김지나
jnkim@leading.co.kr
+822-2009-7082

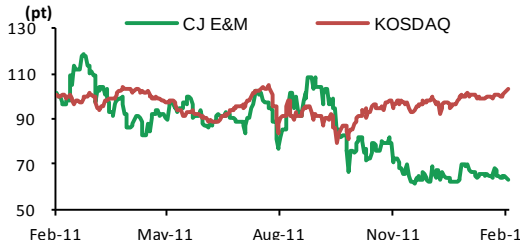
CJ E&M (130960 KQ) – 4분기 실적 Preview

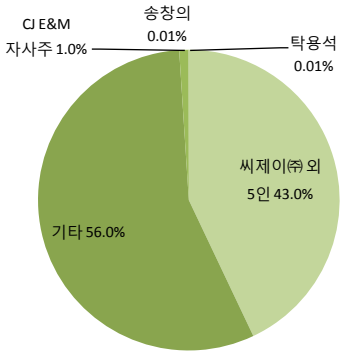
BUY(유지)	
목표주가	52,000 원
현재주가	30,750 원
목표수익률	69.1%

Key Data	2012 년 02 월 13 일
시가총액 (십억원)	1,166.3
발행주식수 (백만주)	37.9
외국인 지분율 (%)	8.6
52 주 고가 (원)	57,600
저가 (원)	29,900
60 일 일평균거래대금 (십억원)	21.3
주요주주	(%)
씨제이(주)외5인	43.0
CJ E&M 자사주	1.0
KOSDAQ	533.19

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(6.8)	(26.1)	(36.9)
상대주가	(9.3)	(38.5)	(39.8)

Relative Performance





Key issues…

- ✓ 4 분기 조정영업이익, 시장 consensus 대비 44% 하회한 140 억원 예상
  - ➢ 흡수합병 된 기업 직원들에 대한 인센티브 지급으로 일회성 비용 증가
  - ➢ 게임사업부문의 이익기여 지속적 감소
  - ➢ 음악사업부분의 공격적 투자 대비 수익성 저조

4분기 매출은 견조하나 영업이익은 시장 예상대비 큰 폭 하회할 것

동사의 2011년 4분기 매출은 3분기 대비 17.1% 증가한 3,709억원을 기록하며 견조한 모습을 나타낼 것으로 예상된다. 이는 매출의 50% 이상을 차지하는 방송부문이 26% 이상 성장하며 견고함을 유지하고 있기 때문이다. 따라서 연간 매출 역시 17.2% YoY 증가한 1조 2,832억원을 기록할 것으로 예상된다. 그러나 꾸준한 매출성장에 반해 4분기 영업이익은 저조할 것으로 예상되며 시장 consensus인 250억원 대비 44% 하회한 140억원을 기록할 것으로 판단된다.

4Q11 조정영업이익 -34.0% YoY

4Q11 조정영업이익은 140억원 (-45.1% YoY) 으로 당사 예상치 255억원과 시장 예상치 250억원을 크게 하회하여 발표될 것으로 예상된다. 이는 1) 흡수합병 된 기업 직원들에 대한 인센티브 지급 건이 일회성 비용으로 인건비에 포함되어 4분기 반영되고 2) 음악 사업부분의 공격적인 투자 대비 return이 아직 미미하기 때문이다. 인센티브 지급 건은 금액 규모가 커서 동사의 마진율에 영향을 끼칠 것으로 예상되나 일회성 비용임을 감안할 시 이는 크게 우려할 부분이 아니라고 판단된다.

공연/음악사업부문은 최근 브라질 등의 해외에서 'M-live' 및 'branded 공연'을 단행하며 공격적인 투자를 집행하고 있으나 아직은 성과가 나타나지 않고 있어 4분기 약 33억원 가량의 손실을 기록할 것으로 예상된다. 그러나 2012년 하반기부터는 고정비용 감소 효과와 협찬매출의 증가로 가시적 성과가 나타날 것으로 기대하는 바이다.

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	조정OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2009	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2010	99.5	N/A	12.6	12.6	5.5	1,114	N/A	27.6	4.0	2.0	0.1
2011E	1,283.2	1,190.1	79.6	6.2	52.2	1,377	23.6	22.3	3.5	5.8	0.5
2012E	1,455.2	13.4	99.0	6.8	101.7	2,681	94.7	11.5	3.1	7.8	0.9
2013E	1,683.0	15.7	134.6	8.0	102.5	2,703	0.8	11.4	2.7	7.4	0.8

실적전망

2011E 매출 17.2% YoY (합병가정 시) 증가한 1조2,832억원 예상

동사 매출의 60%에 육박할 것으로 예상되는 방송사업부문은 2012 년과 2013 년 광고매출 및 인기프로그램을 바탕으로 한 수신료 매출을 기반으로 꾸준한 성장과 이익률을 기록할 것으로 예상된다. 따라서 당사가 추정하였던 2011 년~2013 년까지의 매출은 변화가 없을 것으로 예상된다.

