

Flash Note

2018-10-31

CJ CGV 베트남 홀딩스 (IPO 예정)

인터넷/게임/미디어
김민정(2122-9180)
mjkim@hi-ib.com

회사 개요

CJ CGV 베트남 홀딩스는 베트남에서 2006년에 설립된 최초 멀티플렉스 영화관이자 배급사업자이다. 2011년 CJ CGV가 인수하여 매년 10개 수준의 신규 극장을 오픈하며 높은 외형 성장을 이어나가고 있다. 박스오피스 기준 시장점유율 45%를 차지하고 있는 1위 극장 사업자이면서 영화 배급업에서도 1위의 시장점유율을 차지하고 있어 영화 시장 내 지배력은 더욱 향상되고 있다. 2017년 기준 사업부문별 매출 비중은 상영 50.9%, 배급 20.5%, 매점 17.7%, 광고 10.5%로 구성되어 있다. 공모 후 주요 주주는 CJ CGV 59%, 공모주 39%, 기타주주 2%로 구성된다.

투자포인트

CJ CGV 베트남 홀딩스의 투자포인트는 1) 베트남 영화시장의 고성장 지속, 2) 공격적 사이트 확대에 따른 지배력 강화, 3) 배급 사업 지배력 강화, 4) 매출 믹스 개선을 통한 수익성 개선이다.

1) 베트남 영화시장의 고성장 지속: 베트남 영화 시장은 관객수 기준 과거 5년간 평균 성장률이 30%였으며, 향후 2020년까지 연간 15~20% 성장할 것으로 예상한다. 베트남 영화 시장 규모는 한국 시장 대비 8% 수준에 불과하여 태국, 말레이시아 등의 인근 국가 대비해서도 1인당 관람 횟수가 낮아 성장 잠재력이 높은 시장이다. 영화 시장 특성상 현지 영화가 양적·질적으로 향상되었을 때 큰 폭으로 성장하는데 2016년부터 베트남 정부가 콘텐츠 산업 육성 정책을 펼치면서 현지 영화 제작 투자가 확대되고 있다. 베트남 현지 영화의 1편당 평균 제작비는 5억원 수준인데 20억원이 투여된 대작의 현지 영화 2편이 조만간 개봉될 예정으로 베트남 영화 시장 확대의 촉매제가 될 것으로 기대한다.

2) 공격적 사이트 확대에 따른 지배력 강화: 베트남은 도시화율이 38%로 아세안 국가들의 평균 도시화율 47%에 비해서도 낮은 수치로 향후 외국인 투자를 중심으로 도시화가 가속화될 전망이다. 도시화의 급속 확산에 따라 대규모 쇼핑몰 건축도 확산될 것이며 엔터테인먼트의 수요는 자연적으로 증가할 것이다. 2011년 메가스타를 인수할 당시 사이트 개수가 8개에 불과했던 것이 현재는 63개까지 확대되어 스크린수 기준 시장점유율 41%를 차지하고 있다. 1위 사업자로서의 시장지배력과 브랜드 파워를 기반으로 경쟁사 대비 가장 공격적으로 사이트를 확대할 예정이며, 2020년까지 115개까지 사이트를 확대할 계획이다. 베트남 영화시장은 영화관 공급이 수요를 창출하고 있는 단계로 공격적 사이트 확대로 2019년 매출 성장률은 시장 성장률을 상회하여 전년대비 38.4% 증가할 것으로 추정한다. 영화관 운영은 고가의 임대료 등 높은 유지비용을 부담해야 하고, 대형 부동산업자의 네트워크가 필요하기 때문에 경쟁사의 진입장벽이 존재하는 점도 긍정적이다.

