

CJ CGV
(079160)

김화재

이재은

hojae.kim@daishin.com

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

36,000

유지

현재주가

(21.04.16)

26,700

미디어업종

어려움에도 끝은 있다

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 36,000원 유지

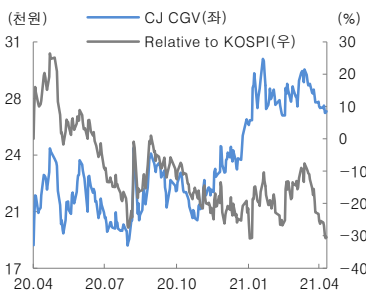
- 본사, 터키, CGI(동남아 SPC), 4DX의 21년 실적을 합산한 SOTP 방식 적용

3천억의 영구 전환사채 발행, 재무구조 개선

- 전일 CGV는 3천억원 규모의 무기명식 이권부 무보증 후순위 전환사채 발행 결정. 만기는 30년(51.6.8)이어서 회계상 자본으로 분류
- 구주주 청약 5/31~6/1, 일반공모 청약 6/3~6/4, 납입 6/8. 표면이자율 1%, 발행일로부터 5년 후 표면이자율에 2% 가산, 이후 매 1년마다 0.5%씩 가산
- 전환가액은 26,600원(예정)이고, 전환청구기간은 21.7.8~51.5.8
- CGV Call Option: 발행일로부터 5년 시점인 26.6.8~. 또는, 발행일로부터 1개월 경과시점(21.7.8) 이후 15거래일간 주가가 전환가액의 130%를 초과할 경우. Call Option 행사 시점이 발행일로부터 5년 이전인 경우 YTC 3% 적용
- 대표 주관사가 총액인수하는 방식이고 중도상환권(Call Option)은 있고, 조기상환청구권(Put Option)은 없으며, 시가하락에 따른 전환가격의 조정도 없음
- 전환가액의 130%부터 Call Option이 적용되기 때문에, 주가가 35천원 수준을 상회할 경우 빠르게 전환권 행사가 발생할 것으로 전망
- 터키 MARS 인수 과정에서 발생한 TRS 약 3.4천억원을 상반기 중에 상환하더라도 2천억원 수준의 운영자금에 보유 중. 이번 3천억원의 자금 조달은 운영자금 확충 효과도 있지만, 재무구조 개선의 효과가 더 클 것으로 전망
- 20년말 기준 부채비율은 1,413%인데, 이번 CB 발행으로 692%로 감소. 리스 부채 제외 기준으로는 665%에서 326%로 감소
- CGV는 20년초부터 어려운 과정을 겪으면서 사이트당 판관비는 직전 5년 평균의 50% 수준으로 줄었고, 2차례에 걸친 티켓 가격 인상이 있었기 때문에, 이제 관객수만 회복되면 수익성과 주가는 빠르게 회복될 것으로 전망. 한국 기준 19년 관객수 2.2억명의 80% 수준 회복시 이익은 19년 수준 회복 가능할 것

KOSPI	3198.62
시가총액	937십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	23십억원
52주 최고/최저	29,950원 / 18,400원
120일 평균거래대금	132억원
외국인보유율	6.19%
주요주주	CJ 38.40%
	국민연금공단 5.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.6	-6.2	23.0	28.8
상대수익률	-12.3	-9.5	-9.9	-25.2



(단위: 십억원 %)

구분	1Q20	4Q20	1Q21(F)		YoY	QoQ	Consensus	2Q21		
			직전추정	당사추정				당사추정	YoY	QoQ
매출액	243	143	175	168	-30.9	17.3	201	262	529.4	55.6
영업이익	-72	-90	-50	-53	적지	적지	-58	-4	적지	적지
순이익	-96	-296	-52	-51	적지	적지	-60	-20	적지	적지

자료: CJ CGV, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,942	583	1,091	1,197	1,329
영업이익	122	-389	36	62	100
세전순이익	-229	-862	-68	-34	12
총당기순이익	-239	-752	-51	-25	9
자배지분순이익	-153	-635	-44	-22	8
EPS	-6,358	-22,531	-1,165	-472	176
PER	NA	NA	NA	NA	152.0
BPS	11,261	4,744	10,268	7,929	8,104
PBR	2.8	5.3	2.6	3.4	3.3
ROE	-57.6	-314.4	-16.9	-5.8	2.2

