

미디어/엔터



박성호

02 3770 5657

sungho.park@yuantakorea.com

RA 이광현

02 3770 5733

kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (D)
목표주가	43,000원 (D)
현재주가 (2/12)	39,400원
상승여력	9%

시가총액	8,338억원
총발행주식수	21,161,313주
60일 평균 거래대금	63억원
60일 평균 거래량	152,565주
52주 고	77,300원
52주 저	37,350원
외인지분율	8.54%
주요주주	CJ 외 2 인 39.06%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.4)	5.1	(45.4)
상대	(9.4)	(0.2)	(40.6)
절대(달러환산)	(5.0)	6.0	(47.3)

대규모 터키 TRS 평가손실 발생

4Q18 Review 연결실적은 매출액 4,504억원(-1% YoY), 영업이익 256억원(-40% YoY), 지배주주 귀속순이익 -1,197억원(적지 YoY)을 기록. 영업이익의 기준으론 컨센서스에 부합했지만, **터키 관련 TRS 평가손실이 1,488억원 발생**하면서 세전이익 및 순이익단에서 어닝쇼크 발생. **부문별 영업이익은 본사 106억원, 4DX 38억원, 중국 13억원(중국 본사+연결사이트), 베트남 -6억원, 터키 100억원**. 이번 대규모 평가손실은 4Q18 리라/달러 기말환율이 5.29리라(-12% QoQ)로 하락하면서 리라화 화폐가치가 반등했고 2018년 여름까지 30%에 육박했던 터키 3년 국고채 금리가 연말 들어 10%대 중후반 수준으로 하락했던 점에서 예상치 못했던 사항. 이론적으로, 리라화 가치상승 및 터키 금리 하락은 오히려 TRS 평가이익으로 반영될 수 있는 요소. CGV의 터키 TRS 파생상품에 대한 공정가치 평가를 진행한 회계 법인은 마르스엔터의 기업가치 훼손 정도를 매우 심각하게 평가한 것으로 보임

터키 TRS 파생상품 터키 TRS 파생상품을 이해하기 위해서는 2016년 터키 영화관 1위 사업자 마르스엔터의 인수전과 관련한 자금조달 구조를 살펴봐야 함.[그림1 참조] CJ CGV는 2016년 CJ E&M(現 CJ ENM) 및 국내 FI들과 공동으로 마르스엔터를 인수. 총 인수가격은 8천억원 수준이며, CJ CGV와 국내 FI들이 설립한 SPC(보스포러스인베스트먼트)가 6천억원, CJ E&M과 IMM PE가 각각 1천억원씩 부담. CJ CGV의 감사보고서에 의하면, 당사는 SPC에 3,236억원(지분율 52.2%)을 출자했으며, **나머지 FI들은 SPC에 2,825억원(지분율 47.8%)을 출자한 것으로 나타남**. 마르스엔터에 대한 SPC의 지분율이 75.2%인 관계로, 마르스엔터에 대한 CJ CGV의 유효 지분율은 39.3%임

국내 FI들은 SPC 지분을 제3자에게 매각시 공정가치 변동으로부터 발생하는 차액을 정산하는 TRS 계약을 CJ CGV와 체결. TRS 행사시점은 2021년으로 알려져 있음. 즉, **FI들의 투자원금에 대한 원화 기준 공정가치가 TRS 행사시점인 2021년 기준으로 2,825억원을 하회할 경우 CJ CGV가 차액을 현금으로 정산해줘야 하는 것**. **2017~18년에 인식된 TRS 평가손실 누계액은 2,289억원에 달하고 있음**. 이는 국내 FI들이 SPC에 출자한 투자원금에 대한 공정가치가 536억원으로 평가되고 있다는 의미. 이는 2016년 총 인수가격 8천억원에 달했던 마르스엔터의 기업가치가 1,500억원 수준으로 하락했던 단미로도 해석 가능. 현재의 터키 매크로 조건이 2021년까지 지속될 경우, CJ CGV는 최악의 경우 TRS 평가손실 누계액인 2,289억원을 FI들에게 지급해야 할 가능성 존재

투자 의견 하향 동사에 대한 투자 의견을 기존 Buy → Hold, 목표주가를 기존 6만원 → 4.3만원으로 하향 조정. 신규 목표주가 4.3만원은 SOTP(Sum-of-the-parts) 방식으로 산출. 당사는 CJ CGV에 대한 2019E 영업이익을 16% 하향조정했으며, TRS 평가손실 누계액을 SOTP 계산식상의 순차입금에 가산해 신규 목표주가를 산출함[표10~11 참조]

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,504	-0.8	-4.8	4,581	-1.7
영업이익	256	-39.9	-21.5	245	4.4
세전계속사업이익	-1,910	적지	적지	68	-2,919.3
지배순이익	-1,197	적지	적전	5	-25,758.6
영업이익률 (%)	5.7	-3.7 %pt	-1.2 %pt	5.4	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	-26.6	적지	적전	0.1	-26.7 %pt

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		14,322	17,144	17,694	19,679
영업이익		703	862	777	879
지배순이익		123	-14	-1,407	373
PER		163.8	-1,104.5	-6.2	22.4
PBR		5.4	5.0	7.4	5.1
EV/EBITDA		16.6	11.6	10.0	10.0
ROE		3.1	-0.4	-66.1	26.7

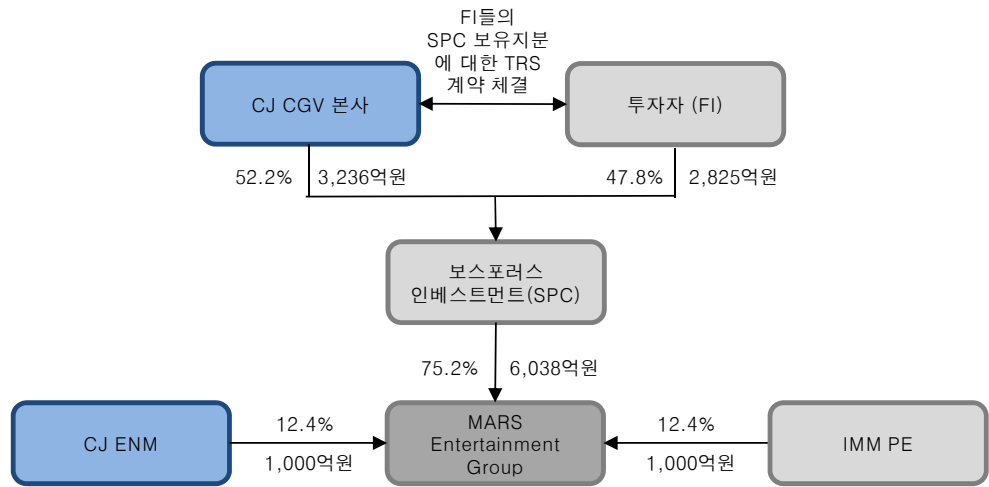
[표 1] 2018년 4분기 실적 Review : 연결 영업이익 256 억원(-40% YoY)

(단위: 억원)

