

SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

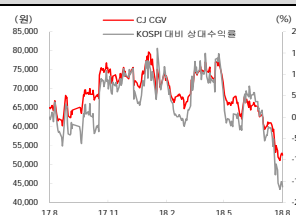
Company Data

자본금	106 억원
발행주식수	2,116 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	11,110 억원
주요주주	
씨제이(주)(외1)	39.04%
국민연금공단	9.98%
외국인지분률	11.50%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(18/08/26)	52,500 원
KOSPI	2293.21 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	79,700 원
52주 최저가	51,100 원
60일 평균 거래대금	125 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-16.0%	-16.5%
6개월	-28.5%	-23.5%
12개월	-19.2%	-16.3%

CJ CGV (079160/KS | 매수(유지) | T.P 73,000 원(하향))

국내보다는 해외가 관전 포인트

5월 이후 동사에 부정적인 이벤트 지속, 이에 따라 주가 하락도 지속. 여기에 2분기 실적마저 부진하게 발표되며 주가는 추가 하락. 장기간의 주가 하락으로 동사에 대한 우려는 상당 부분 반영한 것으로 판단. 알려진 약재 외에 추가로 나타날 약재가 감지되지 않는다는 점에서 주가는 추가 하락보다는 상승 가능성이 높음. 다만, 주가의 본격적인 상승을 위해서는 동사 사업 중 기대 가치가 가장 높은 중국 법인의 실적 개선이 필요해 보임.

5월 이후 지속적인 주가 하락, 우려는 대부분 반영한 것으로 판단

티켓가격 인상 및 1분기 중국 사업의 실적 호조로 성장성 회복에 대한 기대가 반영되며 동사의 주가는 4월 이후 빠르게 회복. 그러나 5월 이후 가파르게 하락했는데, 5월부터 리라화 가치가 하락하며 터키 법인과 관련한 리스크가 부각되었고, 6월 이후 위안화 가치 하락에 따른 중국 사업 우려 및 최저 임금 인상에 따른 국내 사업의 수익성 악화 우려까지 반영된 것으로 추정. 여기에 부진한 2분기 실적이 동사에 대한 우려를 강화한 것으로 판단. 당사는 지속적으로 하락한 동사의 현재 주가가 동사를 둘러싼 우려는 상당 부분 반영한 것으로 판단, 투자의견 매수를 유지. 다만, 동사를 둘러싼 환경이 이전보다 부정적인 점을 반영하여 목표주가는 기존 100,000 원에서 73,000 원으로 하향.

중국 법인, 장기 성장성을 의심하지 않으나 중/단기 눈 높이는 낮춤

목표주가 하향의 가장 큰 요인은 중국 사업에 대한 적정가치를 하향한 것. 국내 및 터키 사업에 대한 가치 역시 조정하였으나, 조정 폭이 크지는 않음. 국내 사업 및 터키 사업에 대한 기대감이 높지 않았기 때문. 그러나 중국 사업은 성장성에 대한 기대가 큼. 타국 기업에 배타적인 중국 경제환경에서도 점유율 훼손 없이 중국 내 극장 사업의 높은 성장을 충분히 누리고 있기 때문. 그럼에도 이전보다 적정가치를 하향한 것은 최근 급락한 위안화 가치가 동사의 중국 사업의 성장 속도를 일시적으로 둔화시킬 수 있는 점을 반영한 것. 위안화 가치의 하락은 중국의 구매력을 하락시켜 중국 내 소비 둔화로 나타날 수 있으며, 이는 중국의 중/단기 관람객수 성장 둔화를 이끌 수 있기 때문.

