CJ E&M(130960.KQ)

'명량' 흥행으로 실적 회복 전망

매수(유지)

현재주가(7/31) 39,000원
목표주가(12M) 70,000원

■ **영화 '명량', 한국 박스오피스 사상 최고기록 경신**

동사의 투자 · 배급작인 영화 '명량'은 개봉일인 30일과 31일 관객수 68만 명, 70만 명을 기록. 이는 한국 박스오피스 사상 최고기록을 경신한 것. 한편, 최근 1개월 주가는 8.3% 하락했고 코스닥대비 초과수익률도 마이너스 8.2%를 기록.

■ **2분기 실적 부진 우려로 주가 하락**

이러한 주가 하락은 2분기 실적 부진 우려, 중국 시장 진출에 대한 불확실성에 기인한 것으로 판단. 동사의 2분기 매출은 게임사업 성장에 힘입어 전년동기 대비 5.9% 성장한 4,149억원으로 추정됨. 그러나 방송, 영화 등 사업부 수익성 악화로 2분기 영업이익은 전년동기 대비 44.1% 감소한 108억원으로 예상됨.

■ **'명량' 흥행으로 3분기 수익성 회복 전망**

그럼에도 불구하고 매수 의견과 목표가 70,000원을 유지. **첫째**, 3분기 실적이 전분기보다 개선될 것으로 예상되기 때문. 특히 '명량'의 흥행에 힘입어 영화 부문이 실적 개선을 견인할 전망. '명량'의 손익분기점은 650만 명인데, 최대 관객수는 800~900만 명, 작품 이익은 34~41억 원으로 예상됨.

■ **하반기 해외 진출 본격화**

둘째, 국내 모바일 게임 시장에서 동사의 견조한 시장 지배력이 유지되는 가운데 하반기 중국 진출도 본격화될 것으로 전망되기 때문임. 8월 '모두의 마블'을 시작으로 하반기 다수의 게임이 텐센트 위챗으로 출시될 것으로 보이며, 7월초 출시된 'LINE 모두의 마블'의 경우 태국에서 매출 1위를 기록하며 호조.

결산기(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액(십억원)	1,394.6	1,716.1	1,830.3	2,103.8	2,411.3
영업이익(십억원)	38.9	58.5	94.2	165.6	230.1
세전계속사업손익(십억원)	-16.6	3.1	57.7	130.8	196.5
지배순이익(십억원)	37.0	5.1	26.3	76.0	113.4
EPS(원)	975	133	680	1,961	2,927
증감률(%)	-44.1	-86.3	410.7	188.4	49.3
ROE(%)	3.1	0.4	2.1	5.9	8.2
PER(배)	27.2	229.0	57.3	19.9	13.3
PBR(배)	0.8	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	2.9	3.2	3.6	3.2	2.8

IT/소프트웨어 담당 최윤미
(02)2004-9579
choi.yun-mee@shinyoung.com

소비재 담당 한승호
Tel. (02)2004-9511
han.seung-ho@shinyoung.com

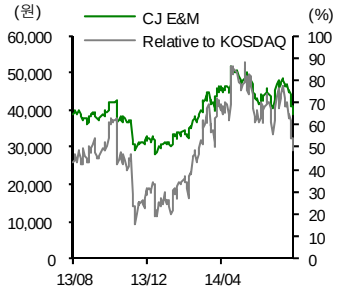
Key Data (기준일: 2014. 7. 31)

KOSPI(pt)	2076.12
KOSDAQ(pt)	536.32
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	15,106
발행주식수(천주)	38,732
평균거래량(3M,주)	569,082
평균거래대금(3M, 백만원)	25,428
52주 최고/최저	52,000 / 28,300
52주 일간Beta	0.4
배당수익률(14F,%)	0.0
외국인지분율(%)	7.7
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 5인	42.9 %
국민연금공단	6.3 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.3	-22.6	15.2	1.3
KOSDAQ대비 상대수익률	-8.2	-19.3	10.7	4.7

Company vs KOSPI composite



'명량' 역대 흥행작과 비교시 개봉일 최대 관객수 기록

도표 1. 역대 흥행작 개봉일 관객수 (단위 : 명, 개)

	개봉일자	관객수	스크린
아바타	2009-12-17	205,303	724
도둑들	2012-07-25	436,596	890
7번방의 선물	2013-01-23	152,808	605
광해	2012-09-13	169,516	688
변호인	2013-12-18	119,949	591
관상	2013-09-11	373,552	927
군도	2014-07-23	565,812	1,250
명량	2014-07-30	682,882	1,156