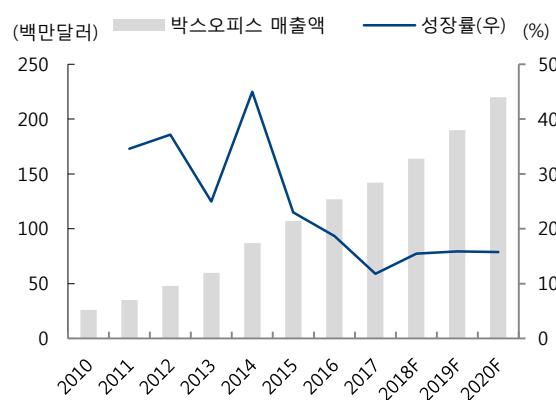
3) 배급 사업 지배력 강화: 베트남 사업이 한국 사업과 가장 차별화되는 점은 배급사업을 동시에 영위하고 있다는 것이다. 현재 배급 시장점유율은 70% 수준인데 조만간 6 대 헐리우드 스튜디오 중의 하나인 스튜디오를 추가적으로 영입할 가능성이 존재하여 80%까지 점유율이 확대될 수 있다. 더불어 자국 영화 산업이 발전하면 상영 매출뿐만 아니라 배급 사업 매출 상승에도 긍정적이며, 배급사업의 수익성은 상영 사업보다 높아 수익성도 동시에 개선될 수 있다.

4) 매출 믹스 개선을 통한 수익성 개선: 동사는 광고>배급>상영 사업 순으로 영업이익률이 높은데 광고와 배급 사업 매출 비중이 증가하고 있어 수익성 개선이 예상된다. 전체 매출에서 10%의 비중을 차지하고 있는 광고사업의 영업이익률은 70% 수준으로 전사 영업이익률 9%에 비해 상당히 높다. 주요 도시의 극장에서는 광고 인벤토리가 부족해 높은 광고 수요를 기반으로 내년에는 광고 단가도 인상할 계획으로 광고 매출의 비중은 점진적으로 증가할 전망이다.

공모 희망가 밴드 18,900~23,100 원은 매력적인 수준

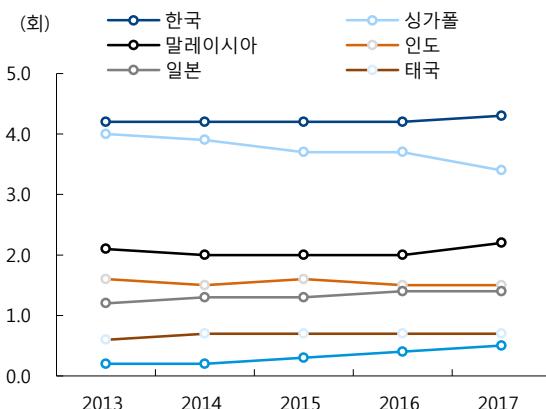
1H18 기준 매출액과 영업이익은 각각 749 억원과 74 억원이다. 동사는 사이트 확대에 집중하고 있는 기간으로 설비투자 확대에 따른 감가상각비 부담이 증가할 것이기 때문에 기업가치 산정 방식은 EV/EBITDA 활용이 적합하다고 판단한다. 1H18 기준 매출액 대비 감가상각비 비중은 10%로 한국 사업 대비 4%p 높다. 특히 2019년에는 신규 사이트 오픈이 집중되어 있는 시기로 매출액 대비 감가상각비 비중은 13%까지 확대될 전망이다. 투자 확대로 2019년 영업이익률은 2018년 대비 소폭 하락할 것으로 추정하나 EBITDA 마진율은 2018년과 유사한 19%를 기록할 것으로 추정한다. 2019년 EBITDA는 2018년 대비 38.8% 증가한 411 억원으로 추정, 공모 희망가 밴드 18,900~23,100 원 기준 2019년 예상 EV/EBITDA는 6.0~7.5 배로 글로벌 peer 대비 매력적인 구간이다.

