

CJ CGV (079160)

미디어/엔터



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이해인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	27,000원 (U)
현재주가 (4/30)	26,100원
상승여력	3%

시가총액	9,161억원
총발행주식수	35,100,000주
60일 평균 거래대금	91억원
60일 평균 거래량	329,634주
52주 고	29,950원
52주 저	18,400원
외인지분율	3.75%
주요주주	CJ 38.40%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.1)	(2.8)	7.8
상대	(8.4)	(8.1)	(33.3)
절대(달러환산)	(4.3)	(2.2)	18.0

코로나 종식 이후 이익체력 상승 기대

2H21부터 실적 회복구간 진입 예상

실적 : 동사의 분기별 예상 연결 영업이익 흐름은 1Q21 -913억원 → 2Q21 -818억원 → 3Q21 7억원 → 4Q21 208억원. 동 전망은 할리우드 영화 개봉작이 2021년 7월부터 『블랙 위도우』를 필두로 유익미하게 증가하고 2021년 연말로 갈수록 코로나 백신 접종률이 높아질 것 이란 점을 감안한 것

채무상환 이슈 : 본사가 2021년 5월에 상환 예정인 TRS 정산금액은 이미 현금으로 확보된 상태. 그 외에, 본사가 2021년 연내 상환해야 할 이자지급성 부채는 600억원에 불과

전환사채 발행 → 2021년 7월 이후 Overhang Issue로 작용

동사가 2021년 6월 발행 예정인 신종자본 전환사채의 예상 전환가액은 주당 26,600원. 전환권은 2021년 7월 8일부터 행사 가능. 전환권 전량 행사시, 동사의 보통주는 기존 3,510만주 → 4,638만주(+1,128만주; +32%)로 증가. 신규 상장 보통주 1,128만주는 동사 추가에 있어 Overhang Issue로 작용하게 될 것. 반면, 전환사채 투자자 입장에서, 동사의 디폴트 리스크가 제한적인 가운데 3Q21부터 유의미한 실적회복 흐름이 기대됨에 따라 연내 전환권 행사에 따른 차익 실현 기회 확보 가능 기대

코로나 종식 이후 이익체력 상승 기대

동사에 대한 투자의견 Hold를 유지하며, 목표주가는 기존 2.3만원 → 2.7만원으로 상향 조정. 목표주가 2.7만원은 1)향후 1년 내에 동사의 이익레벨이 2019년 레벨로 회복되고, 2)신규 발행 예정인 신종자본 전환사채가 보통주로 전량 전환된다는 가정 하에 산출

2021년말 코로나 집단면역 형성을 전제로 할 경우, CJ CGV의 연결 EBITDA는 2019년 4,910억원 → 2022년(e) 5,691억원으로 증가할 전망. **연간 EBITDA 5,691억원을 기준으로 평가시, 동사의 주당 적정 기업가치는 3.9만원으로 상승 가능.** 동사의 경영기조가 글로벌 확장 → 수익성 중심 경영으로 이동하고 있어, 코로나 종식 이후 동사의 연간 이익체력은 당사 전망치를 상회할 수 있음. 동사의 실적회복 흐름을 지켜보면서, 추후 투자의견 상향 여부 검토 계획

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,771	-27.2	23.6	1,755	0.9
영업이익	-913	적지	적지	-686	-33.1
세전계속사업이익	-1,292	적지	적지	-1,078	-19.9
지배순이익	-1,259	적지	적지	-880	-43.1
영업이익률 (%)	-51.5	적지	적지	-39.1	-12.4 %pt
지배순이익률 (%)	-71.1	적지	적지	-50.1	-21.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	19,423	5,834	11,599	22,173
영업이익	1,220	-3,887	-1,516	1,918
지배순이익	-1,526	-6,354	-3,007	238
PER	-5.5	-1.0	-3.0	38.5
PBR	3.1	5.8	51.8	22.1
EV/EBITDA	8.2	-125.1	17.8	6.4
ROE	-57.6	-314.4	-397.0	80.5

자료: 유안타증권

결론 : 코로나 종식 이후, 이익체력 상승 기대

CJ CGV(079160)에 대한 투자의견 Hold를 유지하며, 목표주가는 기존 2.3만원 → 2.7만원으로 상향 조정한다. 목표주가 2.7만원에 내재된 가정은 1)향후 1년 내에 동사의 이익레벨이 2019년 레벨로 회복되고, 2)신규 발행 예정인 신종자본 전환사채가 보통주로 전량 전환되는 것이다.

CJ CGV가 2021년 6월에 발행 예정인 신종자본 전환사채의 예상 전환가액은 주당 26,600원이다. 전환권은 2021년 7월 8일부터 행사할 수 있다. 전환권이 전량 행사될 경우, 보통주 신주가 1,128만주 상장되게 된다. 전환권 행사에 따른 신규 발행 신주들은 2021년 7월 이후 동사 주가의 Overhang Issue 로 작용하게 될 전망이다.

동사의 실적 측면에서 살펴보면, 1Q21과 2Q21은 동사 실적의 바닥권 형성 시점으로 판단된다. 할리우드 영화 개봉작이 2021년 7월부터 『블랙 위도우』를 필두로 유의미하게 증가하고 2021년 연말로 갈수록 코로나 백신 접종률이 높아질 것이란 점을 감안하면, CJ CGV의 연결 영업이익 흐름은 3Q21 BEP → 4Q21 200억원대 수준으로 개선될 것으로 기대된다.

동사의 채무상환 일정 측면에서 살펴보면, CJ CGV 본사가 2021년 5월에 상환 예정인 TRS 정산금액은 이미 현금 확보된 상황이고, 본사가 2021년 연내 상환해야 할 이자지급성 부채도 600억원에 불과해 부담이 없는 상황이다. 2022년에도 만기 상환해야 할 부채는 500억원 수준에 불과하다. CJ 지주사도 2020년 동사의 유상증자 참여와 신종자본 대여금 제공을 통해 책임경영에 대한 의지를 피력했다. 동사는 CJ그룹사의 계열사로 여전히 A- 수준의 신용등급을 유지하고 있고, 영화관 사업은 Capex 규모만 조절하면 대규모 FCF 창출이 용이한 구조에 있어 코로나 종식 이후엔 자금상환에 대한 우려가 전혀 없다. 채무상환 일정, 그룹사 지원, 코로나 회복 등을 감안하면, 동사의 디폴트 리스크는 극히 제한적인 것으로 판단된다.

CJ CGV는 코로나 종식 이후에도, 수익성 중심의 경영 기조를 유지할 것으로 예상된다. 특히, 본사는 향후 수년간 철저한 이익관리 기조 속에서 FCF를 창출해 부채를 상환하고 자기자본을 확충하는 행보를 보일 것이다. 2020년 12월에 CJ 지주사로부터 확보한 신종자본 차입금도 이자 부담이 큰 관계로 현금이 확보되는대로 조기 상환에 나서게 될 것이다. 또한, 본사 재무구조 개선이 전제되어야, 성장시장에 진출한 자회사들의 신규 출점비용도 원활하게 조달될 수 있다는 점에 주목해야 한다. 코로나 이후의 본사 OPM은 10%대 이상으로 상승할 가능성도 충분하다.

2021년말 코로나 집단면역 형성을 전제로 할 경우, CJ CGV의 연결 EBITDA는 2019년 4,910억원 → 2022년(e) 5,691억원으로 증가할 전망이다. 연간 EBITDA 5,691억원을 기준으로 평가 시, 동사의 주당 적정 기업가치는 3.9만원으로 상승할 수 있다. 동사가 2020~21년의 코로나 구간에서 비용관리에 최대한의 노력을 기울이고 있는 점은 2022년 이익단의 성과로 돌아올 수 있다. 동사의 연간 EBITDA 체력이 당사 추정치를 상회할 가능성도 열어놓아야 한다는 판단이다. 당사는 이번 보고서에서 동사에 대한 투자의견을 Hold 로 유지하지만, 추후 동사의 실적 회복 강도를 확인하면서 투자의견을 Buy로 상향할 수 있음을 밝힌다.

Valuation

CJ CGV의 신규 목표주가 2.7만원(기업가치 12,539억원)은 Sum-of-the-parts(SOTP) 방식을 통해 산출했다. 계산식은 “영업자산가치 4.1조원(주당 89,000원) + 투자자산가치 428억원(주당 900원) - 순차입금 2.9조원 (주당 62,900원)” 이다. [표1] 영업자산가치 4.1조원은 동사의 실적 이 2019년 레벨로 회복된다는 전제 하에 산출했으며, 계산식은 “국내 2.36조원 + 터키 2,505억원 + 4DX 3,432억원 + 통합 CGI홀딩스 1.17조원” 이다. 발행주식수는 기존 발행주식수 3,510만주에 전환사채 관련 잠재 신주 발행물량 1,128만주를 가산한 4,638만주를 기준으로 주당 적정가치를 산출했다. 참고로, **CJ CGV 본사 기업가치는 9,644억원, 자회사 합산 기업가치는 2,895억원으로 산출했다.** 본사 기업가치 9,644억원의 계산식은 “영업자산가치 2.36조원 - 순차입금 1.4조원” 이다.

CJ CGV는 2018~19년 들어 수익성 중심의 경영으로 경영기조를 전환하기 시작했으며, 2020년 팬데믹을 계기로 인건비 등 고정비 축소에 만전을 기하고 있다. 당사는 2022년 코로나 종식을 전제시, 2019년 이후의 자연성장 및 고정비 축소효과 등으로 인해 동사의 EBITDA가 2019년 4,910억원 → 2022년 5,691억원으로 개선될 것으로 기대한다. 2022년 예상 EBITDA 5,691억원을 기반으로 SOTP 방식으로 기업가치를 재계산시, 동사의 적정 주가는 3.9만원(기업가치 1.82조원)으로 상승할 수 있다. 계산식은 “영업자산가치 4.7조원(주당 101,000원) + 투자자산가치 428억원(주당 900원) - 순차입금 2.9조원(주당 62,900원)” 이다. [표2] 이 경우, CJ CGV 본사 기업가치는 1.2조원, 자회사 합산 기업가치는 6,174억원으로 산출된다. 즉, **동사의 주당 기업가치는 기업가치 회복 국면에서 2.7만원 ~ 3.9만원 사이에서 형성될 수 있다는 판단이다.**

[표 1] CJ CGV주 주당 기업가치 산출 - 2019년 이익레벨로의 회복을 전제로 한 목표주가 산출 방식

구분	신규 (2021.05.03)	주요 내역						
(+) 영업자산가치	41,291억원	사업부문	영업이익	감가상각비	EBITDA	적정배율	적정사업가치	비고
		국내상영관	684억원	1,680억원	2,365억원	10.0x	23,647억원	2019년 실적
		터키상영관	66억원	300억원	366억원	13.0x	2,505억원	2019년 실적 (지분율 75.2%, 할인률 30%)
		4DX 특화관	-	-	-	-	3,432억원	2019년 실적 (PSR 4.8배; 지분율 90%, 할인률 30%)
		통합 CGI 홀딩스	-	-	-	-	11,707억원	3개국 가치(중국 + 베트남 + 인도네시아) x 지분율 71.43%
		합계					41,291억원	
		[통합 CGI 홀딩스 가치 세부구성]						
중국상영관	182억원	971억원	1,153억원	13.0x	10,492억원	2019년 실적 (할인률 30%)		
베트남상영관	202억원	369억원	571억원	13.0x	4,157억원	2019년 실적 (지분율 80%, 할인률 30%)		
인도네시아상영관	167억원	208억원	375억원	13.0x	1,740억원	2019년 실적 (지분율 51%, 할인률 30%)		
(+) 투자자산가치	428억원	투자자산 구성	지분율	장부가액	PBR	적정가치	비고	
		투자부동산	-	428억원	1.0x	428억원	-	
		합계		428억원		428억원		
(-) 연결 순차입금	29,180억원							
순차입금	4,124억원	- 4Q20 기준 (본사 205억원, 자회사 3,920억원)						
리스부채	21,524억원	- 4Q20 기준 (본사 10,268억원, 자회사 11,256억원)						
본사 TRS 정산 예정금액	3,532억원	- 2021년 5월 정산 예정 (현금 지급)						
보통주 주주가치(A)	12,539억원							
발행주식수(B)	4,638만주	- 기존 발행주식 3,510만주 + 전환 신주 1,128만주						
주당 주주가치(A/B)	27,000원							

주: CJ CGV 본사는 TRS 정산 이후, 터키법인 유효지분율을 기존 39.2% → 75.2%로 확대하게 됨

자료: 유안타증권 리서치센터

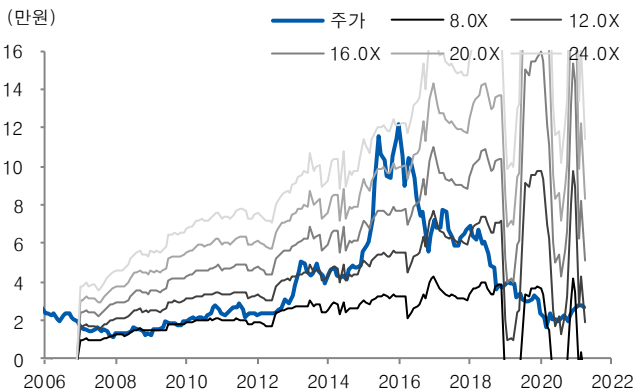
[표 2] CJ CGV(주) 주당 기업가치 산출 - 2022년 예상 실적 기준

구분	참고용 (2021.05.03)	주요 내역						비고
(+) 영업자산가치	46,927억원	사업부문	영업이익	감가상각비	EBITDA	적정배율	적정사업가치	
		국내상영관	989억원	1,611억원	2,601억원	10.0x	26,006억원	2022년 실적
		터키상영관	100억원	238억원	337억원	13.0x	2,309억원	2022년 실적 (지분율 75.2%, 할인율 30%)
		4DX 특화관	-	-	-	-	4,293억원	2022년 실적 (PSR 4.8배; 지분율 90%, 할인율 30%)
		통합 CGI 홀딩스	-	-	-	-	14,319억원	3개국 가치(중국 + 베트남 + 인도네시아) x 지분율 71.43%
		합계					46,927억원	
		[통합 CGI 홀딩스 가치 세부구성]						
		중국상영관	296억원	1,133억원	1,429억원	13.0x	13,002억원	2022년 실적 (할인율 30%)
		베트남상영관	284억원	387억원	670억원	13.0x	4,879억원	2022년 실적 (지분율 80%, 할인율 30%)
		인도네시아상영관	223억원	243억원	466억원	13.0x	2,165억원	2022년 실적 (지분율 51%, 할인율 30%)
(+) 투자자산가치	428억원	투자자산 구성	지분율	장부가액	PBR	적정가치		비고
		투자부동산	-	428억원	1.0x	428억원		-
		합계		428억원		428억원		
(-) 연결 순차입금	29,180억원							
순차입금	4,124억원	- 4Q20 기준 (본사 205억원, 자회사 3,920억원)						
리스부채	21,524억원	- 4Q20 기준 (본사 10,268억원, 자회사 11,256억원)						
본사 TRS 정산 예정금액	3,532억원	- 2021년 5월 정산 예정 (현금 지급)						
보통주 주주가치(A)	18,175억원							
발행주식수(B)	4,638만주	- 기존 발행주식 3,510만주 + 전환 신주 1,128만주						
주당 주주가치(A/B)	39,000원							

주: CJ CGV 본사는 TRS 정산 이후, 터키법인 유효지분율을 기존 39.2% → 75.2%로 확대하게 됨

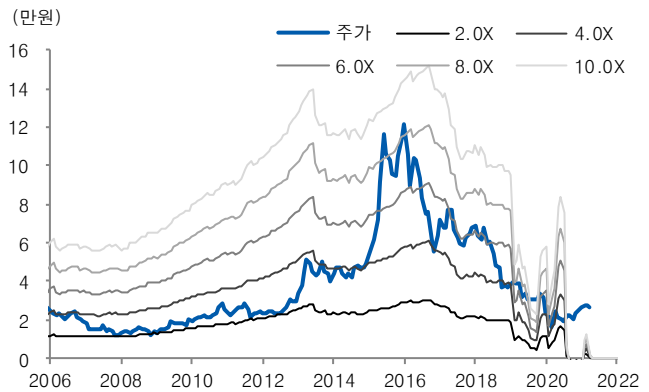
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] CJ CGV, EV/EBITDA 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] CJ CGV, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 영화관 Peer Valuation Table (국내 및 선진국)

(단위: 억원, 백만달러, 배, %)

