

미디어

동영상 콘텐츠 시대의 황태자 MCN

[인터넷/게임/미디어]

이경일 Equity Analyst

shinjohyub@barofn.com

+822-6099-8505

Overweight (신규)

Top Picks	투자의견	목표주가
CJ E&M	Buy (신규)	72,000 (신규)
CJ CGV	Hold (신규)	70,000 (신규)
로엔	Not Rated	-

MCN(Multi Channel Network) 산업 개요

- MCN(Multi-Channel Network)은 개인 동영상 콘텐츠 창작자(채널)와 연계하여 프로그램 기획, 유통, 마케팅/홍보, 시설/장비, 저작권 관리, 교육 등을 지원하는 시스템 또는 사업자로 여러 개 동영상 채널을 묶어 활동한다는 의미에서 다채널 네트워크라고 불림.
- 온라인 동영상 플랫폼에서 활동하는 1인 크리에이터들의 동영상 제작 및 수익화를 도와주고 광고 수익의 일부를 분배받는 형태로 운영.

MCN 산업동향

- MCN은 미디어 기술의 발달로 등장했고 개인화된 미디어 이용자들의 콘텐츠 소비 특성에 의해 성장. 이용자들이 직접 동영상을 제작하는 UGC(user generated content)의 보편화에 기반해 성장하게 됐고 UGC 플랫폼 사업자 유튜브에 의해 관련산업 촉진.
- MCN의 주요 수익모델은 플랫폼을 통한 채널 광고 수익 배분, 네이티브 광고 수익, 유통채널 확대를 통한 수익 포트폴리오 다각화.
- 해외 MCN 산업은 미국을 중심으로 대규모 M&A를 통한 투자유치와 시장 확대에 나서고 있음. 대표적인 사업자는 Maker Studios, Fullscreen, Broadband TV 등.
- 국내 MCN 산업은 아프리카 TV를 통한 크리에이터들이 성장하면서 태동. 해외의 경우 bottom-up 방식의 MCN 산업 도입이 이루어진 반면 국내 MCN 사업은 top-down 방식으로 도입된 것이 특징이며 다양한 분야의 기업들에 의한 MCN 경쟁이 일어나고 있으며, 이동통신사들의 MCN 투자가 활발. 대표적인 사업자는 DIA TV, 트레져헌터, 아프리카 TV 등.

Top Picks : CJ E&M

- CJ E&M은 디지털 광고(PIP/MCN) 매출이 고성장하면서 방송부문의 외형성장뿐만 아니라 수익성도 개선. 현재 방송부문 기타매출의 60% 이상이 디지털 광고에서 발생하며 SMR의 PIP 사업 모델이 네이버 TV캐스트 같은 주요 동영상 플랫폼에 입점하면서 미디어랩 사업 강화.
- 또한 최근 스튜디오드래곤의 KPJ 인수 등을 통해 드라마 제작 역량 더욱 강화하고 있어 향후에도 완성도 높은 콘텐츠 확보로 광고단가 상승세 지속될 전망.

미디어섹터 Coverage 투자지표 (2017E,십억원)

	종목코드	투자의견	목표주가	2017E 매출액		2017E 영업이익		OPM	PER	PBR	ROE
CJ E&M	130960	Buy (신규)	72,000 (신규)	1,585	YoY 9.1	70.6	YoY 58.3	4.5	24.1	1.3	5.7
CJ CGV	079160	Hold (신규)	70,000 (신규)	1,614	YoY 14.7	12.9	YoY 52.5	5.6	66.2	3.1	4.7
로엔	016170	Not Rated	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Source: Dataguide, Baro Research Center

Contents

Part I MCN(Multi Channel Network) 산업 개요

Part II 해외 MCN 산업동향

Part III 국내 MCN 산업 동향

Part IV MCN 산업의 비즈니스 전략

기업분석

CJ E&M (130960)

CJ CGV (079160)

로엔 (016170)

1. MCN(Multi Channel Network) 산업 개요

MCN(Multi-Channel Network)은 개인 동영상 콘텐츠 창작자(채널)와 연계하여 프로그램 기획, 유통, 마케팅/홍보, 시설/장비, 저작권 관리, 수익 관리, 파트너 관리, 교육 등을 지원하는 시스템 혹은 사업자를 뜻한다. 2011년부터 OVS(Online Video Studio), ITC(Internet Television Company), MCN, YouTube Network 등 다양한 이름으로 등장하다 2014년부터 MCN으로 통칭되었다.

여러 개 동영상 채널을 묶어 활동한다는 의미에서 다채널(Multi-Channel) 네트워크라 불린다. 온라인 동영상 플랫폼에서 활동하는 1인 크리에이티브들의 동영상 제작 및 수익화를 도와주고 광고 수익의 일부를 분배받는 형태로 운영되고 있다.

Exhibit 1. 유튜브 발전과정



Source: Baro Research Center

MCN은 미디어 기술의 발달로 등장했고 개인화된 미디어 이용자들의 콘텐츠 소비 특성에 의해 성장했다. 이용자들이 직접 동영상을 제작하는 UGC(user generated content)의 보편화에 기반해 성장하게 됐고 UGC 플랫폼 사업자인 유튜브에 의해 관련산업이 촉진됐다. MCN의 주요 수익모델은 플랫폼을 통한 채널 광고 수익 배분, 네이티브 광고 수익, 유통채널 확대를 통한 수익 포트폴리오 다각화 등이 있다.

Exhibit 2. MCN 사업구조



Source: Baro Research Center

Exhibit 3. MCN 사업구조



Source: Baro Research Center

2. 해외 MCN 산업동향

해외 MCN 산업은 미국을 중심으로 대규모 M&A를 통한 투자유치와 시장 확대에 나서고 있다. 이러한 대규모 인수합병은 이용자와 광고주, 동영상 생태계의 변화 등 3가지 원인에 기반한 것으로 분석된다. MCN 산업은 아직 초기단계에 있기 때문에 비즈니스 모델 또한 확립되지 않은 상태이며 미디어 기업들은 MCN 기업을 투자, 인수합과 동시에 이들이 장기적으로 성장하고 가치를 창출할 수 있도록 노력하고 있다.

Exhibit 4. 해외 MCN 업체

업체명	설립연도	보유채널수	총 구독자 수	월평균조회수
Maker Studios	2009 년	5.9 만개	8.2 억명	39 억회
Fullscreen	2011 년	7 만개	7.2 억명	50 억회
Broadband TV	2005 년	2.6 만개	5 억명	50 억회

Source: Baro Research Center

Exhibit 5. 해외 MCN 업체

서비스명	운영 채널 수(단위:개)	정기 구독자(단위:명)	투자 현황
메이커 스튜디오	5만 5,000	6억 3,200만	월트디즈니사가 1조 원에 인수
풀스크린	4만 4,644	5억 5,300만	2014년 오터미디어에 인수
비보	4,542	5억 3,500만	
머시니마	3만	4억 2,700만	타임워너가 460억 원 투자
어섬니스TV	9만	5,040만	드림웍스가 1,636억 원에 인수

Source: Baro Research Center

Maker Studios는 2009년 미국 캘리포니아 주, 8명의 콘텐츠 제작자들에 의해 설립되어 2014년 3월, 글로벌 미디어 기업인 Walt Disney에 의해 5억 달러에 인수되었다. 4개 장르, 6개 서브 네트워크(sub-network) 별로 구분하여 채널 관리·운영 중이며 남미, 유럽, 호주, 아시아 등 글로벌 시장 진출을 통한 전 세계 구독층을 확보한 상태다.

Fullscreen은 2011년 미국 캘리포니아 주, 前 YouTube 임원인 George Strompos에 의해 설립되어 2014년 9월, 미국 대표 통신사인 AT&T와 미디어 기업 The Chernin Group의 합작회사인 Otter Media에 의해 인수되었다. 음악·코미디·게임·애니메이션 채널 및 기존의 TV나 영화제작사가 만든 콘텐츠를 제공한다.

Broadband TV는 2005년 캐나다 밴쿠버 주, Shahrzad Rafati에 의해 설립되어 2013년 6월 유럽 미디어 기업인 RTL Group으로부터 3,600만 달러의 투자를 받은 이후 NBA, Fremantle Media, Social Blade 등 다양한 미디어 기업과 파트너십 계약을 체결했다. 해외 지사 설립 및 현지언어 서비스, 1인 제작자 영입 등 글로벌 시장 진출을 통한 전 세계 구독층을 확보하고 있다.