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	1,087	1,193	1,091	1,197	0.3	0.4
판매비와 관리비	466	513	466	513	0.0	0.0
영업이익	29	55	36	62	20.7	13.3
영업이익률	2.7	4.6	3.3	5.2	0.6	0.6
영업외손익	-103	-95	-103	-96	적자유지	적자유지
세전순이익	-73	-41	-68	-34	적자유지	적자유지
지배지분순이익	-44	-24	-44	-22	적자유지	적자유지
순이익률	-5.1	-2.6	-4.7	-2.1	적자유지	적자유지
EPS(지배지분순이익)	-1,832	-1,015	-1,165	-472	적자유지	적자유지

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

표 1. 전환사채 발행

(%)

사채의 권면 총액	3 천억원
자금조달의 목적	운영자금 900 억원 / 채무상환자금 2.1 천억원
사채의 이율	1%
사채만기일	2051 년 6 월 8 일
이사회 결의일	2021 년 4 월 16 일
사채 발행방법	공모
전환가액	26,600 원
전환에 따라 발행할 주식	11,278,195 주
주식 총수 대비	34.32%
전환청구기간	2021 년 7 월 8 일 ~ 2051 년 5 월 일
발행회사의 중도상환권(Call Option)	발행일로부터 5 년인 2026 년 6 월 8 일~ 발행일로부터 1 개월 경과시점(2021 년 7 월 8 일) 이후 15 개월간 주가가 전환가액의 130%를 초과할 경우 Call Option 행사시점이 발행일로부터 5 년 이전인 경우는 YTC 3% 적용
구주주 청약일	2021 년 5 월 31 일~6 월 1 일
일반공모 청약일	2021 년 6 월 3 일~6 월 4 일
납입일	2021 년 6 월 8 일
대표주관회사	미래에셋증권 총액인수 방식

자료: 전자공시, 대신증권 Research Center

표 2. CJ CGV SOTP Valuation

(억원 배, %)

항목	지역별	EBITDA	EV/EBITDA	기업가치	지분율	작장가치	주당가치	EV/EBITDA 멀티플 기준
A	영업가치			21,140		18,291	52,110	
	본사	1,423	7.4	10,504	100.0	10,504	29,927	15~19 EV/EBITDA 평균 대비 60% 적용
	CGI	1,142	7.7	8,747	71.4	6,248	17,801	외자유치 기준 대비 60% 적용
	Turkey	152	7.4	1,120	75.2	843	2,401	본사 수준
	4DX	104	7.4	769	90.5	696	1,982	본사 수준
B	비영업가치							
C	총기업가치(A+B)			21,140		18,291	52,110	
D	순차입금			5,259		5,259	14,983	
E	주주가치(C-D)			15,881		13,032	37,127	

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

1Q21 Preview: 어려움에도 끝은 있다

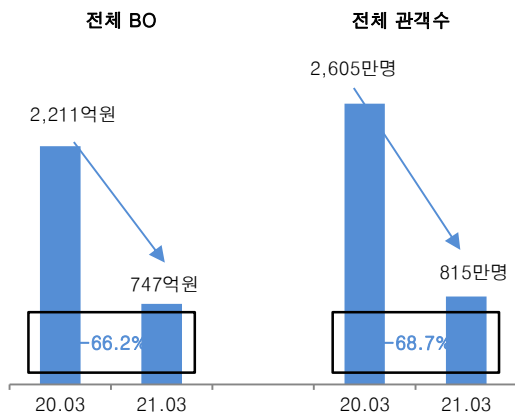
매출 1.7천억원(-31% yoy, +17% qoq), 영업이익 -530억원(적지 yoy, 적지 qoq) 전망
 국내 전국 관객수는 815만명으로 전년 동기대비 69% 감소했지만, 3월 관객수는 326만명으로 전년 동기대비 78% 증가. 3월부터는 주간 관객수도 전년 동기대비 턴어라운드
 중국은 극장 상황 매우 양호. 1Q21 박스오피스는 181억 위안으로 전년 동기대비 713% 증가. 과거와 비교해보더라도 1Q18의 202억 위안과, 1Q19의 186억 위안에 이은 3번째 어려운 환경이지만 한국 영화는 20.6월부터 꾸준히 개봉 중. 20.8월 극장 성수기에는 개봉일 기준 관객수가 19년의 80% 수준까지 회복. 당시 뛰어났기와 상영시간의 단축에도 불구하고 달성한 성과. 볼거리만 있다면 극장의 수요는 충분하다는 것을 보여준 사례. 21.2월 <미나리>, 3월 <자산어보>, 4월 <서복> 등 올해도 한국영화는 꾸준히 개봉
 <분노의 질주: 더 얼티메이트>가 5/19 개봉을 확정하면서 예고편 공개. 코로나 이후 개봉하는 가장 기대되는 할리우드 블록버스터