		국내영화관		선진국 영화관					6개사 평균
		CJ CGV (억원)	제이콘텐츠리 (억원)	Cinemark Holdings (백만달러)	Cineworld Group (백만달러)	Marcus Corporation (백만달러)	Cineplex (백만달러)	AMC Entertainment (백만달러)	
	시가총액	9,161	7,660	2,582	1,846	623	671	4,593	-
2017	매출액	17,144	4,203	2,992	1,147	654	1,199	5,079	-
	영업이익	862	333	392	165	77	89	102	-
	순이익	-14	64	264	130	65	55	-487	-
	PER	-1,136.7	74.4	14.1	38.5	19.8	35.2	-	26.9
	PBR	5.2	3.0	2.9	2.1	1.7	3.3	0.9	2.2
	ROE	-0.4	5.3	19.9	13.9	15.6	9.7	-23.6	7.1
	EV/EBITDA	11.6	14.1	8.9	10.3	8.3	12.4	10.2	10.0
	PSR	0.9	1.1	1.4	4.3	1.2	1.5	0.4	1.8
	매출액	17,694	5,113	3,222	4,119	707	1,245	5,461	-
	영업이익	777	347	388	493	83	102	265	-
2018	순이익	-1,407	184	214	284	53	59	110	-
	PER	-9.3	43.1	15.4	14.9	19.4	18.0	13.6	16.3
	PBR	5.1	2.6	2.9	1.3	2.2	2.4	0.9	2.0
	ROE	-49.6	7.5	15.1	12.7	11.4	11.1	6.3	11.3
	EV/EBITDA	-173.7	8.5	8.9	10.2	9.3	8.4	7.8	8.9
	PSR	0.7	1.6	1.3	1.0	1.5	1.0	0.3	1.0
	매출액	19,423	5,302	3,283	4,370	821	1,255	5,471	-
	영업이익	1,220	338	338	725	68	98	136	-
	순이익	-1,526	11	191	180	42	22	-149	-
	PER	-5.5	574.4	16.1	22.2	20.6	47.1	-	26.5
2019	PBR	3.1	2.0	2.8	1.4	1.6	3.6	0.6	2.0
	ROE	-57.6	0.3	13.3	5.7	7.6	4.6	-11.4	3.9
	EV/EBITDA	8.2	8.6	7.2	8.0	8.9	10.2	7.3	8.3
	PSR	0.4	1.2	1.2	0.9	1.2	1.3	0.1	1.0
	매출액	5,834	3,639	686	852	238	312	1,242	-
	영업이익	-3,887	-568	-755	-2,258	-178	-440	-4,103	-
	순이익	-6,354	-1,349	-617	-2,652	-125	-469	-4,589	-
	PER	-1.0	-3.8	-	-	-	-	-	-
	PBR	5.8	2.6	2.6	5.3	0.8	24.2	-	8.2
	ROE	-314.4	-52.6	-55.5	-167.6	-22.3	-204.4	-	-112.4
2020	EV/EBITDA	-125.1	-30.3	-	-	-	-	-	-
	PSR	1.1	1.4	3.0	1.4	1.8	1.4	0.2	1.5
	매출액	11,599	5,384	1,473	2,144	474	678	2,444	-
	영업이익	-1,516	93	-361	-109	-74	-	-1,147	-
	순이익	-3,007	-82	-375	-695	-71	-120	-1,402	-
	PER	-3.0	-101.7	-	-	-	-	-	-
	PBR	51.8	4.3	5.7	3.3	-	-	-	4.5
	ROE	-397.0	-4.3	-59.0	-164.9	-	-	42.1	-60.6
	EV/EBITDA	17.8	16.5	-	19.2	-	30.4	-	24.8
	PSR	0.8	1.6	1.8	0.9	1.3	1.0	1.9	1.4
2021E	매출액	22,173	7,491	2,872	3,923	722	1,158	4,793	-
	영업이익	1,918	1,009	271	671	28	-	-44	-
	순이익	238	439	54	-25	5	-11	-432	-
	PER	38.5	19.0	31.0	38.4	153.0	394.5	-	154.2
	PBR	22.1	3.5	4.8	3.2	-	-	-	4.0
	ROE	80.5	20.6	25.7	-8.2	-	-	10.2	9.2
	EV/EBITDA	6.4	8.3	7.6	8.7	8.8	8.6	18.3	10.4
	PSR	0.4	1.1	0.9	0.5	0.9	0.6	1.0	0.8
	매출액	1,918	1,009	271	671	28	-	-44	-
	순이익	238	439	54	-25	5	-11	-432	-
2022E	PER	38.5	19.0	31.0	38.4	153.0	394.5	-	154.2
	PBR	22.1	3.5	4.8	3.2	-	-	-	4.0
	ROE	80.5	20.6	25.7	-8.2	-	-	10.2	9.2
	EV/EBITDA	6.4	8.3	7.6	8.7	8.8	8.6	18.3	10.4
	PSR	0.4	1.1	0.9	0.5	0.9	0.6	1.0	0.8
	매출액	22,173	7,491	2,872	3,923	722	1,158	4,793	-

주: 국내 기업은 당사 추정치. 해외 Peer 기업들은 컨센서스 기준.

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표4] 영화관 Peer Valuation Table (중국, 신흥국 및 IMAX)

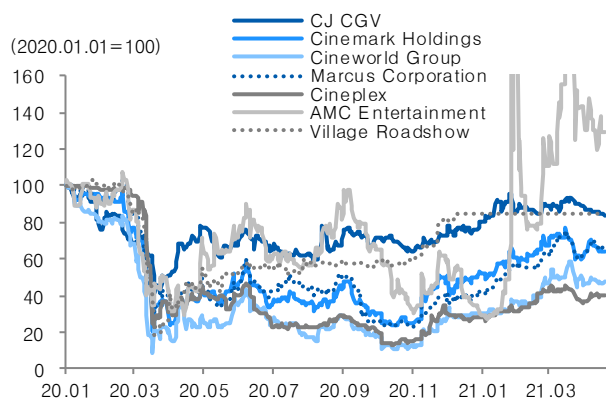
(단위: 억원, 백만달러, 배, %)

		중국 영화관						신흥국			IMAX		
		완다전영	형띠엔	젠이	차이나필름	상하이필름	5개사	Major Cineplex	PVR	2개사	IMAX Corp	IMAX China	2개사
		(백만달러)	(백만달러)	(백만달러)	(백만달러)	(백만달러)	평균	(백만달러)	(백만달러)	평균	(백만달러)	(백만달러)	평균
	시가총액	6,311	1,575	536	4,077	897	-	556	951	-	1,263	823	-
2017	매출액	1,960	373	325	1,332	166	-	265	313	-	381	126	-
	영업이익	290	56	44	193	28	-	37	26	-	31	55	-
	순이익	225	49	31	143	38	-	35	14	-	2	44	-
	PER	40.3	35.7	22.5	29.8	29.6	31.6	21.8	69.8	45.8	35.7	25.0	30.3
	PBR	5.2	6.5	3.2	2.8	3.6	4.3	4.0	6.9	5.5	2.8	4.4	3.6
	ROE	13.7	22.6	15.4	9.6	12.8	14.8	18.3	10.4	14.3	0.4	20.1	10.3
	EV/EBITDA	26.9	23.4	11.1	11.7	25.3	19.7	11.6	24.0	17.8	14.7	13.5	14.1
	PSR	4.6	4.7	2.2	3.2	6.8	4.3	2.9	3.2	3.0	4.0	8.4	6.2
	매출액	2,464	412	304	1,367	160	-	308	358	-	374	118	-
	영업이익	406	52	30	192	4	-	43	38	-	45	52	-
2018	순이익	318	49	24	226	36	-	40	19	-	23	43	-
	PER	18.3	31.4	21.8	17.9	19.4	21.7	14.4	45.5	30.0	25.5	22.1	23.8
	PBR	2.1	4.6	1.8	2.4	2.0	2.6	2.8	5.3	4.1	2.3	3.7	3.0
	ROE	13.8	15.4	8.3	13.9	10.6	12.4	19.9	12.2	16.0	4.4	17.2	10.8
	EV/EBITDA	13.2	17.6	8.6	11.2	37.0	17.5	8.1	16.1	12.1	11.1	12.0	11.5
	PSR	2.4	3.7	1.7	3.0	4.3	3.0	1.9	2.5	2.2	3.2	8.1	5.6
	매출액	2,235	425	300	1,313	160	-	345	439	-	396	124	-
	영업이익	-614	48	22	197	14	-	43	57	-	77	53	-
	순이익	-685	44	15	154	20	-	45	27	-	47	43	-
	PER	-	40.0	41.4	26.7	39.2	36.8	16.1	41.4	28.7	23.3	17.6	20.5
2019	PBR	2.7	4.7	2.3	2.4	2.2	2.8	3.1	5.1	4.1	2.3	2.8	2.6
	ROE	-29.0	12.7	5.4	9.2	5.7	0.8	20.3	14.8	17.5	8.8	16.7	12.8
	EV/EBITDA	-	21.0	12.7	11.4	23.4	17.1	9.9	14.9	12.4	9.0	8.8	8.9
	PSR	2.4	4.1	2.1	3.1	4.9	3.3	2.1	2.6	2.3	3.2	6.0	4.6
	매출액	961	144	86	449	50	-	120	479	-	137	52	-
	영업이익	-970	-85	-71	-101	-41	-	-37	75	-	-122	-11	-
	순이익	-770	-70	-73	-32	-50	-	-17	4	-	-144	-27	-
	PER	-	-	-	-	-	-	-	215.2	215.2	-	-	-
	PBR	3.8	6.4	2.5	2.3	2.8	3.6	2.5	4.1	3.3	2.8	2.5	2.6
	ROE	-51.2	-21.8	-29.5	-3.0	-14.8	-24.1	-7.6	1.8	-2.9	-30.8	-10.9	-20.9
2020	EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	235.1	9.9	122.5	-	77.0	77.0
	PSR	6.5	12.1	6.1	9.0	17.7	10.3	4.3	1.7	3.0	7.8	11.3	9.5
	매출액	2,564	455	223	1,388	137	-	255	39	-	238	109	-
	영업이익	275	68	-13	236	10	-	14	-104	-	-19	41	-
	순이익	245	50	-10	153	10	-	24	-82	-	-19	35	-
	PER	25.6	30.5	-	25.4	86.4	42.0	22.9	-	22.9	-	24.3	24.3
	PBR	3.3	4.4	2.4	2.2	2.7	3.0	2.6	4.7	3.7	3.1	3.2	3.2
	ROE	13.7	16.5	-4.4	8.4	3.3	7.5	11.4	-42.8	-15.7	-7.8	15.3	3.8
	EV/EBITDA	16.6	22.0	31.1	12.4	33.7	23.2	11.8	-	11.8	30.0	12.1	21.1
	PSR	2.5	3.4	2.4	2.9	6.5	3.5	2.2	24.2	13.2	5.3	7.5	6.4
2021E	매출액	2,893	517	290	1,639	158	-	321	386	-	359	129	-
	영업이익	349	80	9	262	17	-	27	34	-	59	51	-
	순이익	310	66	10	181	17	-	37	-6	-	57	45	-
	PER	20.4	23.3	54.3	22.6	51.8	34.5	15.1	120.8	68.0	22.7	18.5	20.6
	PBR	2.9	3.8	2.2	2.1	2.6	2.7	2.5	4.5	3.5	2.5	2.8	2.7
	ROE	15.0	16.6	4.3	9.3	5.2	10.1	17.3	-2.3	7.5	7.2	16.4	11.8
	EV/EBITDA	13.9	17.3	18.8	11.5	24.7	17.2	10.3	9.0	9.7	10.8	10.3	10.5
	PSR	2.2	3.0	1.8	2.5	5.6	3.0	1.7	2.4	2.1	3.5	6.4	5.0
	매출액	2,893	517	290	1,639	158	-	321	386	-	359	129	-
	영업이익	349	80	9	262	17	-	27	34	-	59	51	-
	순이익	310	66	10	181	17	-	37	-6	-	57	45	-
2022E	PER	20.4	23.3	54.3	22.6	51.8	34.5	15.1	120.8	68.0	22.7	18.5	20.6
	PBR	2.9	3.8	2.2	2.1	2.6	2.7	2.5	4.5	3.5	2.5	2.8	2.7
	ROE	15.0	16.6	4.3	9.3	5.2	10.1	17.3	-2.3	7.5	7.2	16.4	11.8
	EV/EBITDA	13.9	17.3	18.8	11.5	24.7	17.2	10.3	9.0	9.7	10.8	10.3	10.5
	PSR	2.2	3.0	1.8	2.5	5.6	3.0	1.7	2.4	2.1	3.5	6.4	5.0

주: 해외 Peer 기업들은 컨센서스 기준

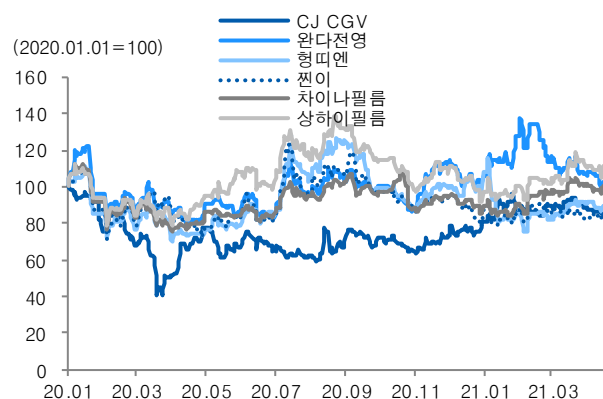
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 선진국 상영관 주가 추이



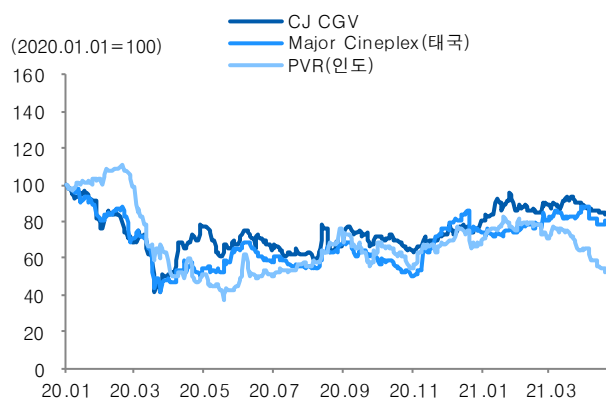
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 중국 상영관 주가 추이



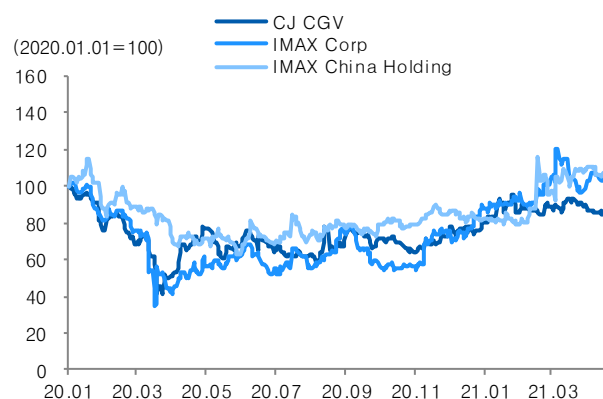
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 신흥국 상영관 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] IMAX 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

실적전망 : 2022년 예상 EBITDA 5,691억원

2021년 예상 연결실적은 매출액 1.16조원(+99% YoY), EBITDA 2,194억원(흑전 YoY)이다. 분기별 예상 EBITDA 흐름은 1Q21 13억원 → 2Q21 107억원 → 3Q21 937억원 → 4Q21 1,137억원이다. 미국의 코로나 백신접종을 계기로 할리우드 개봉작들이 대폭 증가하는 가운데, 연말로 갈수록 각국의 코로나 백신접종률이 상승하게 되면서 2H21엔 CJ CGV의 전 영업지역에서 EBITDA 흑자 달성이 가능해질 것으로 추정된다.

2022년 예상 연결실적은 매출액 2.22조원(+91% YoY), EBITDA 5,691억원(+159% YoY)이다. 2019년 실적과 비교시, 동사의 연결 매출액과 EBITDA는 각각 14%와 16%씩 증가할 전망이다. 매출액 성장은 3년간(2019~2022년)의 자연성장, EBITDA 성장은 매출성장에 고정비 축소효과를 함께 고려했다. CJ CGV의 비용관리 강도에 따라, EBITDA 성장규모는 더 커질 수 있다.

[표 5] CJ CGV 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
연결매출액	5,483	6,285	7,793	9,159	10,393	11,935	14,322	17,144	17,694	19,423	5,834	11,599	22,173
본사	5,032	5,477	6,645	7,730	8,645	8,968	9,146	9,321	9,748	10,539	3,260	5,599	11,626
4DX	-	442	288	687	613	663	820	1,153	1,225	1,129	329	527	1,412
중국 본사/상영관/광고	3	8	29	268	641	1,626	2,409	2,810	3,139	3,629	1,193	2,961	3,997
베트남 상영관	0	180	470	573	703	911	1,111	1,306	1,376	1,861	721	1,123	2,047
인도네시아 상영관	-	-	-	-	-	-	-	719	917	1,196	212	597	1,316
터키 상영관	-	-	-	-	-	-	1,148	2,109	1,677	1,456	348	699	1,529
연결영업이익	605	449	552	508	521	669	703	862	777	1,220	-3,887	-1,516	1,918
본사	670	696	722	681	714	716	620	439	361	684	-2,034	-1,163	989
4DX	-	-	-	-62	-34	-19	29	122	135	13	-387	-237	105
중국 본사/상영관/광고	-	-	-	-162	-183	-105	-10	61	134	182	-812	28	296
베트남 상영관	-	-	-	78	79	99	116	111	79	202	-161	34	284
인도네시아 상영관	-	-	-	-	-	-	-	15	55	167	-289	-42	223
터키 상영관	-	-	-	-	-	-	77	273	127	66	-163	-58	100
연결 EBITDA	931	946	1,113	1,186	1,346	1,758	2,030	2,556	2,371	4,910	-298	2,194	5,691
본사	-	-	-	-	-	-	-	-	994	2,365	-513	422	2,601
4DX	-	-	-	-	-	-	-	-	199	101	-233	-76	266
중국 본사/상영관/광고	-	-	-	-	-	-	-	-	535	1,153	294	1,156	1,429
베트남 상영관	-	-	-	-	-	-	-	-	214	571	213	409	670
인도네시아 상영관	-	-	-	-	-	-	-	-	211	375	-78	184	466
터키 상영관	-	-	-	-	-	-	-	-	261	366	80	178	337
연결순이익(지배주주)	336	185	542	127	167	519	123	-14	-1,407	-1,526	-6,354	-3,007	238
NIM	6%	3%	7%	1%	2%	4%	1%	0%	-8%	-8%	-109%	-26%	1%
본사 매출액	5,032	5,477	6,645	7,730	8,645	8,968	9,146	9,321	9,748	10,539	3,260	5,599	11,626
상영	3,410	3,593	4,408	5,110	5,814	5,935	6,155	6,089	6,490	6,910	1,898	3,599	7,934
매점	784	900	1,143	1,368	1,471	1,538	1,601	1,581	1,652	1,910	482	817	1,904
광고	513	642	697	782	808	933	951	997	1,003	1,040	491	731	1,010
기타	324	343	398	470	553	561	439	654	603	677	388	451	777
본사 매출총이익	2,704	2,963	3,628	4,031	4,405	4,649	4,861	4,900	5,158	4,440	606	1,746	4,936
GPM	54%	54%	55%	52%	51%	52%	53%	53%	53%	42%	19%	31%	42%
본사 영업이익	670	696	722	681	714	716	620	439	361	684	-2,034	-1,163	989
OPM	13%	13%	11%	9%	8%	8%	7%	5%	4%	6%	-62%	-21%	9%
본사 순이익	333	386	727	431	333	577	373	-133	-3,251	-661	-4,641	-	-
NIM	7%	7%	11%	6%	4%	6%	4%	-1%	-33%	-6%	-142%	-	-