그림1. 베트남 박스오피스 추이 및 전망



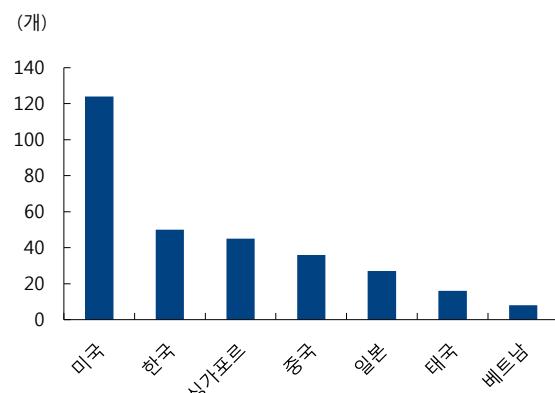
자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

그림2. 주요 국가별 1인당 연간 영화 관람횟수



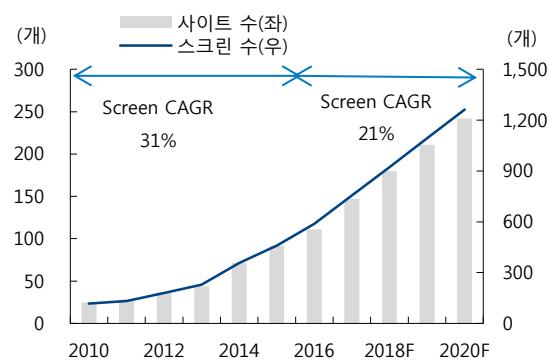
자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

그림3. 백만명 당 스크린 수 현황



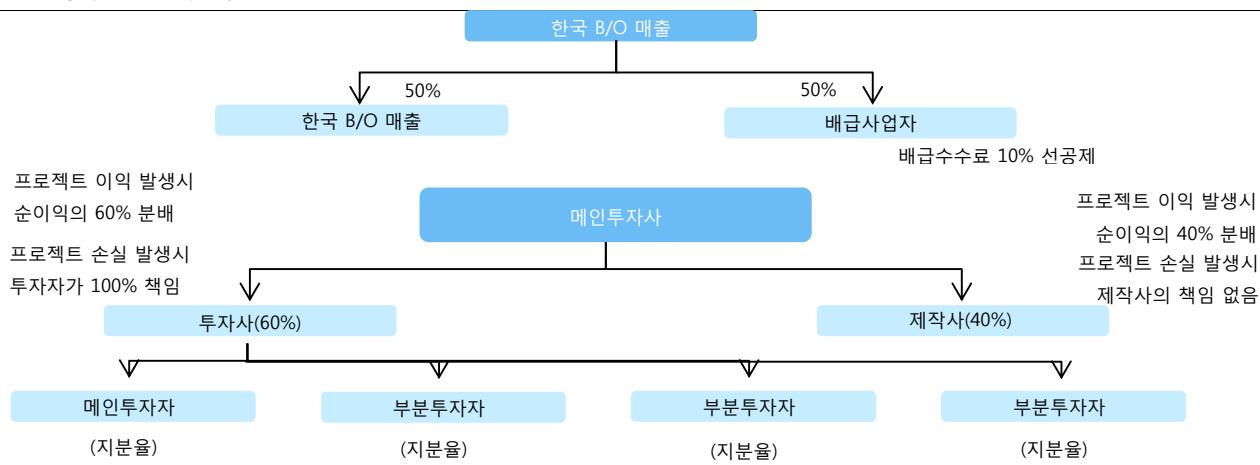
자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