한국영화에 이어서 할리우드 블록버스터도 개봉을 시작하고, 4/25(일) 아카데미 시상식에 <미나리>가 6개 분야에 노미네이트 되어있어서 4월부터는 본격적으로 영화에 대한 관심이 증가하면서 관객수 회복 및 주가 상승으로 이어질 것으로 전망

일부 영화가 극장 개봉을 건너뛰고 OTT 개봉을 결정하거나 극장과 OTT의 동시 개봉을 결정하면서 극장에 대한 우려감을 나타내는 시각도 있으나, 개봉작만 충분히 등장하면 해결될 이슈라고 판단. 극장은 5천만명을 대상으로 서비스를 제공하고, OTT는 플랫폼별 가입자(200~500만명 수준)에게만 국한된 서비스여서, OTT들이 단독으로 개봉영화를 지속적으로 취급하기는 어려움

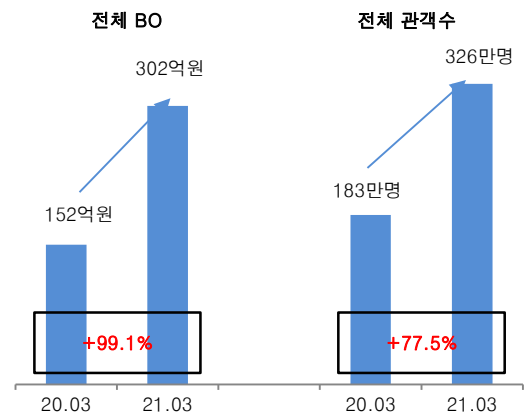
백신 보급 및 개봉작 등장과 함께 극장이 정상화될 시점이 멀지 않았다고 판단

그림 1. 한국 3월 누적 BO



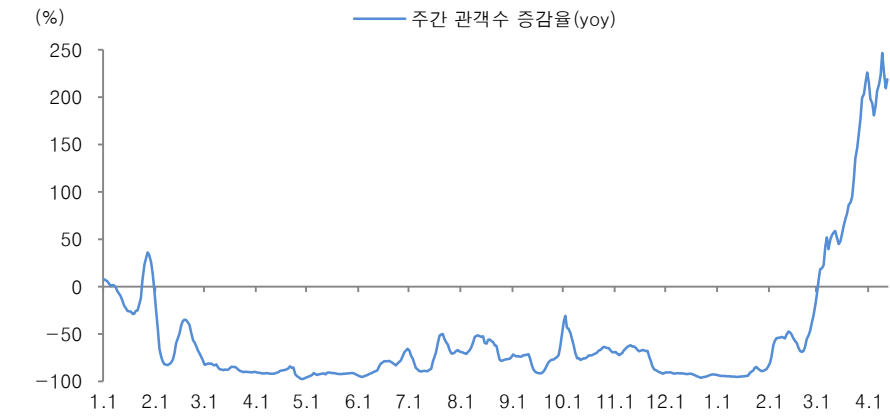
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 2. 한국 3월 BO



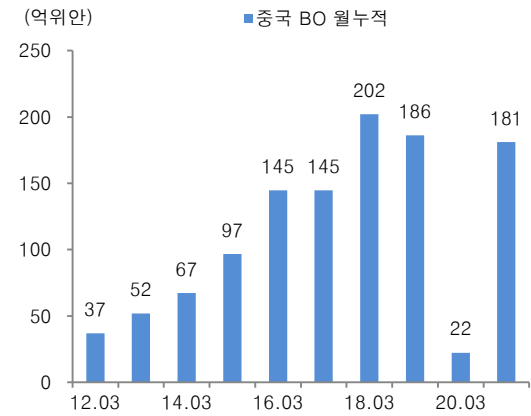
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 3. 3월부터 주간 관객수 턴어라운드