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

[표 6] CJ CGV 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019년				2020년				2021년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2019	2020	2021E	2022E
연결매출액	4,646	4,819	4,975	4,983	2,433	416	1,552	1,433	1,771	1,607	3,661	4,560	19,423	5,834	11,599	22,173
본사	2,488	2,663	2,821	2,567	1,278	360	987	634	527	712	2,010	2,349	10,539	3,260	5,599	11,626
4DX	209	319	283	318	214	14	101	0	42	51	154	280	1,129	329	527	1,412
중국 본사/상영관/광고	971	847	925	886	145	8	359	681	854	424	863	820	3,629	1,193	2,961	3,997
베트남 상영관	457	534	451	419	303	63	149	206	278	222	271	352	1,861	721	1,123	2,047
인도네시아 상영관	239	323	305	329	205	0	0	7	60	78	183	276	1,196	212	597	1,316
터키 상영관	387	263	256	550	337	0	11	0	0	105	154	440	1,456	348	699	1,529
연결영업이익	235	235	310	452	-716	-1,305	-968	-897	-913	-818	7	208	1,220	-3,887	-1,516	1,918
본사	73	93	265	254	-329	-701	-433	-570	-687	-518	-22	64	684	-2,034	-1,163	989
4DX	-5	46	16	-44	-32	-94	-86	-175	-131	-90	-35	18	13	-387	-237	105
중국 본사/상영관/광고	92	19	33	38	-328	-298	-191	5	51	-83	52	8	182	-812	28	296
베트남 상영관	72	64	41	25	6	-83	-56	-28	8	-20	25	21	202	-161	34	284
인도네시아 상영관	2	64	42	59	-17	-91	-92	-89	-63	-54	25	50	167	-289	-42	223
터키 상영관	23	-29	-50	122	5	-16	-80	-72	-72	-34	-19	67	66	-163	-58	100
연결 EBITDA	1,109	1,200	1,256	1,345	184	-394	-16	-72	13	107	937	1,137	4,910	-298	2,194	5,691
본사	484	564	699	619	26	-338	-10	-191	-298	-122	380	462	2,365	-513	422	2,601
4DX	14	65	47	-25	4	-51	-49	-137	-90	-49	5	58	101	-233	-76	266
중국 본사/상영관/광고	307	248	273	325	-24	-29	80	267	339	197	331	288	1,153	294	1,156	1,429
베트남 상영관	156	159	136	120	102	14	37	60	101	74	119	116	571	213	409	670
인도네시아 상영관	53	128	100	94	38	-37	-41	-38	-8	2	82	108	375	-78	184	466
터키 상영관	102	44	27	193	75	49	-21	-23	-11	26	39	125	366	80	178	337
연결순이익(지배주주)	-69	-88	18	-1,387	-955	-1,432	-1,004	-2,964	-1,259	-1,182	-364	-202	-1,526	-6,354	-3,007	238
NIM	-1%	-2%	0%	-28%	-39%	-344%	-65%	-207%	-71%	-74%	-10%	-4%	-8%	-109%	-26%	1%
본사 매출액	2,488	2,663	2,821	2,567	1,278	360	987	634	527	712	2,010	2,349	10,539	3,260	5,599	11,626
상영	1,687	1,717	1,849	1,656	792	197	575	333	278	381	1,392	1,548	6,910	1,898	3,599	7,934
매점	445	482	517	467	217	48	151	67	62	81	303	371	1,910	482	817	1,904
광고	186	276	293	285	169	31	138	153	110	145	210	266	1,040	491	731	1,010
기타	169	188	161	158	101	84	123	80	77	105	105	164	677	388	451	777
본사 매출총이익	998	1,059	1,246	1,137	440	-116	231	51	-24	44	780	946	4,440	606	1,746	4,936
GPM	40%	40%	44%	44%	34%	-32%	23%	8%	-5%	6%	39%	40%	42%	19%	31%	42%
본사 영업이익	73	93	265	254	-329	-701	-433	-570	-687	-518	-22	64	684	-2,034	-1,163	989
OPM	3%	3%	9%	10%	-26%	-195%	-44%	-90%	-130%	-73%	-1%	3%	6%	-62%	-21%	9%
[점포수]																
국내 직영점(개)	110	111	112	115	115	115	119	119	120	121	121	122	115	119	122	124
중국 점포(개)	120	125	134	141	140	139	144	148	149	149	150	150	141	148	150	152
베트남 점포(개)	73	76	77	82	84	84	82	81	82	83	84	85	82	81	85	89
인도네시아 점포(개)	57	61	62	67	68	68	68	68	70	73	75	77	67	68	77	86
터키 점포(개)	107	107	107	108	108	108	107	107	108	109	109	110	108	107	110	113
4DX 글로벌 스크린수(개)	630	656	679	730	737	737	758	800	800	800	800	800	730	800	800	800

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

신종자본 전환사채 발행

CJ CGV는 2021년 4월 16일, 신종자본 전환사채 3천억원을 발행하기로 결정했다. 동 전환사채의 특징은 만기가 30년에 달해 대차대조표에 자본으로 계상되는 점이다. 유동성 확보 목적 외에도, 재무구조 개선효과를 노린 것으로 볼 수 있다.

[표 7] CJ CGV, 신종자본 전환사채(Hybrid CB) 발행 일정

일정	진행 절차	비고
2021년 04월 05일	대표주관계약 체결	-
2021년 04월 16일	이사회 결의 및 주요사항보고서 제출	-
2021년 04월 19일	사채 발행 및 주주확정기준일 공고	당사 홈페이지 공고
2021년 04월 19일	증권신고서 및 예비투자설명서 제출	-
2021년 05월 04일	주주확정일	-
2021년 05월 14일	사채배정통지 / 청약안내서 송부	-
2021년 05월 26일	전환가액 확정	-
2021년 05월 27일	전환가액 확정 공고	당사 홈페이지 공고
2021년 05월 31일 ~ 06월 01일	구주주 청약	-
2021년 06월 02일	일반공모 청약공고	당사 및 인수단 홈페이지 공고
2021년 06월 03일 ~ 06월 04일	일반공모청약	-
2021년 06월 07일	일반공모청약 배정공고	당사 및 인수단 홈페이지 공고
2021년 06월 08일	환불/납입	-
2021년 06월 08일	채권 상장 예정	-

자료: 유안타증권 리서치센터

동 전환사채의 표면이자율은 1%이며, 3개월마다 연간 이자율의 1/4씩 분할 지급하는 조건이다. 특이사항으로는 스텝업(Step-up) 조항이 있다. 발행 후 5년이 경과하는 시점(2026.06.08)부터 2%p, 6년이 경과하는 시점(2027.06.08)부터 매년 0.5%p씩 금리가 가산되는 조건이다. CJ CGV의 본사 회사채 금리가 2~3%대인 점을 감안시, 이자율 측면에서 발행회사에 우호적 조건이다.

동 전환사채의 보통주 예상 전환가액은 주당 26,600원이며, 최종 금액은 2021년 5월 26일에 확정된다. 전환권은 2021년 7월 8일부터 2051년 5월 8일까지 행사할 수 있다. 전환권 전량 행사시, 동사의 보통주는 기존 3,510만주 → 4,638만주(+1,128만주; +32%)로 증가하게 된다. CJ CGV의 실적은 할리우드 개봉작 증가효과로 인해 3Q21부터 유의미한 회복세를 보일 전망인 관계로 주가의 우상향 흐름을 기대할 수 있으나, 전환사채 투자자들의 보통주 전환물량이 2021년 7월 이후 시장에 출회될 수 있어 Overhang Issue는 당분간 주가의 상승탄력을 제한할 수 있다.

CJ CGV는 동 전환사채와 관련해 중도상환권(Call-option)을 행사할 수 있다. 행사조건은 3가지이다. 1)동 전환사채 발행일로부터 5년이 경과하는 시점(2026.06.08)부터 각 이자지급기일, 2)회계기준 등의 변경으로 인해 동 전환사채의 전부 또는 일부가 회계상 자본으로 인정받지 못하게 될 경우, 직후 도래하는 이자지급기일, 3)발행일로부터 1개월이 경과하는 시점(2021.07.08)부터 15거래일간 보통주 증가가 전환가액의 130%를 초과하는 경우이다.(예상 전환가액 기준으로, CJ CGV 종가가 34,600원을 상회하는 경우) 첫번째 행사조건은 스텝업 조항과 맞물리는 관계로, 전환사채 투자자들은 늦어도 발행일로부터 5년 이내에 전환권을 행사하는 것이 유리할 것으로 판단된다.

[표 8] 신종자본 전환사채(Hybrid CB) 주요 발행조건

구분	내용	비고
발행 구분	32회 무보증 전환사채	무기명식 이권부 무보증 후순위 전환사채(신종자본증권)
발행 금액	3,000억원	공모 후 매매각 물량 증권사 총액인수
발행 방식	주주우선 공모	기존 주주에 청약 기회를 우선 부여 후 잔여수량 일반 제공
발행 예정일	2021년 6월 8일	-
채권 만기	발행일로부터 30년	2021년 6월~2051년 6월(30년 단위로 연장 가능)
사채의 순위	무담보부 후순위	일반 무담보 사채 및 차입금 대비 후순위 (보통주 및 우선주 대비 선순위)
표면 금리	1%(유예 가능)	Step-Up(금리 가산): 5년 후 표면이자율에 2%p, 6년차부터 매년 0.5%p 씩 가산
인수 기관	주관사: 미래에셋증권(2,000억) / 인수단: 하이투자증권(700억), 신영증권(300억)	
전환가액(예상)	26,600원(예상)	- 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제15-22조 1항에 의거 산정 - 최종 전환가액 확정일: 5/26(수)
전환기간	21년 7월 8일~	- 발행일로부터 1개월 경과한 날부터 만기 1개월 전까지('2051.5월)
전환가 조정	없음	- 시가변동으로 인한 전환가 조정 없음 - 단, 시가 하회하는 주식 발행, 합병/감자 등으로 주식수 변동 시 조정
중도상환권 행사	2026년 6월 8일 및 이후 이자지급일	- 전환사채 3,000억원 전액에 대하여 중도상환권 행사 가능 - 수익률(Yield to Call) 3.0% 로 발행일부터 일할 계산, 원금에 부가
기타 중도상환권 행사 가능 조건	1) 회계 기준 등의 변경으로 회계상 자본으로 인정 불가하게 된 경우 2) 전환권 행사기간 개시일 이후 연속 15거래일 간 보통주의 종가가 전환가액의 130%를 초과하는 경우	

자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

CJ 지주사 청약 참여 → 반드시 필요하진 않아

CJ 지주사는 2020년 책임경영 차원에서 CJ CGV에 2,828억원(유상증자 2,209억원 중 828억원 참여 + 신종자본대출 2,000억원)의 자금을 지원했다. CJ 지주사의 순차입금은 4Q20 기준으로 3,576억원에 달해 자금여력이 넉넉하진 않은 편이다. CJ 지주사는 1Q21 기존 채무상환을 위해 사채 2,500억원을 발행했다.

[표 9] CJ 지주사의 별도기준 대차대조표 (4Q20 기준) - 본사 순차입금 3,576억원

(단위: 억원)

유동자산	446	유동부채	4,095
현금및현금성자산	200	단기차입금	2,800
단기금융상품	23	유동장기사채	1,000
유동공정가치금융자산	0	미지급법인세	45
기타유동금융자산	213	기타유동금융부채	98
기타유동자산	10	기타유동부채	152
비유동자산	31,409	비유동부채	20
비유동파생상품자산	0	사채	0
공정가치금융자산	393	순확정급여부채	20
종속기업 투자주식	29,366	기타비유동금융부채	0
유형자산	539	기타비유동부채	1
무형자산	295	부채총계	4,115
투자부동산	570	자본금	1,790
이연법인세자산	210	주식발행초과금	9,928
기타비유동금융자산	0	기타자본항목	-1,069
기타비유동자산	36	이익잉여금	17,090
자산총계	31,855	자본총계	27,740

자료: 유안타증권 리서치센터

이번 전환사채(3천억원) 발행은 **주주우선 공모방식**으로 진행된다. 구주주에게 우선청약권을 부여하고, 구주주의 미청약금액 및 단수금액에 대해서만 일반에게 공모하는 조건이다. **구주주의 우선청약권을 확보하기 위해서는 2021년 5월 4일까지 CJ CGV 보통주를 매수해야 한다.**

최대주주인 CJ 지주사의 전환사채 청약 참여 여부는 알기 어렵다. CJ 지주사가 동 전환사채 청약을 전혀 하지 않는다고 가정하면, CJ CGV에 대한 지분율은 현재의 38.4% → 최대 29.1%까지 희석될 수 있다.

[표 10] CJ 지주사가 CJ CGV 전환사채 우선청약권 미행사시, 지분율 변화 구조

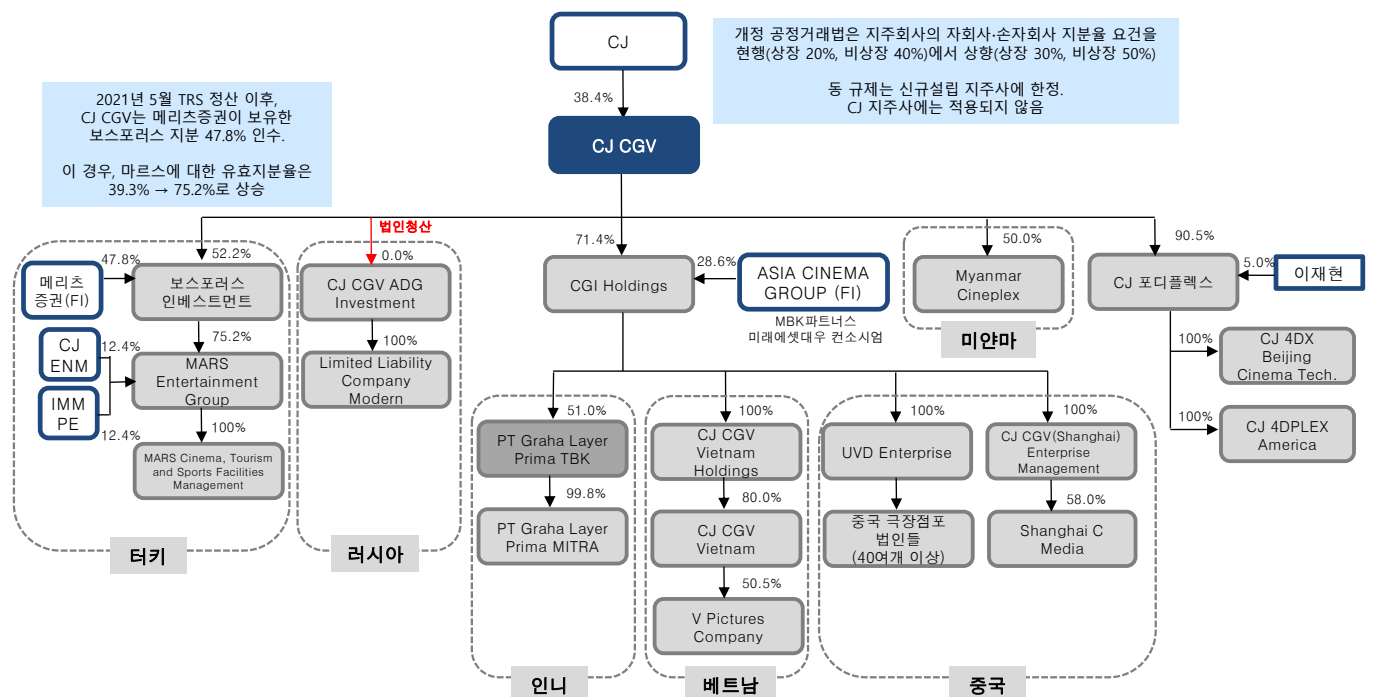
(단위: 억원)

	기존	전환 신주	전환권 행사 이후
CJ 발행주식수	13,478,228	-	13,478,228
	35,100,000	11,278,195	46,378,195
CJ 지분율	38.4%		29.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

참고로, 지주회사의 상장 자회사 지분율 요건은 개정 공정거래법(2021.12.29 시행 예정)에 의거해 기존 20% → 30%으로 상향 조정될 예정이다. 동 규제는 신규 설립 지주사들에만 적용되는 관계로, CJ 지주사엔 적용되지 않는다. 이론적으로, CJ 지주사는 전환사채 우선청약권을 전혀 행사하지 않아도 무방하다. 만약 30% 이상의 지분 유지가 필요시, 일부 금액만 청약하거나 사후에 보통주를 매수하는 방법도 있다.

[그림 7] CJ CGV 지배구조도



자료: 유안타증권 리서치센터

CJ CGV, 재무구조 개선에 주력 중

CJ CGV 본사는 2018년 이후 연간 Capex 지출규모를 축소하는 등 기존의 공격적인 확장정책을 지양하는 모습을 보이기 시작했다. 2019년 7월엔 적자사업부로 추정되는 스크린X 사업부문을 CJ포디플렉스에 양도하기로 결정했고, 2019년 11월엔 투자배급사업의 중단을 발표했다. 본사 이익체력은 3Q19부터 개선세를 보이기 시작했는데, 마침 CJ그룹의 경영기조가 글로벌 확장 → 수익성 중심의 경영으로 전환되는 모습이 포착되면서 CJ CGV도 이익개선 가능성에 대한 기대감이 형성되기 시작했다. 2020~21년 코로나 위기가 아니었다면, 본사 영업이익은 연간 1천억원 수준에 육박 가능했을 것으로 추정된다.

CJ CGV 본사는 2018년 11~12월 신종자본증권 발행과 자산매각을 병행하면서 자본확충 및 유동성 확보에 나서기 시작했다. 터키 마르스엔터 관련 TRS 평가손실이 2017년 513억원 → 2018년 1,776억원으로 확대되면서 본사 자기자본이 급격하게 축소됐기 때문이다. 2019년 리스 회계 도입에 따른 재무구조 악화 및 신평등급 하락 가능성에 대비한 행보였을 수도 있다. 2019년 11월엔 자회사 CGI홀딩스가 중국, 베트남, 인도네시아를 총괄하는 지배구조 개편을 진행하면서 CGI홀딩스 지분 28.57%를 FI(ASIA CINEMA GROUP)에게 매각했다. CJ CGV 본사와 CGI홀딩스는 동 거래를 통해 각각 현금 1,843억원과 1,493억원씩을 확보할 수 있었다.