3. 국내 MCN 산업동향

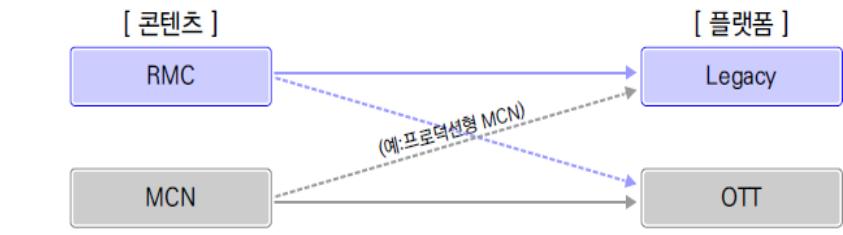
국내 MCN 산업은 아프리카 TV를 통한 크리에이터들이 성장하면서 산업이 태동하였다. 해외의 경우 bottom-up 방식의 MCN 산업 도입이 이루어진 반면 국내 MCN 사업은 top-down 방식으로 도입된 것이 특징이다. 또한 다양한 분야의 기업들에 의한 MCN 경쟁이 일어나고 이동통신사들의 MCN 투자가 활발하다는 것도 특징이다.

Exhibit 6. 국내 MCN 업체

업체명	설립연도	보유채널수	총 구독자 수	월평균조회수
DIA TV	2013 년	521 개	2,977 만명	5.8 억회
트레저헌터	2013 년	80 개	1,000 만명	2.2 억회
아프리카 TV	2014 년	54 개	491 만명	0.01 억회

Source: Baro Research Center

Exhibit 7. MCN 확장 가능성



Source: Baro Research Center

DIA TV는 2013년 7월 크리에이터 그룹(Creator Group)으로 시작, 2015년 5월 DIA TV를 런칭했다. 미디어 기업 CJ E&M이 런칭한 국내 최초, 최대 규모의 MCN으로 K-Culture 기반 엔터테인먼트, 뷰티, 게임, 푸드, 키즈, 음악, 댄스 등 다양한 장르의 채널 보유하고 있다. 해외 플랫폼 및 MCN과의 제휴를 통한 콘텐츠 유통 플랫폼 다각화 및 글로벌 진출을 계획하고 있다. 또한 에코시스템(Eco System)을 통한 크리에이터 지원을 확대하고 있다.

트레저헌터는 2015년 1월 前 CJ E&M 방송콘텐츠부문 MCN 사업팀 팀장인 송재룡 대표가 독립하여 창립했다. 중국 미디어 기업 바나나 프로젝트와의 파트너십 체결을 통한 중국 시장 진출이 예정되어 있다.

아프리카TV는 1996년 4월 '나우콤' 명칭으로 창립하였으나 2013년 4월 주력 서비스였던 아프리카 TV로 사명 변경했다. 자체 플랫폼, 유료 아이템을 바탕으로 아프리카TV 및 BJ가 함께 성장할 수 있는 생태계를 구축했다. 2014년 4월, 파트너BJ를 신설하여 본격적인 MCN 사업 시작, 유튜브 수수료 0원이라는 파격 조건을 내세웠다. 유튜브와 협약을 통해 아프리카TV-파트너BJ-유튜브 간 선순환 생태계를 구축한 상태다.

4. MCN산업의 비즈니스 전략

대부분의 MCN사업자들은 국내와 해외시장에 동시에 진출하는 전략을 계획 중이다. 비영어권 콘텐츠가 갖는 취약점을 해소하는 방법을 고민하고 있는 상황이며 이에 가장 기초적인 지원으로 언어 장벽 해소를 위한 자막 제작 지원이 대안으로 제안되고 있다.

Exhibit 8. MCN 산업할성화 방안



Source: Baro Research Center

Exhibit 9. MCN 산업 비즈니스 전략

국내 MCN 사업의 주요 수입 모델과 한계

- 광고 시장의 한계와 미디어의 과잉
- 유튜브 기반의 제한된 생태계

현 광고 시장 한계의 극복과 다매체 전략

- 타겟 그룹의 확장과 다매체를 활용한 수익원의 다변화를 필요
- 20대를 겨냥한 콘텐츠의 강화
- 글로벌 유저 그룹을 대상으로 한 콘텐츠 확산
- 활용 매체의 다변화
- Native 광고의 표준화

부가 가치 창출을 통한 수익 모델의 확대

- VOD의 부가가치화
- OTT등 뉴미디어 플랫폼과의 제휴
- 주문형 콘텐츠의 개발

Source: Baro Research Center

CJ E&M (130960 KS)

2017년 수익성 회복 기대

콘텐츠 경쟁력 강화로 방송부문 견조한 성장

동사의 콘텐츠 경쟁력 강화되면서 광고단가 꾸준히 상승중. 실적에 온기반영 되는 시점은 2018년이 될 전망. 전통적 주력 시간대인 금요일 22시 광고단가뿐만 아니라 드라마 라인업 확대로 토요일 23시 광고단가 급격히 증가. 최근 스튜디오드래곤의 KPJ 인수 등을 통해 드라마 제작 역량 더욱 강화하고 있어 향후에도 완성도 높은 콘텐츠 확보로 광고단가 상승세 지속될 전망.

디지털광고 견조한 성장 지속될 전망

디지털 광고(PIP/MCN) 매출이 고성장하면서 방송부문의 외형성장뿐만 아니라 수익성도 개선. 현재 방송부문 기타매출의 60% 이상이 디지털 광고에서 발생하며 SMR의 PIP 사업 모델이 네이버 TV캐스트 같은 주요 동영상 플랫폼에 입점하면서 미디어 랩 사업 강화.

PIP 통해 동사는 프리롤 VOD 광고상품 직접 판매. SMR 광고 인벤토리가 상대적으로 높은 가격임에도 불구하고 온라인과 모바일을 통한 동영상 시청 늘면서 정밀한 타겟팅과 15초 강제 노출 가능해 광고주들의 풍부한 수요를 바탕으로 견조한 성장 지속.

해외사업 확대로 영화부문 턴어라운드 기대

올해 영화 사업부문의 부진은 최근 불거진 중국의 한류 콘텐츠 수입 규제 이슈와 함께 동사 주가 하락의 주요인. 다만 4Q16 형과 마스터 흥행으로 실적개선 기대. 2017년 개봉 예정작 수는 올해와 유사한 규모로 예상되며 업황 침체로 인한 실적 부진 우려는 여전히 존재. 다만 M&A를 통한 제작사업 강화로 해외시장 진출 본격화될 전망. 최근 JK필름의 지분 51% 를 확보함으로써 향후 JK필름의 전문인력과 제작 노하우 활용해 해외 프로젝트 등을 공동 제작할 것으로 예상.

투자의견 Buy, 목표주가 72,000원으로 커버리지 개시

CJ E&M에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 72,000원 제시. 목표주가는 SOTP 방식으로 동사의 영업가치 1.5조원과 넷마블게임즈의 지분가치 1.3조원을 합산하여 산정. 영업가치는 2017년 예상 EPS 2,517원에 Target P/E 16배 적용.

[인터넷/게임/미디어]

이경일 Equity Analyst

shinjohyub@barofn.com

+822-6099-8505

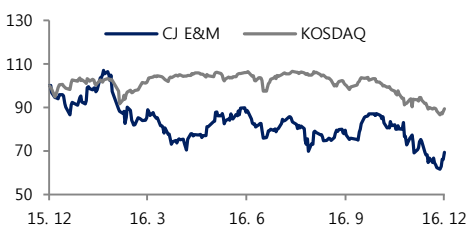
Buy (신규)	
Target Price	72,000 원(신규)
현재주가	60,600 원
목표수익률	18.8%

Key Data	2016년 12월 9일
산업분류	미디어
KOSPI	594.35

Trading Data	
시가총액 (십억원)	2,347.2
발행주식수 (백만주)	38.7
외국인 지분율 (%)	20.3
52 주 고가 (원)	93,500
52 주 저가 (원)	53,800
60 일 일평균거래대금 (십억원)	31.5

주요주주 (%)	
씨제이(주)의 5인	42.9
국민연금관리공단	5.1
자사주	1.0

Performance



주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(0.9)	(11.3)	(30.6)
상대주가	(4.2)	(17.5)	(20.1)

Financial and Valuation Summary

Fiscal Year	2014	2015	2016F	2017F
매출액 (십억원)	1,232.7	1,347.3	1,452.7	1,585.3
증감률 YoY (%)	3.7	9.3	7.8	9.1
영업이익 (십억원)	(12.6)	52.7	44.6	70.6
영업이익률 (%)	(1.0)	3.9	3.1	4.5
순이익 (십억원)	233.4	52.9	67.2	97.5
EPS (원)	5,796	1,403	1,750	2,517
EPS 증감률 (%)	4,248.2	(75.8)	24.7	43.8
P/E (x)	6.6	57.4	34.6	24.1
EV/EBITDA (x)	4.7	8.2	5.8	5.5
ROE (%)	16.4	3.6	4.2	5.7
P/B (x)	1.0	2.0	1.4	1.3

Source: DataGuide, Baro Research Center

1. 콘텐츠 경쟁력 강화로 방송부문 견조한 성장

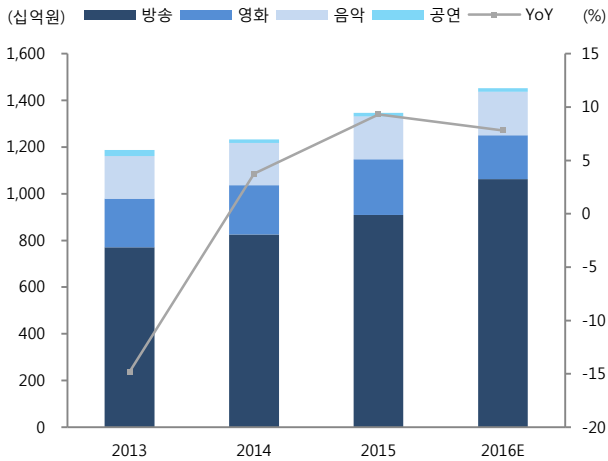
방송부문 매출비중 약 70%
광고/수신료/기타로 구분

동사는 방송부문의 매출비중이 약 70%로 가장 큰 비중을 차지하고 있고 영업이익의 대부분이 방송 사업에서 발생하고 있다. 영화 및 음악 부문의 매출비중은 각각 15% 내외 수준이지만 수익성은 BEP 수준으로 이익기여도는 낮은 편이다.

