

CJ CGV
(079160)

김화재 **이재은**
hojae.kim@daishin.com jeeeun.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **36,000**
유지

현재주가 **29,900**
(21.11.05) 미디어업종

4Q부터 위드 팝콘

투자 의견 매수, 목표주가 36,000원 유지

- 본사, 터키, CGI(동남아 SPC), 4DX의 21년 실적을 합산한 SOTP 방식 적용

3Q21 Review: 잠시 멈칫. 4Q는 큰 폭의 실적 개선 기대

- 매출 1.6천억원(+4.4% yoy, +0.3% qoq), OP -775억원(적지, +193억원 yoy, 적지, -202억원 qoq). 전세계적으로 코로나가 재확산되면서 2분기의 코로나로부터의 회복세를 이어가지 못했음
- 국내. 매출 893억원(-10% yoy, +21% qoq), OP -430억원(적지, +3억원 yoy 적지, -25억원 qoq). <모가디슈>, <싱크홀> 등의 국내 대작 개봉 및 흥행에도 불구하고, 코로나 재확산의 영향을 받음
- 4분기는 위드코로나로 전환되면서, 취식 허용, 극장 영업 시간 연장 등 극장의 영업 환경 정상화. 헐리우드 주요작품들 개봉과 함께 관람객 회복 기대. 티켓 인상 효과까지 더해져 큰 폭의 실적 성장 기대
- 영업 환경이 정상화되고 개봉한 <이터널스>의 개봉일 관객 수는 약 34만명. 영화는 보통 수요일에 개봉 하는데, 2019년 수요일의 평균 관객 수는 약 52만명으로 2019년 대비 약 65% 수준까지 회복
- 중국. 매출 512억원(+43% yoy), OP -173억원(적지, +18억원 yoy). 코로나 영향은 없었지만, 7월 홍수로 인한 국가적 애도 분위기 형성 및 대작 개봉 지연. 4분기는 국경절을 맞아 개봉한 로컬 대작 <장진호>가 대박 흥행을 터뜨리며, 역대급 실적을 기록했던 2019년 실적의 98%까지 회복
- 터키. 매출 127억원, OP -39억원(적지, +41억원 yoy). 3분기에 극장 영업이 재개되면서, 2019년 관람객의 약 60% 수준까지 회복. 성수기인 4분기에 회복세 가속화 전망
- 베트남. 매출 9억원(-94% yoy), OP -54억원(적지, +2억원 yoy)
- 인도네시아. 매출 5억원, OP -51억원(적지, +41억원 yoy)
- 4D PLEX. 매출 138억원(+37% yoy), OP -2억원(적지, +82억원 yoy)

신규 사업 확장과 영화관의 진화

- 10/15 CJ 그룹의 계열사인 CJ올리브네트웍스 광고사업 흡수합병 결정. 극장의 광고 사업과의 시너지 효과 기대
- 영화관이 핵심인 콘텐츠를 지속적으로 강화하는 동시에, 프리미엄 관, 프라이빗 관 확대 계획. 영화관이라는 공간을 개선함으로써 콘텐츠 관람 이상의 공간으로 진화 계획

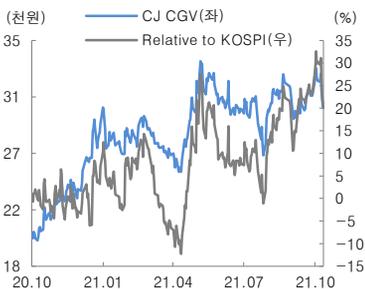
(단위: 십억원 %)

구분	3Q20	2Q21	3Q21		3Q21			4Q21		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	155	162	218	162	4.4	0.3	250	288	100.9	77.7
영업이익	-97	-57	-34	-78	적지	적지	-22	-3	적지	적지
순이익	-100	-85	-45	-77	적지	적지	-49	-58	적지	적지

자료: CJ CGV, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	2969.27
시가총액	1,126십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	25십억원
52주 최고/최저	33,450원 / 20,650원
120일 평균거래대금	171억원
외국인지분율	7.59%
주요주주	CJ 35.77%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.0	-1.6	17.5	42.7
상대수익률	-1.2	8.5	24.5	16.0



