

# CJ CGV (079160)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**10,000**

유지

현재주가

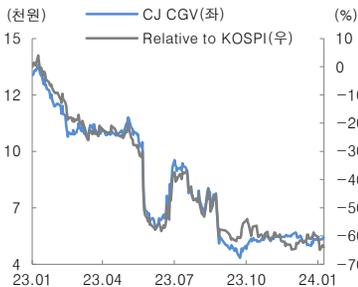
**5,660**

(24.02.07)

미디어업종

KOSPI	2609.58
시가총액	693삼억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	99삼억원
52주 최고/최저	13,555원 / 4,700원
120일 평균거래대금	42억원
외국인지분율	7.45%
주요주주	CJ 외 2 인 33.62%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.4	3.3	-36.6	-58.2
상대수익률	-0.9	-3.3	-37.3	-60.8



## 이제는 믿으시겠죠?

- 4Q23 매출 3,4천억원(+3% yoy), OP 169억원(흑전 yoy)
- 4년 만에 연간 흑자 전환 OP 491억원. 사실상 전망 공시에 부합한 실적
- 24년 한국 영화 정상화되면서 OP 1.4천억원, 19년의 112% 달성 전망

### 투자 의견 매수(Buy), 목표주가 10,000원 유지

본사, 터키, CGI, 4DX의 12M FWD 실적을 합산한 SOTP 방식 적용 목표주가 산정을 위해 적용한 EV/EBITDA 멀티플은 15~19년 평균 대비 60% 적용. 팬데믹 이전 대비 관객수가 60% 수준임을 반영. 극장이 빠르게 정상화 되고있기 때문에, 관객수 정상화 추이를 반영하여 타겟 멀티플 상향 전망

### 4Q23 Review: 3개 분기 연속 흑자, 4년 만에 연간 흑자

매출 3,4천억원(+3% yoy, -61% qoq), OP 169억원(흑전 yoy, -45% qoq) 3개 분기 연속 흑자 유지 및 4년 만에 연간 흑자 전환. 23년 OP 491억원 터키 초인플레이션 효과 미반영시 약 700억원 수준, 23.7월 제시한 전망에 부합

국내 OP 60억원(-52% yoy). 10~11월 부진 후 12월 <서울의 봄> 효과 중국 OP -12억원(적지 yoy). 4Q 로컬영화 부진으로 3Q 146억원 대비 감소 터키 OP 62억원(흑전 yoy). 한국과 달리 4Q와 1Q가 성수기 베트남 OP -13억원(적전 yoy). 로컬 대작의 심의 이슈로 편성 지연 영향 인도네시아 OP 41억원(+5% yoy), 4DX OP 3억원(흑전 yoy)

23년 OP 491억원 중 국내 86억원, 해외 405억원

### 24년은 정상화를 넘어 역대 최고 실적 전망

22년부터 개봉작이 본격적으로 상영되고 있기 때문에, 팬데믹 기간 동안 쌓인 구작들은 24년까지는 대부분 소진될 것으로 전망. 24E 전국 관객수 1.43억명(+15% yoy), BO 1.5조원(+17% yoy). 각각 19년의 64%, 77% 수준 회복 전망

그 동안 티켓 가격 인상과 OTT로의 수요 분산이 극장 정상화에 일정부분 영향 3Q23부터 본격적인 프로모션 시행으로 ATP는 10.3천원으로, 19년대비 127% 수준이, 최소 11.9천원에서 -10% 하락, 물가상승을 감안하면 부담스럽지 않은 수준

대부분 OTT가 20~30% 수준의 가격 인상을 시행한 것에 대한 반사이익도 기대

24E OP 963억원, 19년의 79% 전망. 2Q24부터 CJON 반영시 24E OP 1.4천억원, 19년의 112% 전망. 연간 리스이자비용 약 800억원을 반영해도 당기순이익은 8년만에 흑자 전환할 것으로 전망

현재 심의가 진행 중인 CJ올리브네트웍스 현물출자 완료시(2Q24 완료 추정), 부채비율은 3Q23 529%에서 386%로 개선 전망. 리스부채 제외시는 155% 수준

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23		1Q24					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	334	408	382	343	2.5	-15.8	361	421	7.0	22.8
영업이익	-13	31	16	17	흑전	-44.6	20	6	흑전	-64.5
순이익	23	19	-14	-35	적전	적전	-29	-19	적지	적지

자료: CJ CGV, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	736	1,281	1,546	2,201	2,587
영업이익	-241	-77	49	136	202
세전순이익	-373	-238	-117	25	89
총당기순이익	-339	-215	-123	14	68
지배지분순이익	-280	-166	-96	12	59
EPS	-5,251	-2,584	-1,190	77	359
PER	NA	NA	NA	74.0	15.8
BPS	4,221	5,852	9,385	7,214	7,111
PBR	4.1	2.0	0.6	0.8	0.8
ROE	-156.1	-55.2	-16.9	1.3	5.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	1,585	2,260	1,546	2,201	-2.5	-2.6
판매비와 관리비	1,330	692	1,298	672	-2.4	-2.9
영업이익	48	143	49	136	2.7	-4.5
영업이익률	3.0	6.3	3.2	6.2	0.2	-0.1
영업외손익	-139	-113	-166	-111	적자유지	적자유지
세전순이익	-91	29	-117	25	적자유지	-14.0
지배지분순이익	-75	14	-96	12	적자유지	-18.4
순이익률	-6.2	0.7	-8.0	0.6	적자유지	-0.1
EPS(지배지분순이익)	-928	94	-1,190	77	적자유지	-18.4