CJ CGV는 2020년~21년 코로나로 인해 대규모 적자가 발생하면서, 자기자본이 빠른 속도로 고갈되는 위기에 직면했다. CJ CGV의 2020년 순적자는 별도기준 4,641억원, 연결기준 7,516억원에 달했다. CJ CGV 본사는 2020년 들어 1)유상증자 2,209억원, 2)프라이머리 채권담보부증권 1,500억원, 3)신종자본증권 800억원, 4)회사채 2,000억원, 5)신종자본차입 2,000억원 등을 통해 유동성 8,509억원을 확보했는데, 이 중에서 5,009억원은 자본계정, 3,500억원은 부채계정으로 분류된다. 이러한 자금확보는 1)자본확충에 따른 재무구조 개선, 2)코로나 위기 구간에서의 운영자금 확보, 3)2021년 5월로 예정된 TRS 상환자금(3,532억원)의 선제적 조달 필요성 등에 기인한다.

4Q20 기준으로, CJ CGV 본사의 이자지급성 부채는 5,259억원, 현금성자산은 5,464억원이 있다. TRS 상환자금을 제외하면, 1,932억원의 현금을 보유하고 있는 것이다. CJ CGV 본사의 2021년 이자지급성부채 만기는 1Q21 300억원, 4Q21 600억원이다. 기존의 현금보유량으로 보면, TRS 상환만기와 이자지급성부채 만기에 충분히 대응 가능하다.

CJ CGV 본사가 2021년 들어 신종자본 전환사채 3천억원을 발행하는 배경에는 코로나 영업부진 장기화가 있다. 4Q20 본사 자기자본은 2,895억원을 기록했다. CJ CGV의 2020년 본사 순적자는 4,641억원이었지만, 파생상품평가손실 등을 제외한 실질 순적자는 2,541억원(영업적자 2,034억원 + 순이자비용 124억원 + 리스부채상각비용 383억원)으로 추정된다. 코로나 장기화를 가정시, 2021년에도 반기당 1,000~1,500억원 가량의 순적자 발생 및 자기자본 감소요인이 있는 것이다. 이번에 발행하는 전환사채가 만기 30년으로 설정되어 회계상 자본으로 분류되도록 설계된 이유는 운영자본 확보 필요성 외에도 자기자본 확충을 통한 재무구조 개선 목적이 클 것이다. CJ CGV 본사는 4Q20 기준으로 자회사들의 이자지급성부채 4,438억원에 대해 지급보증을 제공하고 있다. 자회사 부채차환을 위해서라도, 본사의 재무구조 개선이 필요한 것이다.

[표 11] CJ CGV 본사, 2018 년 이후 유동성 확보 내역 - 총 1.7 조원

구분	금액	결정일	납입일	비고
신종자본증권 발행	1,500억원	미공시	2018-11-08	- 만기 : 30년(자본으로 분류) - 이자율 : 4.2% - 조기상환권(Call option) : 발행후 일정 기간 이후 행사 가능
유형자산 처분	2,100억원	2018-12-18	2018-12-21 (처분일)	- 국내 CGV 11개 사이트 관련 토지 및 건물 매각
자회사 지분 매각	본사 유입 (1,843억원) CGI 홀딩스 유입 (1,493억원)	2019-11-18	2019-12-27	- FI 들이 제3자배정 증자를 통해 CGI 홀딩스 지분 28.57%를 3,336억원에 확보 - 유상신주 발행가액 3,336억원 중에서 1,843억원을 CJ CGV 본사에 지급 - CJ CGV 본사는 베트남법인 지분과 인도네시아 법인 지분을 CGI 홀딩스에 양도 - CJ CGV 본사는 Call Option, FI 들은 Drag Along Right 보유 (CGI 홀딩스 신주 관련)
유상증자 (주주배정후 실권주 일반공모)	2,209억원	2020-05-08	2020-07-28	n/a
프라임리 채권담보부증권 (P-CBO)	1,500억원	-	-	- 2020년 5~11월 4회차에 걸쳐 발행 - 만기 : 3년 - 이자율 : 2%대 초반
신종자본증권 발행	800억원	2020-10-26	2020-10-30	- 만기 : 30년(자본으로 분류) - 이자율 : 최초 4.55%, 2년후 6.55%, 3년후부터 직전 이자율에 매년 0.5%씩 가산 - 조기상환권(Call option) : 발행후 2년 이후부터 행사 가능
회사채 발행	2,000억원	2020-12-03	2020-12-15	- 만기 : 3년 - 이자율 3.8%
신종자본차입 (주CJ로부터 차입)	2,000억원	2020-12-28	2020-12-29	- 만기 30년 (자본으로 분류) - 이자율 : 최초 4.55%, 2년후 6.55%, 3년후부터 직전 이자율에 매년 0.5%씩 가산 - 조기상환권(Call option) : 발행후 2년 이후부터 행사 가능
신종자본 전환사채 발행	3,000억원	2021-04-16	2020-06-08	- 만기 30년(자본으로 분류) - 이자율 : 최초 1.0%, 5년후 3.0%, 6년후부터 직전 이자율에 매년 0.5%씩 가산 - 조기상환권(Call option) : 발행후 5년 이후부터 행사 가능 - 전환가액(예상치) : 26,600원 - 전환시 발행주식수 최대 1,128만주 증가

자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

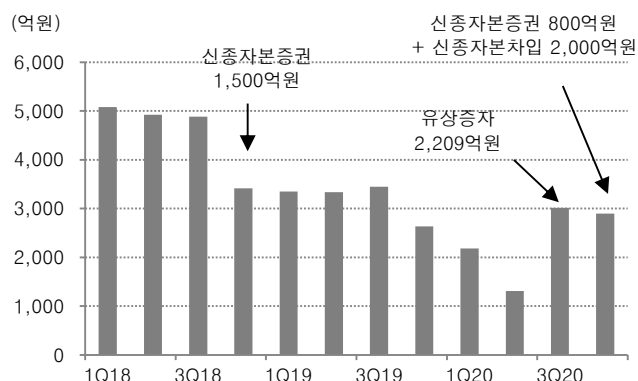
[표 12] CJ CGV 의 차입금 상환계획표 (연결기준)

(단위: 억원)

구분	별도					연결대상 종속기업					합계
	사채	신종	TRS	은행차입금	소계	사채	신종	CP	은행차입금	소계	
2021년	-	1,500	3,532	600	5,632	200	800	400	191	1,591	7,223
2022년	200	-	-	313	513	359	-	-	147	506	1,019
2023년	3,900	-	-	-	3,900	100	-	-	412	512	4,412
합계					10,045					2,609	12,654

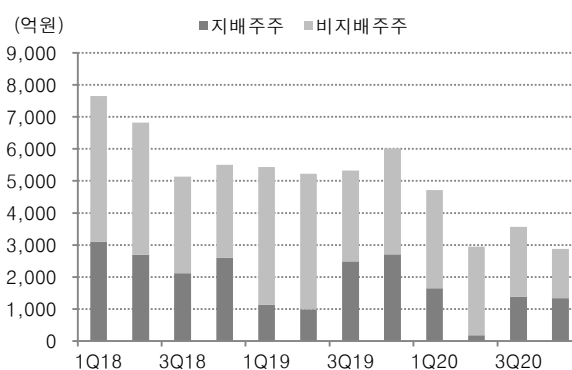
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] CJ CGV, 본사 자기자본 추이



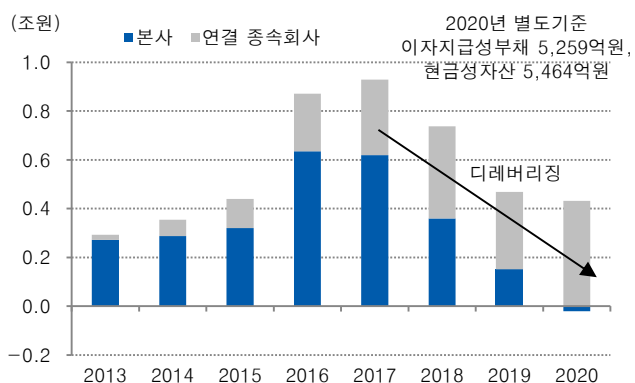
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] CJ CGV, 연결 기준 자기자본 추이



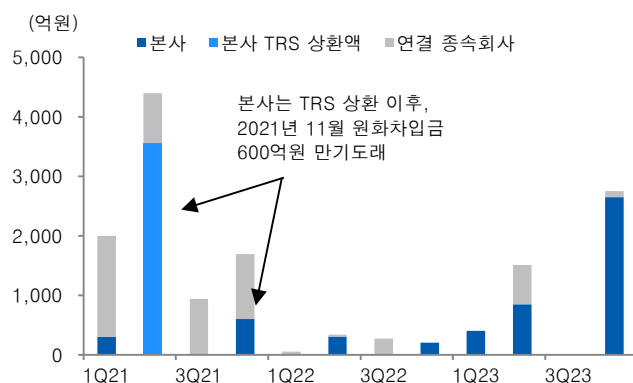
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 본사 및 연결자회사 순차입금 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 본사 및 연결자회사 이자지급성 부채 만기



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 13] CJ CGV 별도기준 사채 및 차입금 관련 정보

구분	만기일	이자율(%)	금액(억원)
사채	2022-10-20	3.34	200
	2023-01-31	3.56	400
	2023-05-28	2.23	650
	2023-06-25	2.00	200
	2023-10-28	2.05	150
	2023-11-26	2.01	500
	2023-12-15	2.80	2,000
단기차입금	2021-01-29	1.65	300
원화차입금	2021-11-22	2.43	600
외화차입금	2022-05-23	3M LIBOR + 1.77	305
합계			5,305

주: 4Q20 별도기준 사업보고서에 기재된 정보임.

자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[표 14] CJ CGV 본사의 종속회사 지급보증 현황

(단위: 억원)

종속 회사	여신 금융기관	여신금액	보증금액	보증기간	비고
CGI HOLDINGS LTD.	우리은행 홍콩지점 외 4	1,608	1,610	2020.02.09 ~ 2021.10.29	대출한도 보증
CJ CGV VIETNAM CO., LTD	신한은행 베트남지점 외 3	681	870	2016.04.08 ~ 2023.05.15	
CJ CGV AMERICA INC.	KEB 하나은행 외 1	307	316	2020.01.29 ~ 2021.05.18	
CJ 4DX (BEIJING) CINEMA TECHNOLOGY CO., LTD.	한국산업은행 외 1	73	82	2020.06.12 ~ 2021.06.25	
CJ 4DPLEX AMERICA, INC.	신한은행 미국지점	42	44	2020.10.03 ~ 2021.10.03	
MARS CINEMA, TOURISM AND SPORTS FACILITIES MANAGEMENT INC.	HSBC 외 6	1,264	1,347	2016.10.27 ~ 2046.10.27	
PT GRAHA LAYAR PRIMA TBK.	한국수출입은행 외 2	464	470	2020.03.09 ~ 2021.12.07	
CJ CGV(SHANGHAI) ENTERPRISE MANAGEMENT CO., LTD	HSBC Bank (China) Co., Ltd	-	50	2020.05.21 ~ 2021.05.21	
합 계		4,438	4,788		

주: 4Q20 별도기준 사업보고서에 기재된 정보임.

자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[표 15] CJ CGV 연결기준 사채 및 차입금 관련 정보

구분	만기일	이자율	금액(억원)	구분	만기일	이자율	금액(억원)
사채	2021-07-23	3.95	200	외화사채	2022-07-22	3M LIBOR + 0.95	272
	2022-02-28	3.95	50	원화차입금	2021-01-26	3.80	200
	2022-06-15	4.40	30		2021-01-27	4.50	100
	2022-10-20	3.34	200		2021-01-29	1.65	300
	2023-01-31	3.56	400		2021-02-25	3.80	40
	2023-05-28	2.23	650		2021-04-29	2.97	60
	2023-06-25	2.00	200		2021-11-22	2.43	600
	2023-10-28	2.05	150		2021-12-07	2.49	170
	2023-11-26	6.30	100		2023-04-26	3.50	320
	2023-11-26	2.01	500				
	2023-12-15	3.80	2,000				
외화차입금	2021-01-22	3M LIBOR + 1.20	109	외화차입금	2021-06-21	3M LIBOR + 1.20	55
	2021-01-29	1M LIBOR + 1.40	197		2021-05-13~2021-06-24	6.73~6.8	10
	2021-01-29	3M LIBOR + 1.20	101		2021-04-23~2021-06-25	4.7	62
	2021-01-29	3M LIBOR + 1.50	118		2021-06-30	4.28	74
	2021-01-27~2021-03-08	3M LIBOR + 1.70	109		2021-07-16	1M HIBOR + 0.80	140
	2021-03-10	17.5	44		2021-07-20	3M HIBOR + 1.40	119
	2021-03-15	20.75	59		2021-07-25	3M LIBOR + 1.70	219
	2021-03-17	17.5	177		2021-09-23	3M LIBOR + 1.50	142
	2021-03-17	16	22		2021-09-25	6.78~7.17	121
	2021-03-18	20.05	74		2021-10-13	3M LIBOR + 1.40	42
	2021-01-22~2021-03-26	2.80~3.20	109		2021-10-15	3.03	98
	2021-03-29	6.5	5		2021-10-18	3M LIBOR + 1.62	219
	2021-03-17~2021-03-29	4.5	29		2021-10-31	1.94~3.31	39
	2021-03-31	0.02~0.03	145		2021-01-22~2021-11-13	16.42	102
	2021-03-22~2021-04-13	6.63~8.15	195		2021-12-14	1.15~3.50	205
	2021-04-21	9.5	7		2021-12-14	1M HIBOR + 0.80	70
	2021-05-11	1.75~3.80	102		2021-12-19	7.6	103
	2021-06-11	3M LIBOR + 1.50	109		2021-12-23	3M LIBOR + 1.50	44
	2021-06-11	1.89~3.62	32		2022-05-23	3M LIBOR + 1.17	305
	2021-06-18	3M LIBOR + 1.30	109		2021-04-08~2023-05-09	6.40~6.70	107
	2021-06-18	17.08	83		2021-05-09~2023-05-15	6.8	231

주: 4Q20 연결기준 사업보고서에 기재된 정보임.

자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

코로나 종식 이후, 이익체력 개선 기대

CJ CGV의 글로벌 확장

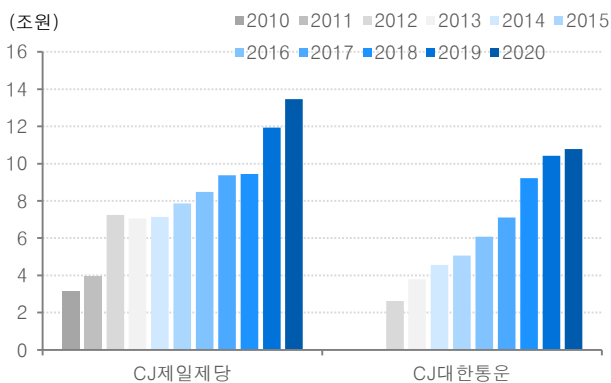
CJ그룹은 2010년에 선포한 'Great CJ 2020' 비전을 통해 **2020년 그룹 매출 100조원, 영업이익 10조원, 글로벌 매출비중 70% 이상**을 제시한 바 있다. 이로 인해, CJ제일제당이 2011년 12월에 인수한 CJ대한통운을 비롯한 CJ그룹 주력 계열사들이 2010년대 들어 공격적인 글로벌 확장 드라이브를 걸게 된다.

[표 16] CJ 그룹 사업군 현황

사업군 구분	주요 회사명		주요 사업
식품 & 식품서비스	국내	CJ제일제당(주) 식품부문, CJ푸드빌(주), CJ프레시웨이(주), CJ씨푸드(주)	식료품 제조업, 음식점업, 도매 및 상품 중개업
	해외	CJ QINGDAO FOODS CO., LTD., TMI TRADING CORP, SCHWAN'S COMPANY	식료품 제조업, 무역업
생명공학	국내	CJ제일제당(주) 생명공학 부문, CJ생물자원(주)	바이오 및 판매업, 사료 첨가제 제조 및 판매업, 사료 제조 및 판매업
	해외	PT. CHEIL JEDANG INDONESIA, CJ(SHENYANG) BIOTECH CO., LTD., CJ AMERICA, INC., CJ BIO MALAYSIA SDN. BHD., PT. CHEIL JEDANG SUPERFEED, PT. CJ FEED JOMBANG, CJ GLOBAL HOLDINGS LIMITED, CJ EUROPE GMBH, CJ SELECTA S.A	바이오 및 판매업, 사료 첨가제 제조 및 판매업, 사료 제조 및 판매업
물류 & 신유통	국내	(주)CJ이엔엠 오쇼핑 부문, CJ대한통운(주), CJ올리브영(주)	방송업, 육상운송 및 운송업, 소매업
	해외	CJ LOGISTICS ASIA PTE. LTD.	물류업
엔터테인먼트 & 미디어	국내	(주)CJ이엔엠 E&M 부문, CJ씨지브이(주), 스튜디오드래곤(주)	영상/오디오 기록물 제작 및 배급업, 방송채널사용사업
	해외	CGI HOLDINGS LIMITED, CJ E&M JAPAN INC.	영상/오디오 기록물 제작 및 배급업 등
지주회사 및 시너지 & 인프라	국내	CJ(주), CJ올리브네트웍스(주)	지주사, 시스템 통합 및 관리업

자료: 유안타증권 리서치센터

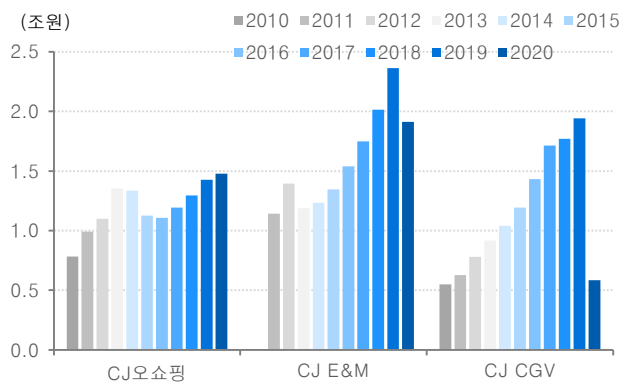
[그림 12] CJ제일제당, CJ대한통운의 매출액 추이



주: CJ제일제당 매출액은 CJ대한통운 제외 기준

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 13] CJ오쇼핑, CJ E&M, CJ CGV의 매출액 추이



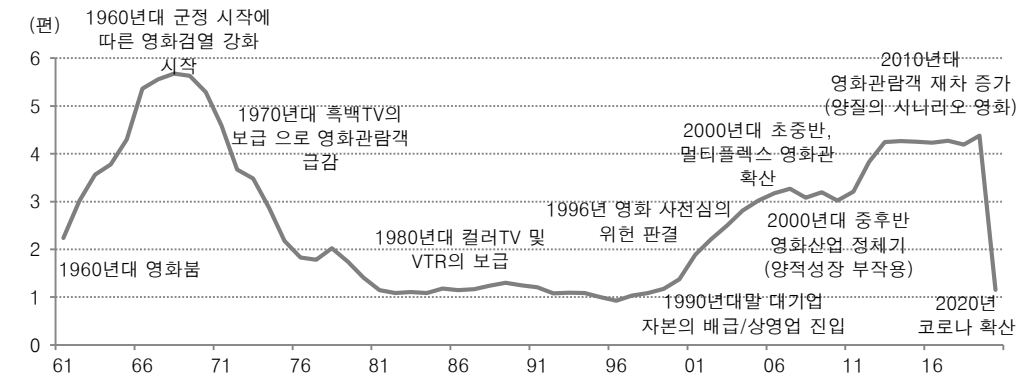
주: 2018년 CJ ENM의 출범 이후의 매출도 舊오쇼핑과 舊 E&M으로 분리.