자료: 영화진흥위원회
참고: '아바타'부터 '변호인'까지는 역대 흥행 Top5. 관상, 군도는 동일한 장르(사극)이라는 점에서 제시

최근 흥행 감안시 '명량'의 최대 관객수는 800~900만명에 이를 전망

도표 2. 영화 '명량' 관객별 손익 전망 (단위 : 십억원)

동원관객수(천 명)	4,500	5,500	6,500	7,500	8,500
매출액	14.4	17.6	20.8	24.0	27.2
매출원가	13.5	16.1	18.4	20.9	23.4
이익	0.9	1.5	2.4	3.1	3.8
배급수수료	2.1	2.1	2.5	2.8	3.1
투자손익	(1.2)	(0.6)	(0.0)	0.3	0.7
이익률	*6.6%*	*8.7%*	*11.6%*	*12.9%*	*13.8%*

자료: 신영증권 리서치센터
참고: 제작비는 P&A 35억 원을 포함한 185억 원. CJ E&M의 지분율은 20%로 가정했으며 배급수수료에는 제작관리수수료 포함

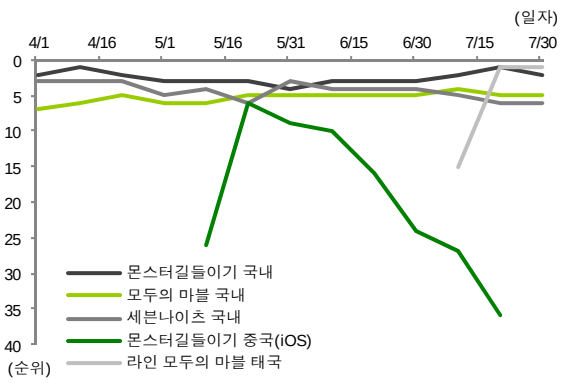
하반기 대작 RPG 게임 출시 확대

도표 3. CJ E&M 상반기 주요 출시 게임 라인업 및 하반기 전망

1분기	2분기	하반기
가디언스 리그 for kakao	Animals vs. Mutants	퀴즐 for kakao
다함께 고고고 for kakao	도전!동화!극악의난이도 for kakao	레이븐
다함께 던전왕 for kakao	다함께 나이스샷 for kakao	크로노블레이드
샤이닝스토리 for kakao	런닝몬 for kakao	프로젝트 A, G, K, S
세븐나이츠 for kakao	베이스볼 매니저 2014 for kakao	
	삼국지퍼즐대전 for kakao	
	상속자길들이기 for kakao	
	어스토니시아VS for kakao	
	영웅을 만나다 for kakao	
	올킬몬스터 for kakao	
	차구차구 for kakao	
	푸른삼국지	
	학교2014: 반갑다 친구야 for kakao	