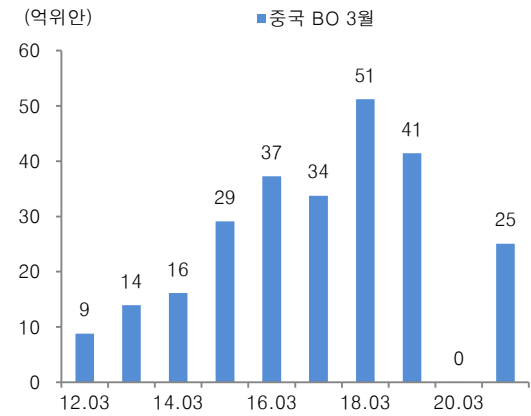
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 4. 중국 3월 누적 BO. 빠르게 회복 중



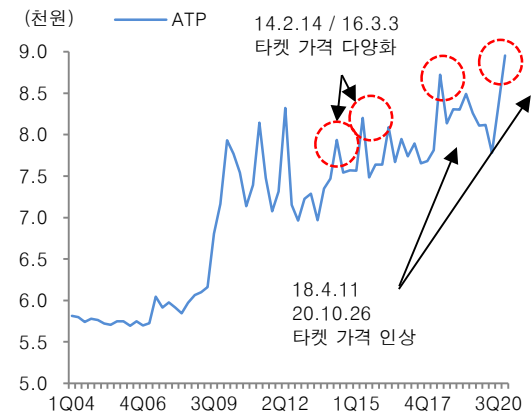
자료: cbooo.cn, 대신증권 Research Center

그림 5. 중국 3월 BO



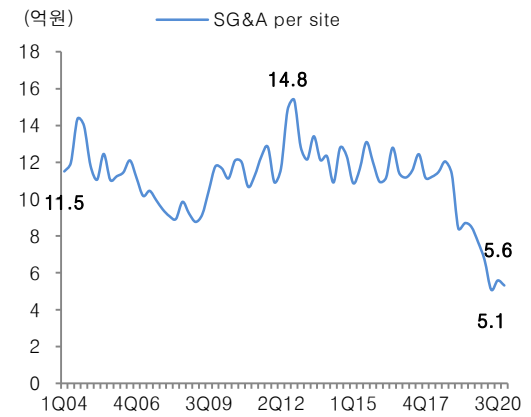
자료: cbooo.cn, 대신증권 Research Center

그림 6. ATP 상승



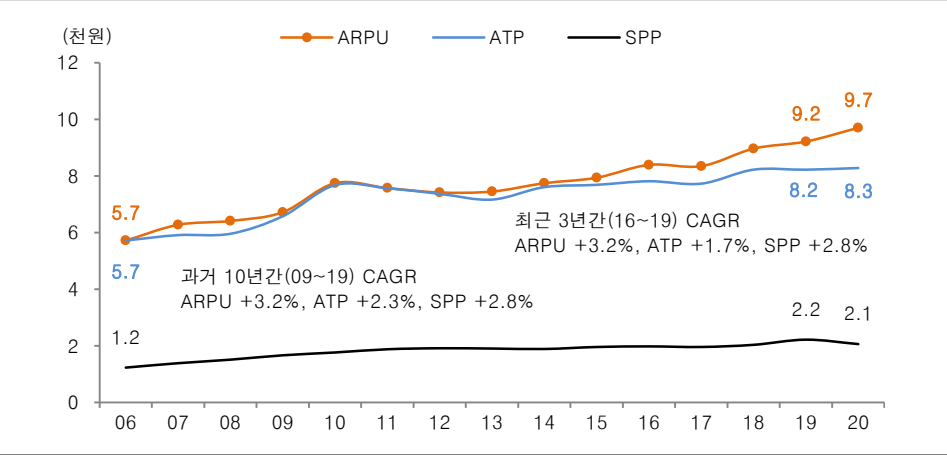
자료: CGV, 대신증권 Research Center

그림 7. 사이트당 판관비는 역대 최저



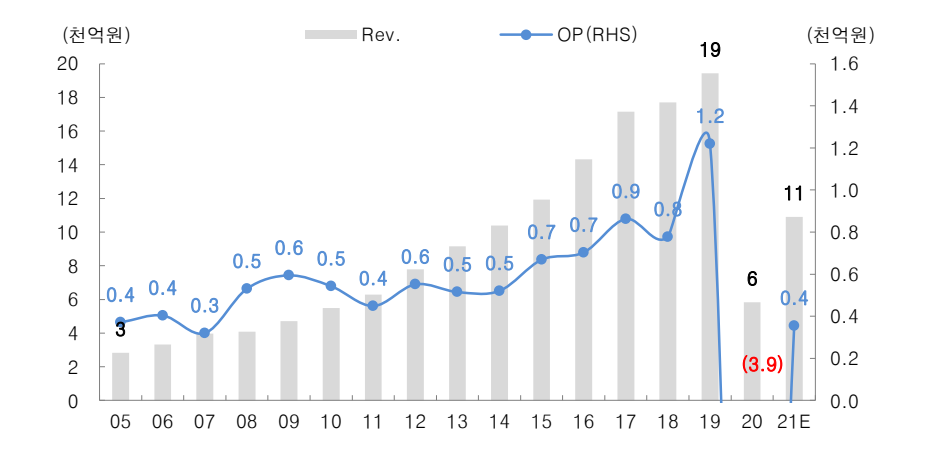
자료: CGV, 대신증권 Research Center

그림 8. ARPU, ATP, SPP 는 꾸준히 상승



자료: CGV, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. 21E OP 360 억원. 관객수와 이익은 15~19 년의 50~60% 수준 회복 전망