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,942	583	784	1,315	1,495
영업이익	122	-389	-201	46	75
세전순이익	-229	-862	-364	-50	-13
총당기순이익	-239	-752	-356	-38	-10
지배지분순이익	-153	-635	-312	-33	-8
EPS	-6,358	-22,531	-8,605	-868	-219
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	11,261	4,744	3,411	2,404	2,185
PBR	2.8	5.3	8.8	12.4	13.7
ROE	-57.6	-314.4	-242.2	-30.6	-9.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	836	1,308	784	1,315	-6.2	0.5
판매비와 관리비	708	561	697	563	-1.6	0.5
영업이익	-158	45	-201	46	적자유지	0.4
영업이익률	-18.9	3.5	-25.6	3.5	적자유지	0.0
영업외손익	-142	-96	-163	-96	적자유지	적자유지
세전순이익	-300	-50	-364	-50	적자유지	적자유지
지배지분순이익	-243	-39	-312	-33	적자유지	적자유지
순이익률	-33.1	-3.4	-45.4	-2.9	적자유지	적자유지
EPS(지배지분순이익)	-6,705	-1,022	-8,605	-868	적자유지	적자유지

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

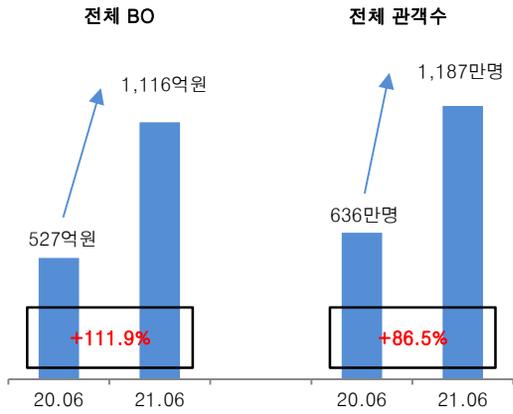
표 1. CJ CGV SOTP Valuation

(억원 배, %)

항목	지역별	EBITDA	EV/EBITDA	기업가치	지분율	작당가치	주당가치	EV/EBITDA 멀티플 기준
A	영업가치			22,150		18,505	39,900	
	본사	948	7.4	6,997	100.0	6,997	15,086	15~19 EV/EBITDA 평균 대비 60% 적용
	CGI	1,109	6.3	7,012	71.4	5,009	10,799	외자유치 기준 대비 60% 적용
	Turkey	771	7.4	5,688	75.2	4,280	9,228	본사 수준
	4DX	332	7.4	2,453	90.5	2,220	4,786	본사 수준
B	비영업가치							
C	총기업가치(A+B)			22,150		18,505	39,900	
D	순차입금			1,169		1,169	2,521	
E	주주가치(C-D)			20,981		17,336	37,379	

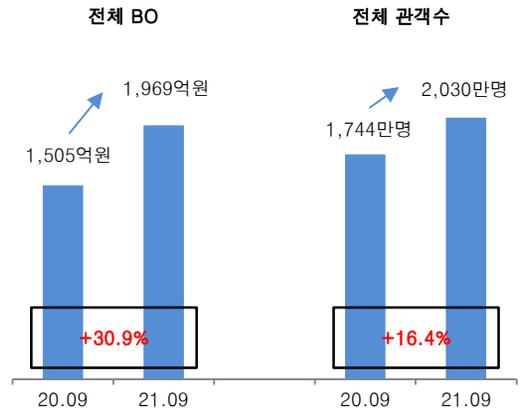
자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center / 주: 본사 멀티플은 15~19 관객수 평균 대비 21년 관객수 수준 감안한 할인 적용, 연결 법인은 본사 대비 수익성 감안한 할인 또는 할인

그림 1. 한국 2Q21 BO



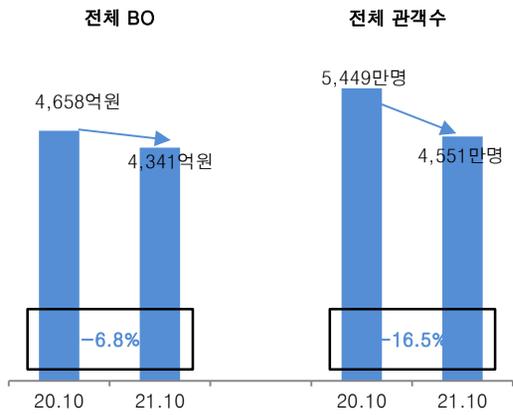
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 2. 한국 3Q21 BO