	2017년				2018년				2019년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기(p)	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	17년	18년	19년(e)	20년(e)
연결매출액	4,055	3,826	4,722	4,541	4,412	4,048	4,730	4,504	4,876	4,513	5,287	5,002	17,144	17,694	19,679	22,163
본사	2,167	1,974	2,692	2,489	2,202	2,214	2,820	2,512	2,382	2,339	2,952	2,556	9,321	9,748	10,230	10,496
자회사	1,888	1,853	2,030	2,052	2,210	1,834	1,910	1,992	2,494	2,174	2,335	2,446	7,823	7,946	9,449	11,667
4DX	133	256	498	266	218	294	374	339	377	332	339	372	1,153	1,225	1,421	1,776
중국 본사/상영관/광고	682	669	738	721	900	702	873	681	933	944	1,182	969	2,810	3,139	4,028	5,234
베트남 상영관	343	388	295	280	320	403	345	308	465	465	465	465	1,306	1,376	1,860	2,232
터키 상영관	649	436	375	649	627	317	212	521	690	365	244	599	2,109	1,677	1,897	2,182
연결영업이익	146	-31	322	426	192	3	326	256	194	66	358	261	862	777	879	1,137
본사	43	-90	225	262	11	-12	256	106	23	-20	227	85	439	361	315	269
자회사	103	59	97	164	181	15	71	150	171	86	131	176	423	416	564	868
4DX	-26	21	101	26	-3	40	60	38	11	53	58	56	122	135	178	240
중국 본사/상영관/광고	10	16	22	13	75	-28	76	13	68	12	90	1	61	134	171	286
베트남 상영관	51	42	17	1	22	52	11	-6	14	37	19	37	111	79	107	173
터키 상영관	83	-20	-39	91	128	-33	-68	100	111	17	-2	115	273	127	241	277
OPM	4%	-1%	7%	9%	4%	0%	7%	6%	4%	1%	7%	5%	5%	4%	4%	5%
본사	2%	-5%	8%	11%	1%	-1%	9%	4%	1%	-1%	8%	3%	5%	4%	3%	3%
자회사	5%	3%	5%	8%	8%	1%	4%	8%	7%	4%	6%	7%	5%	5%	6%	7%
연결순이익(지배주주)	-44	-112	291	-149	-53	-170	14	-1,197	48	-4	229	99	-14	-1,407	373	606
NIM	-1%	-3%	6%	-3%	-1%	-4%	0%	-27%	1%	0%	4%	2%	0%	-8%	2%	3%
성장성(YoY)																
연결매출액	29%	22%	12%	19%	9%	6%	0%	-1%	11%	11%	12%	11%	20%	3%	11%	13%
연결영업이익	-18%	적전	-5%	139%	32%	흑전	1%	-40%	1%	2381%	10%	2%	23%	-10%	13%	29%
연결순이익	-133%	적전	337%	흑전	적지	적지	-95%	적지	흑전	적지	1527%	흑전	적전	적지	흑전	62%
[본사 실적 추정]																
[상영관 지표]																
전국관람객(만명)	5,228	4,500	6,396	5,862	5,130	4,506	6,684	5,317	5,130	4,528	6,719	5,370	21,986	21,638	21,748	22,182
CGV 관람객	2,465	2,145	3,025	2,746	2,458	2,157	3,079	2,501	2,507	2,211	3,156	2,576	10,380	10,196	10,451	10,660
직영관람객	1,918	1,660	2,326	2,164	1,949	1,728	2,401	2,032	1,988	1,771	2,461	2,093	8,067	8,111	8,314	8,480
전국관람객(YoY)	6%	0%	-12%	17%	-2%	0%	5%	-9%	0%	0%	0%	1%	1%	-2%	1%	2%
CGV 관람객	4%	-1%	-11%	14%	0%	1%	2%	-9%	2%	2%	2%	3%	0%	-2%	3%	2%
직영관람객	5%	-3%	-12%	13%	2%	4%	3%	-6%	2%	2%	2%	3%	0%	1%	3%	2%
ATP(원)	7,739	7,892	7,656	7,683	7,812	8,725	8,137	8,308	8,281	8,812	8,137	8,225	7,548	8,002	8,337	8,421
(YoY)	1%	-2%	0%	-3%	1%	11%	6%	8%	6%	1%	0%	-1%	-1%	6%	4%	1%
매출액	2,167	1,974	2,692	2,489	2,202	2,214	2,820	2,512	2,382	2,339	2,952	2,556	9,321	9,748	10,230	10,496
상영	1,447	1,279	1,743	1,621	1,487	1,471	1,903	1,629	1,647	1,560	2,003	1,722	6,089	6,490	6,932	7,141
매점	377	334	456	414	376	371	494	410	393	389	510	423	1,581	1,652	1,715	1,802
광고	185	234	285	293	211	231	281	281	212	246	294	289	997	1,003	1,041	1,073
기타	158	126	208	161	128	141	143	192	130	143	146	123	654	603	542	481
영업이익	43	-90	225	262	11	-12	256	106	23	-20	227	85	439	361	315	269
OPM	2%	-5%	8%	11%	1%	-1%	9%	4%	1%	-1%	8%	3%	5%	4%	3%	3%
성장성(YoY)																
본사 매출액	6%	-2%	-7%	13%	2%	12%	5%	1%	8%	6%	5%	2%	2%	5%	5%	3%
본사 영업이익	-57%	적전	-42%	164%	-74%	적지	14%	-59%	105%	적지	-11%	-20%	-29%	-18%	-13%	-14%
[점포수]																
국내 직영점(개)	94	95	97	99	102	102	104	108	108	109	109	111	99	108	111	113
중국 점포(개)	81	89	92	100	100	101	107	118	120	129	134	145	100	118	145	180
베트남 점포(개)	40	46	50	53	55	57	63	71	74	77	80	83	53	71	83	95
터키 점포(개)	90	90	93	96	97	99	101	106	108	111	114	117	96	106	117	128
4DX 글로벌 스크린수(개)	365	387	409	475	498	540	562	612	620	650	670	700	475	612	700	800

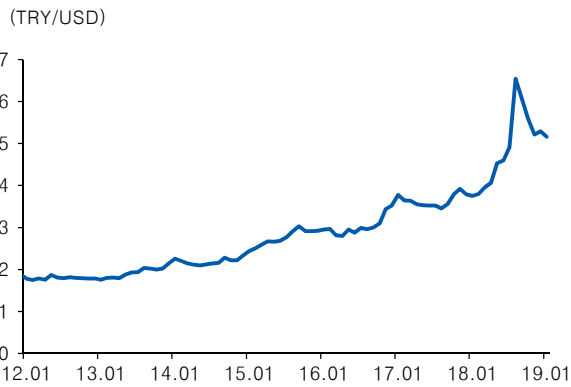
주: 연결대상 중국실적은 중국 CGV 실적에서 JV 사이트 실적을 차감해 산출
 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 터키 마르스엔터 인수 관련 자금조달 구조



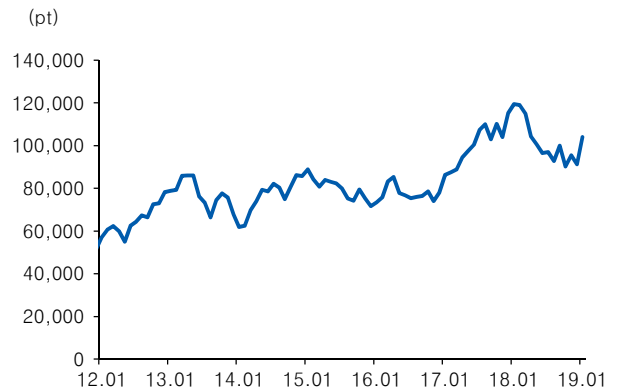
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 리라/달러 환율 추이