그림4. 베트남 영화관 전체 사이트 수와 스크린 수



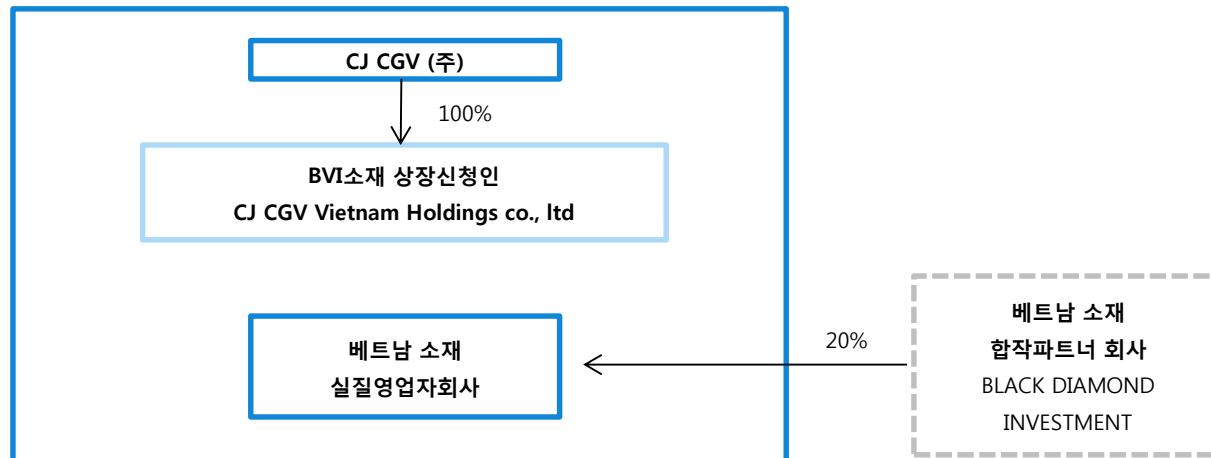
자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

그림5. 영화 산업 수익분배 구조도



자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

그림6. CJ CGV 베트남 홀딩스 지배구조



자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

표 1. 상영업자 별 박스오피스 점유율 추이

	2015		2016		2017		1H18	
	매출	점유율	매출	점유율	매출	점유율	매출	점유율
CGV	45,062	39.8	58,502	42.1	68,249	43.2	38,307	45.2
LOTTE	19,986	17.6	25,697	18.5	29,683	18.8	15,648	18.5
GALAXY	17,311	15.3	17,387	12.5	19,008	12	10,272	12.1
BHD	6,421	5.7	10,066	7.2	12,281	7.8	5,409	6.4
NCC	7,484	6.6	7,472	5.4	7,864	5	3,627	4.3
Cine Star	1,224	1.1	2,550	1.8	4,505	2.9	2,343	2.8

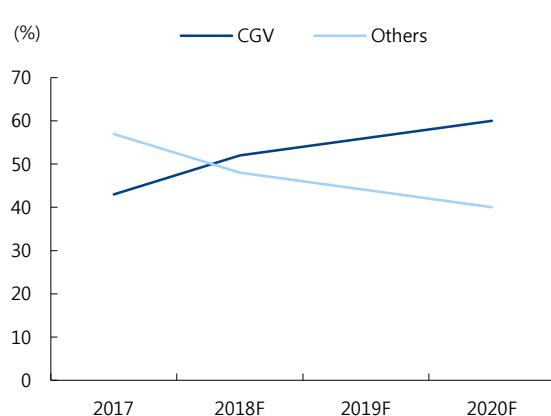
자료:CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

표 2. 상영업자 별 스크린 수 점유율 추이

	2015		2016		2017		1H18	
	스크린 수	점유율						
CGV	196	41.9	247	40.9	322	42.5	345	41.1
LOTTE	99	21.2	133	22.0	150	19.8	167	19.9
GALAXY	27	5.8	46	7.6	82	10.8	89	10.6
BHD	32	6.8	45	7.5	45	5.9	49	5.8
NOC	10	2.1	10	1.7	12	1.6	12	1.4
CINE Star	6	1.3	6	1.0	16	2.1	16	1.9
Beta	3	0.6	12	2.0	21	2.8	48	5.7
STARLIGHT	3	0.6	10	1.7	33	4.4	24	2.9
Platinum	34	7.3	34	5.6	9	1.2	11	1.3
OTHERS	58	12.4	61	10.1	67	8.9	79	9.4
Total	468	100	604	100	757	100	840	100