자료: CGV, 추정은 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

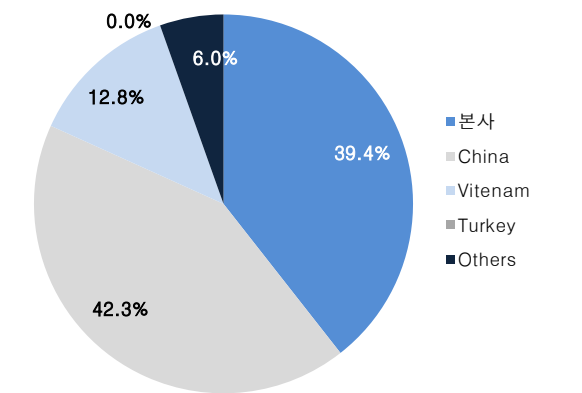
- 2020년 매출 5,845억원 OP -3,925억원 당기순이익 -16,304억원
- 4Q20 기준 지역별 매출 비중 본사 39.4%, 중국 42.3%, 베트남 12.8%, 터키 0.0%, 기타 0.0%
- 4Q20 기준 주요 주주는 씨제이(주) 38.4%, 우리사주조합 5.7%,

주가 코멘트

- 코로나 영향으로 개봉작 개봉 지연에 따른 불가리 부족으로 실적 및 주가 하락. 거리두기 단계 조정에 따라 극장 운영 방식이 변하고 있지만, 21.4월 현재 운영 시간의 제약은 없고 일부 띄어앉기만 진행
- 한국영화는 20.6월부터 꾸준히 개봉하고 있고, 할리우드 블록버스터도 21.5월부터 개봉을 시작할 예정이어서, 관객수 및 실적은 빠르게 회복하면서 주가도 상승할 것으로 전망

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

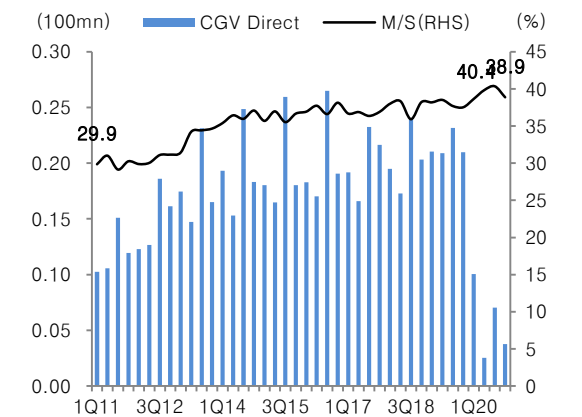
지역별 매출 비중(4Q20)



