

2023. 11. 1



▲ 통신/미디어

Analyst 정지수  
02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영  
02. 6454-4884  
minyoung.kim02@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **11,000 원**

현재주가 (10.31) **5,120 원**

상승여력 **114.8%**

KOSPI	2,277.99pt
시가총액	6,268억원
발행주식수	12,243만주
유통주식비율	65.57%
외국인비중	6.21%
52주 최고/최저가	14,638원/4,700원
평균거래대금	43.1억원

주요주주(%)	
CJ 외 2 인	33.62

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.2	-52.1	-45.7
상대주가	-2.8	-47.4	-45.3

주가그래프



# CJ CGV 079160

## 한 걸음 더 가까워진 실적 정상화

- ✓ 3Q23 연결 영업이익 305억원(+295.5% YoY)으로 2019년 영업이익 수준으로 회복
- ✓ 국내는 관람객수 감소에도 수익성 높은 광고 매출 증가로 131억원의 영업이익 기록
- ✓ 중국은 박스오피스 호조와 비용 효율화로 3Q23 영업이익 146억원(흑전 YoY) 기록
- ✓ 2023년 연결 매출액 1,573억원(+22.8% YoY), 영업이익 490억원(흑전 YoY) 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 20,000원에서 11,000원으로 -45.0% 하향

### 3Q23 Review: 코로나19 이전 수준으로 회복된 영업이익

3Q23 연결 실적은 매출액 4,076억원(+0.6% YoY), 영업이익 305억원(+295.5% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 310억원)에 부합했다. 국내는 흥행 작품의 부재로 관람객수가 전년 대비 감소(3Q22 4,109만명 → 3Q23 3,550만명)했으나, 수익성 높은 광고 매출 호조와 판관비 효율화로 매출액 2,074억원(-12.1% YoY), 영업이익 131억원(-33.5% YoY)을 기록했다. 중국은 <고주일척>, <소실적타> 등 로컬 콘텐츠 흥행으로 7월 역대 최대 박스오피스를 달성하며 매출액 978억원(+89.5% YoY)을 기록했고, 코로나19 기간 동안 지속된 판관비 효율화 작업으로 영업이익은 전년 대비 크게 개선된 146억원(흑전 YoY)을 기록했다. 베트남과 인도네시아는 흥행 작품 부재에도 BEP 이상의 영업손익을 기록했으며, 튀르키예는 전통적 비수기에도 영업적자 폭을 전년 대비 38억원 개선시켰다. 국내외 사업 호조로 3Q23 영업이익은 코로나19 직전인 2019년 분기 평균 영업이익(308억원) 수준으로 회복됐다.

### 2023년 연결 영업이익 490억원(흑전 YoY) 전망

2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조 5,736억원(+22.8% YoY), 490억원(흑전 YoY)을 기록할 전망이다. 4Q23 국내 주요 작품은 <서울의 봄>, <노랑: 죽음의 바다>가 개봉 예정이며, <더 마블즈>, <아쿠아맨2> 등 할리우드 대작 콘텐츠도 개봉을 앞두고 있어 국내외 박스오피스 동반 회복을 기대한다. 강도 높은 비용 효율화를 지속함에 따라 4Q23에도 주요 사업부 수익성 개선 가능성이 높다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치 상향 조정과 순차입금의 감소, 유상증자 신주상장 및 현물출자 후 유통 주식수 증가(4,379만주 → 1억 9,833만주)를 반영해 기존 20,000원에서 11,000원으로 -45.0% 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	736.3	-241.5	-280.2	-5,251	적지	3,759	-3.3	4.7	49.1	-156.1	1,156.4
2022	1,281.3	-76.8	-166.2	-2,584	적지	5,371	-4.6	2.2	12.9	-55.2	816.2
2023E	1,573.6	49.0	-73.6	-912	적지	3,083	-5.6	1.7	8.9	-19.5	817.9
2024E	1,709.3	81.7	-1.5	-12	적지	3,071	-433.9	1.7	8.8	-0.4	762.8
2025E	1,836.3	106.1	22.6	185	흑전	3,255	27.7	1.6	10.1	5.8	688.5