베트남 법인의 성장성, 중국 법인에 뒤지지 않을 듯

한편, 당사는 동사 베트남 법인의 성장에 대한 기대가 커 짐. 동사의 주관 하에 동사 베트남 법인을 탐방함. 베트남 탐방을 통해 확인한 베트남 특히, 호치민의 놀라운 경제 성장은 베트남 법인의 성장성이 중국 법인에 뒤지지 않을 것으로 판단하게 함. 특히, 베트남 극장 시장에서 동사의 스크린 점유율은 42% 수준으로 베트남의 높은 경제 성장과 그에 따른 극장 및 영화배급 시장의 성장에 따른 수혜를 충분히 누릴 수 있을 전망.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	11,935	14,322	17,144	18,982	20,931	22,880
yoy	%	14.8	20.0	19.7	10.7	10.3	9.3
영업이익	억원	669	703	862	842	1,200	1,385
yoy	%	28.5	5.1	22.6	-2.4	42.5	15.5
EBITDA	억원	1,758	2,030	2,556	2,474	2,891	3,120
세전이익	억원	728	180	115	190	600	785
순이익(지배주주)	억원	519	123	-14	8	381	526
영업이익률%	%	5.6	4.9	5.0	4.4	5.7	6.1
EBITDA%	%	14.7	14.2	14.9	13.0	13.8	13.6
순이익률	%	4.4	0.4	0.6	0.7	2.4	2.9
EPS	원	2,455	583	-66	38	1,801	2,487
PER	배	51.3	120.7	N/A	1,374.4	29.2	21.1
PBR	배	6.3	4.0	5.1	3.1	2.6	2.1
EV/EBITDA	배	17.9	14.4	11.9	9.9	8.0	6.9
ROE	%	12.9	3.1	-0.4	0.2	9.6	11.0
순차입금	억원	4,139	8,492	9,587	9,511	9,226	8,730
부채비율	%	218.4	176.1	216.4	254.9	289.6	320.7

각 사업부 가치 추정 변경 내역

		단위	변경전	변경후
CJ CGV 적정기업가치(지분율 고려)			31,378	24,985
개별 법인 가치 합계			34,681	28,433
한국	억원	8,718	7,705	
중국(전체)	억원	15,711	9,043	
베트남	80.0%(지분율) / 억원	2,930	4,433	
터키	32.3%(지분율) / 억원	3,548	3,215	
4D플렉스	90.5%(지분율) / 억원	3,773	4,037	
연결기준 순차입금		억원	9,500	9,500
적정시가총액		억원	21,878	15,485

자료: SK 증권

CJ CGV 실적 추이 및 전망

단위: 억원

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출	4,055	3,826	4,722	4,541	4,412	4,030	5,398	5,124	14,322	17,144	18,964	20,931	22,880
한국	2,167	1,974	2,692	2,489	2,202	2,214	2,880	2,663	9,146	9,321	9,959	10,224	10,428
중국(전체)	829	802	898	855	1,069	802	1,167	1,112	3,043	3,384	4,150	5,214	6,292
베트남	343	388	295	280	320	403	310	322	1,111	1,306	1,355	1,642	1,943
터키	649	436	375	649	627	317	394	681	1,148	2,109	2,019	2,120	2,226
4D플렉스	133	256	498	266	218	294	647	346	820	1,153	1,505	1,731	1,991
영업이익	146	-31	322	426	192	3	337	310	703	862	842	1,200	1,385
영업이익률	3.6%	-0.8%	6.8%	9.4%	4.3%	0.1%	6.2%	6.1%	4.9%	5.0%	4.4%	5.7%	6.1%
한국	43	-90	225	262	11	-12	274	213	620	439	486	604	623
중국(전체)	32	31	45	28	100	-18	47	83	77	136	212	304	380
베트남	51	42	17	1	22	52	31	16	116	111	121	149	173
터키	125	15	-2	133	128	-33	-8	34	77	271	121	252	334
4D플렉스	-26	21	101	26	-3	40	78	41	29	122	156	190	223
세전이익	4	-161	366	-94	29	-186	187	160	180	115	277	600	785
세전이익률	0.1%	-4.2%	7.8%	-2.1%	0.7%	-4.6%	3.5%	3.1%	1.3%	0.7%	1.5%	2.9%	3.4%
당기순이익	19	-118	302	-102	29	-199	159	136	56	100	125	510	668
지배주주순이익	-44	-112	291	-149	-53	-170	146	85	123	-14	8	381	526