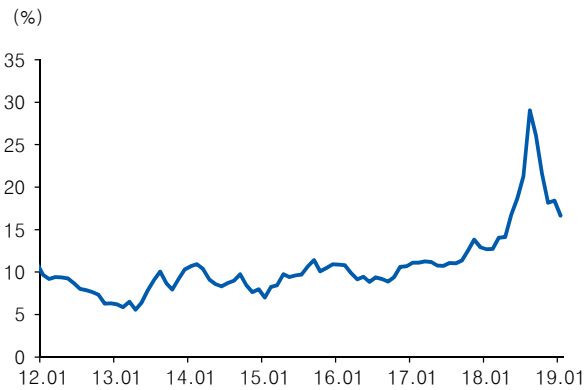
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 보르사 이스탄불 국가 100 지수 (터키 주가지수)



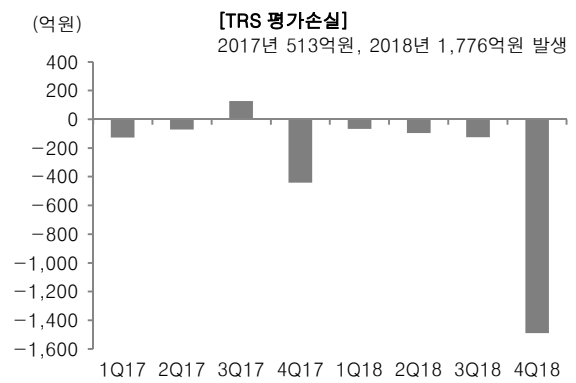
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 터키 3년 국고채 금리 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] CJ CGV 본사의 분기별 터키 TRS 평가손익 추이



자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 환율 추이

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
원/위안 평균 환율 (YoY)	184	178	168	169	167	165	170	167	169	169	165	163
	4%	1%	-9%	-6%	-9%	-7%	1%	-1%	1%	3%	-3%	-3%
원/리라 평균 환율 (YoY)	408	401	378	352	312	316	322	292	281	247	202	205
	-9%	-2%	-8%	-12%	-23%	-21%	-15%	-17%	-10%	-22%	-37%	-30%
원/100동 평균 환율 (YoY)	5.4	5.2	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.7	4.7	4.8	4.8
	4%	3%	-5%	0%	-6%	-4%	-1%	-5%	-7%	-5%	-3%	-1%
리라/달러 기말 환율 (QoQ)	2.83	2.89	3.00	3.52	3.64	3.52	3.56	3.78	3.95	4.56	6.00	5.29
	-3%	2%	4%	17%	3%	-3%	1%	6%	5%	15%	31%	-12%

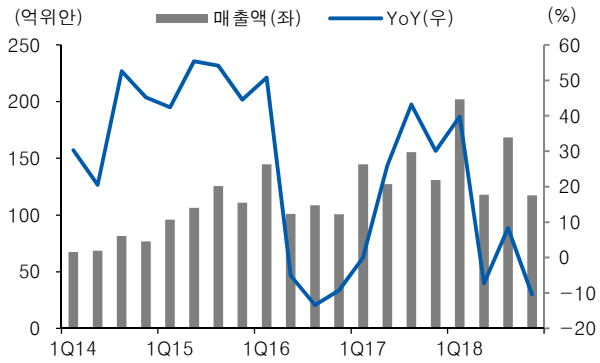
자료: Datastream, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 한국 박스오피스 실적

	한국 박스오피스			YoY			특화관매출액 (억원)	YoY	특화관 매출비중
	매출액(억원)	관객수(만명)	ATP(원)	매출액	관객수	ATP			
2016	17,432	21,703	8,032	2%	0%	2%	656	-26%	4%
2017	17,565	21,987	7,989	1%	1%	-1%	516	-21%	3%
2018	18,140	21,639	8,383	3%	-2%	5%	795	54%	4%
1Q16	3,900	4,949	7,881	-2%	-2%	0%	119	11%	3%
2Q16	3,678	4,515	8,147	1%	1%	0%	206	-56%	6%
3Q16	5,792	7,239	8,001	2%	-1%	3%	108	-34%	2%
4Q16	4,062	5,000	8,124	6%	2%	4%	224	46%	6%
1Q17	4,225	5,229	8,079	8%	6%	3%	90	-24%	2%
2Q17	3,612	4,500	8,027	-2%	0%	-1%	139	-32%	4%
3Q17	5,043	6,396	7,885	-13%	-12%	-1%	167	55%	3%
4Q17	4,686	5,862	7,993	15%	17%	-2%	120	-46%	3%
1Q18	4,132	5,130	8,056	-2%	-2%	0%	124	38%	3%
2Q18	3,892	4,505	8,640	8%	0%	8%	285	105%	7%
3Q18	5,625	6,684	8,416	12%	5%	7%	123	-26%	2%
4Q18	4,488	5,317	8,449	-4%	-9%	6%	252	110%	6%
2018.01	1,831	2,294	7,980	-3%	-1%	-2%	41	52%	2%
2018.02	1,264	1,555	8,129	4%	2%	2%	47	182%	4%
2018.03	1,037	1,280	8,102	-8%	-8%	0%	36	-21%	3%
2018.04	1,197	1,406	8,513	33%	25%	6%	115	234%	10%
2018.05	1,388	1,589	8,735	-7%	-15%	9%	108	116%	8%
2018.06	1,307	1,510	8,657	8%	0%	8%	62	13%	5%
2018.07	1,661	1,978	8,397	-2%	-7%	6%	66	-33%	4%
2018.08	2,525	3,025	8,346	8%	1%	7%	57	23%	2%
2018.09	1,440	1,682	8,563	42%	32%	7%	22	-2%	2%
2018.10	1,196	1,407	8,499	-32%	-35%	5%	52	-5%	4%
2018.11	1,448	1,714	8,448	39%	30%	7%	98	251%	7%
2018.12	1,843	2,194	8,399	-3%	-8%	6%	101	174%	6%
2019.01	1,511	1,812	8,341	-17%	-21%	5%	60	46%	4%

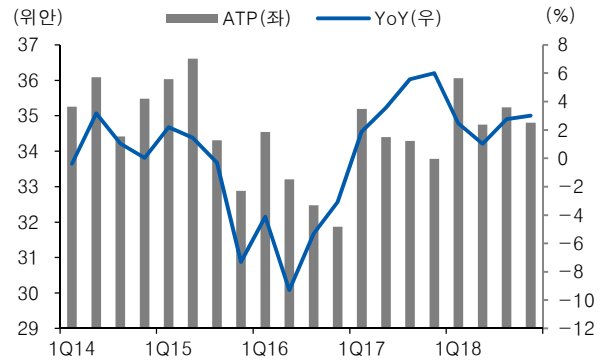
자료: 영진위, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 중국 박스오피스 분기 매출액 추이