(십억원)	3Q23P	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	407.6	405.1	0.6	401.7	1.5	418.0	-2.5	371.4	9.7
영업이익	30.5	7.7	295.5	15.8	93.5	31.0	-1.5	4.2	626.8
세전이익	21.9	-41.3	흑전	-54.8	흑전	-7.6	흑전	-18.9	-215.6
순이익	14.6	-38.3	흑전	-57.9	흑전	-1.0	흑전	-12.1	-220.3
영업이익률(%)	7.5	1.9	5.6	3.9	3.6	7.4	0.1		
순이익률(%)	3.6	-9.5	13.0	-14.4	18.0	-0.2	3.8		

자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

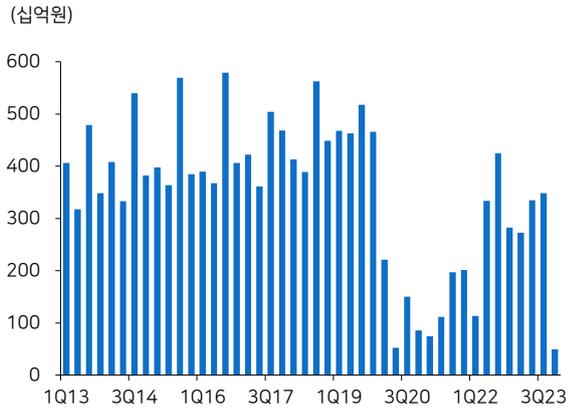
(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,404.9	1,653.0	1,573.6	1,709.3	12.0%	3.4%
영업이익	-15.3	60.3	49.0	81.7	-420.1%	35.5%
세전이익	-131.7	-25.7	-79.7	-1.7	-39.5%	-93.5%
당기순이익	-115.5	-19.7	-86.6	-1.7	-25.0%	-91.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

구분	EBITDA(십억원)	EV/EBITDA(배)	지분율(%)	적정 EV	비고
<b>영업가치</b>				<b>2,188.6</b>	
본사	163.9	7.1	100.0	1,169.1	'16~'19년 평균 대비 40% 할인
터키	22.4	6.2	75.2	104.2	글로벌 '16~'19년 평균 40% 할인
CGI 홀딩스	175.0	6.2	71.4	772.4	글로벌 '16~'19년 평균 40% 할인
중국	98.6	6.2	99.3	605.1	글로벌 '16~'19년 평균 40% 할인
베트남	50.4	6.2	80.0	249.3	글로벌 '16~'19년 평균 40% 할인
인도네시아	26.0	6.2	51.0	82.0	글로벌 '16~'19년 평균 40% 할인
4DX	29.9	5.3	90.5	143.0	IMAX China 멀티플 적용
<b>순차입금</b>				<b>-46.6</b>	리스부채, 영구채 제외
<b>총기업가치</b>				<b>2,235.2</b>	
주식수 (천주)				198,331	
<b>적정가치 (원)</b>				<b>11,270</b>	
<b>적정주가 (원)</b>				<b>11,000</b>	

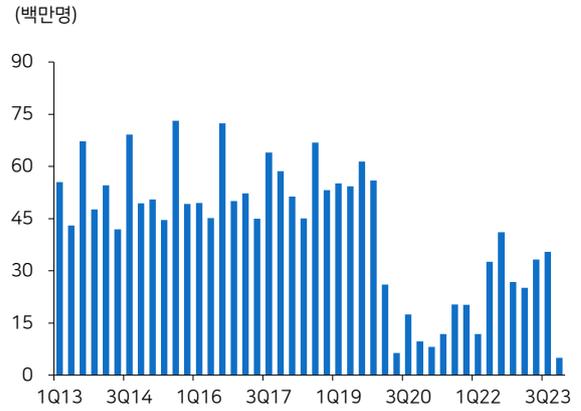
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 국내 박스오피스 매출액 추이