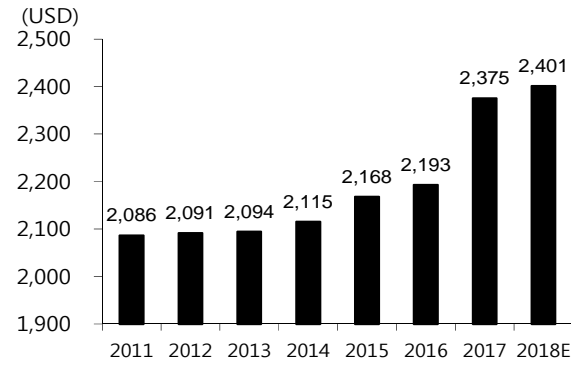
자료: CJ CGV, SK 증권

목표주가 산정

	단위	2018년E	2019년E	2020년E
Nopat				
한국	억원	413	514	529
중국(전체)	억원	180	258	323
베트남	억원	103	127	147
터키	억원	103	214	284
4D플렉스	억원	133	161	189
적정 Multiple				
한국	X		15.0	
중국(전체)	X		35.0	
베트남	X		35.0	
터키	X		15.0	
4D플렉스	X		25.0	
CJ CGV 기업가치(지분율 고려)	억원		24,985	
개별 법인 기업가치 합산			28,433	
한국	억원		7,705	
중국(전체)	억원		9,043	
베트남	80.0%(지분율)	억원	4,433	
터키	32.3%(지분율)	억원	3,215	
4D플렉스	90.5%(지분율)	억원	4,037	
순차입금	억원		9,500	
적정시가총액	억원		15,485	
주식수(천주)	천주		21,161	
적정주가(원)	원		73,176	
목표주가	원		73,000	
목표시가총액	억원		15,448	