방송매출은 광고, 수신료, 기타 부문으로 구분된다. 광고매출은 국내 TV광고시장이 다운사이징 되면서 3Q16 7분기만에 소폭 역성장세 나타냈고 방송수신료 매출은 연간 2,000억원 수준에서 안정적으로 유지되고 있다.

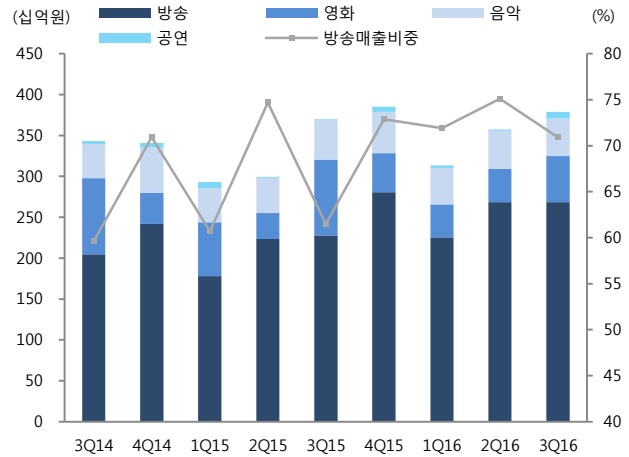
한편 디지털 광고(PIP/MCN), VOD, 해외콘텐츠 판매 호조로 기타매출이 급증하면서 방송부문의 외형성장을 견인하고 있다. 3Q16 기타매출은 1,108억원(YoY 79.5%)으로 방송 매출에서 차지하는 비중은 3Q15 27.1% -> 3Q16 41.3% 수준까지 확대되었다.

Exhibit 1. 사업부문별 연간 매출액 추이



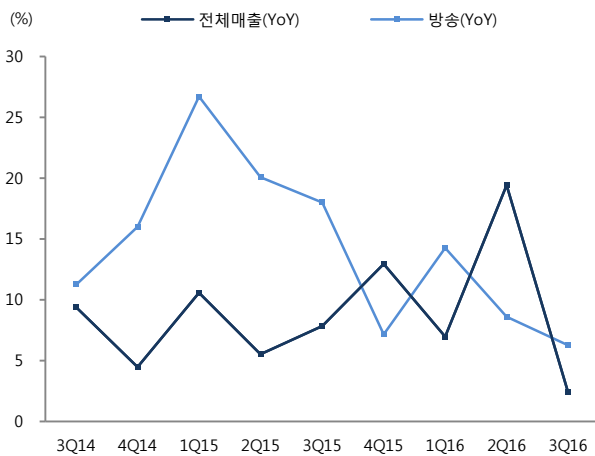
Source: Company Data, Baro Research Center

Exhibit 2. 사업부문별 분기 매출액 추이



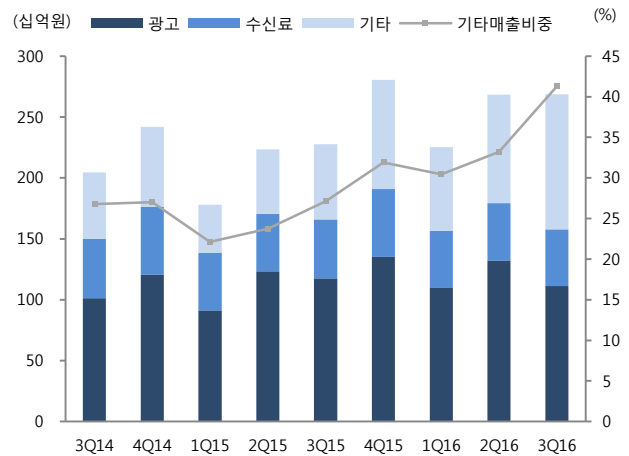
Source: Company Data

Exhibit 3. 매출성장률 추이



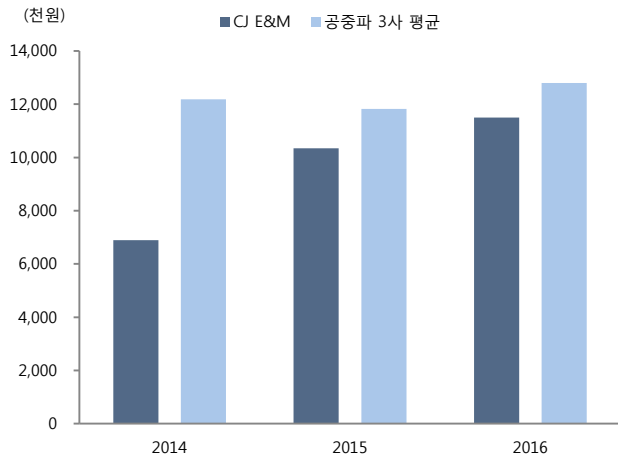
Source: Company Data

Exhibit 4. 방송부문 분기 매출액 추이



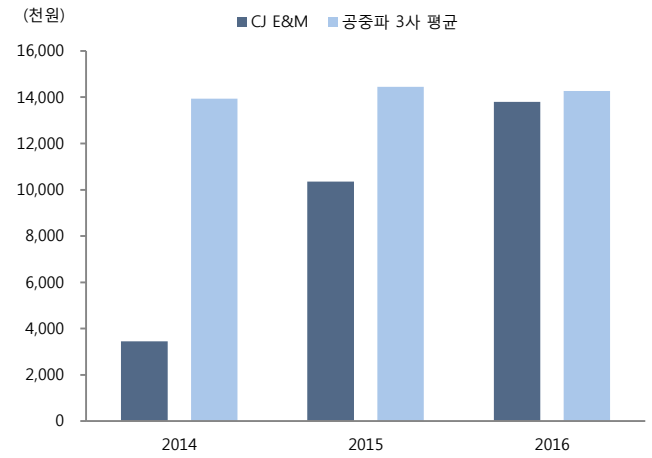
Source: Company Data

Exhibit 5. 금요일 최대 광고단가 추이(각 년도 11 월 기준)



Source: Company Data, KOBACO

Exhibit 6. 토요일 최대 광고단가 추이(각 년도 11 월 기준)



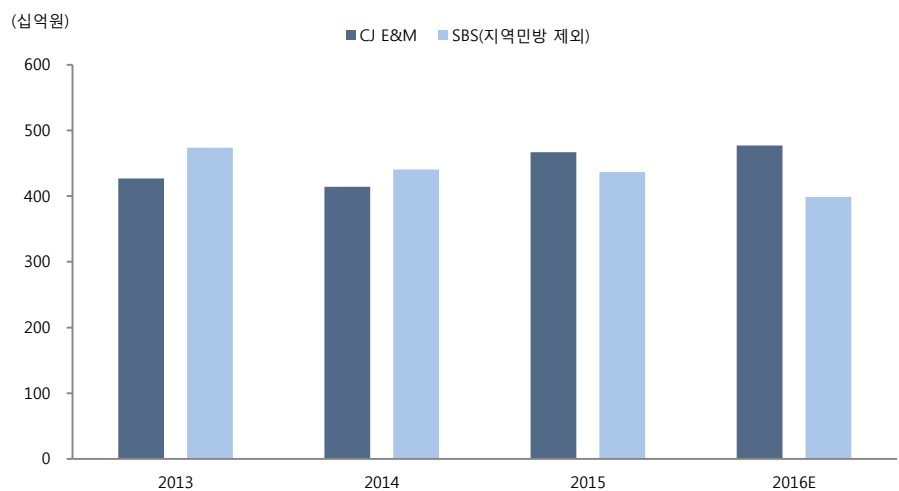
Source: Company Data, KOBACO

**콘텐츠 경쟁력 강화되면서
광고단가 꾸준히 상승**

동사의 콘텐츠 경쟁력이 강화되면서 광고단가는 꾸준히 상승 중이다. 전통적 주력 시간대인 금요일 22시 광고단가는 최근 2년간 연평균 15.5% 성장한 1,150만원(15초 기준)으로 지상파에 버금가는 수준까지 성장했다. 또한 드라마 라인업 확대로 토요일 23시 광고단가가 급격히 증가하고 있다. 최근 스튜디오드래곤의 KPJ 인수 등을 통해서 드라마 제작 역량을 더욱 강화하고 있어 향후에도 완성도 높은 콘텐츠를 확보하며 광고단가 상승세가 지속될 전망이다.