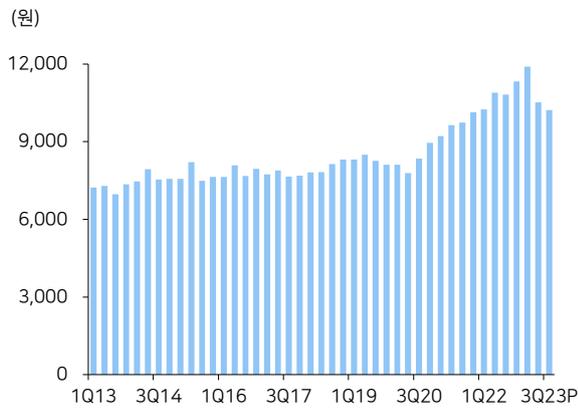
자료: KOFIC, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내 영화 관람객수 추이



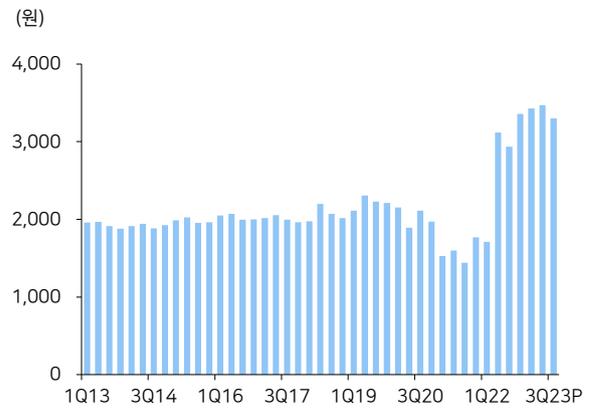
자료: KOFIC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CJ CGV ATP(평균티켓가격) 추이



자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

그림4 CJ CGV SPP(인당매점소비) 추이



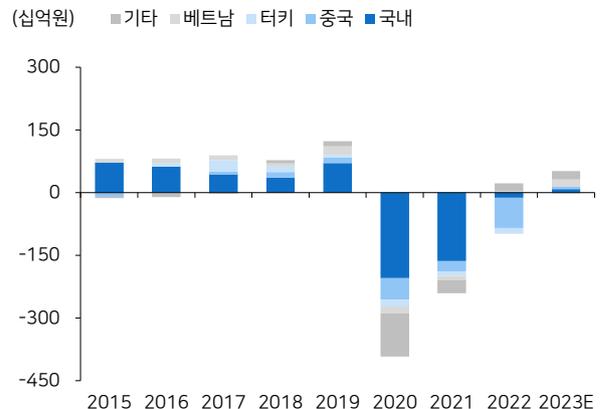
자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