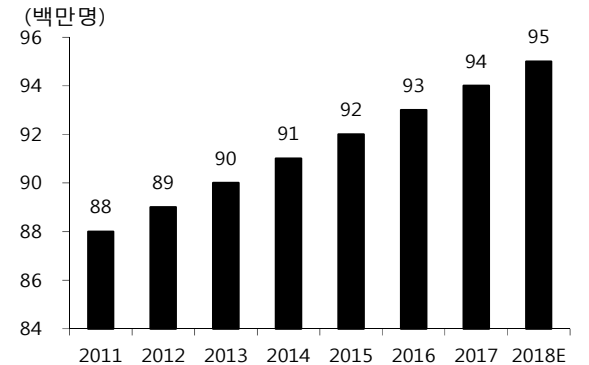
자료: SK 증권

베트남 인당 GDP 추이



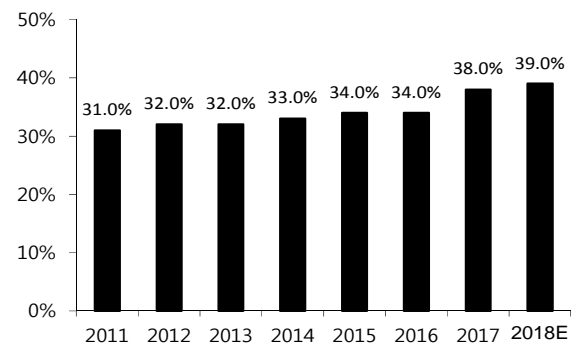
자료: CJ CGV

베트남 인구 추이



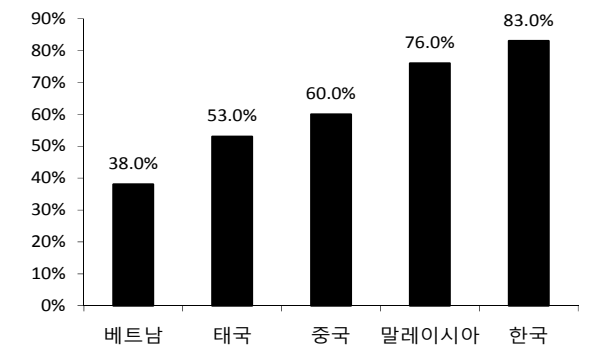
자료: CJ CGV

베트남 도시화율 추이



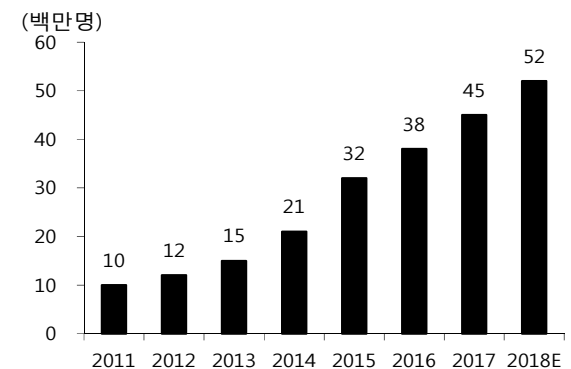
자료: CJ CGV

베트남/태국/중국/말레이시아/한국 도시화율 비교



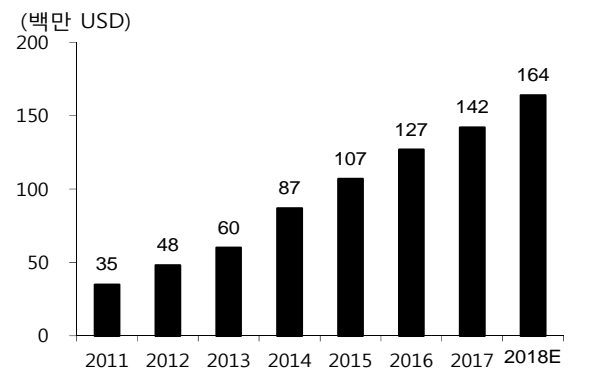
자료: CJ CGV

베트남 영화관람객 수 추이



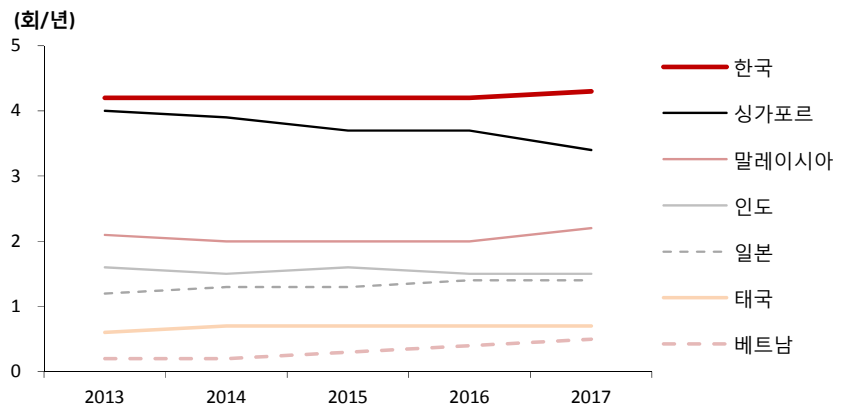
자료: CJ CGV

베트남 영화관람(Box Office) 시장 규모 추이



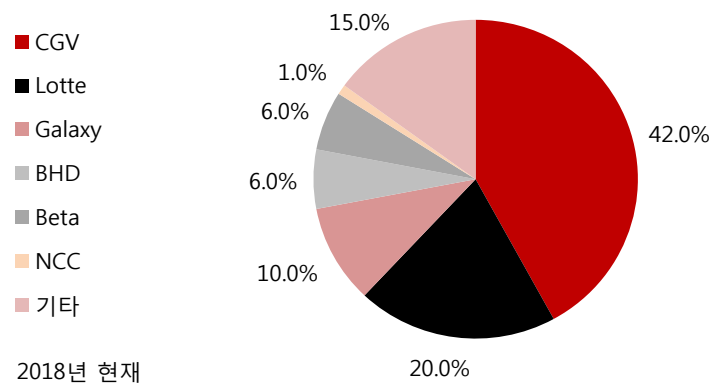
자료: CJ CGV

주요 국가 인구 당 관람객 횟수 비교



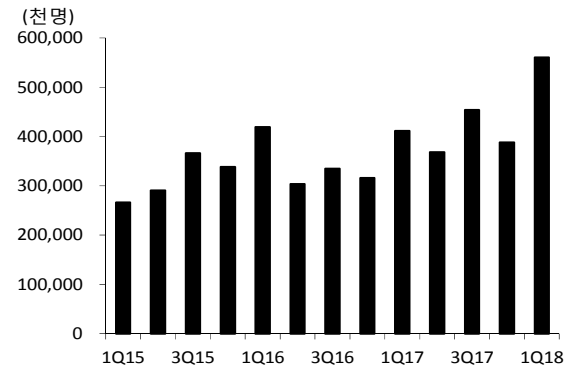
자료 CJ CGV

베트남 시장 내 주요 사업자 스크린 점유율 현황



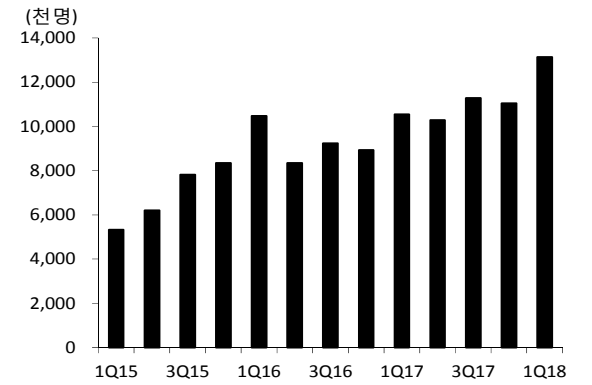
자료 CJ CGV

중국 극장 관람객수 추이



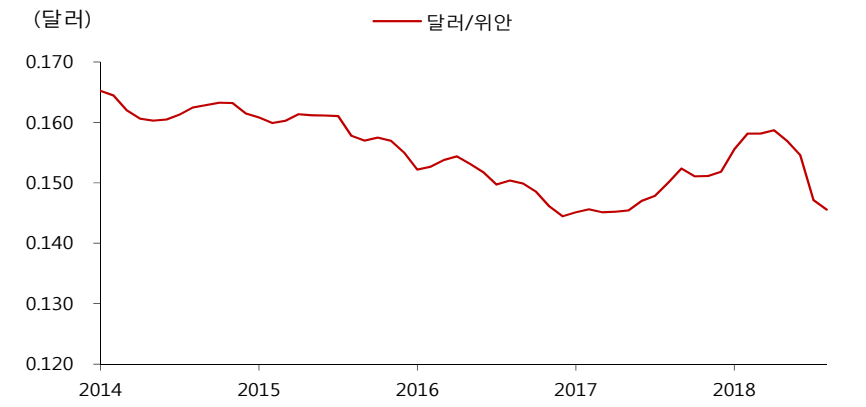
자료: CJ CGV