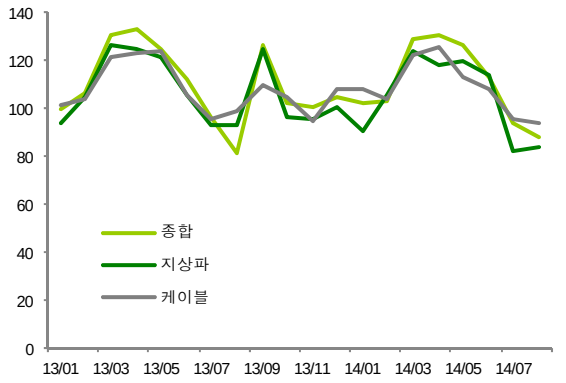
자료 : 구글플레이, 신영증권 리서치센터

도표 4. CJ E&M 주요 게임 매출 랭킹 추이



자료 : Appannie.com(구글플레이 기준), 신영증권 리서치센터

도표 5. KAI 지수(광고경기예측 지수) 추이



자료 : Kobaco, 신영증권 리서치센터

도표 6. CJ E&M 분기별 수익 추정 (단위 : 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2013	2014F	2015F
매출	368.9	391.7	471.5	484.0	402.6	414.9	476.7	536.1	1,716.1	1,830.3	2,103.8
%yoy	*15.1*	*18.3*	*38.1*	*20.5*	*9.1*	*5.9*	*1.1*	*10.8*	*23.0*	*6.7*	*14.9*
방송	172.2	199.9	186.1	212.6	170.3	194.5	198.7	223.1	770.8	786.6	825.1
%yoy	*6.1*	*-4.4*	*-0.6*	*3.5*	*-1.1*	*-2.7*	*6.8*	*5.0*	*0.9*	*2.1*	*4.9*
게임	93.1	103.7	151.1	148.9	128.6	135.6	147.3	160.5	496.8	570.0	745.9
%yoy	*56.2*	*93.1*	*207.7*	*199.6*	*38.1*	*30.8*	*-2.5*	*7.8*	*134.2*	*14.7*	*30.9*
영화	56.8	37.4	70.0	44.7	49.8	27.8	57.3	61.7	208.9	196.6	210.0
%yoy	*-8.0*	*46.7*	*45.2*	*-46.5*	*-12.3*	*-25.7*	*-18.2*	*38.1*	*-4.6*	*-5.9*	*6.8*
음악/공연/온라인	46.8	50.7	64.3	77.8	53.9	59.0	73.5	90.7	239.6	277.1	322.7
%yoy	*26.8*	*18.5*	*13.4*	*23.5*	*15.2*	*16.4*	*14.3*	*16.6*	*20.2*	*15.7*	*16.5*
영업이익	4.3	19.3	8.5	26.4	11.5	10.8	27.1	44.8	58.5	94.2	165.6
%yoy	*-272.0*	*65.0*	*-20.6*	*39.7*	*167.4*	*-44.1*	*218.7*	*69.8*	*50.4*	*61.1*	*75.7*
방송	-2.2	10.0	-13.7	7.9	-3.7	-1.9	4.0	13.4	2.0	11.7	23.5
게임	5.6	7.1	31.4	22.6	17.2	20.7	20.6	24.1	66.7	82.6	117.8
영화	4.8	1.0	1.8	-2.9	4.2	-0.3	5.4	5.6	4.7	14.9	16.1
음악/공연/온라인	-3.9	1.2	-11.0	-1.2	-6.2	-7.7	-2.9	1.8	-14.9	-15.0	8.1
영업외손익	-9.6	0.7	-6.6	-39.8	-10.8	-7.1	-8.2	-10.5	-55.4	-36.6	-34.8
세전손익	-5.3	20.0	1.9	-13.4	0.8	3.7	18.9	34.4	3.1	57.7	130.8
법인세	3.2	4.0	5.2	-10.3	1.0	0.7	3.6	6.5	2.2	11.8	26.2
당기순이익	-8.5	15.9	-3.3	-3.1	-0.2	2.9	15.3	27.8	1.0	45.9	104.6
지배주주순이익	-7.6	14.8	-9.6	7.4	-7.0	-2.1	12.3	23.2	5.1	26.3	76.0

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 7. 게임사업 지분법 전환 및 중국 진출 반영한 분기별 수익 추정 (단위 : 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2013	2014F	2015F
매출	368.9	391.7	471.5	484.0	402.6	281.3	329.4	375.6	1,219.3	1,260.3	1,357.9
%yoy	*15.1*	*18.3*	*38.1*	*20.5*	*9.1*	*-28.2*	*-30.1*	*-22.4*	*23.0*	*3.4*	*7.7*
방송	172.2	199.9	186.1	212.6	170.3	194.5	198.7	223.1	770.8	786.6	825.1
게임	93.1	103.7	151.1	148.9	128.6						
영화	56.8	37.4	70.0	44.7	49.8	27.8	57.3	61.7	208.9	196.6	210.0
음악/공연/온라인	46.8	50.7	64.3	77.8	53.9	59.0	73.5	90.7	239.6	277.1	322.7
영업이익	4.3	19.3	8.5	26.4	11.5	-9.9	6.5	20.8	58.5	11.6	47.8
%yoy	*-272.0*	*65.0*	*-20.6*	*39.7*	*167.4*	*적전*	*-23.9*	*-21.4*	*50.4*	*-80.1*	*310.4*
방송	-2.2	10.0	-13.7	7.9	-3.7	-1.9	4.0	13.4	2.0	11.7	23.5
게임	5.6	7.1	31.4	22.6	17.2				66.7		
영화	4.8	1.0	1.8	-2.9	4.2	-0.3	5.4	5.6	4.7	14.9	16.1
음악/공연/온라인	-3.9	1.2	-11.0	-1.2	-6.2	-7.7	-2.9	1.8	-14.9	-15.0	8.1
영업외손익	-9.6	0.7	-6.6	-39.8	-10.8	-7.1	-0.8	0.3	-55.4	-18.4	33.1
게임사업 지분법이익							7.5	10.8		18.2	68.0
세전손익	-5.3	20.0	1.9	-13.4	0.8	-17.0	5.7	21.1	3.1	10.5	80.9
법인세	3.2	4.0	5.2	-10.3	1.0		1.1	4.0	2.2	6.0	16.2
계속사업이익	-8.5	15.9	-3.3	-3.1	-0.2	-17.0	4.6	17.1	1.0	4.5	64.7
중단사업이익						16.6				16.6	
당기순이익	-8.5	15.9	-3.3	-3.1	-0.2	-0.5	4.6	17.1	1.0	21.0	64.7
지배주주순이익	-7.6	14.8	-9.6	7.4	-7.0	-8.5	4.6	17.1	5.1	6.1	64.7
게임사업 매출	93.1	103.7	151.1	148.9	128.6	135.6	152.7	174.0	496.8	590.9	864.9
중국 로열티 매출						2.0	5.4	13.5		20.9	119.0
게임사업 영업이익	5.6	7.1	31.4	22.6	17.2	20.7	26.0	37.6	66.7	101.5	236.9
게임사업 순이익							20.8	30.1		50.9	189.5