TV광고시장 침체로 지상파 3사의 광고매출은 역성장하는 반면 중간광고 허용으로 유료방송 사업자 들의 광고매출은 견조하게 성장하고 있다. 1H16 지상파 3사의 광고매출(지역민방 제외)은 MBC 2,488억원(YoY -9.8%), KBS 2,028억원(YoY -21.7%), SBS 1,806억원(YoY -13.5%) 기록하며 전반적으로 부진했지만 동사의 1H16 광고매출은 2,418억원(YoY 14.7%)으로 호조세를 나타냈다.

Exhibit 7. 방송광고 매출 비교



Source: Company Data, 방송통신위원회

2. 디지털광고 견조한 성장 지속될 전망

디지털 광고(PIP/MCN) 매출 고성장으로 수익성 개선

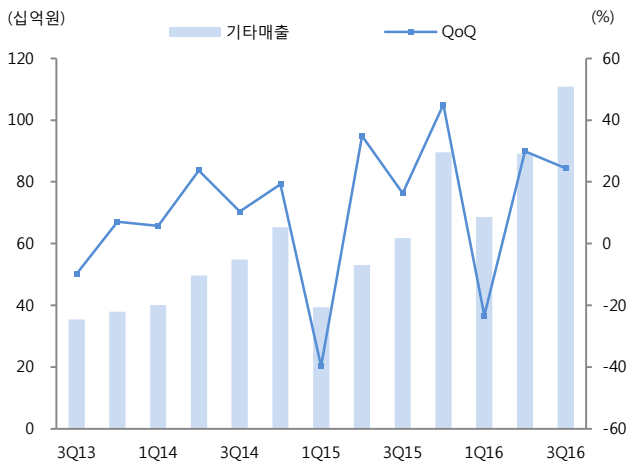
디지털 광고(PIP/MCN) 매출이 고성장하면서 방송부문의 외형성장뿐만 아니라 수익성을 개선시키고 있다. 현재 방송부문 기타매출의 60% 이상이 디지털 광고에서 발생한다. SMR의 PIP 사업 모델이 네이버 TV캐스트 같은 주요 동영상 플랫폼에 입점하면서 미디어렙 사업이 강화되고 있다.

SMR(Smart Media Rep)은 2014년 6월 MBC와 SBS가 주축으로 설립한 국내 최초의 민영 미디어렙으로 SBS, MBC, 종편 4사(TV조선, JTBC, 채널 A, MBN), CJ E&M 총 7개 방송사의 클립 영상 유통과 광고 영업을 대행한다.

PIP(Platform in Platform) 포털 연동 시스템은 기존의 영상 스트리밍 플랫폼 안에 SMR자체 플랫폼을 탑재하는 것으로 SMR이 콘텐츠 관리 시스템(contents management system, CMS)을 구축해 자체 콘텐츠 전송 네트워크(Content Delivery Network, CDN)와 콘텐츠 유통을 위임한 콘텐츠 홀더들로부터 영상과 관련된 메타데이터를 수집하고 이를 포털 플랫폼에 실시간으로 전송하는 시스템이다.

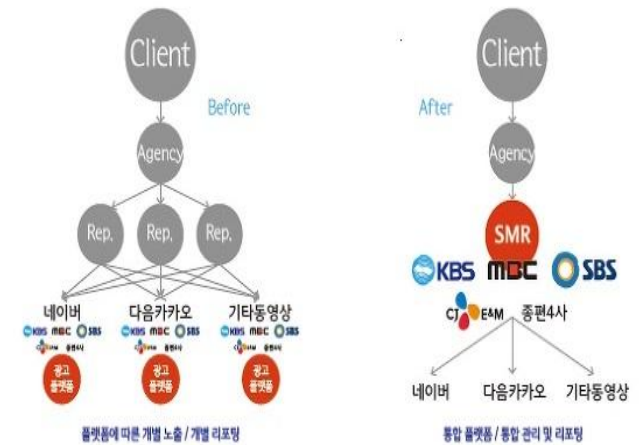
NAVER와 카카오는 SMR의 PIP 적용을 받아들여 자사 네이버 TV캐스트 및 다음 TV팟에서 각 방송사 영상콘텐츠를 제공 중인 반면 YouTube와는 PIP 적용 협상이 결렬되어 해당 콘텐츠를 이용할 수 없는 상태다. 그 결과 SMR과의 연대로 경쟁력 있는 콘텐츠를 확보한 네이버 TV캐스트의 국내 트래픽은 YouTube에 근접한 수준까지 성장했다.

Exhibit 8. 기타매출(디지털 광고/VOD/해외판권 판매) 추이



Source: Company Data

Exhibit 9. SMR(Smart Media Rep) 구조















Source: Baro Research Center

PIP 사업 통해 프리롤 VOD 광고 상품 직접 판매

PIP 사업을 통해 동사는 프리롤 VOD 광고 상품을 직접 판매하고 플랫폼 수수료(10%)와 미디어렙 수수료(20~30%)를 제외한 나머지를 수익으로 인식한다. 현재 과금은 CPM형태이며 작년 초 5,000원 수준의 광고단가가 현재 20,000원 수준까지 상승한 상태다.

SMR 광고 인벤토리가 상대적으로 높은 가격임에도 불구하고 온라인과 모바일을 통한 동영상 시청이 늘면서 정밀한 타겟팅과 15초 강제 노출이 가능해 광고주들의 풍부한 수요를 바탕으로 견조한 성장을 지속하고 있다

Exhibit 10. 디지털 광고(PIP/MCN) 사업.

구분	비즈니스 모델/특징	주요 파트너(현재)	잠재적 파트너
 PIP (Platform In Platform)	<ul style="list-style-type: none"> - 콘텐츠 큐레이션 서비스(Contents Curation Service) - 모바일/온라인 미디어랩 - 트래픽 확보에 주력 - 프리롤 광고(pre-roll ads) 	 NAVER tvcast  Daum tvpot  Kakao TV  Gom TV	 Youku Tudou  iQIYI  Yahoo!  QQ
 MCN (Multi-Channel Network)	<ul style="list-style-type: none"> - 이용자제작콘텐츠(UCC) & 전문가제작콘텐츠(ECC) - 에코시스템(Eco System)을 통한 크리에이터 지원 - 글로벌 OTT 플랫폼 사업자와의 파트너십 강화 	 DIATV  YouTube  Daily Motion	<ul style="list-style-type: none"> - 모바일 메신저(MIM) 사업자 - 포털사업자 - 글로벌 OTT 사업자

Source: Company Data, Baro Research Center

3. 해외사업 확대로 영화부문 턴어라운드 기대

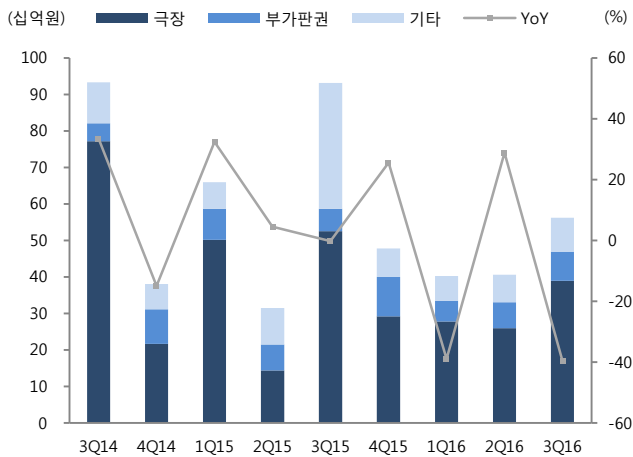
올해 영화 사업의 부진과 한류 콘텐츠 수입 규제 이슈가 주가 하락의 주요인

올해 영화 사업부문의 부진은 최근 불거진 중국의 한류 콘텐츠 수입 규제 이슈와 함께 동사 주가 하락의 주요인으로 작용했다. 3Q16 영화매출은 562억원(YoY -39.6%), 영업손실은 -74억원의 적자를 기록했다. 주력 작품들의 흥행부진으로 인한 극장매출 감소와 해외작품 공백에 따른 기타매출 감소로 전통적 성수기인 3분기에도 오히려 적자폭이 확대되었다.