중국 CGV 관람객수 추이



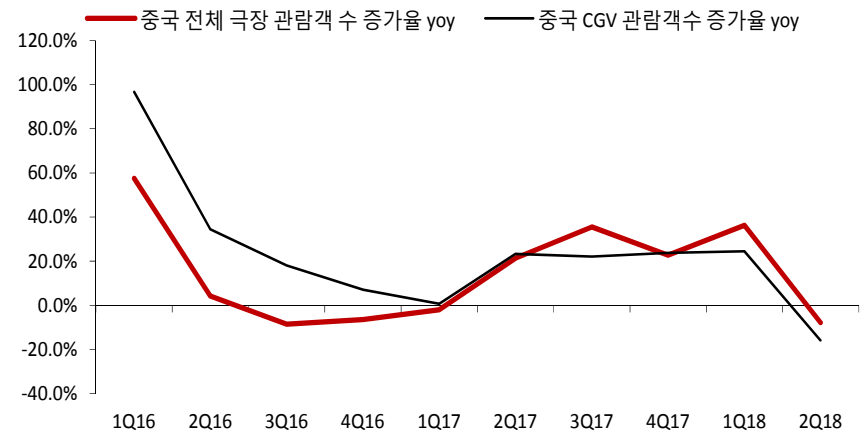
자료: CJ CGV

달러/위안 추이



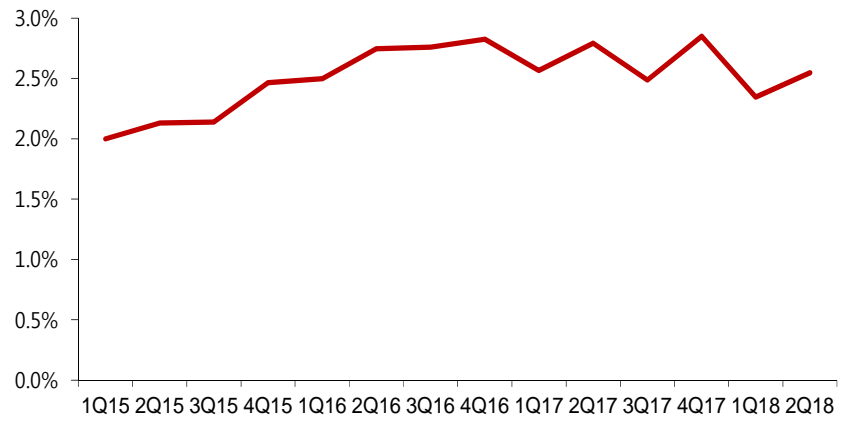
자료: 블룸버그

중국 전체 극장 관람객수 증가율 vs 중국 CGV 관람객수 증가율



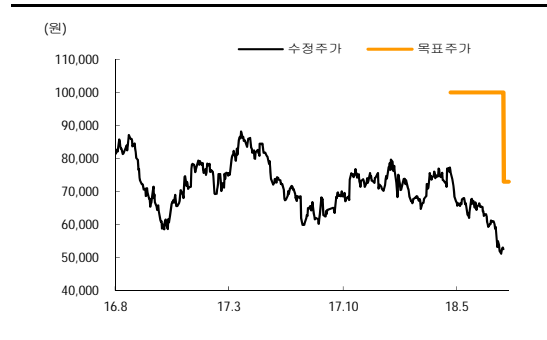
자료: CJ CGV

중국 내 CGV 점유율 추이



자료: CJ CGV

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.08.27	매수	73,000원	6개월		
2018.05.18	매수	100,000원	6개월	-36.77%	-24.40%



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 8 월 27 일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,142	4,576	5,747	6,351	7,174
현금및현금성자산	1,995	1,326	2,080	2,364	2,860
매출채권및기타채권	1,735	2,010	2,268	2,481	2,699
재고자산	168	179	202	221	240
비유동자산	20,276	20,025	19,520	19,963	20,367
장기금융자산	199	126	196	196	196
유형자산	9,126	10,020	10,332	10,807	11,210
무형자산	8,927	7,277	6,126	5,906	5,716
자산총계	25,418	24,601	25,267	26,313	27,540
유동부채	8,154	8,684	9,344	9,850	10,367
단기금융부채	3,671	3,919	3,968	3,968	3,968
매입채무 및 기타채무	2,721	3,215	3,627	3,968	4,317
단기충당부채	252	186	210	229	250
비유동부채	8,059	8,141	8,803	9,710	10,627
장기금융부채	7,039	7,236	7,895	7,895	7,895
장기매입채무 및 기타채무	234	292	273	254	235
장기충당부채	75	57	65	71	77
부채총계	16,213	16,824	18,147	19,559	20,994
지배주주지분	3,736	3,080	3,573	4,330	5,232
자본금	106	106	106	106	106
자본잉여금	899	899	899	899	899
기타자본구성요소	-99	-99	-99	-99	-99
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,299	3,199	3,243	3,550	4,002
비지배주주지분	5,469	4,697	3,546	2,424	1,315
자본총계	9,205	7,777	7,119	6,754	6,546
부채외자본총계	25,418	24,601	25,267	26,313	27,540