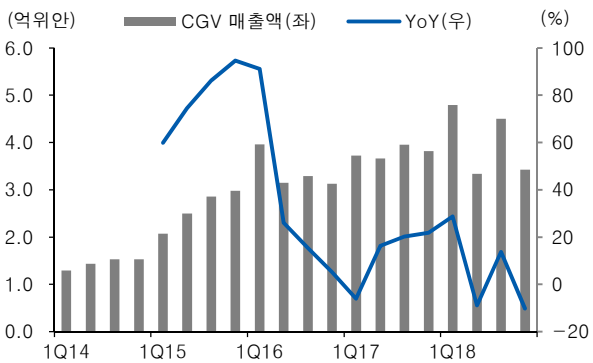
자료: CBO, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 중국 박스오피스 분기 ATP 추이



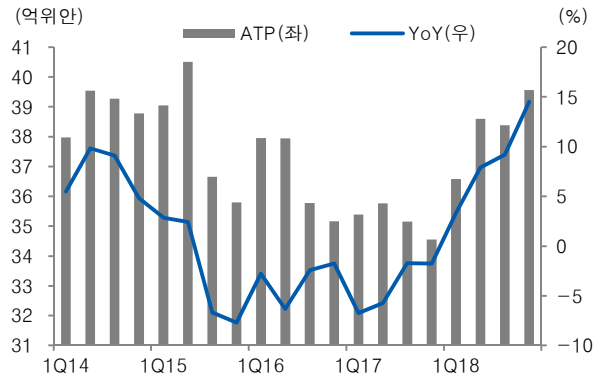
자료: CBO, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 중국 CGV, 분기 박스오피스 매출액 추이



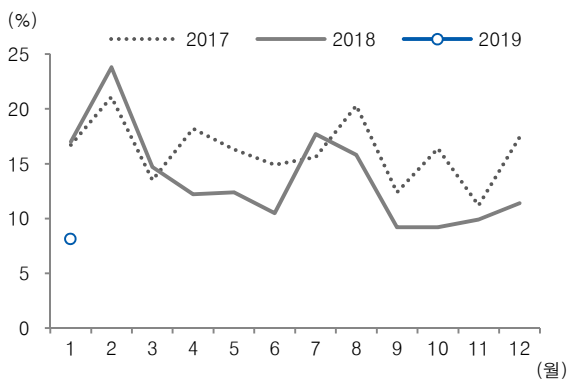
자료: CBO, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 중국 CGV, 분기 ATP 추이



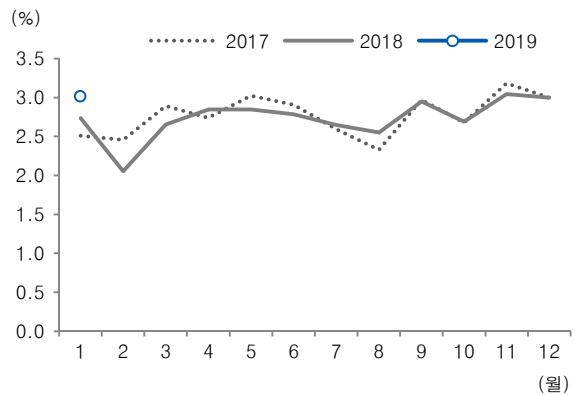
자료: CBO, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 중국 CGV 월간 객석률 추이



자료: CBO, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 중국 CGV 월간 M/S 추이



자료: CBO, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 중국 박스오피스 2019년 2~3월 라인업

영화명	개봉일	장르	국가	포맷	감독	주연1	주연2
一吻定情(Fall In Love At First Kiss)	02월 14일	멜로	대만	2D	진옥산	왕대륙	
我们的爱情(Love You)	02월 14일	멜로	중국	2D	왕소백	한안이	마홀
五十米之恋(Love In 50 Meters)	02월 14일	멜로	중국	2D	이웨이	방력신	사남
蓝色生死恋(Autumn Fairy Tale)	02월 14일	멜로	중국	2D	왕재도	허개	초예
今夜在浪漫剧场(Tonight, at the Movies)	02월 14일	멜로/판타지	일본	2D	Hideki Takeuchi	Haruka Ayase	
参娃与天池怪兽之瑞雪兆丰年(Snowing Indicates Harvest)	02월 16일	애니메이션	중국	2D	등해		
北斗风云(The Big Dipper)	02월 20일	전쟁/미스터리	중국	2D	마옥휘	반홍	공림
古井凶灵(THE GHOST IN WELL)	02월 22일	스릴러/미스터리	중국	2D	왕진옥	진미림	
阿丽塔: 战斗天使(Alita: Battle Angel)	02월 22일	액션/SF/모험	미국	3D/IMAX	Robert Rodriguez	Rosa Salazar	Christoph Waltz
朝花夕誓: 于离别之朝束起约定之花 (Let Us Adorn the Morning of Farewells with Promised Flowers)	02월 22일	애니메이션/판타지	일본	2D	Mari Okada		
午夜迷案(Mist in the Midnight)	02월 28일	스릴러/미스터리	중국	2D	방의화	고옥양	
失云长(The Lost Bladesman)	03월 01일	액션	중국	2D	맥조휘	견지단	강문
港珠澳大桥(Hong Kong-Zhuhai-Macau Bridge)	03월 01일	다큐멘터리	중국	2D	염동		
原来如此(Love Is The Sunshine)	03월 01일	스릴러	중국	2D	유필상		
绿皮书(Green Book)	03월 01일	드라마	미국	2D	Peter Farrelly	Viggo Mortensen	Mahershala Ali
驯龙高手3(How to Train Your Dragon: The Hidden World)	03월 01일	애니메이션	미국	2D/3D/IMAX	Dean DeBlois		
逆罪(Unforgivable Sin)	03월 01일	스릴러/멜로	중국	2D	별정	리민청	
夏日友人帐: 结缘空蝉(Natsume Yujincho)	03월 07일	애니메이션	일본	2D	Takahiro Omori		
似水流年(Those Years We Have Traveled together)	03월 08일	드라마	중국	2D	이용준	후쿤	초준진
过春天(The Crossing)	03월 08일	드라마	중국	2D	백설	황요	
凌晨两点半2(At Two Thirty 2)	03월 08일	미스터리/스릴러	중국	2D	옥새		
在乎你(Wish You Were Here)	03월 08일	멜로	중국	2D	케네스 비	유비홍	오오사와 타카오
惊奇队长(Captain Marvel)	03월 08일	액션/SF/모험	미국	3D/IMAX	Anna Boden	Brie Larson	
小石头下乡记 (A Little Stone Goes Down To The Countryside)	03월 12일	드라마	중국	2D	장뇌	정아롱	
阳台上(On the Balcony)	03월 15일	드라마	중국	2D	장명	주동우	
守灵(Wake)	03월 15일	스릴러	중국	2D	동리	장유	
江海渔童之巨龟奇缘 (A Fishboy's Story: Tortoise from the Sea)	03월 15일	애니메이션	중국	2D/3D/IMAX	장립연		
少女宿舍(Girl Dorm)	03월 22일	스릴러/미스터리	중국	2D	양반반	천린	
夜伴歌声(Midnight Melody)	03월 22일	스릴러/멜로	중국	2D	루쉬레이		

주: 파란색 음영은 흥행 기대작.
자료: CBO, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 2018년 2월 중국 박스오피스 작품별 흥행 기록