다만 4Q16부터 영화 부문의 실적개선이 기대된다. 우선 4Q16 국내 시장에서 형(11/23일 개봉)의 누적 관객수가 호조세를 나타내고 있고 하반기 기대작 마스터(12/21)도 개봉될 예정이다. 한편 해외 합작 라인업으로 차도차도(인도네시아), 수상한 그녀(태국), 베트남 보디가드 등이 개봉되며 동남아 지역에서의 매출 증가가 예상된다.

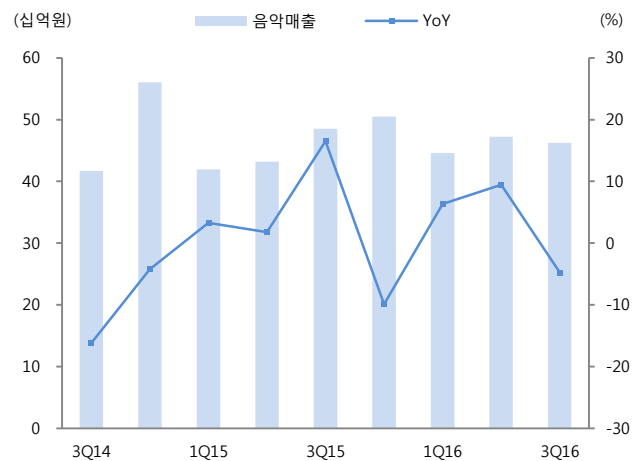
2017년 개봉 예정작 수는 올해와 유사한 규모로 예상되며 업황 침체로 인한 실적 부진 우려는 여전히 존재한다. 다만 M&A를 통한 제작사업 강화로 해외시장 진출이 본격화될 전망이다. 동사는 최근 JK필름의 지분 51%(인수대금 약 150억원)를 확보함으로써 과거에는 국내 콘텐츠를 해외 현지 제작사들과 공동 제작 해왔으나 향후에는 JK필름의 전문인력과 제작 노하우 등을 활용해 해외 프로젝트 등을 공동 제작할 것으로 예상된다.

Exhibit 11. 영화부문 분기 매출액 추이



Source: Company Data

Exhibit 12. 음악부문 분기 매출액 추이



Source: Company Data

Exhibit 13. CJ E&M 실적추이 / 전망 (단위:십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	293.1	299.2	370.0	385.0	313.5	357.3	378.8	403.1	1,347.3	1,452.7	1,585.3
방송	177.9	223.5	227.6	280.5	225.4	268.4	268.6	300.6	909.5	1,062.9	1,154.6
영화	65.9	31.5	93.1	47.8	40.3	40.6	56.2	50.3	238.3	187.5	227.6
음악	41.9	43.2	48.5	50.5	44.6	47.2	46.2	49.1	184.1	187.1	193.6
공연	7.4	1.0	0.8	6.2	3.3	1.1	7.8	3.0	15.4	15.1	9.4
영업비용	284.0	281.4	356.4	372.9	304.6	343.2	375.7	384.6	1,294.6	1,408.1	1,514.7
매출원가	227.2	218.8	286.5	286.9	236.7	269.8	290.8	295.1	1,019.4	1,092.4	1,172.3
지급수수료	20.1	23.0	24.0	28.4	25.5	27.8	33.2	32.2	95.5	118.8	124.9
인건비	18.0	17.8	20.1	28.0	21.1	21.5	27.0	27.4	83.9	97.0	104.7
광고선전비	7.5	7.4	9.7	12.8	8.5	10.6	10.7	12.1	37.4	41.9	45.6
기타	7.5	10.8	12.0	13.6	9.3	10.5	9.5	13.7	43.9	43.0	51.2
유무형자산상각비	3.6	3.6	4.0	3.2	3.4	3.0	4.5	4.0	14.4	14.9	15.9
영업이익	9.2	17.8	13.6	12.1	8.9	14.1	3.1	18.5	52.7	44.6	70.6
OPM	3.1	6.0	3.7	3.1	2.8	4.0	0.8	4.6	3.9	3.1	4.5
방송	1.4	8.8	3.1	6.1	2.3	7.6	3.3	7.2	5.1	5.3	6.4
영화	9.8	-13.0	8.3	-8.7	9.3	-16.4	-13.1	-8.1	2.5	-7.6	-2.7
음악	0.4	4.8	-0.6	-2.5	-0.3	2.7	5.3	2.5	0.4	2.6	1.6
공연	0.9	21.3	-116.3	7.0	4.0	-95.2	-9.7	-4.5	1.1	1.0	0.6

Source: Company Data, Baro Research Center

CJ E&M (130960 KS) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,039.2	940.1	924.1	1,110.9	1,276.8
현금성자산	505.8	354.4	229.4	378.2	499.6
매출채권	368.3	430.7	426.9	454.0	487.0
재고자산	5.2	3.9	4.3	4.5	4.9
비유동자산	1,318.2	1,424.7	1,770.0	1,699.5	1,664.7
투자자산	535.0	694.2	842.6	876.8	912.5
유형자산	88.5	77.3	255.7	224.0	197.9
무형자산	694.7	653.2	671.6	598.7	554.3
자산총계	2,357.4	2,364.9	2,694.1	2,810.4	2,941.4
유동부채	580.8	642.3	754.2	778.5	806.3
매입채무	214.7	262.0	222.1	236.1	253.3
유동성이자부채	147.7	175.9	279.7	279.7	279.7
비유동부채	270.9	162.5	226.6	228.9	231.3
비유동이자부채	252.2	131.1	170.1	170.1	170.1
부채총계	851.7	804.8	980.8	1,007.4	1,037.7
자본금	193.7	193.7	193.7	193.7	193.7
자본잉여금	973.1	973.1	973.1	973.1	973.1
이익잉여금	316.3	370.0	428.2	518.0	618.7
자본조정	26.3	14.7	58.5	58.5	58.5
자기주식	(5.1)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
자본총계	1,505.7	1,560.1	1,713.3	1,803.0	1,903.8
투자자본	946.2	931.8	1,244.3	1,157.2	1,107.5
순차입금	(105.8)	(47.4)	220.5	71.6	(49.7)
ROA	9.8	2.3	2.7	3.5	3.8
ROE	16.4	3.6	4.2	5.7	6.1
ROIC	(0.9)	5.0	3.3	5.2	6.5

현금흐름표

결산기(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업현금	195.2	295.5	258.9	434.1	408.7
당기순이익	233.4	52.9	67.2	97.5	108.5
자산상각비	302.3	320.0	397.0	372.0	338.4
운전자본증감	(101.7)	(41.9)	(190.2)	(13.7)	(16.7)
매출채권감소(증가)	(66.3)	(67.7)	1.7	(27.1)	(33.1)
재고자산감소(증가)	0.2	(0.6)	(0.5)	(0.3)	(0.3)
매입채무증가(감소)	6.3	56.5	(55.0)	14.1	17.2
투자현금	(640.0)	(188.9)	(357.5)	(279.5)	(281.7)
단기투자자산감소	(495.4)	163.1	264.9	(2.0)	(2.1)
장기투자증권감소	(15.8)	0.7	(93.8)	(4.0)	(5.1)
설비투자	(19.2)	(8.0)	(201.0)	(9.4)	(10.2)
유무형자산감소	(326.0)	(330.4)	(260.9)	(257.8)	(257.8)
재무현금	146.4	(94.3)	231.2	(7.7)	(7.7)
차입금증가	13.2	(95.6)	144.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	(7.7)	(7.7)	(7.7)
배당금지급	0.0	0.0	7.7	7.7	7.7
현금 증감	(298.8)	14.0	131.5	146.8	119.2
총현금흐름(Gross CF)	337.7	384.8	462.8	447.8	425.3
(-) 운전자본증가(감소)	(63.1)	19.0	100.9	13.7	16.7
(-) 설비투자	19.2	8.0	201.0	9.4	10.2
(+) 자산매각	(326.0)	(330.4)	(260.9)	(257.8)	(257.8)
Free Cash Flow	55.6	27.4	(100.0)	166.8	140.7
(-) 기타투자	15.8	(0.7)	93.8	4.0	5.1
잉여현금	39.8	28.1	(193.8)	162.8	135.5