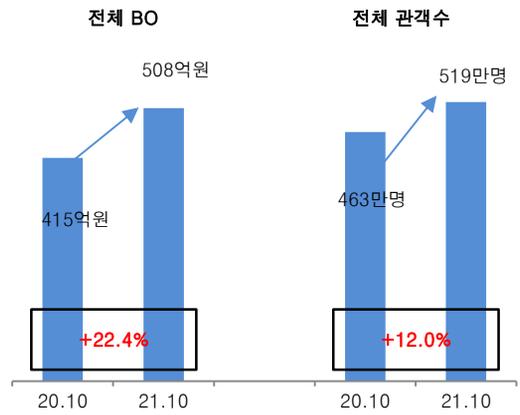
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 3. 한국 10월 누적 BO



자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 4. 한국 10월 BO



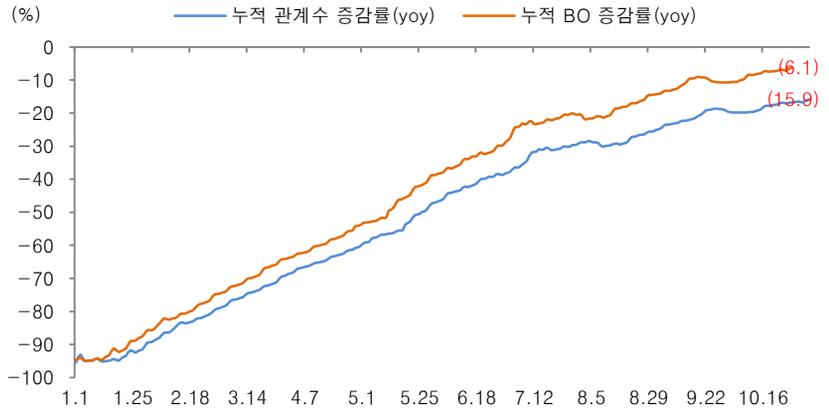
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 5. 2Q의 회복세를 이어가지 못한 3Q의 관객 수



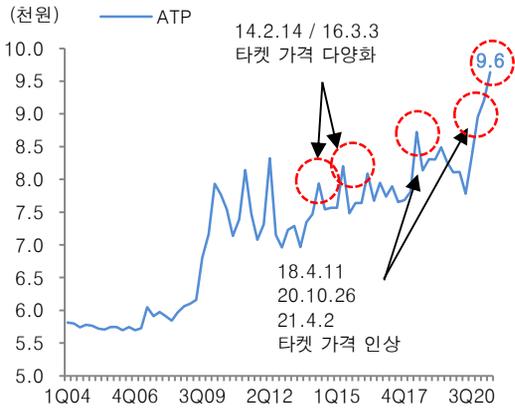
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 6. 8/5 기준 누적 관객수는 20년의 84%, BO는 94%까지 회복