18년 2월	작품명(중문)	작품명(영문)	매출액 (만위안)	점유율(%)	관객수 (만명)	ATP (위안)	제작국가	개봉일
1	唐人街探案2	Detective Chinatown II	287,257	28.3%	7,366	55	중국	2018-02-16
2	红海行动	Operation Red Sea	250,016	24.6%	6,098	56	홍콩	2018-02-16
3	捉妖记2	Monster Hunt 2	211,734	20.9%	5,572	53	중국	2018-02-16
4	西游记女儿国	The Monkey King 3	70,479	6.9%	1,762	37	중국	2018-02-16
5	熊出没 变形记	Boonie Bears: The Big Shrink	54,809	5.4%	1,522	34	중국	2018-02-16
6	神秘巨星	Secret Superstar	26,432	2.6%	853	13	인도	2018-01-19
7	南极之恋	Till The End Of The World	23,322	2.3%	729	11	중국	2018-02-01
8	祖宗十九代	The Face of My Gene	14,570	1.4%	416	26	중국	2018-02-16
9	移动迷宫3: 死亡解药	Maze Runner: The Death Cure	11,579	1.1%	331	9	미국	2018-01-26
10	无问西东	Forever Young	10,633	1.0%	332	11	중국	2018-01-12
기타			53,612	5.3%	1,675	8		

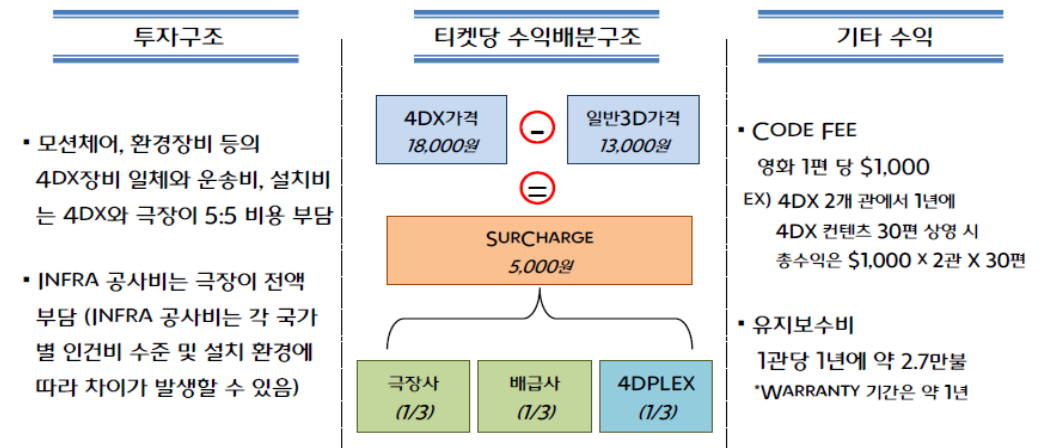
자료: CBO, 유안타증권 리서치센터

[표 6] 2018년 3월 중국 박스오피스 작품별 흥행 기록

18년 3월	작품명(중문)	작품명(영문)	매출액 (만위안)	점유율(%)	관객수 (만명)	ATP (위안)	제작국가	개봉일
1	红海行动	OPERATION RED SEA	109,727	21.4%	2,966	19	홍콩	2018-02-16
2	黑豹	Black Panther	66,054	12.9%	1,835	17	미국	2018-03-09
3	环太平洋2:雷霆再起	Pacific Rim: Uprising	54,861	10.7%	1,524	16	미국	2018-03-23
4	唐人街探案2	Detective Chinatown Vol 2	51,881	10.1%	1,441	16	중국	2018-02-16
5	古墓丽影: 源起之战	Tomb Raider	48,578	9.5%	1,388	14	미국	2018-03-16
6	厉害了, 我的国	Amazing China	43,893	8.6%	1,372	28	중국	2018-03-02
7	小萝莉的猴神大叔	Bajranghi Bhaijaan	28,314	5.5%	913	17	인도	2018-03-02
8	头号玩家	Ready Player One	24,637	4.8%	684	33	미국	2018-03-30
9	比得兔	Peter Rabbit	15,775	3.1%	526	15	미국	2018-03-02
10	捉妖记2	Monster Hunt 2	11,873	2.3%	321	12	중국	2018-02-16
기타			55,978	10.90%	1,696	9		

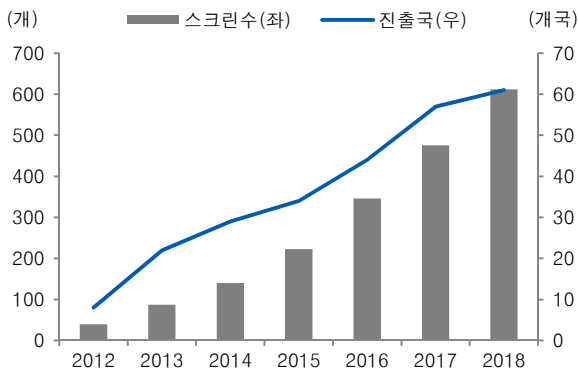
자료: CBO, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 4DX 표준 비즈니스 모델



자료: CJ CGV

[그림 13] 4DX 연도별 진출국가 및 스크린 개수



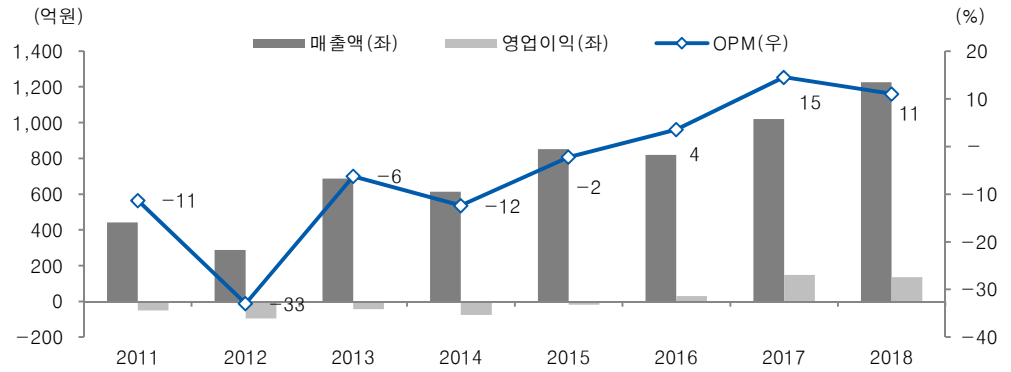
자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[표 7] 4DX 국가별 스크린 진출 현황 (4Q18 기준)

순위	국가	상영관수	비중
1	중국	237	39%
2	일본	56	9%
3	한국	33	5%
4	멕시코	31	5%
5	프랑스	31	5%
6	영국	20	3%
7	인도	16	3%
8	미국	12	2%
9	태국	10	2%
10	스위스	10	2%
기타	-	156	25%
합계	-	612	-

자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] CJ CGV, 4DX 실적 추이



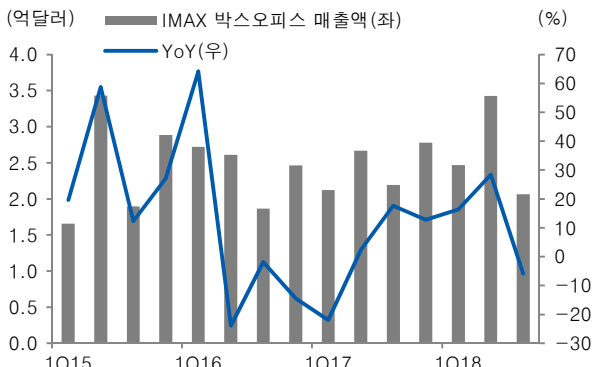
주: 4Q16 CJ 4DPLEX와 시물라인 합병
 자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[표 8] IMAX 부문별 실적 (2017년 기준)