Source: Company Data, Baro Research Center

손익계산서

결산기(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	1,232.7	1,347.3	1,452.7	1,585.3	1,707.5
증가율 (Y-Y,%)	3.7	9.3	7.8	9.1	7.7
영업이익	(12.6)	52.7	44.6	70.6	82.5
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	(15.3)	58.2	16.8
EBITDA	289.7	372.7	441.7	442.6	420.9
영업외손익	(37.7)	6.7	37.7	38.7	39.2
순이자수익	(4.9)	(1.4)	(7.2)	(4.4)	(4.1)
외화관련손익	(1.0)	0.1	(1.0)	0.0	0.0
지분법손익	9.5	131.8	75.3	24.0	24.0
세전계속사업손익	(50.4)	59.3	82.3	109.3	121.7
당기순이익	233.4	52.9	67.2	97.5	108.5
지배기업당기순이익	224.5	54.3	67.8	97.5	108.5
증가율 (Y-Y,%)	24,790.2	(77.3)	26.9	45.2	11.3
NOPLAT	(9.2)	47.0	36.4	63.0	73.6
(+) Dep	302.3	320.0	397.0	372.0	338.4
(-) 운전자본투자	(63.1)	19.0	100.9	13.7	16.7
(-) Capex	19.2	8.0	201.0	9.4	10.2
OpFCF	337.1	339.9	131.6	411.8	385.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.5	(1.1)	6.9	8.7	8.2
영업이익증가율(3Yr)	N/A	10.6	N/A	N/A	16.1
EBITDA 증가율(3Yr)	(7.1)	(2.6)	9.8	15.2	4.1
순이익증가율(3Yr)	58.4	31.5	315.3	(25.3)	27.0
영업이익률(%)	(1.0)	3.9	3.1	4.5	4.8
EBITDA 마진(%)	23.5	27.7	30.4	27.9	24.6
순이익률 (%)	18.9	3.9	4.6	6.1	6.4

주요투자지표

결산기	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Per share Data					
EPS	5,796	1,403	1,750	2,517	2,802
BPS	38,970	40,058	42,690	45,007	47,609
DPS	0	200	200	200	200
Multiples(x,%)					
PER	6.6	57.4	34.6	24.1	21.6
PBR	1.0	2.0	1.4	1.3	1.3
EV/ EBITDA	4.7	8.2	5.8	5.5	5.5
배당수익률	N/A	0.2	0.3	0.3	0.3
PCR	4.4	8.1	5.1	5.2	5.5
PSR	1.2	2.3	1.6	1.5	1.4
재무건전성 (%)					
부채비율	56.6	51.6	57.2	55.9	54.5
Net debt/Equity	N/A	N/A	12.9	4.0	N/A
Net debt/EBITDA	N/A	N/A	49.9	16.2	N/A
유동비율	178.9	146.4	122.5	142.7	158.3
이자보상배율	N/A	38.8	6.2	16.0	20.3
이자비용/매출액	1.2	1.0	0.8	0.8	0.8
자산구조					
투자자본(%)	47.6	47.1	53.7	48.0	44.0
현금+투자자산(%)	52.4	52.9	46.3	52.0	56.0
자본구조					
차입금(%)	21.0	16.4	20.8	20.0	19.1
자기자본(%)	79.0	83.6	79.2	80.0	80.9

Note: EPS 는 완전회식 EPS

CJ CGV (079160 KS)

실적개선 본격화되기까지 시간 소요될 전망

중국 B/O 성장 부진

3Q16 중국 박스오피스 시장은 109억위안(YoY -13%) 수준으로 2분기에 이어 역성장 지속. 최근 국경절 연휴 기간에서조차 중국 박스오피스 시장은 14.2억위안(YoY -23%)으로 감소세 나타냄. 티켓가격 할인보조금 지급 축소, 중국내 국산영화 경쟁력 부족, 중국 당국의 영화산업 규제 강화 등이 주요인. 중국 박스오피스 시장은 내년 춘절 이후 보조금 지급 축소 효과가 소멸하고 기저도 낮아지는 만큼 성장세 재개될 것으로 전망.

해외사업 이익 기여도 상승할 전망

터키 법인을 인수하며 발생했던 무형자산 상각비(42억원) 인식으로 수익성은 악화되었지만 차입금에 대한 리파이낸싱 완료해 금융비용 감소로 향후 영업외손익과 부채비율 개선될 전망. 터키영화 시장은 4분기가 성수기로 흑자전환하며 실적개선 이끌 것으로 전망.

특화관 비중 확대로 ATP 상승효과 기대

국내영화 시장의 경쟁심화 지속되며 큰 폭의 성장은 제한적. 다만 2017년 글로벌 박스오피스는 할리우드 블록버스터 기대작들이 많아 전년대비 우호적 영업환경 마련. 또한 동사의 특화관 사업 확대로 티켓 판매 믹스 개선(특화관 비중 확대) 등을 통해 ATP(평균티켓가격) 지속 상승할 것으로 예상. 4DX의 글로벌 스크린수는 2016년 351개 → 2017년 608개까지 확대될 전망. IMAX의 경우 2009년 글로벌 스크린수가 300개 돌파하면서 실적개선 견인. .

투자의견 Hold, 목표주가 70,000원으로 커버리지 개시

CJ CGV에 대해 투자의견 Hold, 목표주가 70,000원 제시. 목표주가는 SOTP 방식으로 국내, 중국, 베트남, 터키사업 2017년 예상 순이익에 Target P/E 적용(국내 15배, 중국, 터키, 베트남, 터키 25배).

[인터넷/게임/미디어]

이경일 Equity Analyst

shinjohyub@barofn.com

+822-6099-8505

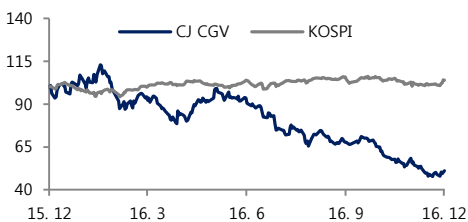
	Hold (신규)
Target Price	70,000 원(신규)
현재주가	62,700 원
목표수익률	11.6%

Key Data	2016년 12월 9일
산업분류	영화
KOSPI	2,024.69

Trading Data	
시가총액 (십억원)	1,326.8
발행주식수 (백만주)	21.2
외국인 지분율 (%)	20.9
52 주 고가 (원)	138,500
52 주 저가 (원)	58,500
60 일 일평균거래대금 (십억원)	17.1

주요주주 (%)	
씨제이(주)	39.0
국민연금관리공단	8.2
Schroder Investment외 2인	6.3

Performance



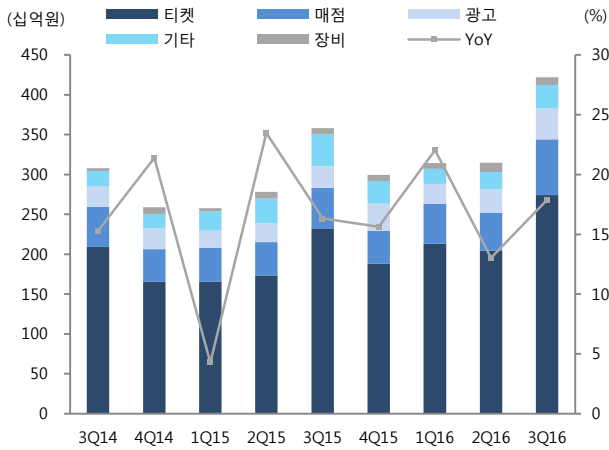
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	3.7	(9.4)	(48.8)
상대주가	5.3	(13.3)	(52.7)

Financial and Valuation Summary

Fiscal Year	2014	2015	2016F	2017F
매출액 (십억원)	1,039.3	1,193.5	1,406.3	1,613.7
증감률 YoY (%)	13.5	14.8	17.8	14.7
영업이익 (십억원)	52.1	66.9	58.9	89.8
영업이익률 (%)	5.0	5.6	4.2	5.6
순이익 (십억원)	16.0	52.2	2.1	20.0
EPS (원)	787	2,455	402	947
EPS 증감률 (%)	29.5	211.8	(83.6)	135.8
P/E (x)	68.6	51.3	156.1	66.2
EV/EBITDA (x)	11.1	17.7	9.2	5.2
ROE (%)	4.4	12.9	2.0	4.7
P/B (x)	3.0	6.3	3.1	3.1

Source: DataGuide, Baro Research Center

Exhibit 1. 사업부문별 분기 매출액 추이



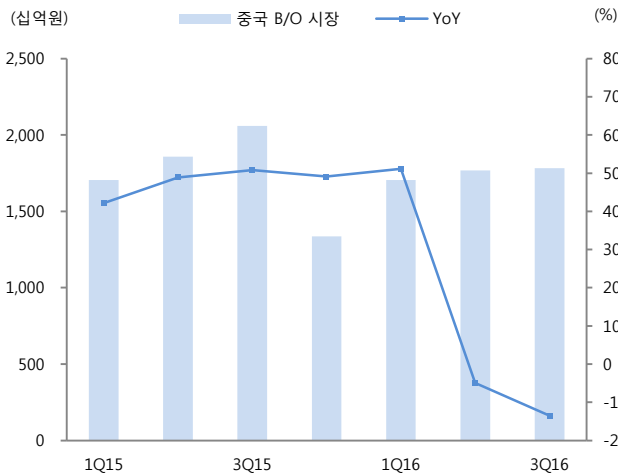
Source: Company Data

Exhibit 2. 국가별 사이트/스크린 현황

구분	진출시기	사이트	스크린	M/S
한국	1998년	129	974	47.7% (1위)
중국	2006년	74	586	2.7% (7위)
터키	2016년	86	761	48.8% (1위)
베트남	2011년	36	237	51.2% (1위)
인도네시아	2014년	21	150	-
미얀마	2014년	5	11	-