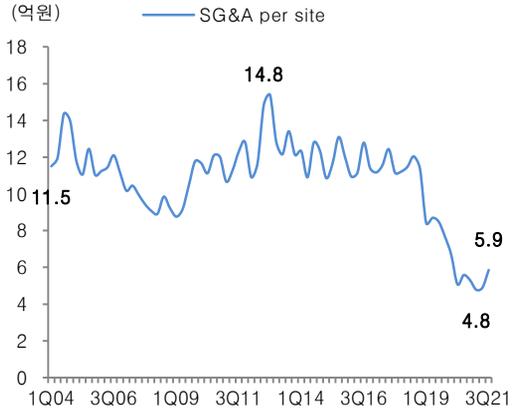
자료: 영화진흥위원회 대신증권 Research Center

그림 7. ATP 급증



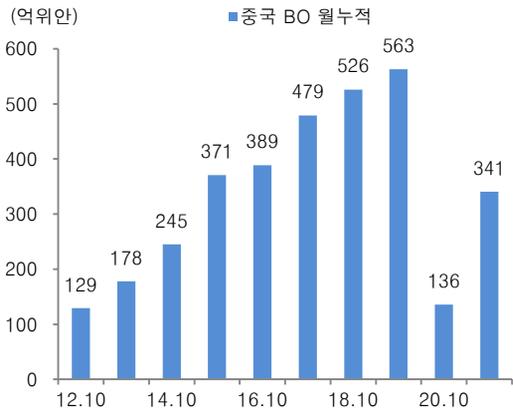
자료: CGV, 대신증권 Research Center

그림 8. 사이트당 판매비는 낮은 수준



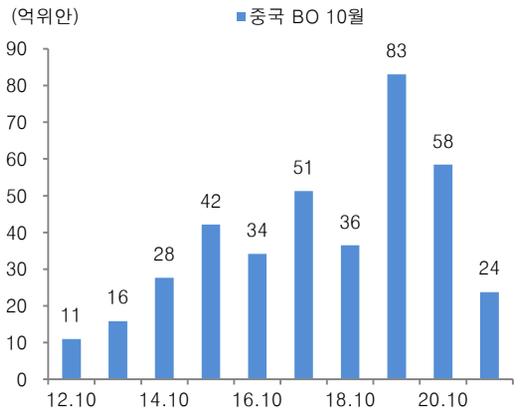
자료: CGV, 대신증권 Research Center

그림 9. 중국 10월 누적 BO. 빠르게 회복 중



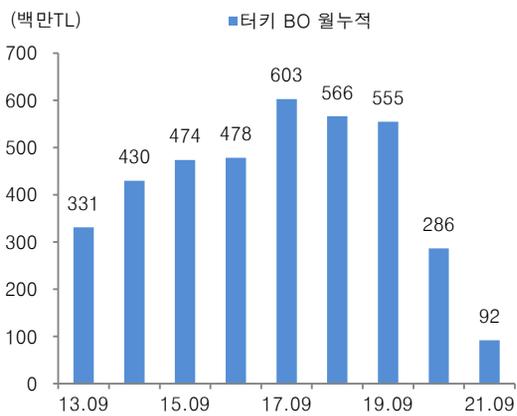
자료: cb000.cn, 대신증권 Research Center

그림 10. 중국 10월 BO



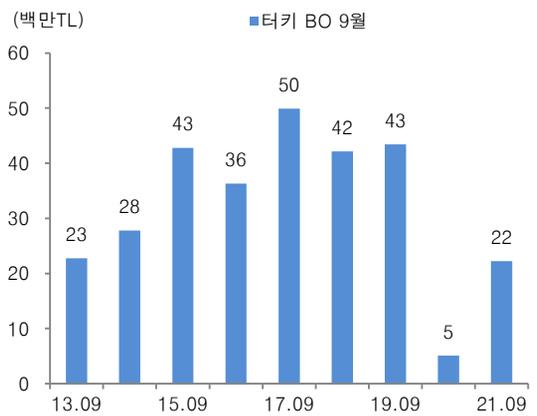
자료: cb000.cn, 대신증권 Research Center

그림 11. 터키 9월 누적 BO



자료: boxoffice.turkiye.com, 대신증권 Research Center

그림 12. 터키 9월 BO. 7/3부터 영업중단 행정명령 해제



자료: boxoffice.turkiye.com, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

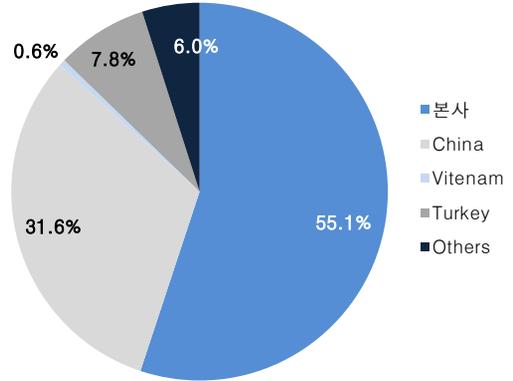
- 2020년 매출 5,834억원 OP -3,887억원 당기순이익 -6,354억원
- 2Q21 기준 지역별 매출 비중 본사 45.8%, 중국 40.6%, 베트남 9.8%, 터키 0.1%, 기타 6.0%
- 1Q21 기준 주요 주주는 씨제이(주) 38.4%, 우리사주조합 5.3%, 국민연금관리공단 5.2%

주가 코멘트

- 코로나 영향으로 개봉작 개봉 지연에 따른 불가리 부족으로 실적 및 주가 하락. 거리두기 단계 조정에 따라 극장 운영 방식이 변하고 있지만, 21.8월 현재 22:00 이후 상영 제한 외에는 기타 제약은 없고 띄어앉기만 진행
- 한국영화는 20.6월부터 꾸준히 개봉하고 있고, 할리우드 블록버스터도 21.5월부터 개봉 시작. 관객수 및 실적은 빠르게 회복하면서 주기도 상승할 것으로 전망