	실적 (백만달러)			비중	
	매출액	매출총이익	GPM	매출액	매출총이익
[Total]	380.8	185.2	49%	100%	100%
[IMAX Systems]	258.7	114.5	44%	68%	62%
- Joint Revenue Sharing Arrangements	80.6	49.7	62%	21%	27%
- Sales and Sales-Type Leases	79.9	47.6	60%	21%	26%
- Theater System Maintenance	45.4	18.3	40%	12%	10%
- Ongoing Rent, Fees, and Finance Income	10.5	10.1	96%	3%	5%
- IMAX Systems	3.9	3.9	100%	1%	2%
- Other	38.6	-15.1	-39%	10%	-8%
[Films]	122.0	70.8	58%	32%	38%
- Production and IMAX DMR	108.9	71.8	66%	29%	39%
- Distribution	13.2	-1.0	-8%	3%	-1%

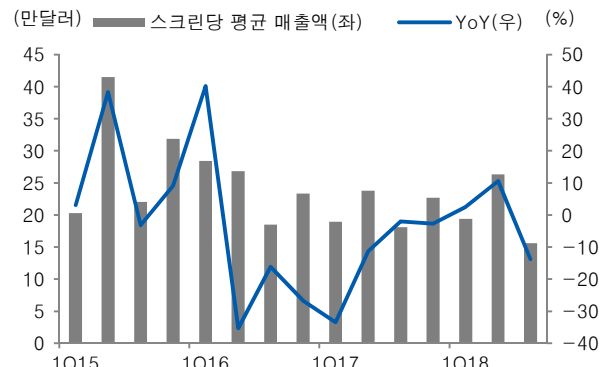
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] IMAX 박스오피스 매출액 추이



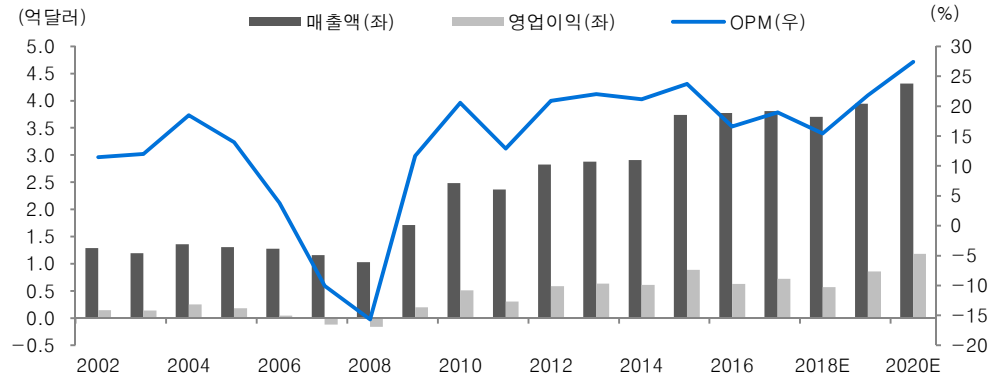
자료: IMAX, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] IMAX 박스오피스 스크린당 평균 매출액 추이



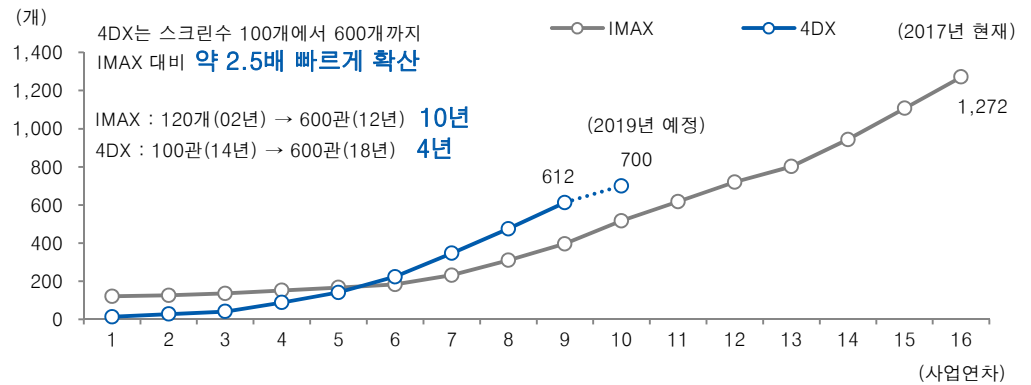
자료: IMAX, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] IMAX 실적 추이 및 전망



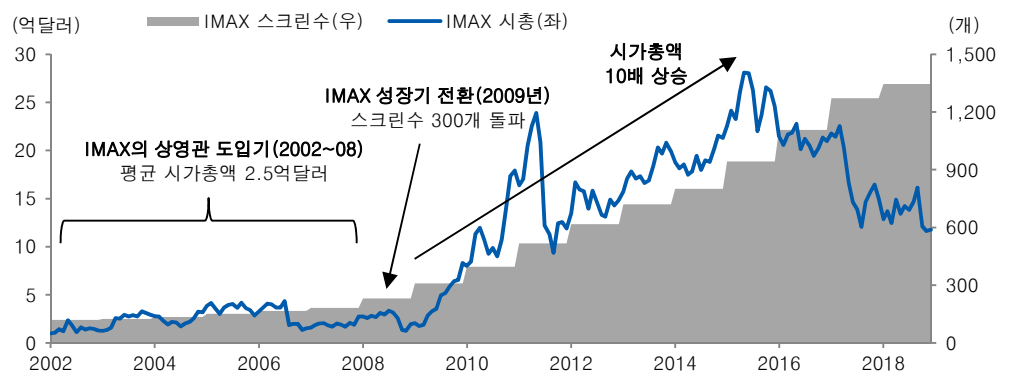
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 18] IMAX와 4DX 스크린수 확장 속도 비교



주: 극장도입시기는 IMAX 2002년, 4DX 2009년임
 자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[그림 19] IMAX 시가총액과 스크린수 추이



주: 2018년 IMAX 글로벌 스크린수는 3Q18 누적 기준
 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 9] CJ CGV, Peer 실적 및 Valuation 비교