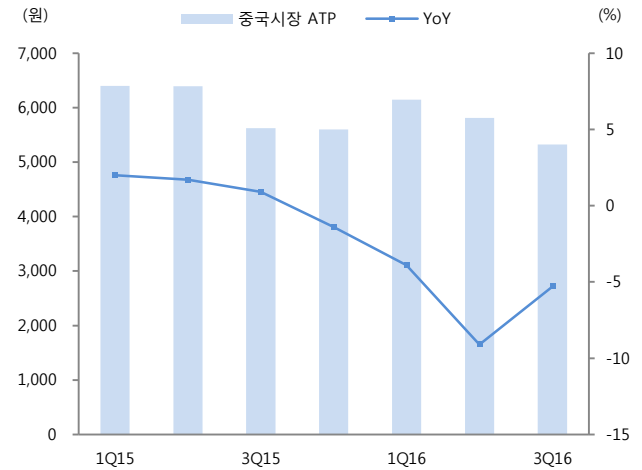
Source: Company Data

Exhibit 3. 중국 B/O 시장 규모 추이



Source: Company Data, CBO 中国票房

Exhibit 4. 중국시장 ATP 추이



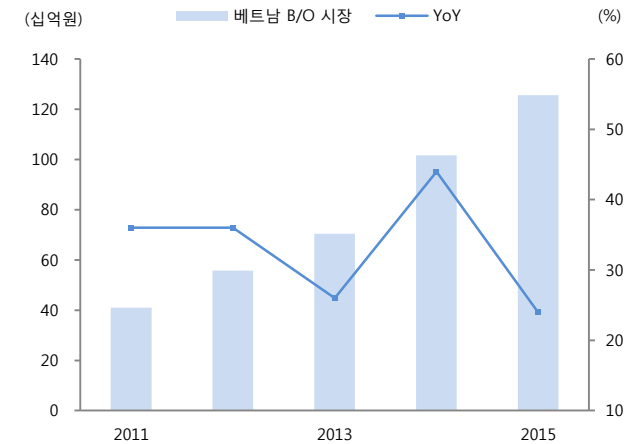
Source: Company Data, CBO 中国票房

Exhibit 5. 중국시장 최근 2년간 흥행작

구분	순위	영화명	B/O(억원)
3Q16	1	The Lost Tomb (CN)	1,647
	2	Skiptrace (CN)	1,458
	3	Cold War 2 (CN)	1,112
5Q16	1	Monster Hunt (CN)	4,000
	2	Jian Bing Man (CN)	1,902
	3	The Monkey King Returns (CN)	1,568

Source: Company Data

Exhibit 6. 베트남 B/O 시장 규모 추이



Source: Company Data

Exhibit 7. CJ CGV 실적추이 / 전망 (단위:십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	257.5	278.4	358.1	299.5	314.3	314.6	422.1	355.3	1,193.5	1,406.3	1,613.7
티켓	165.6	173.5	232.4	188.3	213.3	204.4	274.0	235.0	759.9	926.8	1,108.7
매점	42.2	41.6	50.6	40.8	50.0	47.5	70.0	49.4	175.3	216.9	233.1
광고											
기타	24.0	30.4	39.8	28.0	19.0	21.3	29.5	22.4	122.2	92.3	90.0
장비	3.8	8.6	7.5	7.7	7.1	11.4	9.6	7.9	27.6	36.1	36.2
영업비용	243.1	269.7	319.1	294.7	296.6	313.8	388.1	348.9	1,126.6	1,347.4	1,524.0
영업이익	14.5	8.6	39.0	4.8	17.7	0.8	34.0	6.4	66.9	58.9	89.8
OPM	5.6	3.1	10.9	1.6	5.6	0.3	8.0	1.8	5.6	4.2	5.6

Source: Company Data, Baro Research Center

CJ CGV (079160 KS) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	305.3	355.3	371.1	454.0	486.9
현금성자산	122.0	141.9	150.2	209.7	222.7
매출채권	137.4	136.3	117.3	135.1	149.7
재고자산	11.1	13.6	12.4	14.3	15.9
비유동자산	949.6	1,062.2	1,990.1	1,955.2	1,982.2
투자자산	302.8	271.3	311.4	324.0	337.2
유형자산	588.2	676.4	827.8	971.6	1,129.7
무형자산	100.7	114.5	850.9	659.5	515.3
자산총계	1,254.9	1,417.6	2,361.2	2,409.1	2,469.1
유동부채	473.8	446.7	906.9	938.3	965.3
매입채무	190.4	192.0	169.3	195.0	216.0
유동성이자부채	160.8	126.2	596.3	596.3	596.3
비유동부채	389.9	525.7	579.5	583.4	587.5
비유동이자부채	312.9	453.3	457.1	457.1	457.1
부채총계	863.7	972.4	1,486.4	1,521.8	1,552.8
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9
이익잉여금	284.6	327.8	328.9	341.6	370.5
자본조정	(3.2)	(7.3)	(7.5)	(7.5)	(7.5)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	391.2	445.2	874.7	887.4	916.3
투자자본	667.9	799.0	1,646.5	1,594.3	1,604.7
순차입금	351.7	437.6	903.2	843.7	830.7
ROA	1.4	3.9	0.4	0.8	1.5
ROE	4.4	12.9	2.0	4.7	8.1
ROIC	3.8	6.5	1.5	4.0	5.1

현금흐름표

결산기(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업현금	147.0	117.3	216.3	357.7	345.4
당기순이익	16.0	52.2	2.1	20.0	36.3
자산상각비	82.5	108.9	183.2	329.1	301.4
운전자본증감	15.4	(52.5)	(28.8)	8.0	7.0
매출채권감소(증가)	(26.3)	(8.4)	32.9	(17.8)	(14.5)
재고자산감소(증가)	0.2	(2.9)	1.8	(1.9)	(1.5)
매입채무증가(감소)	48.4	(14.4)	(36.8)	25.7	21.0
투자현금	(188.9)	(194.9)	(842.0)	(290.9)	(325.2)
단기투자자산감소	2.0	36.9	(2.7)	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	(0.0)	(1.0)	(3.7)	(1.9)	(2.1)
설비투자	(145.8)	(191.9)	(188.8)	(259.5)	(293.3)
유무형자산감소	(11.7)	(13.9)	(13.0)	(22.0)	(22.0)
재무현금	58.8	108.4	636.6	(7.4)	(7.4)
차입금증가	65.9	117.6	356.4	0.0	0.0
자본증가	(7.4)	(7.4)	(7.8)	(7.4)	(7.4)
배당금지급	7.4	7.4	7.8	7.4	7.4
현금 증감	22.8	30.5	6.3	59.3	12.8
총현금흐름(Gross CF)	158.1	197.3	273.9	349.6	338.4
(-) 운전자본증가(감소)	(29.6)	22.7	17.4	(8.0)	(7.0)
(-) 설비투자	145.8	191.9	188.8	259.5	293.3
(+) 자산매각	(11.7)	(13.9)	(13.0)	(22.0)	(22.0)
Free Cash Flow	30.2	(31.2)	54.8	76.1	30.1
(-) 기타투자	0.0	1.0	3.7	1.9	2.1
잉여현금	30.2	(32.2)	51.0	74.2	28.0

Source: Company Data, Baro Research Center

손익계산서

결산기(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	1,039.3	1,193.5	1,406.3	1,613.7	1,823.8
증가율 (Y-Y,%)	13.5	14.8	17.8	14.7	13.0
영업이익	52.1	66.9	58.9	89.8	112.6
증가율 (Y-Y,%)	1.1	28.4	(11.9)	52.3	25.5
EBITDA	134.6	175.8	242.2	418.9	414.0
영업외손익	(17.5)	5.9	(52.1)	(61.8)	(62.0)
순이자수익	(16.9)	(15.8)	(30.2)	(38.6)	(38.5)
외화관련손익	(0.5)	(2.8)	1.4	0.0	0.0
지분법손익	4.4	7.9	3.7	3.4	3.4
세전계속사업손익	34.6	72.8	6.9	27.9	50.7
당기순이익	16.0	52.2	2.1	20.0	36.3
지배기업당기순이익	16.7	51.9	8.5	20.0	36.3
증가율 (Y-Y,%)	32.0	225.8	(96.0)	872.0	81.4
NOPLAT	24.1	48.0	17.7	64.4	80.8
(+) Dep	82.5	108.9	183.2	329.1	301.4
(-) 운전자본투자	(29.6)	22.7	17.4	(8.0)	(7.0)
(-) Capex	145.8	191.9	188.8	259.5	293.3
OpFCF	(9.6)	(57.7)	(5.2)	142.0	95.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	18.3	15.3	15.4	15.8	15.2
영업이익증가율(3Yr)	5.1	6.6	4.6	19.9	19.0
EBITDA 증가율(3Yr)	12.5	16.4	26.9	46.0	33.1
순이익증가율(3Yr)	2.3	(1.7)	(44.6)	7.8	(11.4)
영업이익률(%)	5.0	5.6	4.2	5.6	6.2
EBITDA 마진(%)	12.9	14.7	17.2	26.0	22.7
순이익률 (%)	1.5	4.4	0.1	1.2	2.0