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,090	2,089	2,681	2,712	2,914
당기순이익(손실)	56	100	125	510	668
비현금성항목등	2,092	2,803	2,463	2,381	2,452
유형자산감가상각비	1,020	1,310	1,420	1,525	1,597
무형자산감가상각비	307	384	212	166	137
기타	200	833	398	209	218
운전자본감소(증가)	102	-653	287	25	26
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-180	-564	-395	-213	-218
재고자산감소(증가)	-20	-27	-75	-19	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	537	636	435	341	349
기타	-234	-698	323	-84	-85
법인세납부	-160	-161	-195	-204	-232
투자활동현금흐름	-8,232	-2,785	-1,800	-1,889	-1,880
금융자산감소(증가)	29	279	-8	0	0
유형자산감소(증가)	-1,904	-2,780	-1,907	-2,000	-2,000
무형자산감소(증가)	-184	28	54	54	54
기타	-6,173	-311	61	57	66
재무활동현금흐름	5,933	141	-144	-538	-538
단기금융부채증가(감소)	692	359	304	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,718	310	124	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-79	-122	-74	-74	-74
기타	2,601	-407	-463	-464	-464
현금의 증가(감소)	602	-670	754	285	496
기초현금	1,393	1,995	1,326	2,080	2,364
기말현금	1,995	1,326	2,080	2,364	2,860
FCF	-181	-237	575	808	1,010

자료 : CJ CGV, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,322	17,144	18,982	20,931	22,880
매출원가	7,026	8,471	9,550	10,736	11,735
매출총이익	7,296	8,673	9,432	10,195	11,145
매출총이익률 (%)	50.9	50.6	49.7	48.7	48.7
판매비와관리비	6,593	7,810	8,590	8,996	9,759
영업이익	703	862	842	1,200	1,385
영업이익률 (%)	4.9	5.0	4.4	5.7	6.1
비영업손익	-524	-747	-651	-600	-600
순금융비용	321	342	393	392	383
외환관련손익	-66	35	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	-56	47	25	0	0
세전계속사업이익	180	115	190	600	785
세전계속사업이익률 (%)	1.3	0.7	1.0	2.9	3.4
계속사업법인세	123	15	65	90	118
계속사업이익	56	100	125	510	668
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	56	100	125	510	668
순이익률 (%)	0.4	0.6	0.7	2.4	2.9
지배주주	123	-14	8	381	526
지배주주귀속 순이익률(%)	0.86	-0.08	0.04	1.82	2.3
비지배주주	-67	114	117	129	141
총포괄이익	-1,327	-1,442	-676	-291	-133
지배주주	-377	-582	458	831	976
비지배주주	-950	-860	-1,134	-1,122	-1,109
EBITDA	2,030	2,556	2,474	2,891	3,120

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	20.0	19.7	10.7	10.3	9.3
영업이익	5.1	22.6	-2.4	42.5	15.5
세전계속사업이익	-75.3	-35.7	64.9	214.9	31.0
EBITDA	15.5	25.9	-3.2	16.9	7.9
EPS(계속사업)	-76.3	적전	흑전	4,613.8	38.1
수익성 (%)					
ROE	3.1	-0.4	0.2	9.6	11.0
ROA	0.3	0.4	0.5	2.0	2.5
EBITDA마진	14.2	14.9	13.0	13.8	13.6
안정성 (%)					
유동비율	63.1	52.7	61.5	64.5	69.2
부채비율	176.1	216.4	254.9	289.6	320.7
순차입금/자기자본	92.3	123.3	133.6	136.6	133.4
EBITDA/이자비용(배)	5.7	6.6	5.6	6.5	7.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	583	-66	38	1,801	2,487
BPS	17,654	14,554	16,886	20,461	24,723
CFPS	6,854	7,939	7,750	9,793	10,682
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	237.5	N/A	2,086.4	44.3	32.1
PER(최저)	100.3	N/A	1,337.7	28.4	20.6
PBR(최고)	7.9	6.1	4.7	3.9	3.2
PBR(최저)	3.3	4.1	3.0	2.5	2.1
PCR	10.3	9.4	6.8	5.4	4.9
EV/EBITDA(최고)	21.5	13.0	12.2	10.0	8.7
EV/EBITDA(최저)	13.1	10.7	9.8	7.9	6.8