	종목코드	단위	시총	2019E			2020E						
				매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익				
CJ CGV	079160 KS	(억원)	8,338	19,679	879	373	22,163	1,137	606				
원대전영	002739 CH	(백만달러)	4,916	2,605	353	297	2,885	371	321				
형피엔	603103 CH	(백만달러)	1,475	492	85	70	576	105	83				
찐이	002905 CH	(백만달러)	526	370	46	34	401	52	38				
싱메이	198 HK	(백만달러)	811	744	-	116	825	-	121				
차이나필름	600977 CH	(백만달러)	4,422	1,710	295	198	1,891	328	222				
상하이필름	601595 CH	(백만달러)	736	217	53	42	-	-	-				
싱푸란하이	300528 CH	(백만달러)	450	369	34	34	424	39	38				
Cinemark Holdings	CNK US	(백만달러)	4,268	3,269	428	267	3,392	448	294				
AMC Entertainment	AMC US	(백만달러)	1,363	5,593	313	20	5,744	338	28				
Marcus Corporation	MCS US	(백만달러)	1,203	707	90	56	744	99	63				
Cineplex	CGX CN	(백만달러)	1,261	1,272	-	65	1,327	-	75				
Village Roadshow	VRL AU	(백만달러)	439	718	34	15	730	44	25				
Cineworld Group	CINE LN	(백만달러)	4,555	4,878	744	431	5,045	785	474				
Major Cineplex(태국)	MAJOR TB	(백만달러)	675	315	35	35	336	40	39				
PVR(인도)	PVRL IN	(백만달러)	981	418	51	24	504	67	32				
IMAX Corp	IMAX US	(백만달러)	1,282	394	86	62	431	118	74				
IMAX China Holding	1970 HK	(백만달러)	972	142	66	54	153	71	57				
				2019E					2020E				
				PER	PBR	ROE	EV/EBITDA	PSR	PER	PBR	ROE	EV/EBITDA	PSR
CJ CGV		(배, %)		22.4	5.1	26.7	10.0	0.4	13.8	3.9	32.1	8.3	0.4
원대전영		(배, %)		18.2	2.2	13.3	9.4	1.9	15.4	1.9	12.7	9.0	1.7
형피엔		(배, %)		21.1	3.9	17.7	11.8	2.9	16.9	3.3	18.2	9.5	2.5
찐이		(배, %)		13.1	1.6	10.8	-	1.4	13.1	1.5	10.9	-	1.3
싱메이		(배, %)		7.5	0.6	8.3	5.9	1.1	7.3	0.6	8.0	5.8	1.0
차이나필름		(배, %)		20.9	2.5	11.2	10.0	2.6	18.0	2.3	11.7	9.2	2.3
상하이필름		(배, %)		17.8	2.0	12.7	8.0	3.4	15.1	-	-	-	-
싱푸란하이		(배, %)		13.3	1.3	10.2	7.1	1.2	11.7	1.2	10.5	5.9	1.0
중국 Peer 평균		(배, %)		16.0	2.0	12.0	8.7	2.1	13.9	1.8	12.0	7.9	1.6
Cinemark Holdings		(배, %)		15.7	2.5	17.5	7.6	1.3	15.0	2.3	16.5	7.4	1.3
AMC Entertainment		(배, %)		63.3	1.0	3.6	7.0	0.2	54.9	1.0	5.7	6.9	0.2
Marcus Corporation		(배, %)		24.7	2.1	10.4	10.3	1.7	18.2	1.9	-	9.3	1.6
Cineplex		(배, %)		18.9	2.5	13.0	8.2	1.0	16.2	2.6	16.0	7.5	1.0
Village Roadshow		(배, %)		28.8	1.7	4.1	7.9	0.6	18.1	1.6	6.6	6.9	0.6
Cineworld Group		(배, %)		10.2	0.0	13.7	7.1	0.9	9.2	0.0	14.0	6.8	0.9
선진국 Peer 평균		(배, %)		26.9	1.6	10.4	8.0	1.0	21.9	1.6	11.7	7.5	0.9
Major Cineplex(태국)		(배, %)		19.1	3.2	17.4	10.3	2.1	17.1	3.2	18.8	9.6	2.0
PVR(인도)		(배, %)		40.2	5.7	14.8	14.7	2.3	30.8	4.6	15.9	11.8	1.9
신중국 Peer 평균		(배, %)		29.7	4.5	16.1	12.5	2.2	23.9	3.9	17.3	10.7	2.0
IMAX Corp		(배, %)		19.8	2.1	10.1	8.4	3.3	15.4	2.0	12.3	7.3	3.0
IMAX China Holding		(배, %)		17.9	2.9	17.6	9.5	6.8	15.9	2.5	16.7	8.4	6.2

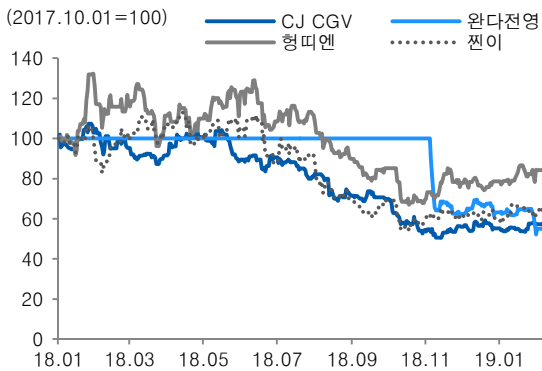
주: CJ CGV는 당사 추정치 기준. 기타 Peer는 컨센서스 기준
 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 10] CJ CGV(주) 신규 목표주가 4.3 만원 산출 방식

구분	신규 (2019.02.13)	주요 내역						
		사업부문	영업이익	감가상각비	EBITDA	적정배율	적정시가가치	비고
(+) 영업자산가치	17,157 억원	국내상영관	315 억원	540 억원	855 억원	8.0x	6,840 억원	2019년 기준 (선진국 평균 멀티플) 2019년 기준 (중국 평균 멀티플, 할인률 25%) 2019년 기준 (지분율 80%, 태국 Peer 멀티플, 할인률 25%) 2019년 기준 (지분율 38%, 태국 Peer 멀티플, 할인률 25%) 2019년 기준 (PSR 3.3 배; 지분율 90%, 할인률 25%)
		중국상영관	200 억원	468 억원	668 억원	8.7x	4,361 억원	
		베트남상영관	107 억원	169 억원	276 억원	10.3x	1,708 억원	
		터키상영관	241 억원	123 억원	363 억원	10.3x	1,067 억원	
		4DX 특화관	-	-	-	-	3,182 억원	
합계						17,157 억원		
(+) 투자자산가치	1,587 억원	투자자산 구성	지분율	장부가액	PBR	적정가치	비고	
		PT Graha Layar Prima	51.0%	986 억원	2.3x	1,155 억원	과거 6개월 평균 시가총액 x 지분율 51% x 할인률 25%	
		투자부동산	-	432 억원	1.0x	432 억원	-	
합계			1,418 억원		1,587 억원			
(-) 순차입금	9,624 억원	- 현재의 매크로 조건이 2021년까지 이어진다는 가정 하에 터키 TRS 누적 평가손실이 2021년 현금 유출로 이어지는 것으로 간주						
4Q18 순차입금	7,335 억원							
TRS 누적 평가손실	2,289 억원							
보통주 주주가치(A)	9,119 억원							
발행주식수(B)	2,116 만주							
주당 주주가치(A/B)	43,000 원							

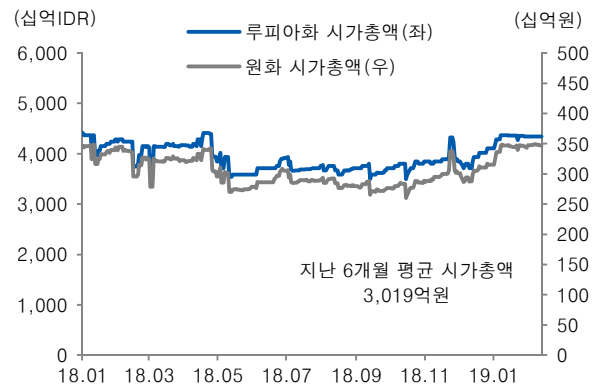
주: 중국상영관 실적은 연결실적에 JV 합산실적을 지분율 50%만큼 가산한 실적
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 중국 영화관 Peer, 주가 추이