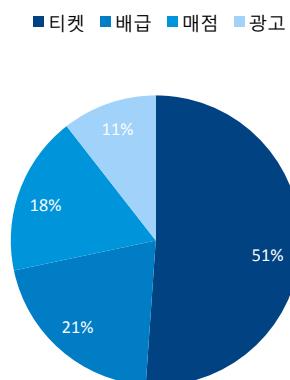
자료:CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

그림7. CJ CGV 베트남 홀딩스와 경쟁사의 스크린 수 예상증가율



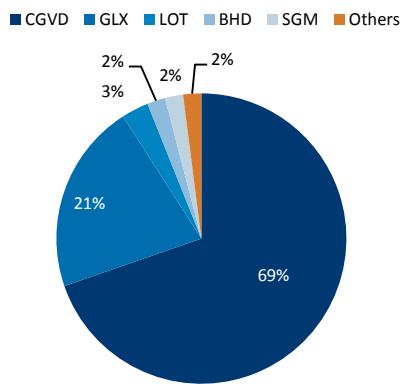
자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

그림8. CJ CGV 베트남 홀딩스의 주요 사업별 매출 비중



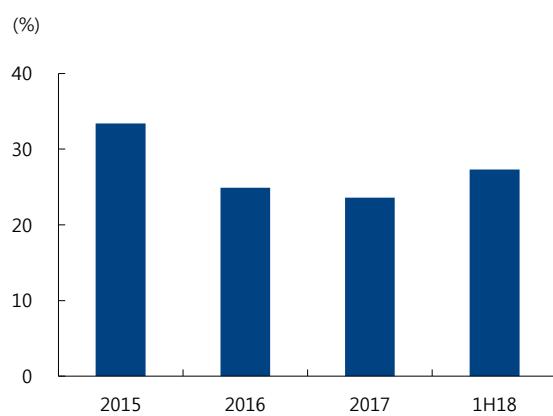
자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

그림9. 1H18 기준 베트남 영화 배급 시장 점유율 현황



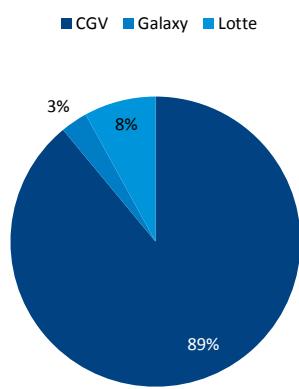
자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

그림10. 베트남 로컬영화의 전체 박스오피스 점유율 추이



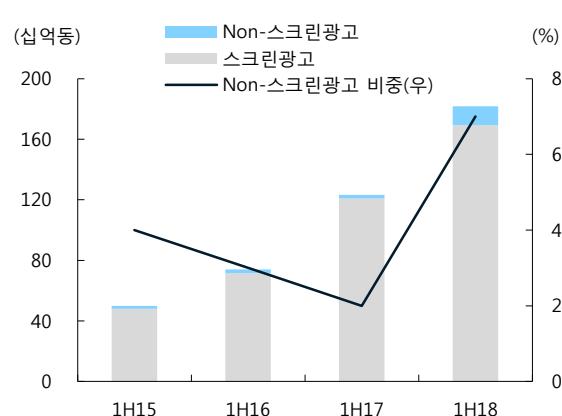
자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