자료 : 신영증권 리서치센터

CJ E&M(130960.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	**1,394.6**	**1,716.1**	**1,830.3**	**2,103.8**	**2,411.3**
증가율(%)	22.0	23.1	6.7	14.9	14.6
매출원가	**1,014.9**	**1,297.4**	**1,372.7**	**1,577.8**	**1,808.5**
원가율(%)	72.8	75.6	75.0	75.0	75.0
매출총이익	**379.7**	**418.7**	**457.6**	**525.9**	**602.8**
매출총이익률(%)	27.2	24.4	25.0	25.0	25.0
판매비와 관리비 등	**340.7**	**360.2**	**363.4**	**360.4**	**372.7**
판관비율(%)	24.4	21.0	19.9	17.1	15.5
영업이익	**38.9**	**58.5**	**94.2**	**165.6**	**230.1**
증가율(%)	-44.2	50.4	61.0	75.8	38.9
영업이익률(%)	2.8	3.4	5.1	7.9	9.5
EBITDA	**403.3**	**400.1**	**437.2**	**491.3**	**547.5**
EBITDA마진(%)	28.9	23.3	23.9	23.4	22.7
순금융손익	**1.8**	**-8.2**	**-11.7**	**-12.1**	**-12.1**
이자손익	-10.4	-7.3	-6.5	-5.1	-3.2
외화관련손익	-2.2	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7
기타영업외손익	**-60.4**	**-49.3**	**-25.1**	**-23.6**	**-22.4**
종속및관계기업 관련손익	**3.0**	**2.1**	**0.2**	**0.8**	**0.8**
법인세차감전계속사업이익	**-16.6**	**3.1**	**57.7**	**130.8**	**196.5**
계속사업손익법인세비용	**-4.5**	**2.2**	**11.8**	**26.2**	**43.2**
세후중단사업손익	**35.4**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
당기순이익	**23.3**	**0.9**	**45.9**	**104.6**	**153.3**
증가율(%)	-60.3	-96.1	5,000.0	127.9	46.6
순이익률(%)	1.7	0.1	2.5	5.0	6.4
지배주주지분 당기순이익	37.0	5.1	26.3	76.0	113.4
증가율(%)	-34.6	-86.2	415.7	189.0	49.2
기타포괄이익	**-14.5**	**-3.6**	**-3.6**	**-3.6**	**-3.6**
총포괄이익	**8.7**	**-2.7**	**42.2**	**101.0**	**149.6**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	**927.5**	**1,004.9**	**1,049.6**	**1,147.8**	**1,288.4**
현금및현금성자산	165.4	332.3	393.3	464.3	559.1
매출채권 및 기타채권	424.1	408.4	447.0	514.5	590.5
재고자산	5.6	6.5	6.5	7.5	8.5
비유동자산	**1,163.4**	**1,207.0**	**1,209.8**	**1,229.9**	**1,258.2**
유형자산	117.7	135.0	113.0	95.1	80.7
무형자산	776.2	783.2	762.3	754.4	751.4
투자자산	225.2	239.6	285.3	331.1	376.8
기타 금융업자산	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자산총계	**2,091.0**	**2,211.9**	**2,259.4**	**2,377.7**	**2,546.6**
유동부채	**506.0**	**536.3**	**541.6**	**558.9**	**578.1**
단기차입금	37.0	77.5	77.5	77.5	77.5
매입채무및기타채무	382.7	390.9	396.1	413.4	432.6
유동성장기부채	34.0	4.3	4.3	4.3	4.3
비유동부채	**308.4**	**400.8**	**400.8**	**400.8**	**400.8**
사채	250.0	249.3	249.3	249.3	249.3
장기차입금	5.5	104.5	104.5	104.5	104.5
기타 금융업부채	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
부채총계	**814.4**	**937.2**	**942.4**	**959.7**	**978.9**
지배주주지분	**1,193.4**	**1,233.6**	**1,256.3**	**1,328.7**	**1,438.5**
자본금	189.7	193.7	193.7	193.7	193.7
자본잉여금	948.0	973.1	973.1	973.1	973.1
기타포괄이익누계액	-10.7	-9.2	-12.8	-16.4	-20.0
이익잉여금	94.2	96.2	122.6	198.5	311.9
비지배주주지분	**83.1**	**41.2**	**60.7**	**89.3**	**129.2**
자본총계	**1,276.5**	**1,274.8**	**1,317.0**	**1,418.0**	**1,567.6**
총차입금	**334.1**	**453.4**	**453.4**	**453.4**	**453.4**
순차입금	**68.4**	**57.8**	**20.2**	**-36.0**	**-121.5**