주: 완다전영은 2018년 11월 5일부터 거래 재개
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 21] PT Graha Layar Prima (인도네시아 CGV 블리츠) 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 11] 2019E~20E CJ CGV 실적 추정치 변경

(단위: 억원, %)

	2019E			2020E		
	기준	변경	변동률	기준	변경	변동률
매출액	20,330	19,679	-3.2	22,788	22,163	-2.7
영업이익	1,049	879	-16.2	1,438	1,137	-20.9
당기순이익	523	373	-28.7	828	606	-26.9
EPS(원)	2,469	1,762	-28.6	3,912	2,862	-26.8

주: 기준 추정치는 2019년 1월 8일 발간보고서 기준.
자료: 유안타증권 리서치센터

CJ CGV (079160) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	14,322	17,144	17,694	19,679	22,163
매출원가	7,026	8,471	8,570	8,978	10,063
매출충이익	7,296	8,673	9,123	10,701	12,100
판매비	6,593	7,810	8,346	9,822	10,963
영업이익	703	862	777	879	1,137
EBITDA	2,030	2,556	2,367	2,448	2,862
영업외손익	-524	-747	-2,882	-197	-134
외환관련손익	-66	35	-1	0	0
이자손익	-321	-342	-424	-233	-173
관계기업관련손익	-56	47	43	35	39
기타	-81	-487	-2,500	0	0
법인세비용차감전순이익	180	115	-2,105	682	1,003
법인세비용	123	15	-219	197	269
계속사업순이익	56	100	-1,885	485	734
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	56	100	-1,885	485	734
지배지분순이익	123	-14	-1,407	373	606
포괄순이익	-1,327	-1,442	-5,217	-3,601	-3,351
지배지분포괄이익	-377	-582	-2,014	-1,338	-1,245

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	5,142	4,576	6,519	8,054	8,886
현금및현금성자산	1,995	1,326	2,127	3,468	5,251
매출채권 및 기타채권	1,758	2,018	1,850	2,026	2,251
재고자산	168	179	155	172	194
비유동자산	20,276	20,025	17,241	18,372	19,383
유형자산	9,126	10,020	10,378	11,704	12,825
관계기업등 지분관련자산	484	466	497	497	532
기타투자자산	672	439	500	500	500
자산총계	25,418	24,601	23,760	26,426	28,269
유동부채	8,154	8,684	9,721	10,415	11,209
매입채무 및 기타채무	3,182	3,574	3,078	3,145	3,311
단기차입금	2,125	2,547	4,755	5,382	6,010
유동성장기부채	1,368	1,301	799	799	799
비유동부채	8,059	8,141	9,334	10,248	9,407
장기차입금	5,384	5,122	5,205	6,119	5,278
사채	1,497	1,497	2,347	2,347	2,347
부채총계	16,213	16,824	19,056	20,664	20,616
지배지분	3,736	3,080	1,176	1,621	2,152
자본금	106	106	106	106	106
자본잉여금	899	899	899	899	899
이익잉여금	3,299	3,199	1,828	2,159	2,690
비지배지분	5,469	4,697	3,528	4,142	5,500
자본총계	9,205	7,777	4,704	5,762	7,652
순차입금	8,085	9,503	11,717	11,918	9,922
총차입금	10,531	11,084	13,949	15,490	15,277

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,878	1,943	-441	2,200	2,650
당기순이익	56	100	-1,885	485	734
감가상각비	1,020	1,310	1,379	1,374	1,579
외환손익	65	-34	3	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	-6	-35	-39
자산부채의 증감	101	-594	-835	-544	-496
기타현금흐름	636	1,161	904	920	871
투자활동 현금흐름	-8,354	-2,859	-1,214	-2,718	-2,718
투자자산	-6,444	303	68	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,913	-2,782	-2,209	-2,700	-2,700
유형자산 감소	9	2	11	0	0
기타현금흐름	-5	-382	916	-18	-18
재무활동 현금흐름	7,054	360	2,580	1,802	15
단기차입금	1,344	594	2,269	627	627
사채 및 장기차입금	2,108	-25	219	914	-841
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-74	-80	-89	-57	-89
기타현금흐름	3,677	-128	181	318	318
연결범위변동 등 기타	23	-114	-124	58	1,836
현금의 증감	602	-670	801	1,341	1,783
기초 현금	1,393	1,995	1,326	2,127	3,468
기말 현금	1,995	1,326	2,127	3,468	5,251
NOPLAT	703	862	777	879	1,137
FCF	-265	-933	-758	-1,050	-639

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

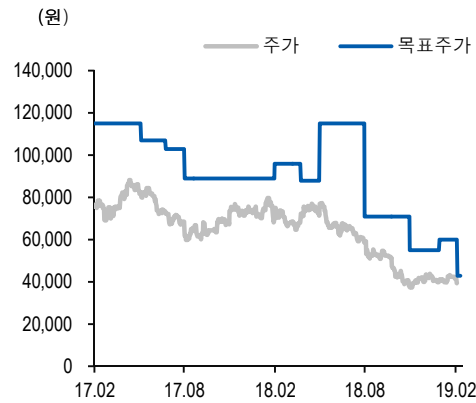
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	583	-66	-6,647	1,762	2,862
BPS	17,654	14,554	5,558	7,659	10,171
EBITDAPS	9,595	12,080	11,183	11,567	13,525
SPS	67,682	81,015	83,613	92,995	104,735
DPS	350	350	200	350	350
PER	163.8	-1,104.5	-6.2	22.4	13.8
PBR	5.4	5.0	7.4	5.1	3.9
EV/EBITDA	16.6	11.6	10.0	10.0	8.3
PSR	1.4	0.9	0.5	0.4	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	20.0	19.7	3.2	11.2	12.6
영업이익 증가율 (%)	5.1	22.6	-9.9	13.1	29.4
지배순이익 증가율 (%)	-76.2	적전	적지	혹전	62.4
매출총이익률 (%)	50.9	50.6	51.6	54.4	54.6
영업이익률 (%)	4.9	5.0	4.4	4.5	5.1
지배순이익률 (%)	0.9	-0.1	-7.9	1.9	2.7
EBITDA 마진 (%)	14.2	14.9	13.4	12.4	12.9
ROIC	1.9	4.7	4.6	4.1	5.3
ROA	0.6	-0.1	-5.8	1.5	2.2
ROE	3.1	-0.4	-66.1	26.7	32.1
부채비율 (%)	176.1	216.3	405.1	358.6	269.4
순차입금/자기자본 (%)	216.4	308.5	996.3	735.4	461.0
영업이익/금융비용 (배)	2.0	2.2	1.7	2.6	3.4

CJ CGV (079160) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-13	HOLD	43,000	1년		
2019-01-08	BUY	60,000	1년	-31.16	-28.00
2018-11-09	BUY	55,000	1년	-25.45	-20.18
2018-08-10	BUY	71,000	1년	-32.02	-21.97
2018-05-11	BUY	115,000	1년	-42.86	-32.78
2018-04-03	BUY	88,000	1년	-15.77	-12.50
2018-02-09	BUY	96,000	1년	-28.13	-23.02
2017-08-11	BUY	89,000	1년	-21.70	-10.45
2017-07-04	BUY	103,000	1년	-32.52	-29.61
2017-05-15	BUY	107,000	1년	-26.67	-21.03

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	14.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-10

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자시결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.