그림11. 베트남 극장 광고 매출 점유율



자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

그림12. CJ CGV 베트남 홀딩스의 광고 매출 추이



자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

표 3. CJ CGV 베트남 홀딩스의 실적 현황 및 전망

	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	86.3	104.7	128.2	156.2	216.2
상영	42.4	54.8	65.2	78.2	105.6
배급	19.8	21.6	26.3	28.9	43.4
매점	14.6	18.3	22.7	29.5	39.8
광고	8.9	9.6	13.4	17.4	24.4
기타	0.6	0.4	0.6	2.1	2.9
영업비용 (추정)	n/a	n/a	n/a	142.2	197.7
상품등 변동액	n/a	n/a	n/a	7.7	9.7
D&A	n/a	n/a	n/a	15.6	28.1
인건비	n/a	n/a	n/a	4.3	6.1
지급수수료	n/a	n/a	n/a	66.2	90.8
임차료	n/a	n/a	n/a	0.9	1.2
광고선전비	n/a	n/a	n/a	1.0	1.3
기타	n/a	n/a	n/a	46.5	60.5
EBITDA	n/a	n/a	n/a	29.6	41.1
영업이익	10.2	10.9	11.4	14.0	18.5
영업외손익	4.4	2.3	2.0	2.9	2.4
세전이익	5.8	8.6	9.4	11.1	16.1
당기순이익	5.2	7.5	8.6	10.3	14.9
지배주주순이익	4.7	6.4	7.2	8.7	12.6
성장률 (YoY, %)					
매출액	n/a	21.3	22.4	21.8	38.4
EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	38.8
영업이익	n/a	6.7	4.8	22.6	32.1
세전이익	n/a	48.4	9.4	17.9	45.0
당기순이익	n/a	45.5	14.0	19.9	45.0
이익률 (%)					
EBITDA 마진율	n/a	n/a	n/a	19.0	19.0
영업이익률	11.8	10.4	8.9	9.0	8.5
세전이익률	6.7	8.2	7.3	7.1	7.4

자료:CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

표 4. 공모희망가 기준 Valuation

공모희망가(원)		2018E	2019E
EPS (원)		610	885
PER (배)	18,900	31.0	21.4
	23,100	37.9	26.1
EV/EBITDA (배)	18,900	8.3	6.0
	23,100	10.3	7.5

자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

표 5. 공모 개요

공모주식수 (천주)	5,714
공모예정가 (원)	18,900~23,100
액면가 (원)	무액면
총 공모예정금액 (십억원)	108~132
예상 시가총액 (십억원)	270~330

자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

표 6. 공모 일정

	일정
수요 예측일	2018.11.01~02
공모가액 확정일	2018.11.06
청약 예정일	2018.11.07~08
상장 예정일	2018.11.16

자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

표 7. 공모 후 주주 구성

주주명	주식수 (천주)	지분율 (%)
최대주주 등	8,571	58.9
공모주주	5,714	39.3
상장주선인 의무인수분	신한금융투자	1.2
	한화투자증권	0.6
합계	14,550	100