자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

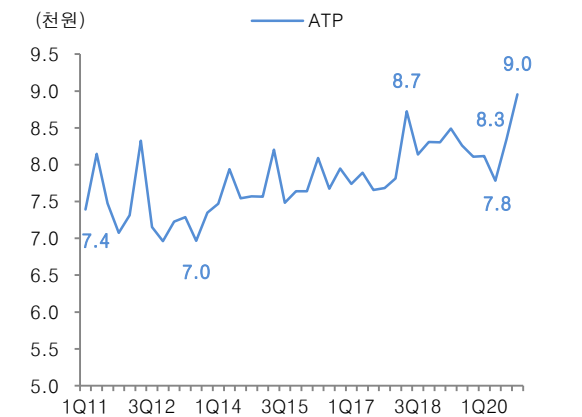
2. Earnings Driver

그림 1. CGV 국내 직영 관객수 및 점유율(4Q20)



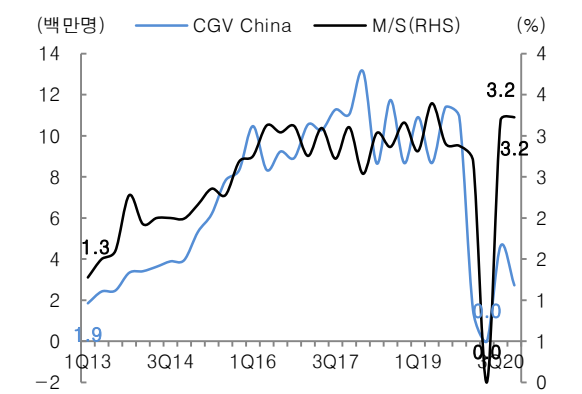
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 2. 국내 ATP(Average Ticket Price)(4Q20)



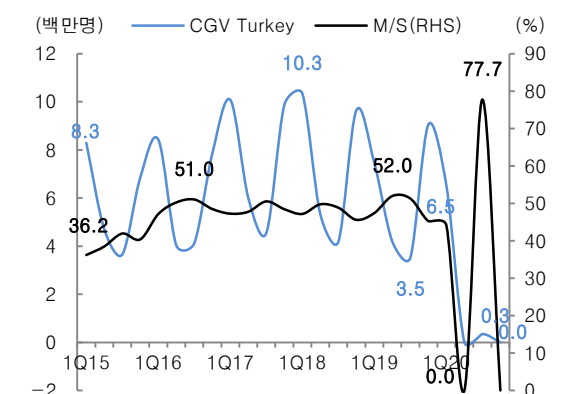
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 3. CGV 중국 관객수 및 점유율(4Q20)



자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 4. CGV 터키 관객수 및 점유율(4Q20)



자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,942	583	1,091	1,197	1,329
매출원가	0	0	589	622	669
매출총이익	1,942	583	501	575	661
판매비와관리비	1,820	972	466	513	561
영업이익	122	-389	36	62	100
영업외수익	6.3	-66.6	3.3	5.2	7.5
EBITDA	490	-26	502	475	295
영업외손익	-351	-474	-103	-96	-87
관계기업손익	5	-6	8	8	8
금융수익	21	24	22	22	23
외환보통이익	0	0	0	0	0
금융비용	-250	-349	-143	-135	-127
외환보통손실	9	21	0	0	0
기타	-127	-142	10	9	10
법인세비용차감전순이익	-229	-862	-68	-34	12
법인세비용	-11	111	17	8	-3
계속사업순이익	-239	-752	-51	-25	9
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-239	-752	-51	-25	9
당기순이익	-12.3	-128.8	-4.7	-2.1	0.7
비재계분순이익	-86	-116	-7	-3	1
재계분순이익	-153	-635	-44	-22	8
매분기금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-8	-33	10	20	30
포괄순이익	-247	-785	-41	-5	39
비재계분포괄이익	-98	-166	-5	-1	5
재계분포괄이익	-148	-619	-35	-4	34