CJ오쇼핑 매출액은 舊 CJ헬로 제외 기준

자료: 유안타증권 리서치센터

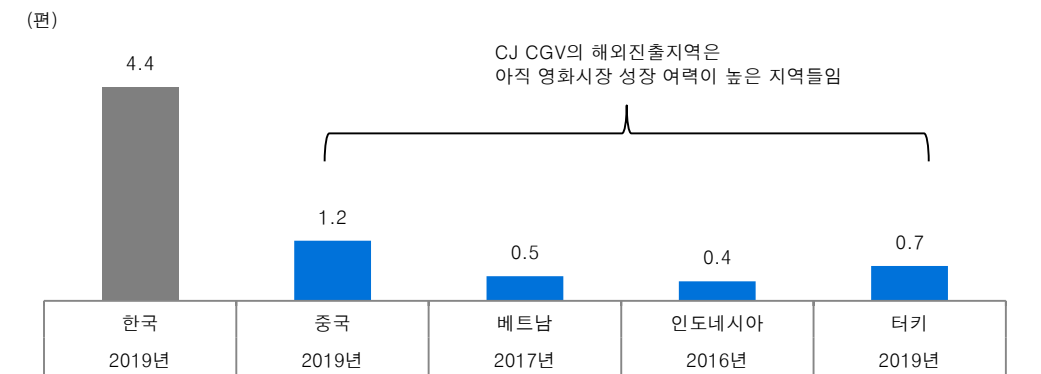
CJ CGV의 본격적인 글로벌 확장은 2011년부터 시작됐다. CJ CGV의 한국 1호점이 설립됐던 1998년의 경우, 한국의 인구 1인당 영화관 관람편수는 1.1편에 불과했다. CJ CGV의 글로벌 전략은 인구 1인당 영화관 관람편수 1편 미만의 신흥시장들에 진출해 한국시장에서처럼 시장을 선점하는 방식이다.

[그림 14] 한국의 인구 1인당 영화관 관람편수 추이



자료: 영진위, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] CJ CGV 진출국들의 인구 1인당 영화관람편수 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

동사는 진출 대상국가의 상황에 따라, **1)현지 영화관 인수, 2)직접 출점, 3)JV 설립 등 탄력적인 방식의 진입 전략을 구사했다.** CJ CGV는 2011년 베트남 1위 영화관인 메가스타(지분율 92%; 783억원), 2014~16년 인도네시아 블리츠 메가플렉스(지분 참여후, 지배지분 확보), 2016년 터키 마르스엔터(유효 지분율 39.2%; 3,149억원; TRS 계약체결) 등을 차례로 인수했다. 또한, 2012년 홍콩의 영화관 법인 UVD Enterprise를 통해 중국 현지 지분율 100%를 보유하는 영화관 법인 들을 설립하는 방식으로 공격적인 출점을 시작하고, 2014년엔 미얀마에서 직접 출점을 시작했다. 러시아에서는 2017년 현지 부동산 개발회사 ADG와의 JV 설립 이후 2019년부터 출점을 시작했다. 하지만, 2020년 러시아 사업권을 ADG에 넘기면서 러시아에선 철수하게 된다.

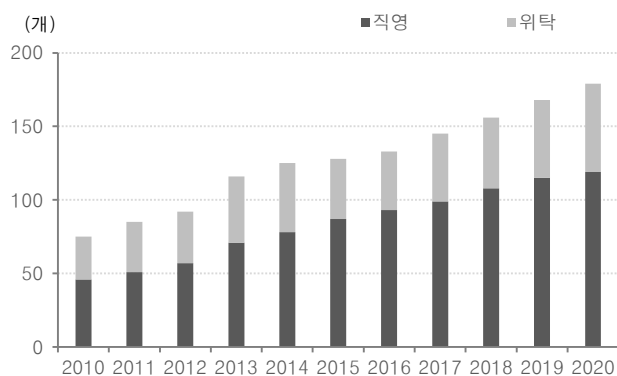
[표 17] CJ CGV의 글로벌 확장

국가	연도	비고
중국	2006년	중국 JV 사이트 1호점 개관
	2012년	중국 연결 사이트 1호점 개관 (중국 투자 가속화 시작)
미국	2010년	미국 1호점 개관
베트남	2011년	베트남 1위 영화관 메가스타 인수
	2018년	CJ CGV 베트남홀딩스 상장 추진 (상장 실패)
인도네시아	2014년	인도네시아 블리츠 영화관 위탁경영 시작
	2015년	CGV 블리츠로 브랜드 전환
	2016년	인도네시아 법인(PT Graha Laya Prima Tbk) 지분 51% 확보
미얀마	2014년	미얀마 영화시장 진출
터키	2016년	터키 1위 극장 마르스엔터 인수
	2021년	마르스엔터 인수 관련 TRS 계약 만기 (터키 IPO 실패)
러시아	2017년	러시아 부동산 개발회사 ADG 와 JV 설립
	2019년	러시아 영화시장 출점 시작
	2020년	ADG 에 러시아 사업권 양도 → 러시아 영화시장 철수
4DX	2009년	4DX 포맷 상용화
	2010년	CJ 포디플렉스 설립
	2016년	CJ 포디플렉스(판매법인) 및 시물라인(제조법인) 합병

자료: 유안타증권 리서치센터

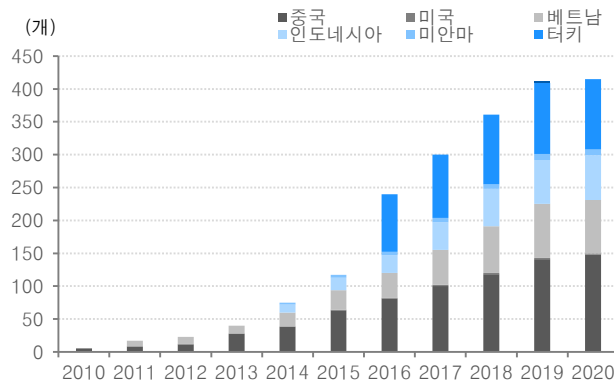
이로써, CJ CGV의 글로벌 Capa는 **2010년 3개국, 81개 사이트, 654개 스크린 → 2020년 7개국 (러시아 제외), 594개 사이트, 4,271개 스크린으로 대폭 확대되게 된다.**

[그림 16] CJ CGV, 국내 점포수 추이



자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

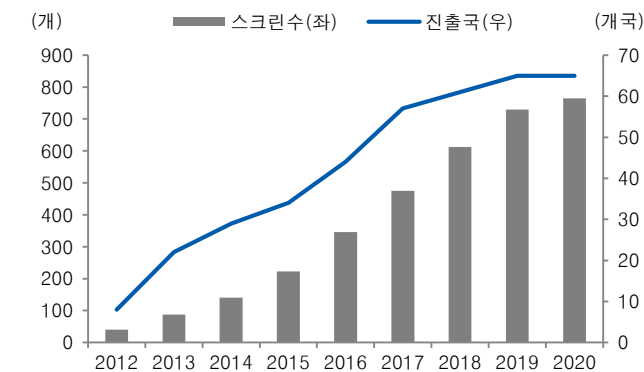
[그림 17] CJ CGV, 해외 점포수 추이



자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

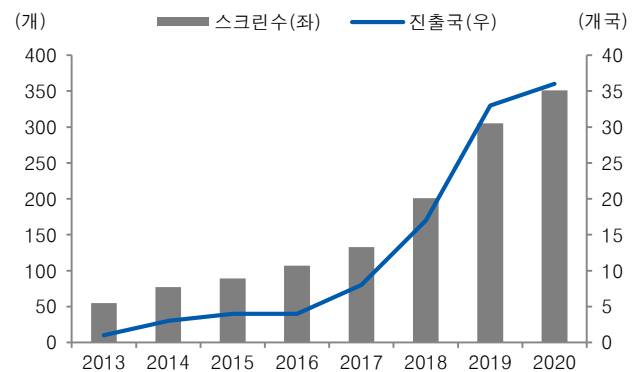
또한, CJ CGV는 2010년 CJ포디플렉스 설립을 통해 4DX 특화관, 2013년 본사에서 스크린X 특화관을 론칭해 각각 글로벌 사업을 진행하고 있다. 4DX와 스크린X는 각국의 영화관에 스크린 설비를 판매하고 해당 스크린에서 발생하는 티켓 매출의 일부를 RS 방식으로 인식하는 사업모델을 갖고 있다. 바로, 미국의 IMAX와 유사한 사업모델이다. **2020년 기준으로, 4DX는 65개국 765개 사이트, 스크린X는 36개국 351개 사이트를 운영하고 있다.**

[그림 18] 4DX 스크린수 및 진출국수 추이



자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

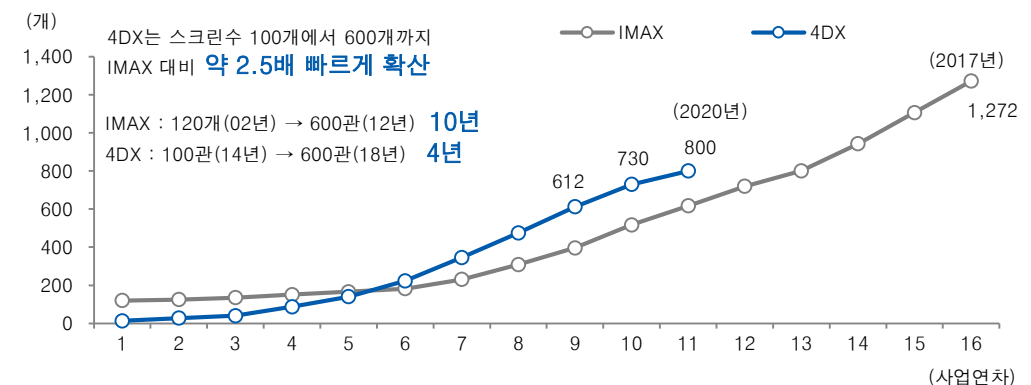
[그림 19] 스크린X 스크린수 및 진출국수 추이



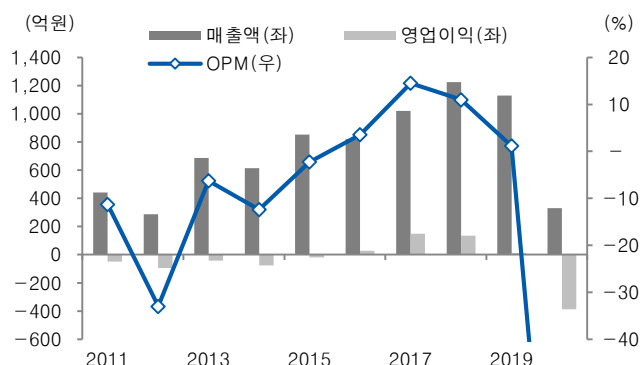
자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

글로벌 스크린수 100개 → 600개까지의 확장속도로 보면, 4DX 스크린은 IMAX 대비 2.5배 가량 빠르게 증가하고 있다. 다만, CJ포디플렉스의 수익성은 IMAX 대비 열위를 보이고 있다. 스크린 확장속도가 너무 빨랐던 관계로, 스크린 관련 감가상각비 부담이 커졌기 때문이다. 또한, 빠른 확장을 위해, 스크린 설비판매시 IMAX 대비 불리한 조건을 받아들였을 가능성도 있다.

[그림 20] 4DX와 IMAX의 확장속도 비교

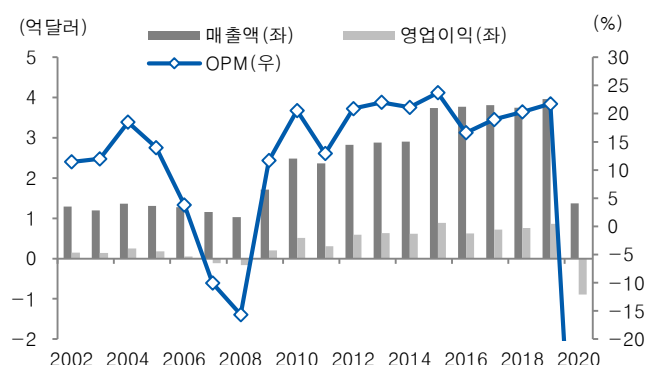


[그림 21] CJ 포디플렉스 실적 추이



자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[그림 22] IMAX 실적 추이



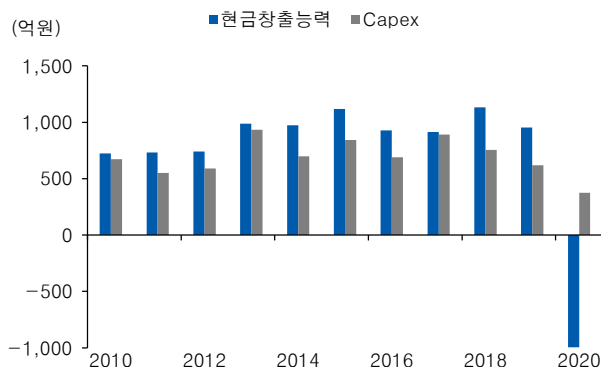
자료: IMAX, 유안타증권 리서치센터

CJ CGV의 연결 Capex는 2013~19년 연간 1,400억원대 ~ 2,700억원대를 기록해 현금창출능력(EBITDA - 이자비용 - 법인세)을 매년 상회해 M&A 이슈가 아니더라도 재무구조가 악화되는 구조에 있었다.

본사는 한국 영화관 시장이 성숙기에 진입했음에도 불구하고 그룹의 외형확장 기조에 의거해 지속적인 출점을 진행했다. 본사에선 현금창출능력이 Capex를 소폭 상회했지만, 공격적인 출점 전략으로 인해 객석률이 하락하면서 OPM이 한자릿대로 낮아졌다. **FCF가 창출되지 못하는 상황에서 터키 마르스엔터 등 해외 M&A에 나섰던 것이 본사 재무구조 악화의 원인** 중에 하나로 작용했다. (나머지 원인은 2019년 리스회계 도입)

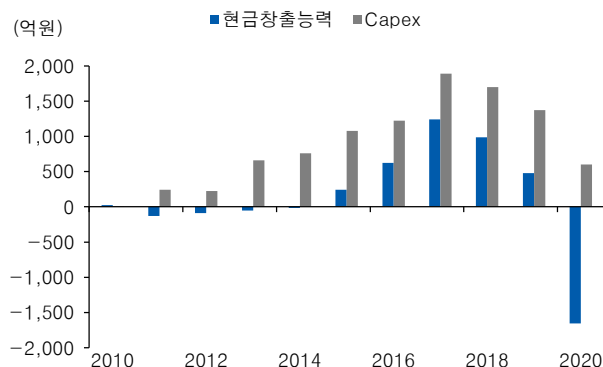
CJ CGV의 해외법인들은 빠른 출점을 위해 공격적으로 Capex를 집행했다. 현금창출능력 대비 Capex 집행속도가 빨랐던 관계로, 이들 법인들의 부채가 급증하게 됐다. CJ CGV 본사는 독자적인 자금조달 능력이 부족한 해외법인들을 위해 지급보증의 방식으로 자금지원을 해주게 된다.

[그림 23] CJ CGV 본사 현금창출능력 및 Capex 추이



주: 현금흐름창출능력 = EBITDA - 이자비용 - 법인세비용
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 24] CJ CGV 연결 종속회사 현금창출능력 및 Capex 추이



주: 연결에서 별도로 단순 차감해 산출
자료: 유안타증권 리서치센터

CJ CGV의 정책 대전환 – CEO 교체

전술한 바와 같이, 동사는 2018년부터 연간 Capex 지출규모를 축소하기 시작했고, 2019년부터 수익성 중심의 경영으로 전환하는 모습을 보이고 있다.

최근 수년간의 CJ CGV 본사 대표이사의 교체는 이러한 흐름을 잘 보여주고 있다. CJ CGV의 글로벌 확장은 서정 前 대표이사(재임기간 : 2012.03 ~ 2019.03)가 주도했다. 서정 前 대표이사는 2010년 CJ오쇼핑의 글로벌 전략담당, 2018년 CJ 아태지역 본사 대표를 맡는 등 CJ그룹 내에서 글로벌 확장형 CEO로 평가될 수 있다.

최병환 前 대표이사(재임기간 : 2019.03 ~ 2021.03)는 2018년 10월의 CJ그룹 인사 당시에 CJ CGV 본사 대표이사로 내정됐다. 최병환 前 대표이사의 내정 직후, 본사의 신종자본증권 발행과 자산매각이 연달아 발표됐다. 최병환 前 대표이사의 재임 초반, CJ CGV의 경영기조는 글로벌 확장 → 수익성 중심으로 이동한 것으로 추정된다. 최병환 前 대표이사는 2013년 CJ포디플렉스 대표직을 맡는 등 CJ그룹 내에서 신성장사업을 추진하는 역할을 담당해왔다. 미래성장동력인 4DX 및 스크린X 사업 강화에 주력할 것으로 예상됐으나, 코로나 위기국면으로 인해 재임기간이 2년여에 그쳤다.

허민희 現 대표이사(재임기간 : 2021.03 ~)는 2020년 12월의 CJ그룹 인사를 통해 CJ CGV 본사 대표이사로 발탁된 인물이다. 2012~13년 CJ푸드빌의 구조조정을 지휘하는 등 재무/관리형 CEO로 평가된다. 2016년 CJ 오쇼핑 대표, 2018년 CJ ENM 대표로 취임하는 등 CJ그룹에서 요직을 맡아왔다. 그룹 내 대표적인 재무전문가로 평가받는만큼, 위기에 빠진 CJ CGV에서 구원투수의 역할을 부여받고 있는 것으로 추정된다.