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동으로인한현금흐름	**318.4**	**387.9**	**386.6**	**405.2**	**434.4**
당기순이익	**23.3**	**0.9**	**45.9**	**104.6**	**153.3**
현금유출이없는비용및수익	**430.4**	**407.4**	**360.8**	**356.6**	**363.4**
유형자산감가상각비	20.3	20.8	22.0	17.8	14.4
무형자산상각비	344.0	320.9	320.9	307.9	303.0
영업활동관련자산부채변동	**-71.1**	**-4.1**	**-1.8**	**-24.7**	**-35.8**
매출채권의감소(증가)	-28.9	14.2	-38.6	-67.5	-76.1
재고자산의감소(증가)	0.0	-1.3	0.0	-1.0	-1.1
매입채무의증가(감소)	5.8	40.4	5.2	17.3	19.2
투자활동으로인한현금흐름	**-278.8**	**-326.0**	**-344.8**	**-353.4**	**-358.9**
투자자산의 감소(증가)	-8.4	-12.3	-43.6	-43.6	-43.6
유형자산의 감소	14.2	1.3	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-26.3	-32.3	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	16.3	38.3	23.4	14.7	9.3
재무활동으로인한현금흐름	**-23.9**	**104.4**	**-4.5**	**-4.5**	**-4.5**
장기차입금의증가(감소)	2.8	101.0	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	248.9	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	**-2.4**	**0.6**	**23.7**	**23.7**	**23.7**
현금의 증가	**13.3**	**166.9**	**61.0**	**71.0**	**94.8**
기초현금	152.1	165.4	332.3	393.3	464.3
기말현금	165.4	332.3	393.3	464.3	559.1

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Per Share (원)					
EPS	975	133	680	1,961	2,927
BPS	31,775	31,992	32,579	34,447	37,281
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	27.2	229.0	57.3	19.9	13.3
PBR	0.8	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	2.9	3.2	3.6	3.2	2.8

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-44.1%	-86.3%	410.7%	188.4%	49.3%
EBITDA(발표기준) 증가율	11.6%	-0.8%	9.3%	12.4%	11.4%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	1.9%	0.1%	3.5%	7.6%	10.3%
ROE(지배순이익 기준)	3.1%	0.4%	2.1%	5.9%	8.2%
ROIC	1.1%	-0.6%	7.1%	12.7%	17.1%
WACC	9.2%	8.3%	9.2%	9.2%	9.2%
안전성(%)					
부채비율	63.8%	73.5%	71.6%	67.7%	62.4%
순차입금비율	5.4%	4.5%	1.5%	-2.5%	-7.8%
이자보상배율	2.4	3.5	5.7	10.0	13.9