자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

주: 상장주선인 의무인수분은 미확정

표 8. 보호예수 사항

구분	주식수	지분율	기간
최대주주 등	8,571	58.9	6 개월
상장주선인 의무인수분	265	1.8	6 개월

자료: CJCGV, 하이투자증권 리서치센터

Appendix1. Global Peer의 Valuation

	CJ CGV	제이콘텐트리	마커스	IMAX CHINA	Hengdian	PVR	시네플렉스	이녹스 레저	시네마크
현재주가 (USD)	34.2	3.9	38.3	2.3	2.8	17.9	0.7	2.9	40.6
시가총액 (백만달러)	724.6	559.6	1,079.6	817.9	1,249.3	837.3	643.5	283.9	4,738.6
절대수익률 (%)									
1M	-22.6	-29.2	-9.0	-12.8	-20.5	11.2	-4.1	0.6	0.9
3M	-33.2	-24.7	-0.1	-24.8	-39.6	18.5	-8.3	10.8	16.4
6M	-46.0	-34.1	28.4	-33.8	-38.8	-7.3	-19.3	-20.7	3.5
1Y	-41.4	17.4	43.8	-28.2	-45.4	-4.4	-27.9	-5.6	12.1
YTD	-45.9	-11.2	39.9	-25.7	-32.7	-5.3	-18.6	-25.7	16.5
초과수익률 (%p)									
1M	-13.3	-19.8	0.3	-3.4	-11.1	20.6	5.3	10.0	10.3
3M	-27.4	-18.9	5.6	-19.0	-33.9	24.2	-2.6	16.6	22.1
6M	-45.7	-33.9	28.6	-33.5	-38.5	-7.0	-19.1	-20.4	3.8
1Y	-44.0	14.7	41.1	-30.8	-48.0	-7.0	-30.6	-8.3	9.4
YTD	-44.7	-10.0	41.1	-24.5	-31.5	-4.1	-17.4	-24.5	17.7
PER (X)									
2017	n/a	95.8	18.7	25.0	35.7	69.8	21.8	86.1	14.1
2018E	41.4	23.9	20.8	15.7	20.8	35.9	20.4	22.0	20.5
2019E	15.6	19.3	19.0	14.9	17.1	28.1	18.8	17.8	18.0
PBR (X)									
2017	5.1	3.9	1.7	4.4	6.5	6.9	4.0	4.8	2.9
2018E	2.6	2.7	2.2	2.8	4.0	5.1	3.3	2.8	3.1
2019E	2.3	2.3	2.1	2.4	3.4	4.2	3.2	2.4	2.8
PSR (X)									
2017	0.9	1.5	1.2	8.4	4.9	3.2	2.9	2.2	1.4
2018E	0.5	1.3	1.6	6.0	2.9	2.2	2.2	1.3	1.5
2019E	0.4	1.1	1.5	5.5	2.5	1.8	2.1	1.2	1.5
EV/EBITDA (X)									
2017	11.6	14.1	8.5	13.5	23.4	24.0	11.6	20.1	8.9
2018E	8.5	9.6	n/a	7.9	n/a	13.4	10.6	9.6	8.2
2019E	7.5	7.6	n/a	6.8	n/a	11.1	9.7	7.8	7.7
ROE (%)									
2017	-0.4	5.3	15.6	20.1	22.6	10.4	18.3	5.4	19.9
2018E	6.9	12.6	10.9	18.9	17.6	14.9	17.2	12.5	17.0
2019E	15.4	13.5	10.4	17.8	18.0	16.0	17.1	14.1	17.0
매출액성장률 (%)									
2017	19.7	25.4	14.5	6.7	10.5	14.5	2.6	-5.0	2.5
2018E	8.6	23.5	9.8	4.3	24.0	36.7	4.7	28.3	4.8
2019E	10.4	18.3	3.2	8.9	18.1	18.0	6.7	16.1	4.0
영업이익성장률 (%)									
2017	22.6	15.2	8.1	17.6	-5.5	-1.2	3.1	-43.7	-7.2
2018E	9.2	47.2	10.9	15.3	27.5	92.1	-22.4	160.6	6.2
2019E	26.8	36.0	9.9	10.5	25.3	23.1	16.8	9.4	3.3
순이익성장률 (%)									
2017	적전	-66.5	71.5	21.1	-7.2	-2.8	0.4	-60.5	3.6
2018E	흑전	298.4	-19.0	13.7	24.6	82.9	-17.3	210.1	-9.7
2019E	176.5	33.9	10.1	9.8	22.3	28.9	13.0	23.1	11.4
영업이익률 (%)									
2017	5.0	7.9	12.1	43.1	15.7	8.3	14.2	5.1	13.1
2018E	5.1	9.5	12.3	47.7	16.2	11.7	10.5	10.3	13.3
2019E	5.8	10.9	13.1	48.4	17.2	12.2	11.5	9.7	13.2
순이익률 (%)									
2017	-0.1	1.5	10.4	34.6	13.8	4.6	13.3	2.5	8.8
2018E	1.1	4.9	7.7	37.7	13.8	6.1	10.5	6.1	7.6
2019E	2.7	5.6	8.2	38.0	14.3	6.7	11.1	6.4	8.1

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

주 1: Bloomberg Consensus

주 2: 10 월 29 일 종가 기준

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-