그림5 CJ CGV 지역별 매출액 추이 및 전망



자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

그림6 CJ CGV 지역별 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>연결 매출액</b>	<b>223.3</b>	<b>318.5</b>	<b>405.1</b>	<b>334.5</b>	<b>393.6</b>	<b>401.7</b>	<b>407.6</b>	<b>370.7</b>	<b>1,281.3</b>	<b>1,573.6</b>	<b>1,709.3</b>
% YoY	29.4%	97.0%	150.0%	39.3%	76.3%	26.1%	0.6%	10.8%	74.0%	22.8%	8.6%
한국(별도)	84.6	191.0	236.1	195.0	176.4	196.8	207.4	196.5	706.6	777.1	857.5
연결 자회사	138.7	127.5	169.0	139.5	217.2	204.9	200.2	174.2	574.7	796.5	851.8
중국	59.0	21.1	46.4	30.7	74.3	62.9	88.0	59.7	157.2	284.8	318.1
터키	27.3	14.6	20.0	23.4	35.8	25.8	23.6	24.3	85.3	109.5	108.4
베트남	26.2	39.2	45.5	39.0	59.1	53.2	36.4	39.5	149.9	188.2	185.9
4DX	13.5	28.7	39.8	26.9	38.8	35.6	25.0	27.4	108.9	126.8	129.4
매출원가	163.6	219.4	251.5	202.4	260.4	255.9	233.4	216.1	836.9	965.9	1,045.8
매출원가율	73.3%	68.9%	62.1%	60.5%	66.2%	63.7%	57.3%	58.3%	65.3%	61.4%	61.2%
<b>매출총이익</b>	<b>59.7</b>	<b>99.0</b>	<b>153.6</b>	<b>132.1</b>	<b>133.2</b>	<b>145.8</b>	<b>174.1</b>	<b>154.6</b>	<b>444.4</b>	<b>607.7</b>	<b>663.5</b>
판관비	114.7	115.2	145.9	145.5	147.3	130.0	143.6	137.9	521.2	558.8	581.8
<b>영업이익</b>	<b>-54.9</b>	<b>-16.2</b>	<b>7.7</b>	<b>-13.4</b>	<b>-14.1</b>	<b>15.8</b>	<b>30.5</b>	<b>16.8</b>	<b>-76.8</b>	<b>49.0</b>	<b>81.7</b>
% YoY	적축	적축	흑전	적축	적축	흑전	295.5	흑전	적축	흑전	66.8
영업이익률	-24.6%	-5.1%	1.9%	-4.0%	-3.6%	3.9%	7.5%	4.5%	-6.0%	3.1%	4.8%
한국(별도)	-45.6	0.8	19.8	12.7	-19.8	9.2	13.1	6.1	-12.4	8.6	25.7
연결 자회사	-9.4	-17.0	-12.0	-26.0	5.7	6.9	17.7	10.7	-64.4	41.0	56.0
중국	-11.8	-28.3	-19.6	-12.3	-6.7	-6.2	14.6	3.6	-72.0	5.3	20.6
터키	4.3	-2.3	-6.7	-9.6	0.0	-1.7	-2.9	2.3	-14.3	-2.3	7.6
베트남	-5.1	4.2	3.4	0.4	9.3	5.9	0.1	2.1	2.9	17.4	10.8
4DX	-0.2	5.1	9.6	-6.3	4.9	4.4	5.5	2.0	8.2	16.8	11.5
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>-111.8</b>	<b>-75.1</b>	<b>-41.3</b>	<b>-9.4</b>	<b>-41.9</b>	<b>-54.8</b>	<b>21.9</b>	<b>-4.9</b>	<b>-237.6</b>	<b>-79.7</b>	<b>-1.7</b>
법인세비용	-0.4	-1.3	-3.0	-18.4	-3.1	3.1	7.3	-0.4	-23.1	6.9	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>-111.4</b>	<b>-73.8</b>	<b>-38.3</b>	<b>9.0</b>	<b>-38.7</b>	<b>-57.9</b>	<b>14.6</b>	<b>-4.6</b>	<b>-214.5</b>	<b>-86.6</b>	<b>-1.7</b>
당기순이익률	-49.9%	-23.2%	-9.5%	2.7%	-9.8%	-14.4%	3.6%	-1.2%	-16.7%	-5.5%	-0.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

## CJ CGV (079160)

## Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>736.3</b>	<b>1,281.3</b>	<b>1,573.6</b>	<b>1,709.3</b>	<b>1,836.3</b>
매출액증가율(%)	26.2	74.0	22.8	8.6	7.4
매출원가	0.0	0.0	965.9	1,045.8	1,105.9
매출총이익	736.3	1,281.3	607.7	663.5	730.4
판매관리비	977.8	1,358.1	558.8	581.8	624.3
<b>영업이익</b>	<b>-241.5</b>	<b>-76.8</b>	<b>49.0</b>	<b>81.7</b>	<b>106.1</b>
영업이익률(%)	-32.8	-6.0	3.1	4.8	5.8
금융손익	-126.0	-140.6	-151.2	-87.7	-79.6
중속/관계기업손익	-2.9	-4.1	-1.7	-1.2	-1.2
기타영업외손익	-3.1	-16.1	24.1	5.6	5.9
세전계속사업이익	-373.3	-237.6	-79.7	-1.7	31.3
법인세비용	-34.5	-23.1	6.9	0.0	4.7
<b>당기순이익</b>	<b>-338.8</b>	<b>-214.5</b>	<b>-86.6</b>	<b>-1.7</b>	<b>26.6</b>
지배주주지분 순이익	-280.2	-166.2	-73.6	-1.5	22.6