[그림 25] 2012년 이후, CJ CGV 대표이사 변화



서정 前 대표이사
(2012년 3월 ~ 2019년 3월)

[글로벌 확장형 CEO]

- 2010년 CJ오쇼핑 글로벌 전략담당
- 2018년 CJ 아태지역 본사 대표



최병환 前 대표이사
(2019년 3월 ~ 2021년 3월)

[신사업 추진형 CEO]

- 前 CJ포디플렉스 대표
- 前 CJ CGV 신사업추진본부장
- 前 CJ헬로비전 티빙 사업추진실장



허민희 現 대표이사
(2021년 3월 ~ 현재)

[재무/관리형 CEO]

- 前 CJ푸드빌 대표
- 前 CJ오쇼핑 대표
- 前 CJ ENM 대표

자료: 유안타증권 리서치센터

허민희 대표이사는 2012년 3월부터 2013년 11월까지 CJ푸드빌의 대표이사직을 수행한 이력이 있다. CJ푸드빌의 사내이사직은 2014년 3월까지 유지했다.

언론보도와 CJ푸드빌의 공시에 의하면, 허민희 당시 CJ푸드빌 대표이사는 취임 이후 본사 직원들을 팀스, 투썸플레이스 등 현장으로 대거 배치하고 푸레주르 매장수도 대폭 축소했다. CJ푸드빌의 본사 영업이익은 2011년 -217억원 → 2012년 64억원으로 흑자전환했다. 2013년엔 결손금을 메우기 위한 무상감자 및 유상증자가 진행됐다. 또한, 2014년 1월 1일을 합병기일로 CJ엔시티(타워운영, 외식업, 웨딩사업)와의 합병을 진행했다. CJ엔시티는 2013년 매출액 742억원, 영업이익 33억원을 기록했던 법인이다. CJ푸드빌의 본사 영업이익은 2013년 -124억원을 기록해 일시적으로 부진한 모습이었지만, 2014년엔 162억원으로 역대급 호실적을 기록했다. 이후, CJ푸드빌은 2017년까지 4개년 연속으로 영업 흑자를 유지하게 된다. 이는 허민희 대표이사 재임기간 동안의 구조조정 효과에 기인한 것으로 보인다.

[표 18] CJ푸드빌의 별도 손익계산서 (2011~14년)

(단위: 억원)

	2011	2012	2013	2014
매출액	7,958	8,553	9,478	11,211
매출총이익	3,724	4,267	4,904	6,083
GPM	47%	50%	52%	54%
판관비	3,941	4,204	5,028	5,922
SG&A Ratio	50%	49%	53%	53%
영업이익	-217	64	-124	162
OPM	-3%	1%	-1%	1%

자료: 유안타증권 리서치센터

허민희 대표이사는 2018년 7월 CJ오쇼핑-CJ E&M의 합병법인인 CJ ENM의 대표이사로 취임한 바 있다. 재임기간 당시, CJ ENM의 미디어 부문은 2H19 프로듀스101 투표조작사건과 일본 불매운동이 겹치면서 TV광고가 부진한 모습을 보였다. 2020년엔 코로나 사태까지 더해지면서, 광고매출이 2019년 6,130억원 → 2020년 5,063억원(-17% YoY) 급감하는 모습을 보였다. CJ ENM 미디어 부문은 비우호적 광고영업환경에 대응해 방송제작비를 2019년 6,100억원 → 2020년 5,800억원 수준으로 축소했다. 광고매출 감소 대비 방송제작비 축소폭이 적었음에도 불구하고, CJ ENM 미디어 영업이익은 2019년 709억원 → 2020년 999억원으로 오히려 증가했다. 이는 조직 내부의 비효율적 비용구조를 개선한 점에 기인하는 것으로 추정된다.

[표 19] CJ ENM 미디어 사업부 손익계산서 (2018~20년)

(단위: 억원)

	2018	2019	2020
미디어 매출액	15,678	16,784	15,907
- 광고	5,650	6,130	5,063
- 수신료	2,085	2,196	2,348
- 기타	7,944	8,460	8,496
미디어 영업이익	1,115	709	999
- 스튜디오드래곤	399	287	489
- 기타	716	422	510

자료: 유안타증권 리서치센터

CJ CGV, 코로나 종식 이후에도 비용 효율화 정책 유지 예상

CJ CGV는 2020년 12월 29일, CJ 지주사와 신종자본차입 계약을 체결했다. 차입금액은 2,000억원, 만기는 30년이며, CJ CGV의 선택에 의해 만기 연장이 가능한 조건이다. 동 차입금은 대차대조표에 자본으로 계상된다.

동 차입금의 표면이자율은 4.55%로 높은 편이다. 동 차입계약에도 스텝업 조항이 있다. 차입 실행일로부터 2년이 경과하는 시점(2022.12.29)부터 2%p, 3년이 경과하는 시점(2023.12.29)부터 매년 0.5%p씩 금리가 가산되는 조건이다.

CJ CGV는 동 차입계약과 관련해 조기상환권(Call-option)을 행사할 수 있다. 행사조건은 3가지이다. 1)동 차입계약일로부터 2년이 경과하는 시점(2022.12.29)부터 각 이자지급일, 2)회계기준 등의 변경으로 인해 동 차입금의 전부 또는 일부가 회계상 자본으로 인정받지 못하게 될 경우, 3)동 차입금과 관련하여 지급하는 이자를 세법상 비용으로 인정받지 못하게 되는 경우이다.

동 차입계약은 CJ그룹의 인사 발표 이후에 체결됐다. 허민회 CJ CGV 신임대표의 정식 선임에 앞서, 그룹 측에서 재무적 지원을 해준 것으로 해석할 수 있다. 법률적 계약 상으로는 CJ 지주사가 CJ CGV에 2,000억원을 영구적으로 대여해준 것과 같지만, 스텝업 조항을 감안하면, 조속히 재무구조를 안정화시키고 2년 이후 대여금을 단계적으로 상환하란 요구로 볼 수 있다.

[표 20] CJ CGV의 신종자본차입 (2020년 12월)

구분	내용		
1) 계약체결일	2020.12.29		
2) 차입처	씨제이(주)	회사와의 관계	계열회사
3) 차입기간	30년 (당사 선택에 의해 연장 가능)	상환일	2050.12.29 (당사 선택에 의해 연장 가능)
4) 차입금액	2,000억원		
5) 이자율(%)	4.55% Step-Up(금리 가산): 2년 후 표면이자율에 2%p, 3년차부터 매년 0.5%p씩 가산		
6) 상환방법	만기 일시 상환		
7) 조기상환권 행사조건	<ul style="list-style-type: none"> - 2022년 12월 29일 이후, 각 이자지급일 - 회계 기준 등의 변경으로 회계상 자본으로 인정 불가하게 된 경우 - 본 차입과 관련하여 지급하는 이자를 세법상 비용으로 인정받지 못하게 되는 경우 		

자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

CJ CGV는 코로나 종식 이후, Capex 집행을 최소화하는 가운데 수익성 중심의 경영기조를 유지해 FCF를 극대화하는 행보를 보일 것으로 예상된다. CJ 지주사가 대여해준 신종자본차입을 조기 상환해 이자부담을 덜어야 할 필요성이 있기 때문이다. CJ 지주사도 자금여력이 크지 않은 관계로, 허민회 대표이사는 기존의 확장 중심 정책을 백지화하고 CJ푸드빌 및 CJ ENM 대표 채임기에 보여준 것처럼 비용통제에 주력할 것으로 보인다. 이러한 시나리오대로 진행시, CJ CGV의 본사 OPM은 코로나 종식 이후 10%대로 상승 가능하다. 영화관 사업의 특성상, 2013~19년 본사 OPM의 한자릿대 하락이 오히려 비정상인 것으로 볼 수 있다.

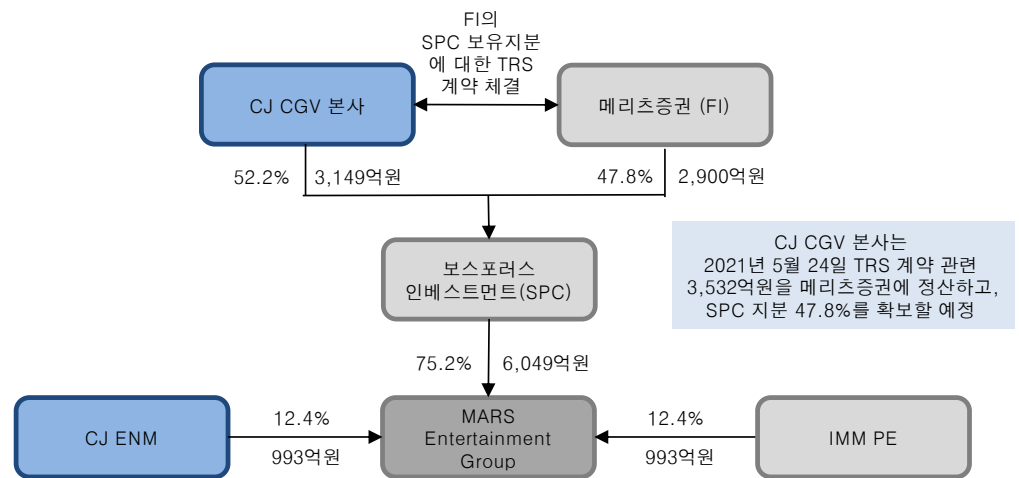
터키 마르스엔터, 좋아질 것만 남았다

터키 TRS 이슈는 이미 종결

CJ CGV는 2016년 터키 1위 영화관 마르스엔터를 CJ ENM, IMM PE, 메리츠증권과 공동으로 인수했다. 인수 당시, 마르스엔터 기업가치는 8,035억원으로 평가된 것으로 파악된다. CJ CGV는 메리츠증권과 보스포러스인베스트먼트(SPC)를 설립했으며, 동 SPC가 6,049억원을 투입해 마르스엔터 지분 75.2%를 확보하고, CJ ENM과 IMM PE는 각각 993억원씩을 투입해 지분 12.4%씩을 확보하는 구조이다. CJ CGV와 메리츠증권은 SPC에 각각 3,149억원, 2,900억원씩을 투입해 SPC 지분 52.2%, 47.8%씩을 각각 보유 중에 있다. 메리츠증권은 SPC 보유지분과 관련해 CJ CGV 본사와 TRS 계약을 체결했다. CJ CGV는 동 TRS 계약에 의거해 2021년 5월까지 메리츠증권이 투자원금 및 이자를 회수하고 엑시트할 수 있도록 SPC에 대한 IPO를 추진해야 하며 IPO 무산시 투자원금 및 이자를 상환해야 한다. SPC의 공정가치는 터키증시 주가지수, 터키 금리, 리라화 가치 등에 의해 매분기 재평가되며, SPC 공정가치 관련 평가손익은 매분기 CJ CGV의 본사 손익계산서에 계상된다. 정리하면, CJ CGV는 2016년 당시 마르스엔터 인수자금을 온전히 감당할만한 재무적 여력이 없었다. 메리츠증권과 체결한 TRS 계약은 사실상의 대출계약과 유사하나, SPC에 대한 IPO 조건을 추가해 미래 대출상환 부담을 낮췄던 것으로 볼 수 있다.

CJ CGV 본사는 2017~20년 터키 TRS 관련 3,532억원의 평가손실을 손익계산서에 계상했다. 터키 리라화 가치는 CJ CGV의 마르스엔터 인수 이후, 터키 군부의 쿠데타 시도를 비롯한 정치 불안, 미국의 對터키 경제 제재 등의 악재로 인해 지속적으로 하락세를 보였다. 이로 인해, 회계법인이 평가한 SPC의 공정가치도 지속적으로 하락하면서 CJ CGV 본사에 대규모 TRS 평가손실이 발생하게 된 것이다. 결국, 마르스엔터 관련 SPC의 IPO가 무산되면서, CJ CGV 본사는 2021년 5월 메리츠증권에 TRS 정산대금 3,532억원을 지급할 예정에 있다. TRS 정산대금은 그동안 손익계산서에 평가손실로써 전액 반영된 상태이며, 이로 인한 자본축소 문제도 종결된 상태이다. CJ CGV 본사는 2021년 5월에 현금으로 지급할 TRS 정산대금 3,532억원도 이미 확보해놓은 상태이다. 사실상, TRS 이슈는 종결된 것으로 볼 수 있다.

[그림 26] 터키 마르스엔터 인수 관련 자금조달 구조



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 27] 원/리라 환율 추이

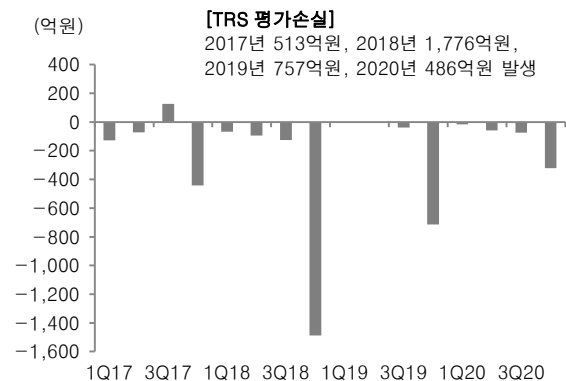
(원/리라)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 28] 터키 관련 TRS 평가손익 추이

(억원)

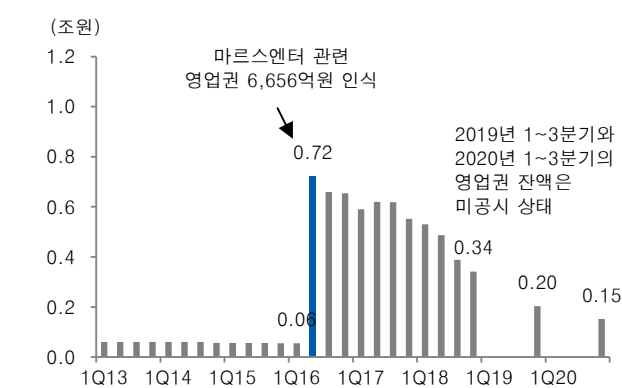


자료: 유안타증권 리서치센터

터키 관련 영업권 상각 이슈도 종결 판단

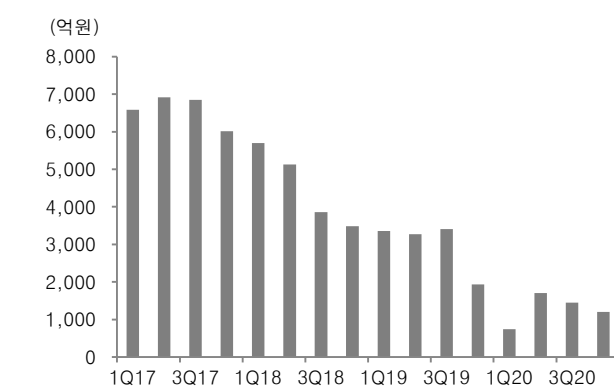
CJ CGV 본사는 2016년 마르스엔터 관련 영업권 6,656억원, 인도네시아 극장법인(PT Graha Layar Prima Tbk)의 지분 인수 관련 영업권 323억원을 연결 대차대조표에 인식했다. CJ CGV의 영업권은 2Q16(마르스 인수 분기) 7,208억원 → 4Q20 1,520억원으로 감소했다. 마르스엔터 인수 이후 현재까지 영업권 5,688억원이 상각된 셈인데, 대부분 마르스엔터 관련 상각으로 추정된다. 참고로, CJ CGV의 터키 관련 무형자산은 1Q20 743억원으로 감소했다. 향후 터키 관련 추가적인 영업권 상각 이슈가 대두될 가능성은 매우 낮다고 판단된다.

[그림 29] CJ CGV, 연결기준 영업권 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 30] CJ CGV, 터키 관련 무형자산 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

터키 영화시장은 성장 잠재력이 높은 시장

터키의 인구는 2020년 기준 8,315만명에 달하고 있다. 평균 연령은 2018년 기준 32세, 경제활동인구(15~64세)는 전체 인구의 67.8%를 차지한다. 터키 1인당 GDP는 2013~14년 1.2만달러 대에 도달 후, 매년 하락해 2019년 9,127달러를 기록했다. 젊은 인구가 많은 점, 문화소비 지출 증가가 이뤄지는 평균 소득구간에 진입한 점이 특징적이다.

터키 인구 1인당 영화관람편수는 2017~18년 0.9편을 기록했으나, 2019년엔 0.7편으로 관람객 수가 축소됐다. 2018~19년 티켓가격 인상이 관람객 축소의 원인으로 작용한 것이며, 터키 박스 오피스 매출액은 2019년 9.7억리라(+11% YoY)로 역대 최고치를 경신했다. 양질의 로컬영화들이 제작되고 있는 관계로, **콘텐츠와 플랫폼의 동반 성장이 이뤄지고 있는 시장**이다. 터키 영화 시장 자체는 성장 잠재력이 매우 높은 시장인 것으로 평가된다.

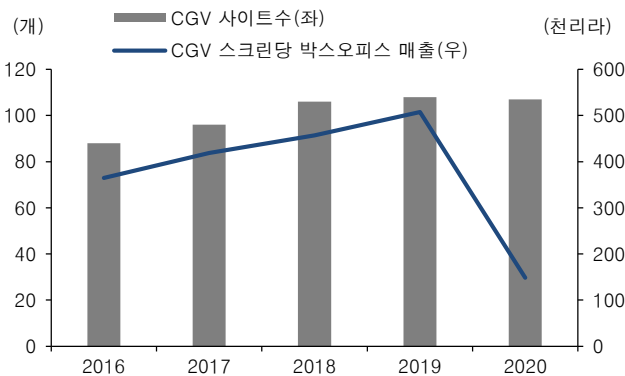
CJ CGV의 터키 시장 점포수는 2016년 88개 → 2018년 106개 → 2020년 107개로 증가했다. 터키 시장 출점속도가 완만해진만큼, 정치/경제 안정화와 코로나 종식을 전제시, 객석을 상승에 따른 이익 극대화 효과를 기대할 수 있다. 터키 관련 TRS 이슈와 영업권 상각 이슈가 사실상 종결된만큼, 앞으로는 터키시장에서 호재만 기대할 수 있다는 의미이다.