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

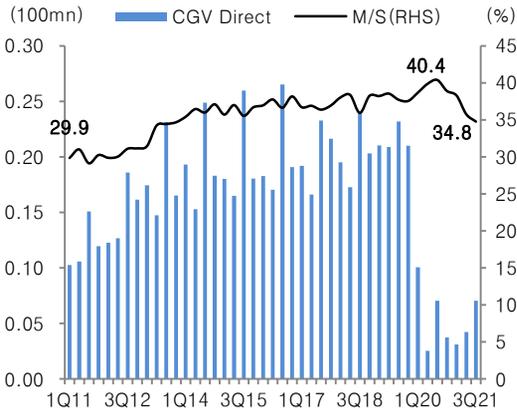
지역별 매출 비중(3Q21)



자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

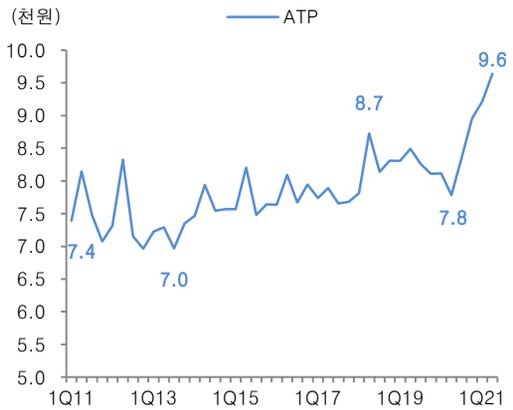
2. Earnings Driver

그림 1. CGV 국내 지역 관객수 및 점유율(3Q21)



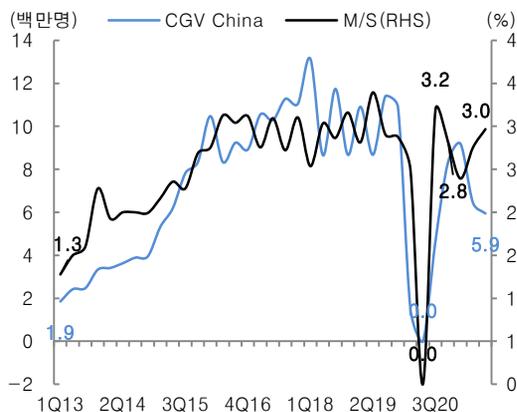
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 2. 국내 ATP(Average Ticket Price)(2Q21)



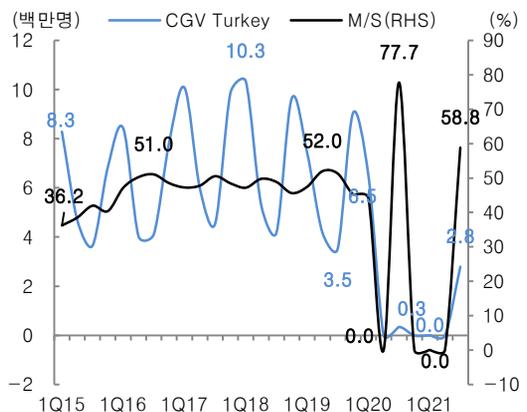
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 3. CGV 중국 관객수 및 점유율(3Q21)



자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 4. CGV 터키 관객수 및 점유율(3Q21)



자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,942	583	784	1,315	1,496
매출원가	0	0	288	706	778
매출총이익	1,942	583	496	609	716
판매비와관리비	1,820	972	697	563	642
영업이익	122	-389	-201	46	75
영업외수익	6.3	-66.6	-25.6	3.5	5.0
EBITDA	490	-26	266	459	270
영업외손익	-351	-474	-163	-96	-87
관계기업손익	5	-6	-1	8	8
금융수익	21	24	35	22	23
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-250	-349	-198	-135	-128
외환관련손실	9	21	0	0	0
기타	-127	-142	1	9	10
법인세비용차감전순이익	-229	-862	-364	-50	-13
법인세비용	-11	111	8	13	3
계속사업순이익	-239	-752	-356	-38	-10
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-239	-752	-356	-38	-10
당기순이익	-12.3	-128.8	-45.4	-2.9	-0.6
비재계분순이익	-86	-116	-44	-5	-1
재계분순이익	-153	-635	-312	-33	-8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-8	-33	10	20	30
포괄순이익	-247	-785	-346	-18	20
비재계분포괄이익	-98	-166	-43	-2	3
재계분포괄이익	-148	-619	-303	-15	18