당사 추정 매출은 유지하나 영업이익은 45% 감소한 140억원 예상

그러나 2011 년 영업이익은 당사 추정치와 시장 consensus 대비 40% 이상 대폭 하락하여 140 억원을 기록할 것으로 예상된다. 이는 1) 흡수합병 된 기업들과의 인센티브 정리 및 지급 건이 일회성 비용으로서 4 분기에 반영되고, 2) 게임사업부문의 이익기여가 지속적으로 감소했고, 3) 음악 사업부분의 공격적인 투자 대비 return 은 발생하지 않아 손실을 기록할 것으로 예상되기 때문이다.

음악사업부문 4분기 33억원 손실 예상 2012년 하반기에는 이익 기대

음악사업부문은 2011 년 4 분기부터 'M-live' 및 'branded 공연'에 대한 새로운 투자를 집행해 오고 있는데, 주로 브라질 등 해외에서 진행되는 공연 위주여서 초기투자비용이 크게 발생할 수 밖에 없는 구조이다. 현재까지는 투자비용대비 이익이 발생하지 않아 손실을 기록하고 있으며 4 분기에는 그 손실 폭이 33 억원에 달할 것으로 예상된다.

2012년 하반기부터 협찬매출 증가 및 고정비용감소 효과로 음악/공연사업부의 이익기여 기대

그러나 과거 '2PM 아시아투어 콘서트'의 결과를 미루어 보았을 시 공연 2 년 차부터는 협찬매출 증가와 함께 고정비용감소 효과를 누리며 이익에 기여 하는 추세로 나타나 2012 년 하반기부터는 동 사업부에 대한 turnaround 를 기대하는 바이다.

'서든어택' 수익률 배분 재계약 및 공동 publishing 으로 인한 이익기여 감소 및 신규 게임 출시를 위한 마케팅 비용 증가

게임사업부문은 '서든어택'에 대한 수익률 배분 재계약 및 넥슨과의 공동 publishing 으로 3 분기부터 매출이 대폭 감소하였고, 이와 함께 이익 기여 또한 크게 줄어드는 반면 신규 게임 출시에 따른 마케팅 비용은 집행되어 동사 4 분기와 연간 영업이익에 부정적인 영향을 끼쳤다.

2012년 매출 1조 4,552억원 (+13.4% YoY) 영업이익 990억원 (+24.3% YoY) 예상

그러나 2012 년 하반기부터는 광고단가 인상 등으로 인한 방송사업부문의 견조한 실적과 타 사업부문 또한 안정세 진입이 예상되는 바, 2011 년 대비 13.4% 증가한 매출 1 조 4,552 억원과 24.3% 증가한 영업이익 990 억원이 기대된다.

표 1. 연간 실적전망

(Wbn,%)		이전 Forecast			신규 Forecast			변동(%)		
	2010	2011E	2012F	2013F	2011E	2012F	2013F	2011E	2012F	2013F
매출	99.5	1283.2	1455.2	1683.0	1283.2	1455.2	1683.0	0.0%	0.0%	0.0%
영업이익	12.6	88.5	101.9	136.3	79.6	99.0	134.6	-10.1%	-2.9%	-1.2%
세전이익	9.1	79.3	133.7	133.9	67.0	130.4	131.5	-15.6%	-2.5%	-1.8%
순이익	5.5	61.8	104.3	104.5	52.2	101.7	102.5	-15.5%	-2.5%	-1.9%
영업이익률(%)	12.6%	6.9%	7.0%	8.1%	6.2%	6.8%	8.0%	-	-	-
순이익률(%)	5.6%	4.8%	7.2%	6.2%	4.1%	7.0%	6.1%	-	-	-

Source: Company data, Leading Research Center, 2012 년 SO 예상매각차익 400 억원 포함

표 2. 분기별 / 사업부별 영업이익

사업부문	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11E	*2011E*	4Q11 QoQ (%)	4Q11 YoY (%)
방송	0.4	16.1	2.0	22.3	6.9	13.4	44.6	94.2%	-16.8%
게임	11.8	5.2	12.7	7.8	3.5	3.0	27.0	-14.3%	-42.3%
영화	6.0	(2.7)	(1.0)	3.4	1.3	1.1	4.8	-15.4%	-140.7%
음악/공연	1.6	2.6	1.3	1.8	1.3	(3.5)	0.9	-369.2%	-234.6%
총 합계	19.8	21.2	15.0	35.3	13.0	14.0	77.3	7.7%	-34.0%

Source: Company data, Leading Research Center, 2011 년 1 월 1 일 합병 가정

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

CJ E&M (130960 KQ)		
일자	2012-01-30	2012-02-13
투자의견	BUY	BUY 유지
목표주가	52,000	52,000

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 ±5% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ±5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2012 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*