[표 21] 터키 영화관 시장

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
[일반]											
인구 (백만명)	72.6	73.7	74.7	75.6	76.7	77.7	78.7	79.8	80.8	82.0	83.2
1인당 GDP (달러)	10,742	11,421	11,795	12,614	12,157	11,006	10,895	10,591	9,456	9,127	-
[터키 박스오피스]											
관람객수 (백만명)	41.1	42.3	43.9	50.4	-	-	58.3	71.2	68.8	59.3	17.3
(YoY)	11%	3%	4%	15%	-	-	-	22%	-3%	-14%	-71%
박스오피스 매출액(백만리라)	380.2	398.4	421.9	505.3	-	-	579.3	730.0	874.3	969.1	298.0
(YoY)	23%	5%	6%	20%	-	-	-	26%	20%	11%	-69%
ATP (리라)	9.3	9.4	9.6	10.0	-	-	9.9	10.3	12.7	16.4	17.2
(YoY)	11%	1%	2%	4%	-	-	-	3%	24%	29%	5%
인구 1인당 영화관람편수 (편)	0.6	0.6	0.6	0.7	-	-	0.7	0.9	0.9	0.7	0.2
[터키 영화관 인프라]											
점포수 (개)	491	520	567	568	-	-	-	-	-	-	-
(YoY)	2%	6%	9%	0%	-	-	-	-	-	-	-
스크린수 (개)	1,874	1,968	2,093	2,243	-	-	-	-	-	-	-
(YoY)	5%	5%	6%	7%	-	-	-	-	-	-	-
스크린당 인구수 (명)	2.6	2.7	2.8	3.0	-	-	-	-	-	-	-

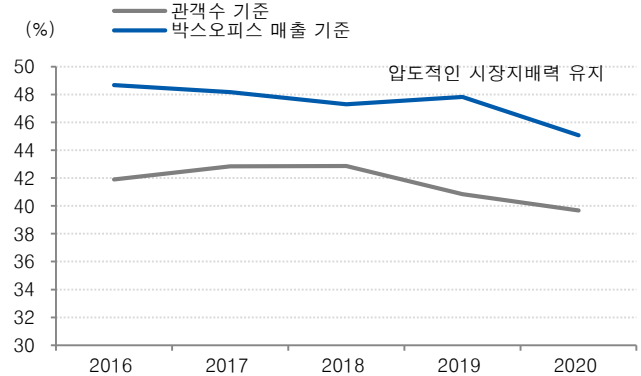
자료: European Audiovisual Observatory, CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[그림 31] CJ CGV의 터키 사이트수 추이



자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[그림 32] CJ CGV의 터키시장 M/S 추이

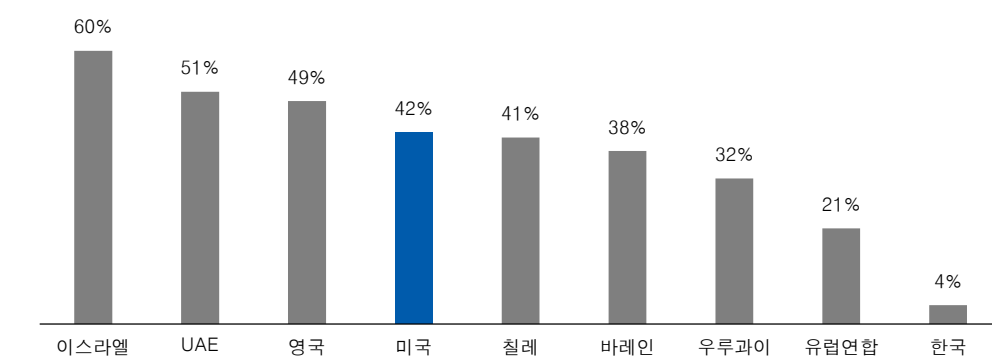


자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

미국 극장 회복 → 할리우드영화 공급 확대 호재

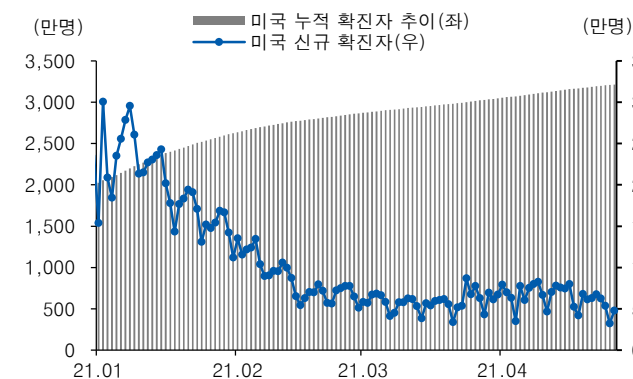
미국은 2020년 12월 14일에 코로나 백신접종을 시작한 이후, 현재 인구 대비 최소 1회 이상 접종 비율이 42%에 달하고 있다. 미국의 코로나 일간 코로나 확진자수는 최대 30만명에 달했던 바 있지만, 2021년 4월 일평균 6.4만명 수준으로 안정화되고 있다.

[그림 33] 국가별 인구 대비 최소 1회 이상 코로나 백신 접종비율 (2021년 4월 24일 기준)



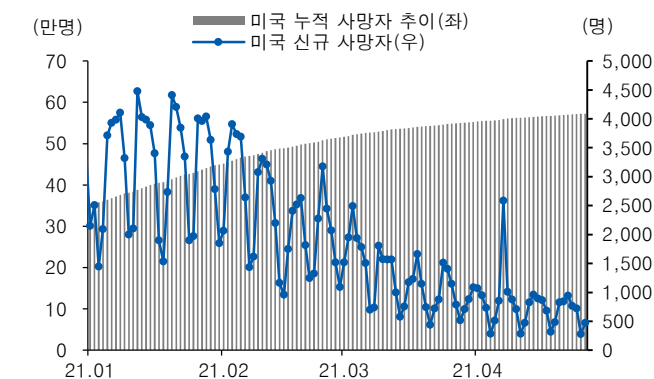
자료: AFP, 질병관리청, 유안타증권 리서치센터

[그림 34] 미국 코로나 확진자 추이



자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터

[그림 35] 미국 코로나 사망자 추이



자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터

미국의 팝스타 저스틴 비버는 2021년 6월부터 북미투어를 진행할 예정에 있다. 2021년 6월 2일 샌디에고를 시작으로 8월 15일 새크라멘토까지 총 45회의 공연이 확정된 상태이다. 現 시점에는 다수의 공연장에서 미판매 티켓들이 많이 보이고 있지만, 일부 공연장(6월 5일 글렌데일 Gila River Arena) 티켓은 매진 가능성이 보일만큼 판매가 순조로운 상황이다. 미국의 공연 기획사가 오프라인 콘서트 개최를 추진할만큼, 미국의 코로나 상황은 호전되고 있는 것이다. 동일 논리로, 향후 미국의 영화관 관객도 점진적인 회복세를 보일 것으로 예상된다.

[그림 36] 저스틴 비버, 북미 투어 발표 (2021년 6~8월; 총 45회 확정)

JUSTIN BIEBER
WORLD TOUR 2021
T-Mobile AEG

J U S T I N B I E B E R

In light of the current public health crisis, Justin Bieber announces his rescheduled 2021 World Tour dates below. The 45-date tour has been rerouted and the tour production has been redesigned and will no longer be stopping in stadiums or all markets. 19 new arena dates have been added. Kehlani and Jaden Smith who were originally scheduled to support the tour will not be appearing on the new dates as new support will be added at a later date.

Tickets for new shows* go on sale to the general public starting Thursday, August 6th at 10am local time.

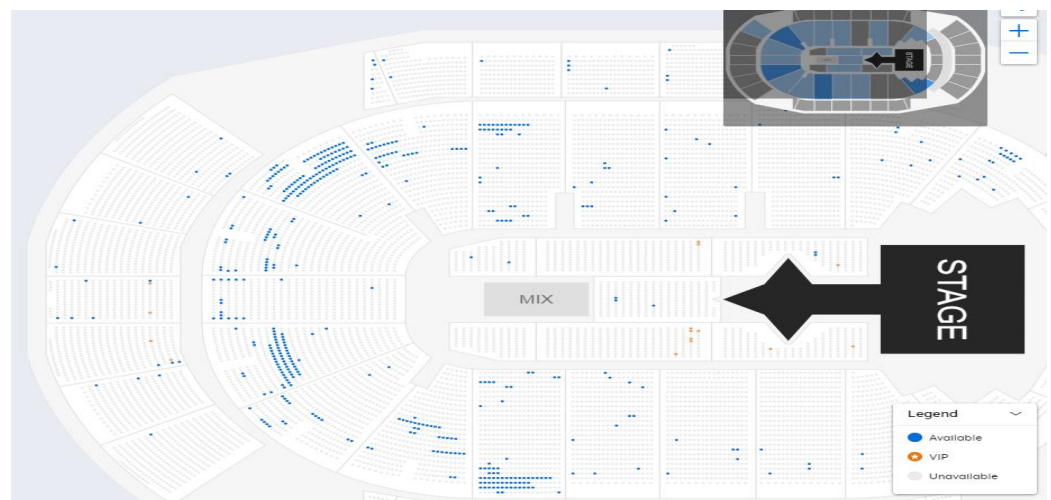
Tickets for rescheduled dates** will be honored. All previous ticket-holders will receive an email from their ticket provider with event updates and options if they cannot make the 2021 date.

Tickets for canceled shows will be refunded automatically. You should expect to receive your refund in as soon as 30 days.

Jun 2 San Diego, CA, USA PECHANGA ARENA SAN DIEGO RESCHEDULED DATE** TICKETS RSVP	Jun 4 Las Vegas, NV, USA T-MOBILE ARENA RESCHEDULED DATE** TICKETS RSVP	Jun 5 Glendale, AZ, USA GILA RIVER ARENA RESCHEDULED DATE** TICKETS RSVP
Jun 7 San Jose, CA, USA SAP CENTER AT SAN JOSE NEW SHOW*	Jun 8 San Jose, CA, USA SAP CENTER AT SAN JOSE NEW SHOW*	Jun 10 Portland, OR, USA MODA CENTER RESCHEDULED DATE**

자료: <https://www.justinbiebermusic.com>

[그림 37] 저스틴 비버의 북미 투어 세번째 공연(글렌데일) 티켓 판매현황 (2021년 4월 28일 기준)



자료: 티켓마스터, 유안타증권 리서치센터

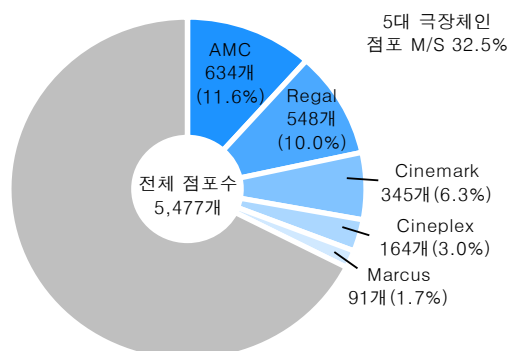
미국의 영화관 체인들은 2020년 3월 이후, 코로나 확산추이에 맞춰 영업중단과 재개장을 반복하고 있으며, 일부 체인은 입장객 인원 제한 정책을 시행하고 있다. 이로 인해, 1H21에 개봉 예정이었던 할리우드 영화들의 다수가 개봉일을 연기하고 있는 상황이다. 다수의 할리우드 영화들은 미국 시장에서 제작비를 회수하고 국제시장에서 이익을 창출하는 구조인 관계로, 일부 OTT 직행 작품을 제외시, 개봉 결정이 쉽지 않은 것이다.

[표 22] 팬데믹 이후, 미국 영화관 영업 상황

날짜	사건
2020.03.13	AMC, 리갈시네마, 평소 티켓 판매량의 절반만 판매하기로 결정
2020.03.17	AMC, 리갈시네마, 시네마크, 6~12주간 영업중단 발표
2020.04.20	조지아주 주지사, 4월 27일부터 극장 재개장 허용 발표. AMC, 시네마크 등은 불가능하다는 입장 피력
2020.06.03	시네마크, 6월 19일부터 텍사스주 지역 5개 극장을 시작으로 7월까지 순차적으로 재개장 발표
2020.06.09	AMC, 7월 미국과 영국의 상영관 영업 재개 계획 발표
2020.06.16	리갈, 7월 10일 재개장 발표
2020.06.19	AMC, 7월 15일 미국 극장 단계적 재개장 발표
2020.06.19	시네마크, 7월 3일 일부 극장 재개장 발표
2020.06.30	코로나19 재확산으로 인해 AMC, 리갈시네마, 시네마크 재개장 날짜가 7월 30일로 재연기
2020.07.23	AMC, 8월 중순으로 재개장 일정 재연기
2020.07.27	리갈, 8월 21일로 재개장 일정 연기
2020.08.13	AMC, 8월 20일 극장 재개장 발표
2020.08.20	AMC 일부 극장 점포(113개) 재개장
2020.08.25~08.27	미국 3개 극장 체인의 점포 중 최대 40%가 재개장에 나설 예정
2020.09.03	AMC 재개장 점포를 400개까지 확대 (『네트』 미국 개봉일)
2020.10.05	리갈, 미국 전 극장 점포 폐쇄 발표
2020.10.09	AMC, 미국 극장 494개 재개장 상태라 발표. 다만, 관람객 수용인원 20~40% 제한 정책 시행.
2021.03.05	AMC, 뉴욕 소재 극장 13개 재개장
2021.03.19	AMC, 캘리포니아 56개 극장 전부 재개장 (미국 500개 지점 중 98% 재개관 상태)
2021.03.24	리갈, 4월 2일부터 극장 체인 재개장 발표

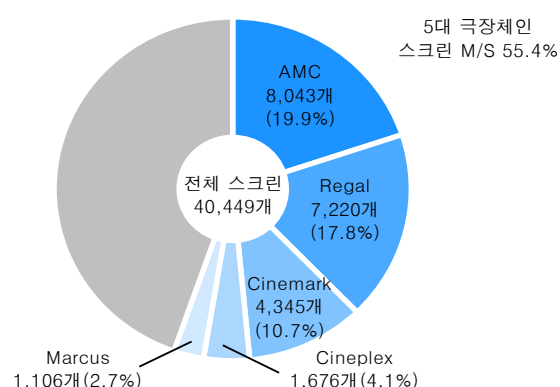
자료: 언론보도 정리, 유안타증권 리서치센터

[그림 38] 미국 극장 M/S (점포수 기준)



주: 전체 점포수는 2020년 3월 기준, 체인별 점포수는 2020년 7월 기준
자료: NATO, 유안타증권 리서치센터

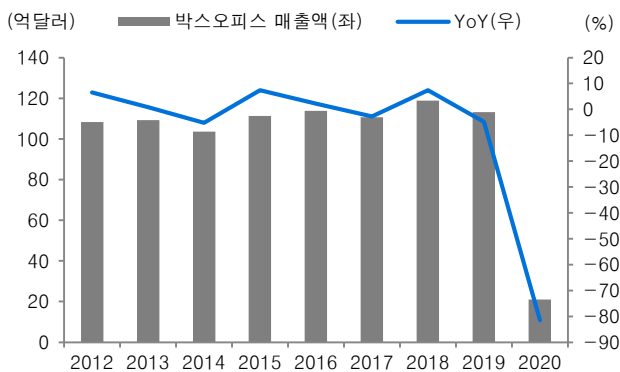
[그림 39] 미국 극장 M/S (스크린수 기준)



주: 전체 스크린수는 2020년 3월 기준, 체인별 스크린수는 2020년 7월 기준
자료: NATO, 유안타증권 리서치센터

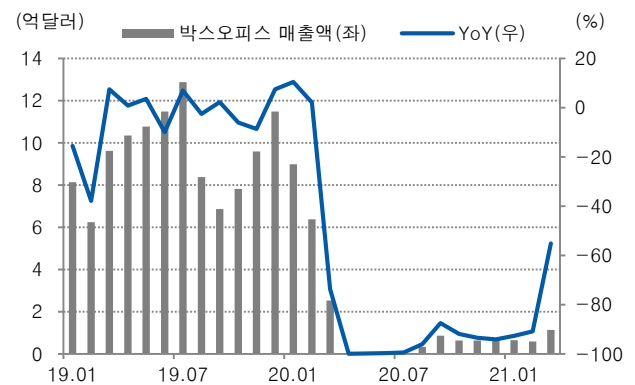
북미 박스오피스는 2010년대 들어 연간 100~110억달러대 시장 규모를 유지해왔다. 북미 박스오피스의 월평균 매출액은 9~10억달러 수준이다. 북미 박스오피스는 2021년 2월 5,774만달러 → 3월 1.1억달러 → 4월 1.8억달러로 개선 조짐을 보이고 있다. 2021년도 첫번째 마블 영화 개봉이 예정된 7월(블랙위도우)까지는 정상 박스오피스 매출레벨 대비 50%대 수준으로의 회복이 기대된다. 북미 박스오피스의 회복시, 할리우드 영화 개봉작이 늘어나면서 글로벌 박스오피스에 콘텐츠 공급효과를 만들어낼 수 있다. 이 경우, CJ CGV도 3Q21를 기점으로 영업이 회복되면서 대규모 적자국면에서 탈출 가능하게 될 것이다.