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-6,358	-22,531	-8,605	-868	-219
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	11,261	4,744	3,411	2,404	2,185
PBR	2.8	5.3	8.8	12.4	13.7
EBITDAPS	20,400	-921	7,345	12,156	7,154
EV/EBITDA	8.3	NA	14.1	7.3	11.6
SPS	80,898	20,688	21,658	34,831	39,588
PSR	0.4	1.2	1.4	0.9	0.8
CFPS	21,280	-2,451	11,483	17,903	13,115
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증/감	9.8	-70.0	34.4	67.7	13.7
영업이익 증/감	57.0	작전	작지	흑전	64.0
순이익 증/감	작지	작지	작지	작지	작지
수익성					
ROIC	9.7	-28.7	-21.9	5.8	13.5
ROA	3.6	-8.8	-5.0	1.2	2.1
ROE	-57.6	-314.4	-242.2	-30.6	-9.6
안정성					
부채비율	652.6	1,412.7	2,828.5	3,675.0	3,876.1
순차입금비율	502.9	1,030.6	2,049.7	2,347.6	2,308.3
이자보상비율	0.8	-2.4	-4.3	1.0	1.6

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	677	949	857	1,172	1,287
현금및현금성자산	352	681	564	800	889
매출채권 및 기타채권	203	86	111	175	197
재고자산	22	16	22	37	42
기타유동자산	101	166	160	160	160
비유동자산	3,847	3,405	2,880	2,409	2,155
유형자산	924	791	438	135	47
관계기업투자지분	54	30	26	22	17
기타비유동자산	2,868	2,584	2,416	2,252	2,091
자산총계	4,524	4,355	3,737	3,581	3,443
유동부채	1,120	1,311	1,122	1,151	1,348
매입채무 및 기타채무	312	179	190	219	229
차입금	235	435	235	235	235
유동상차부	265	121	121	121	308
기타유동부채	307	576	576	576	576
비유동부채	2,803	2,756	2,487	2,335	2,008
차입금	321	537	537	537	350
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,481	2,219	1,950	1,797	1,658
부채총계	3,923	4,067	3,609	3,486	3,356
자배분	270	134	124	91	82
자본금	11	18	25	25	25
자본잉여금	90	302	596	596	596
이익잉여금	15	-628	-939	-972	-980
기타자본변동	155	442	442	442	442
비재계분	331	154	4	4	4
재계분	601	288	128	95	87
순차입금	3,023	2,967	2,616	2,227	1,999

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	283	-268	357	590	433
당기순이익	-239	-752	-356	-38	-10
비현금형목의기입	750	683	771	714	505
감가상각비	368	363	467	413	195
외환손익	-1	7	0	0	0
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	383	313	305	300	309
자산부채의증감	-50	-20	-26	-57	-24
기타현금흐름	-178	-180	-33	-29	-38
투자활동 현금흐름	-228	-126	-57	-57	-57
투자자산	-18	-65	4	4	4
유형자산	-185	-96	-96	-96	-96
기타	-25	35	35	35	35
재무활동 현금흐름	105	732	322	221	221
단기차입금	34	234	-200	0	0
사채	-1	238	0	0	-100
장기차입금	30	-45	0	0	-87
유상증자	0	219	301	0	0
현금배당	-12	-17	0	0	0
기타	55	104	221	221	408
현금의 증감	166	329	-117	236	89
기초 현금	185	352	681	564	800
기말 현금	352	681	564	800	889
NOPLAT	128	-339	-197	34	56
FCF	271	-73	173	350	154

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

CJ CGV(079160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	21.11.06	21.07.17	21.01.17	20.12.19	20.06.19	20.05.10
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	36,000	36,000	36,000	29,000	29,000	26,300
과표율(평균%)		(15.70)	(20.33)	(11.29)	(25.62)	(18.20)
과표율(최대/최소%)		(8.61)	(7.08)	0.17	(15.34)	(10.00)

제시일자	20.04.05	20.02.12	20.01.28	19.11.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	29,000	39,900	43,500	49,900
과표율(평균%)	(24.80)	(49.75)	(40.86)	(35.86)
과표율(최대/최소%)	(15.94)	(33.07)	(38.23)	(28.36)

제시일자	20.04.05
투자의견	Buy
목표주가	29,000
과표율(평균%)	(24.80)
과표율(최대/최소%)	(15.94)

제시일자	20.04.05
투자의견	Buy
목표주가	29,000
과표율(평균%)	(24.80)
과표율(최대/최소%)	(15.94)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20211103)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.2%	7.4%	0.5%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상