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-171.9</b>	<b>107.6</b>	<b>337.6</b>	<b>248.6</b>	<b>193.2</b>
당기순이익(손실)	-338.8	-214.5	-86.6	-1.7	26.6
유형자산상각비	305.6	308.6	242.9	190.9	116.3
무형자산상각비	12.9	14.4	6.9	6.3	5.8
운전자본의 증감	-44.9	-14.5	154.6	34.8	27.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-320.0</b>	<b>38.1</b>	<b>-79.5</b>	<b>-29.5</b>	<b>-28.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-44.2	-55.2	-90.5	-86.9	-83.4
투자자산의감소(증가)	-13.7	12.6	-13.1	-6.1	-5.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>93.5</b>	<b>-86.2</b>	<b>-117.1</b>	<b>-266.6</b>	<b>-154.9</b>
차입금의 증감	-578.1	-364.1	-171.9	-248.3	-138.0
자본의 증가	144.2	155.5	74.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-342.7	56.7	141.1	-47.5	10.3
기초현금	680.9	338.3	395.0	536.0	488.6
기말현금	338.3	395.0	536.0	488.6	498.9

## Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>620.7</b>	<b>682.7</b>	<b>761.1</b>	<b>708.9</b>	<b>735.5</b>
현금및현금성자산	338.3	395.0	536.0	488.6	498.9
매출채권	107.8	157.2	144.6	133.0	142.9
재고자산	12.8	17.0	20.9	22.7	24.4
<b>비유동자산</b>	<b>3,164.9</b>	<b>2,918.8</b>	<b>2,737.7</b>	<b>2,565.0</b>	<b>2,466.2</b>
유형자산	730.1	652.1	499.7	395.7	362.8
무형자산	178.3	167.7	160.9	154.6	148.8
투자자산	85.3	72.7	85.8	91.9	97.6
<b>자산총계</b>	<b>3,785.5</b>	<b>3,601.5</b>	<b>3,498.8</b>	<b>3,273.9</b>	<b>3,201.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>975.4</b>	<b>1,238.6</b>	<b>1,365.9</b>	<b>1,223.0</b>	<b>1,198.8</b>
매입채무	51.7	87.8	97.0	89.0	95.6
단기차입금	431.5	322.3	310.3	299.3	289.3
유동성장기부채	112.5	393.6	424.9	317.0	257.8
<b>비유동부채</b>	<b>2,508.8</b>	<b>1,969.7</b>	<b>1,751.8</b>	<b>1,671.4</b>	<b>1,596.8</b>
사채	397.0	24.5	20.5	16.7	13.1
장기차입금	52.2	3.4	5.8	8.1	10.3
<b>부채총계</b>	<b>3,484.2</b>	<b>3,208.4</b>	<b>3,117.6</b>	<b>2,894.4</b>	<b>2,795.6</b>
자본금	20.4	23.9	98.6	98.6	98.6
자본잉여금	443.0	595.0	595.0	595.0	595.0
기타포괄이익누계액	-124.5	-72.3	-72.3	-72.3	-72.3
이익잉여금	-928.4	-1,129.2	-1,202.8	-1,204.3	-1,181.7
비지배주주지분	76.0	16.8	3.8	3.5	7.5
<b>자본총계</b>	<b>301.3</b>	<b>393.1</b>	<b>381.2</b>	<b>379.5</b>	<b>406.1</b>

## Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	13,798	19,927	19,493	13,961	14,998
EPS(지배주주)	-5,251	-2,584	-912	-12	185
CFPS	323	3,919	3,650	2,510	2,085
EBITDAPS	1,444	3,829	3,701	2,278	1,864
BPS	3,759	5,371	3,083	3,071	3,255
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-3.3	-4.6	-5.6	-433.9	27.7
PCR	54.2	3.0	1.4	2.0	2.5
PSR	1.3	0.6	0.3	0.4	0.3
PBR	4.7	2.2	1.7	1.7	1.6
EBITDA(십억원)	77.1	246.2	298.7	278.9	228.2
EV/EBITDA	49.1	12.9	8.9	8.8	10.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-156.1	-55.2	-19.5	-0.4	5.8
EBITDA 이익률	10.5	19.2	19.0	16.3	12.4
부채비율	1,156.4	816.2	817.9	762.8	688.5
금융비용부담률	22.1	12.2	9.1	7.7	6.6
이자보상배율(x)	-1.5	-0.5	0.3	0.6	0.9
매출채권회전율(x)	8.3	9.7	10.4	12.3	13.3
재고자산회전율(x)	50.8	86.0	83.0	78.4	77.9

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**CJ CGV (079160) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