[그림 40] 북미 박스오피스 연간 매출액 추이



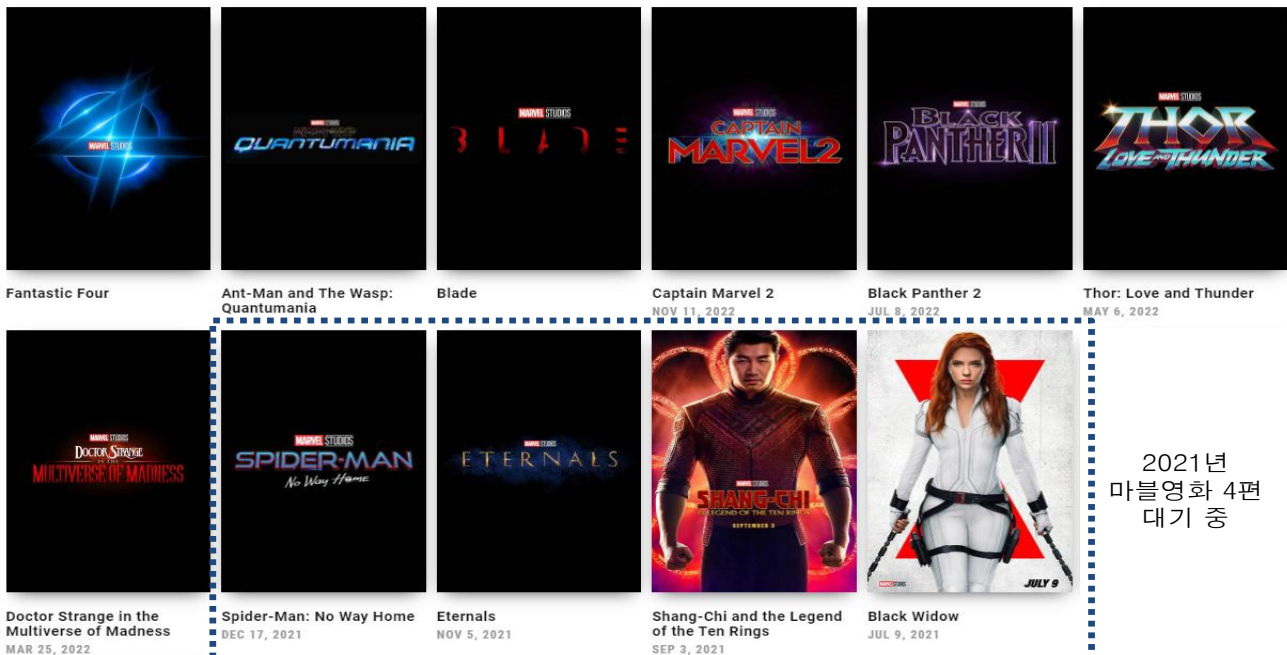
자료: Box Office Mojo, 유안타증권 리서치센터

[그림 41] 북미 박스오피스 월간 매출액 추이



자료: Box Office Mojo, 유안타증권 리서치센터

[그림 42] 2021 년 이후의 마블 영화 라인업



자료: 마블, 유안타증권 리서치센터

[표 23] 2021 년 복미시장 주요 라인업의 개봉일 변화

2020년 12월 14일 기준				2021년 4월 28일 기준			
개봉일	작품명	장르	배급사	개봉일	작품명	장르	배급사
2021-01-08	The Devil's Light	호러, 스릴러	LGF				
2021-01-08	Untitled Blumhouse Productions Project I (2021)	-	Uni				
2021-01-15	Mortal Kombat	액션, 어드벤처	WB				
2021-01-29	The Little Things	범죄, 드라마	WB	2021-01-29	The Little Things	범죄, 드라마	WB
2021-02-05	Cinderella	코미디, 뮤지컬	Sony				
				2021-02-12	Judas and the Black Messiah	전기, 드라마	WB
2021-02-26	The United States vs. Billie Holiday	전기, 드라마	Par.	2021-02-26	Tom and Jerry	애니메이션	WB
2021-02-26	Everybody's Talking About Jamie	드라마, 뮤지컬	Fox				
2021-02-26	Nobody	액션, 범죄	Uni				
2021-03-05	Raya and the Last Dragon	애니메이션	BV	2021-03-05	Raya and the Last Dragon	애니메이션	BV
2021-03-05	Tom and Jerry	애니메이션	WB	2021-03-05	Chaos Walking	어드벤처, SF	LGF
2021-03-12	The Many Saints of Newark	범죄, 드라마	WB				
2021-03-12	The King's Man	액션, 어드벤처	Fox				
2021-03-19	The Unbearable Weight of Massive Talent	코미디	LGF				
2021-03-26	The Boss Baby: Family Business	애니메이션	Uni	2021-03-26	Nobody	액션, 범죄	Uni
				2021-03-31	Godzilla vs. Kong	액션, SF	WB
2021-04-02	Fast & Furious 10	액션, 어드벤처	Uni				
2021-04-02	Peter Rabbit 2: The Runaway	애니메이션	Sony				
2021-04-09	Bob's Burgers: The Movie	애니메이션	Fox	2021-04-09	Voyagers	어드벤처, SF	LGF
2021-04-16	Reminiscence	로맨스, SF	WB				
2021-04-16	BIOS	드라마, SF	Uni				
2021-04-16	Untitled Universal Event Film	-	Uni				
2021-04-16	Fatherhood	드라마	Sony				
2021-04-23	A Quiet Place Part II	드라마, 호러	Par.	2021-04-23	Mortal Kombat	액션, 어드벤처	WB
2021-04-23	The Asset	액션, 범죄	LGF	2021-04-23	The Space Between	드라마	Par.
2021-04-23	Unknown Title	-	Fox				
2021-04-23	Ron's Gone Wrong	애니메이션	Fox				
2021-05-07	Black Widow	액션, 어드벤처	BV				
2021-05-14	Rumble	애니메이션	Par.	2021-05-14	Spiral	범죄, 호러	LGF
2021-05-14	Marry Me	코미디, 로맨스	Uni	2021-05-14	Those Who Wish Me Dead	액션, 드라마	WB
2021-05-21	Spiral	범죄, 호러	LGF				
2021-05-21	Godzilla vs. Kong	액션, SF	WB				
2021-05-21	Free Guy	액션, 어드벤처	Fox				
2021-05-28	F9	액션, 어드벤처	Uni	2021-05-28	A Quiet Place Part II	드라마, 호러	Par.
				2021-05-28	Cruella	코미디, 범죄	BV
2021-06-04	Spirit Untamed	애니메이션	Uni	2021-06-04	Spirit Untamed	애니메이션	Uni
2021-06-04	Untitled New Line Horror Film	-	WB	2021-06-04	The Conjuring: The Devil Made Me Do It	호러, 스릴러	WB
2021-06-04	Vivo	애니메이션	Sony				
2021-06-11	Ghostbusters: Afterlife	코미디, 판타지	Sony	2021-06-11	In the Heights	드라마, 뮤지컬	WB
				2021-06-16	The Hitman's Wife's Bodyguard	액션, 어드벤처	LGF
2021-06-18	Luca	애니메이션	WB	2021-06-18	12 Mighty Orphans	역사, 스포츠	Sony
2021-06-18	In the Heights	드라마, 뮤지컬	WB	2021-06-18	Peter Rabbit 2: the Runaway	애니메이션	Sony
2021-06-18	Unknown Title	-	BV				
2021-06-25	Venom: Let There Be Carnage	액션, 호러	Sony	2021-06-25	F9	액션, 어드벤처	Uni
2021-07-02	Top Gun: Maverick	액션, 드라마	Par.	2021-07-02	The Forever Purge	액션, 호러, SF	Uni
2021-07-02	Minions: The Rise of Gru	애니메이션	Uni				
2021-07-09	Shang-Chi and the Legend of the Ten Rings	액션, 어드벤처	BV	2021-07-09	Black Widow	액션, 어드벤처	BV
2021-07-09	The Forever Purge	액션, 호러	Uni				
2021-07-16	Space Jam: A New Legacy	애니메이션	WB	2021-07-16	Space Jam: A New Legacy	애니메이션	WB
2021-07-16	Uncharted	액션, 어드벤처	Sony	2021-07-16	Cinderella	코미디, 뮤지컬	Sony
2021-07-16	Barb and Star Go to Vista Del Mar	코미디	LGF				

자료: Box Office Mojo, 유안타증권 리서치센터

[표 24] 2021 년 복미시장 주요 라인업의 개봉일 변화

2020년 12월 14일 기준				2021년 4월 28일 기준			
개봉일	작품명	장르	배급사	개봉일	작품명	장르	배급사
2021-07-23	Old	스릴러	Uni	2021-07-23	Old	스릴러	Uni
2021-07-23	The Tomorrow War	액션, 어드벤처	Par.	2021-07-23	Snake Eyes: G.I. Joe Origins	액션, 어드벤처	Par.
				2021-07-23	Hotel Transylvania: Transformania	애니메이션	Sony
2021-07-30	Jungle Cruise	액션, 어드벤처	BV	2021-07-30	Jungle Cruise	액션, 어드벤처	BV
2021-08-06	The Suicide Squad	액션, 어드벤처	WB	2021-08-06	The Suicide Squad	액션, 어드벤처	WB
2021-08-06	Hotel Transylvania 4	애니메이션	Sony				
2021-08-13	Unknown Title	-	Fox	2021-08-13	Free Guy	액션, 어드벤처	Fox
2021-08-13	Deep Water	스릴러	Fox				
2021-08-13	Untitled Blumhouse Productions Project II (2021)	-	Uni				
2021-08-20	Paw Patrol: The Movie	애니메이션	Par.	2021-08-20	Paw Patrol: The Movie	애니메이션	Par.
2021-08-20	The Hitman's Wife's Bodyguard	액션, 어드벤처	LGF	2021-08-20	BIOS	드라마, SF	Uni
2021-08-27	The Beatles: Get Back	다큐, 음악	BV	2021-08-27	The Beatles: Get Back	다큐, 음악	BV
2021-08-27	Candyman	호러, 스릴러	Uni	2021-08-27	Candyman	호러, 스릴러	Uni
				2021-08-27	Reminiscence	로맨스, SF	WB
2021-09-03	Jackass	액션, 코미디	Par.	2021-09-03	Shang-Chi and the Legend of the Ten Rings	액션, 어드벤처	BV
				2021-09-10	Malignant	호러, 스릴러	WB
2021-09-17	Death on the Nile	범죄, 드라마	Fox	2021-09-17	The Boss Baby: Family Business	애니메이션	WB
2021-09-17	The Bad Guys	애니메이션	Uni				
2021-09-17	The Man from Toronto	액션, 코미디	Sony				
2021-09-24	Unknown Title	-	Uni	2021-09-24	Venom: Let There Be Carnage	액션, 호러	Sony
				2021-09-24	The Many Saints of Newark	범죄, 드라마	WB
				2021-09-24	Dear Evan Hansen	드라마, 뮤지컬	Uni
				2021-09-24	Infinite	SF, 스릴러	Par.
2021-10-01	Dune	어드벤처, SF	WB	2021-10-01	Dune	어드벤처, SF	WB
2021-10-15	The Last Duel	드라마	Fox	2021-10-15	The Last Duel	드라마	Fox
2021-10-15	Halloween Kills	호러, 스릴러	Uni	2021-10-15	Halloween Kills	호러, 스릴러	Uni
2021-10-22	Snake Eyes: G.I. Joe Origins	액션, 어드벤처	Par.	2021-10-22	Snake Eyes: G.I. Joe Origins	액션, 어드벤처	Par.
				2021-10-22	Ron's Gone Wrong	애니메이션	Fox
				2021-10-22	Cry Macho	드라마, 스릴러	WB
2021-11-05	Clifford the Big Red Dog	애니메이션	Par.	2021-11-05	Clifford the Big Red Dog	애니메이션	Par.
2021-11-05	Eternals	액션, 어드벤처	BV	2021-11-05	Eternals	액션, 어드벤처	BV
2021-11-05	Untitled Spider-Man Sequel	액션, 어드벤처	Sony				
2021-11-05	Untitled Elvis Presley Project	전기, 드라마	WB				
				2021-11-11	Ghostbusters: Afterlife	코미디, 판타지	Sony
2021-11-19	King Richard	드라마	WB	2021-11-19	King Richard	드라마	WB
2021-11-19	Mission: Impossible 7	액션, 어드벤처	Par.	2021-11-19	Top Gun: Maverick	액션, 드라마	Par.
2021-11-24	Encanto	애니메이션	BV	2021-11-24	Encanto	애니메이션	BV
2021-11-24	Untitled Disney Animation Project	애니메이션	BV	2021-11-24	Untitled Disney Animation Project	애니메이션	BV
2021-12-03	Unknown Title	-	Fox	2021-12-03	Unknown Title	-	Fox
2021-12-10	West Side Story	범죄, 뮤지컬	Fox	2021-12-10	West Side Story	범죄, 뮤지컬	Fox
				2021-12-10	A Journal for Jordan	드라마	Sony
				2021-12-17	Spider-Man: No way Home	액션, 어드벤처	Sony
2021-12-22	Sing 2	애니메이션	Uni	2021-12-22	Sing 2	애니메이션	Uni
2021-12-22	The Matrix 4	액션, SF	WB	2021-12-22	The Matrix 4	액션, SF	WB
				2021-12-22	The King's Man	액션, 어드벤처	Fox
2021-12-25	Babylon	드라마	Par.				

자료: Box Office Mojo, 유안타증권 리서치센터

CJ CGV (079160) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	19,423	5,834	11,599	22,173	24,206
매출원가	0	0	6,902	11,307	12,195
매출총이익	19,423	5,834	4,697	10,866	12,012
판매비	18,203	9,721	6,213	8,948	9,909
영업이익	1,220	-3,887	-1,516	1,918	2,102
EBITDA	4,898	-260	2,194	5,691	5,965
영업외손익	-3,505	-4,736	-1,518	-1,518	-1,230
외환관련손익	-3	-64	0	0	0
이자손익	-1,516	-1,560	-1,518	-1,518	-1,280
관계기업관련손익	49	-61	0	0	0
기타	-2,035	-3,051	0	0	50
법인세비용차감전순손익	-2,286	-8,622	-3,034	400	872
법인세비용	105	-1,106	0	116	232
계속사업순손익	-2,391	-7,516	-3,034	284	640
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-2,391	-7,516	-3,034	284	640
지배지분순이익	-1,526	-6,354	-3,007	238	579
포괄순이익	-2,469	-7,851	-3,034	284	640
지배지분포괄이익	-1,484	-6,192	-2,604	239	537

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2,833	-2,684	-1,318	3,644	4,469
당기순이익	-2,391	-7,516	-3,034	284	640
감가상각비	3,256	3,399	3,710	3,773	3,863
외환손익	-12	68	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-499	-198	-2,005	-424	-45
기타현금흐름	2,480	1,564	11	-52	-142
투자활동 현금흐름	-2,285	-1,256	-3,692	-378	-5,440
투자자산	-181	-646	4	4	4
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,993	-978	-400	-800	-2,000
유형자산 감소	141	16	0	0	0
기타현금흐름	-252	351	-3,296	418	-3,444
재무활동 현금흐름	1,050	7,318	5,679	2,632	-2,048
단기차입금	337	2,338	2,314	1,497	317
사채 및 장기차입금	-1,404	760	2,230	0	-3,500
자본	0	2,186	0	0	0
현금배당	-121	-173	-173	-173	-173
기타현금흐름	2,238	2,207	1,308	1,308	1,308
연결범위변동 등 기타	65	-85	-3,192	-1,883	18,232
현금의 증감	1,663	3,293	-2,524	4,015	15,213
기초 현금	1,853	3,517	6,809	4,286	8,300
기말 현금	3,517	6,809	4,286	8,300	23,513
NOPLAT	1,276	-3,887	-1,516	1,918	2,102
FCF	841	-3,663	-1,718	2,844	2,469

자료: 유안타증권

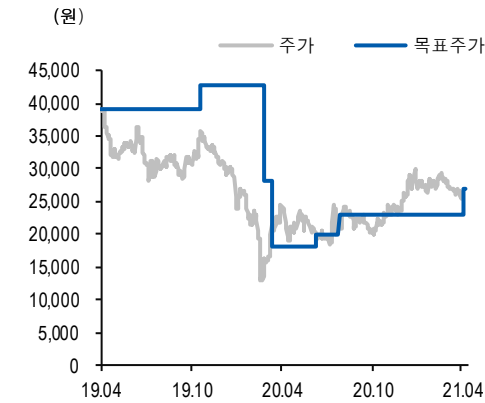
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	6,770	9,494	8,855	13,566	29,050	
현금및현금성자산	3,517	6,809	4,286	8,300	23,513	
매출채권 및 기타채권	2,031	862	2,393	2,959	3,217	
재고자산	216	162	515	645	705	
비유동자산	38,470	34,054	34,173	31,197	13,108	
유형자산	9,242	7,912	8,312	9,112	11,112	
관계기업등 지분관련자산	544	302	298	294	290	
기타투자자산	648	414	414	414	414	
자산총계	45,240	43,549	43,028	44,762	42,158	
유동부채	11,202	13,113	15,102	16,599	16,916	
매입채무 및 기타채무	3,123	1,793	1,473	1,473	1,473	
단기차입금	2,355	4,347	6,661	8,158	8,475	
유동성장기부채	2,652	1,215	1,215	1,215	1,215	
비유동부채	28,027	27,557	26,784	26,784	23,284	
장기차입금	2,129	870	100	100	100	
사채	1,086	4,502	7,502	7,502	4,002	
부채총계	39,229	40,670	41,886	43,383	40,200	
지배지분	2,704	1,338	177	415	993	
자본금	106	176	176	176	176	
자본잉여금	899	3,016	3,016	3,016	3,016	
이익잉여금	153	-6,276	-7,737	-7,499	-6,920	
비지배지분	3,307	1,541	965	965	965	
자본총계	6,011	2,879	1,141	1,379	1,958	
순차입금	28,575	24,826	28,894	26,376	7,980	
총차입금	32,149	32,441	33,985	35,482	32,299	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	-6,358	-22,531	-8,567	678	1,648	
BPS	11,261	3,812	504	1,182	2,830	
EBITDAPS	23,146	-921	6,251	16,213	16,994	
SPS	80,898	20,688	33,045	63,170	68,964	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	-5.5	-1.0	-3.0	38.5	15.8	
PBR	3.1	5.8	51.8	22.1	9.2	
EV/EBITDA	8.2	-125.1	17.8	6.4	3.0	
PSR	0.4	1.1	0.8	0.4	0.4	

재무비율				(단위: 배, %)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	9.8	-70.0	98.8	91.2	9.2
영업이익 증가율 (%)	57.0	적전	적지	흑전	9.6
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	143.1
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	40.5	49.0	49.6
영업이익률 (%)	6.3	-66.6	-13.1	8.7	8.7
지배순이익률 (%)	-7.9	-108.9	-25.9	1.1	2.4
EBITDA 마진 (%)	25.2	-4.5	18.9	25.7	24.6
ROIC	10.9	-32.9	-14.1	12.4	14.1
ROA	-4.5	-14.3	-6.9	0.5	1.3
ROE	-57.6	-314.4	-397.0	80.5	82.2
부채비율 (%)	652.6	1,412.7	3,669.8	3,145.1	2,053.2
순차입금/자기자본 (%)	1,056.9	1,855.6	16,344.8	6,359.4	803.4
영업이익/금융비용 (배)	0.8	-2.4	-1.0	1.2	1.5

CJ CGV (079160) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-03	HOLD	27,000	1년		
2020-08-25	HOLD	23,000	1년	8.30	-
2020-04-10	HOLD	18,142	1년	16.14	-
2020-03-25	BUY	28,119	1년	-38.64	-23.55
2019-11-19	BUY	42,633	1년	-35.92	-17.13
2019-02-13	HOLD	39,004	1년	-11.49	-

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)	0.0
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	8.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-28

※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 투자의사결정은 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.