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-6,358	-22,531	-1,165	-472	176
PER	NA	NA	NA	NA	152.0
BPS	11,261	4,744	10,268	7,929	8,104
PBR	2.8	5.3	2.6	3.4	3.3
EBITDAPS	20,400	-921	13,242	10,250	6,360
EV/EBITDA	8.3	NA	6.9	6.7	10.4
SPS	80,898	20,688	28,741	25,814	28,662
PSR	0.4	1.2	0.9	1.0	0.9
CFPS	21,280	-2,451	18,755	14,932	11,211
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증/감	9.8	-70.0	86.9	9.8	11.0
영업이익 증/감	57.0	작전	흑전	74.6	60.6
순이익 증/감	작지	작지	작지	작지	흑전
수익성					
ROIC	9.7	-28.7	2.9	7.8	18.6
ROA	3.6	-8.8	0.8	1.5	2.5
ROE	-57.6	-314.4	-16.9	-5.8	2.2
안정성					
부채비율	652.6	1,412.7	971.9	989.6	933.5
순차입금비율	502.9	1,030.6	642.2	602.1	563.1
이자보상비율	0.8	-2.4	0.8	1.3	2.1

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	677	949	1,189	1,342	1,321
현금및현금성자산	352	681	851	988	948
매출채권 및 기타채권	203	86	148	161	177
재고자산	22	16	30	33	37
기타유동자산	101	166	160	160	160
비유동자산	3,847	3,405	3,030	2,709	2,605
유형자산	924	791	438	135	47
관계기업투자지분	54	30	26	22	17
기타비유동자산	2,868	2,584	2,566	2,552	2,541
자산총계	4,524	4,355	4,220	4,051	3,927
유동부채	1,120	1,311	1,339	1,345	1,539
매입채무 및 기타채무	312	179	207	213	220
차입금	235	435	435	435	435
유동상채무	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	3,826	3,679	3,547
자본계분	270	134	390	368	376
자본금	11	18	23	23	23
자본잉여금	90	302	596	596	596
이익잉여금	15	-628	-672	-694	-685
기타자본계분	155	442	442	442	442
비재계분	331	154	4	4	4
자본총계	601	288	394	372	380
순차입금	3,023	2,967	2,528	2,239	2,140

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	283	-268	633	642	457
당기순이익	-239	-752	-51	-25	9
비현금성항목의가감	750	683	762	718	511
감가상각비	368	363	467	413	195
외환손익	-1	7	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	383	313	295	304	315
자산부채의증감	-50	-20	-55	-17	-19
기타현금흐름	-178	-180	-24	-33	-44
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	521	221	221
단기차입금	34	234	0	0	0
사채	-1	238	0	0	-100
장기차입금	30	-45	0	0	-87
유상증자	0	219	300	0	0
현금배당	-12	-17	0	0	0
기타	55	104	221	221	408
현금의증감	166	329	170	137	-41
기초 현금	185	352	681	851	988
기말 현금	352	681	851	988	948
NOPLAT	128	-339	27	47	75
FCF	271	-73	396	362	172

[Compliance Notice]

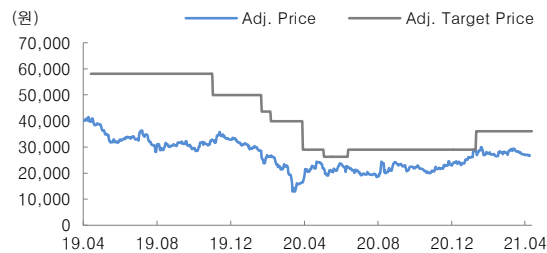
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	21.04.19	21.01.17	20.12.19	20.06.19	20.05.10	20.04.05
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	36,000	29,000	29,000	26,300	29,000
과다율(평균%)		(22.85)	(11.29)	(25.62)	(18.20)	(24.80)
과다율(최대/최소%)		(16.81)	0.17	(15.34)	(10.00)	(15.94)
제시일자	20.02.12	20.01.28	19.11.08	19.10.20	19.04.20	
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	
목표주가	39,900	43,500	49,900	58,100	58,100	
과다율(평균%)	(49.75)	(40.86)	(35.86)	(45.47)	(43.81)	
과다율(최대/최소%)	(33.07)	(38.23)	(28.36)	(43.52)	(29.37)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210415)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.3%	8.7%	1.0%

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