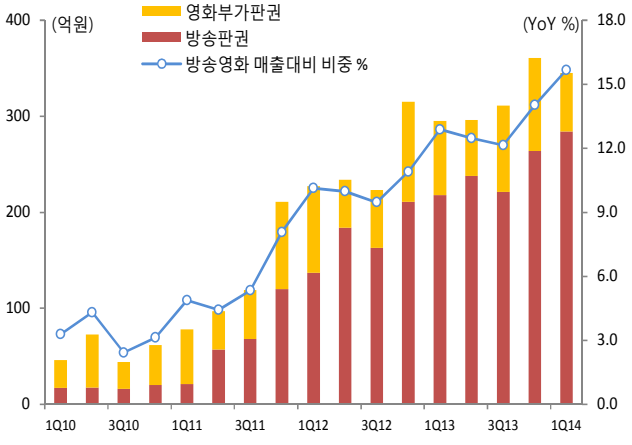
자료 : CJ E&M, 예상은 하이투자증권 리서치

<그림 1> CJ E&M 게임사업의 분기별 매출과 영업이익 추이 : 2013 년부터 모바일 게임이 외형과 이익성장을 견인



자료 : CJ E&M, 하이투자증권 리서치

<그림 2> CJ E&M 의 방송컨텐츠와 영화부가판권의 분기별 매출 추이 : 2014 년 1 분기 기준 전체 방송+영화 매출의 15% 수준 상회



자료 : CJ E&M, 하이투자증권 리서치

IFRS 연결 추정 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)

	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	1,005	1,120	1,216	1,278
현금 및 현금성자산	332	321	304	267
단기금융자산	63	82	99	114
매출채권	393	503	587	657
재고자산	7	9	12	15
비유동자산	1,207	1,164	1,177	1,220
유형자산	135	140	144	149
무형자산	783	720	713	735
자산총계	2,212	2,284	2,393	2,498
유동부채	536	569	613	623
매입채무	99	466	526	548
단기차입금	78	39	27	19
유동성장기부채	4	3	3	2
비유동부채	401	398	387	374
사채	249	246	242	238
장기차입금	105	94	85	76
부채총계	937	967	1,000	997
지배주주지분	1,234	1,274	1,348	1,454
자본금	194	194	194	194
자본잉여금	973	973	973	973
이익잉여금	96	139	216	325
기타자본항목	-29	-32	-34	-37
비지배주주지분	41	42	44	47
자본총계	1,275	1,317	1,393	1,501

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	1,716	1,865	2,023	2,190
증가율(%)	23.1	8.7	8.5	8.3
매출원가	1,297	1,383	1,479	1,572
매출총이익	419	482	545	619
연구개발비	14	19	21	24
판매비와관리비	360	390	419	456
기타영업수익				
기타영업비용				
영업이익	58	92	126	163
증가율(%)	50.1	57.7	36.5	29.6
영업이익률(%)	3.4	4.9	6.2	7.4
이자수익	9	10	10	9
이자비용	17	18	16	15
지분법이익(손실)	2	3	2	2
기타영업외손익	-50	-26	-19	-14
세전계속사업이익	3	61	103	146
법인세비용	2	18	27	37
세전계속이익률(%)	0.2	3.3	5.1	6.7
당기순이익	1	43	77	109
순이익률(%)	0.1	2.3	3.8	5.0
지배주주귀속 순이익	5	42	75	107
기타포괄이익	-4	-2	-2	-2
총포괄이익	-3	41	75	107
지배주주귀속총포괄이익	3	40	73	105

현금흐름표

(단위:십억원)

	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동 현금흐름	388	355	358	368
당기순이익	1	43	77	109
유형자산감가상각비	21	23	24	25
무형자산상각비	321	309	270	264
지분법관련손실(이익)	2	3	2	2
투자활동 현금흐름	-326	-260	-277	-302
유형자산의 처분(취득)	-31	-27	-29	-30
무형자산의 처분(취득)	-300	-246	-262	-285
금융상품의 증감		-19	-16	-15
재무활동 현금흐름	104	-52	-23	-18
단기금융부채의증감	8			
장기금융부채의증감	101			
자본의증감				
배당금지급				
현금및현금성자산의증감	167	-12	-17	-37
기초현금및현금성자산	165	332	321	304
기말현금및현금성자산	332	321	304	267

주요투자지표

	2013	2014E	2015E	2016E
주당지표(원)				
EPS	133	1,073	1,930	2,755
BPS	31,849	32,894	34,806	37,543
CFPS	9,123	9,630	9,509	10,212
DPS				
Valuation(배)				
PER	229.0	47.7	26.5	18.6
PBR	1.0	1.6	1.5	1.4
PCR	3.3	5.3	5.4	5.0
EV/EBITDA	3.1	4.6	4.6	4.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	0.4	3.3	5.7	7.6
EBITDA 이익률	23.3	22.7	20.7	20.6
부채비율	73.5	73.5	71.8	66.4
순부채비율	3.1	-1.6	-3.3	-3.0
매출채권회전율(x)	4.3	4.2	3.7	3.5
재고자산회전율(x)	213.3	174.5	137.8	114.4

자료 : CJ E&M, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이

투자등급추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2014-05-15	Hold	52,000						
2013-08-08	Buy	53,000						
2013-04-25	Buy	45,000						

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 민영상, 황용주)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. **(2014년 5월 12일부터 적용)**
 -Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2.산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)