주요투자지표

결산기	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Per share Data					
EPS	787	2,455	402	947	1,718
BPS	18,048	19,899	19,939	20,536	21,904
DPS	350	350	350	350	350
Multiples(x,%)					
PER	68.6	51.3	156.1	66.2	36.5
PBR	3.0	6.3	3.1	3.1	2.9
EV/ EBITDA	11.1	17.7	9.2	5.2	5.2
배당수익률	0.6	0.3	0.6	0.6	0.6
PCR	7.2	13.5	4.8	3.8	3.9
PSR	1.1	2.2	0.9	0.8	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	220.8	218.4	169.9	171.5	169.5
Net debt/Equity	89.9	98.3	103.3	95.1	90.7
Net debt/EBITDA	261.3	248.9	373.0	201.4	200.7
유동비율	64.4	79.5	40.9	48.4	50.4
이자보상배율	3.1	4.2	2.0	2.3	2.9
이자비용/매출액	1.9	1.6	2.4	2.6	2.3
자산구조					
투자자본(%)	61.1	65.9	78.1	74.9	74.1
현금+투자자산(%)	38.9	34.1	21.9	25.1	25.9
자본구조					
차입금(%)	54.8	56.6	54.6	54.3	53.5
자기자본(%)	45.2	43.4	45.4	45.7	46.5

Note: EPS 는 원전회식 EPS

로엔 (016170 KQ)

2017년 큰 폭의 실적개선 기대

[인터넷/게임/미디어]

이경일 Equity Analyst

shinjohyub@barofn.com

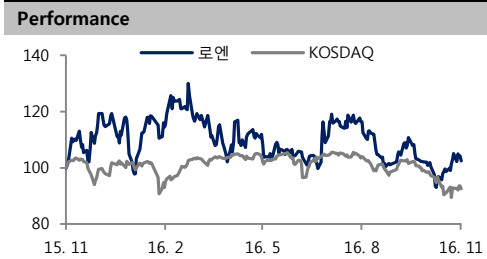
+822-6099-8505

	Not Rated
Target Price	-
현재주가	75,400 원
목표수익률	-

Key Data	2016년 12월 12일
산업분류	미디어
KOSDAQ	594.35

Trading Data	
시가총액 (십억원)	1,907.0
발행주식수 (백만주)	25.3
외국인 지분율 (%)	15.1
52 주 고가 (원)	91,500
52 주 저가 (원)	65,500
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.3

주요주주 (%)	
카카오외 1인	67.8
NH투자증권	6.0



Financial and Valuation Summary

Fiscal Year	2013	2014	2015	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
매출액 (십억원)	252.6	323.3	357.6	87.6	91.6	100.1	96.5	110.4	110.6
증감률 YoY (%)	36.5	28.0	10.6	13.6	9.6	17.6	23.2	25.9	20.8
영업이익 (십억원)	37.3	58.5	63.4	15.5	16.8	18.0	18.4	20.6	20.7
영업이익률 (%)	14.8	18.1	17.7	17.7	18.4	17.9	19.1	18.6	18.7
순이익 (십억원)	34.1	45.8	50.3	12.4	13.5	13.5	14.8	16.2	16.0
EPS (원)	1,349	1,801	1,983	485	537	527	596	638	640
EPS 증감률 (%)	43.1	33.5	10.1	4.1	5.2	50.0	37.6	31.6	19.0
P/E (x)	12.5	24.4	42.4	45.2	44.3	42.4	36.4	31.9	32.5
EV/EBITDA (x)	8.4	14.5	25.8	27.6	26.9	25.8	22.4	19.5	19.9
ROE (%)	23.7	25.0	22.3	23.9	24.3	22.8	23.5	24.3	22.9
P/B (x)	2.7	5.5	8.9	9.7	9.0	9.0	7.9	7.0	7.1

Source: Dataguide, Baro Research Center

카카오 계정 연동으로 유료가입자 견조한 성장

- 3Q16기준 멜론의 유료가입자는 전분기 대비 5만명 순증한 380만명(3Q15 335만명) 수준으로 기존 가입자들의 가격 인상 전환 동의에 치중하면서 증가세 다소 둔화된 것으로 추정. 그러나 9월 시작된 카카오 계정 연동으로 10월부터 유료가입자 빠르게 증가하고 있는 것으로 파악.
- 4분기는 카카오 계정 연동 효과 본격화로 약 20만명 순증해 올해말 기준 유료가입자 400만명 수준 기록할 전망. 현재 신규 가입자 및 장기 결제 유저 대상으로 카카오톡 이모티콘 제공중. 멜론 유저의 약 70%가 35세 미만인 반면 카카오 뮤직은 약 80%가 35-55세 이용자로 카카오 중년층 유저들의 유입 기대.

가격인상 효과 본격화

- 올해 3월 인상된 요금제 가격은 기존 사용자는 6개월 유예기간 적용되어 9월부터 반영되고 신규 가입자는 3개월 프로모션을 통해 6월부터 반영.
- 다만 유저이탈 방지를 위한 프로모션(3-6개월) 진행으로 2017년초부터 가격인상 효과가 본격적으로 반영될 전망.

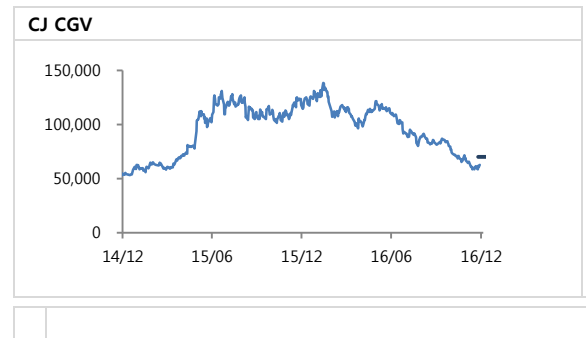
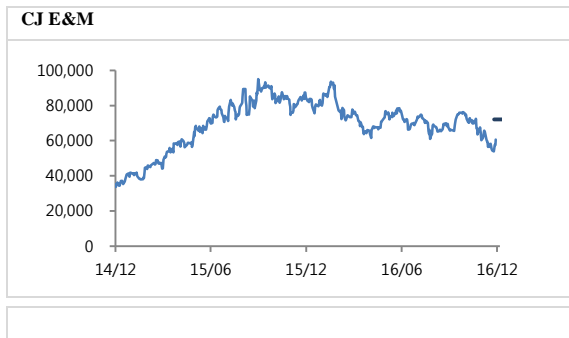
2017년 실적개선 기대감

- 내년부터 카카오와의 협업 확대로 다양한 프로모션과 콘텐츠 제공을 통해 기존 가입자에 대한 lock-in 효과 강화될 전망.
- 유료가입자 수가 견조하게 증가하는 가운데 2017년부터 전체 유료가입자에 대한 가격인상 효과 본격화되면서 큰 폭의 외형성장 나타날 것으로 예상.
- 경쟁사들은 공격적인 가격 할인 프로모션으로 인해 실적악화 우려가 부각되고 있는 반면 멜론은 가격 인상 과도기에도 유료가입자 증가추세가 지속되면서 견조한 실적을 기반으로 배당 기대감도 확대.

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변동추이

종목(코드번호)	일자	투자의견	목표주가(원)
CJ E&M(130960)	2016.12.12	매수 (Buy)	720,000

종목(코드번호)	일자	투자의견	목표주가(원)
CJ CGV(079160)	2016.12.12	중립 (Hold)	70,000



투자의견 분류 및 적용기준

▶ 투자기간 및 투자등급 (기업, 향후 6 개월 기준)

매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상

중립(Hold) : 기대수익률 -15~15%

매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하

▶ 투자등급 분류기준 (산업, 향후 6 개월 기준)

비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승

중립(Neutral) : 업종지수상승률이 시장수익률 수준

비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

투자등급 비율

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
80.0%	20.0%	0.0%

▪ 2016년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 당사가 공표한 투자등급의 비율

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.

당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.

본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.

본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.