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

표 1. CJ CGV SOTP Valuation

(억원 배, %)

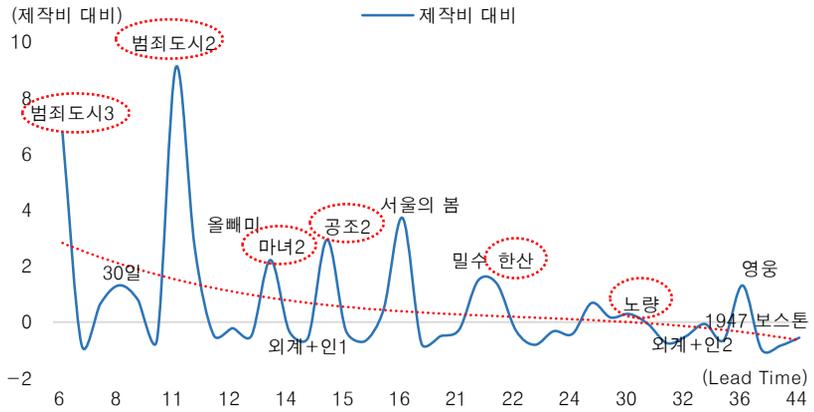
항목	지역별	EBITDA	EV/EBITDA	기업가치	지분율	적장가치	주당가치	EV/EBITDA 멀티플 기준
A	영업가치			18,028		17,081	8,609	
	본사	1,783	7.4	13160	100.0	13,160	6,632	15~19 EV/EBITDA 평균 대비 60% 적용
	CGI	1,449	3.1	1,651	71.4	1,179	594	기업가치는 2Q23 기준 BV 적용
	Turkey	214	5.9	1,265	75.2	952	480	본사 대비 20% 할인 적용
	4DX	231	7.4	1,705	90.5	1,542	777	본사 수준
	CJON	74	3.4	248	100.0	248	125	본사 대비 20% 할인 적용
B	비영업가치							
C	총기업가치(A+B)			18,028		17,081	8,609	
D	순차입금			(3,326)		(3,326)	(1,676)	
E	주주가치(C-D)			21,354		20,407	10,285	

자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center

주: 본사 멀티플은 15~19 관객수 평균 대비 22년 관객수 수준 감안한 할인 적용. 연결 법인은 본사 대비 수익성 감안한 할증 또는 할인 EBITDA 기준은 12M FWD

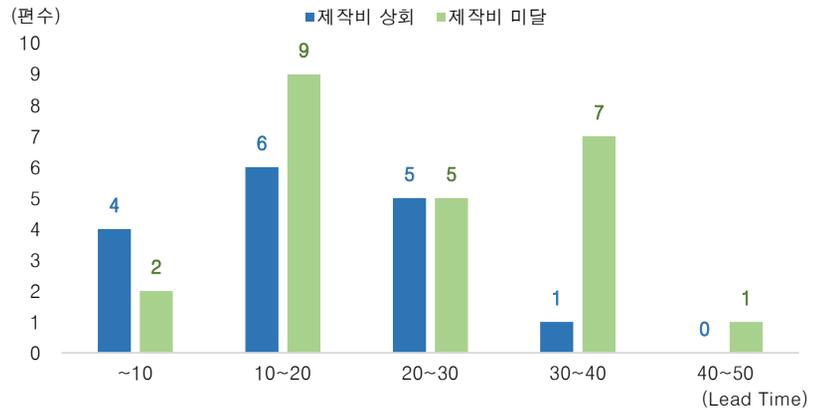
주: CJ올리브네트웍스(CJON)의 실적은 25년부터 반영

그림 1. 신작이거나 시리즈물인 경우 흥행 확률 상승, 24년 상반기까지 구작 대부분 소진 예정



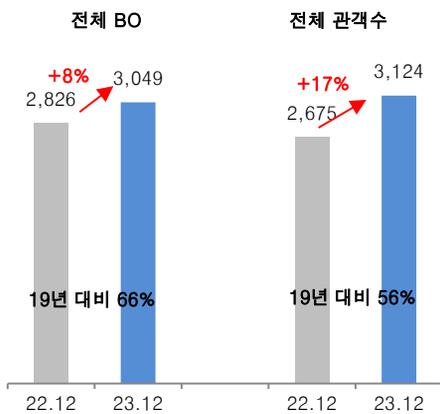
자료: 영화진흥위원회, 언론보도인용, 대신증권 Research Center

그림 2. 신작이거나 시리즈물인 경우 흥행 확률 상승, 24년 상반기까지 구작 대부분 소진 예정



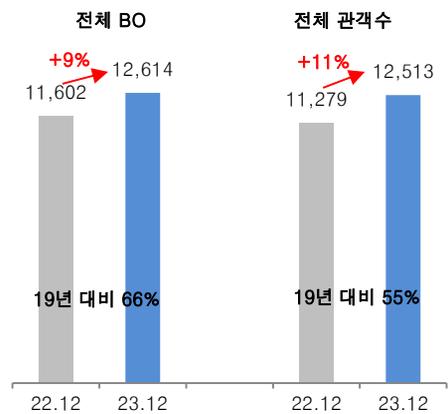
자료: 영화진흥위원회, 언론보도인용, 대신증권 Research Center

그림 1. 4Q 관객수 19년 대비 56%, BO 66%



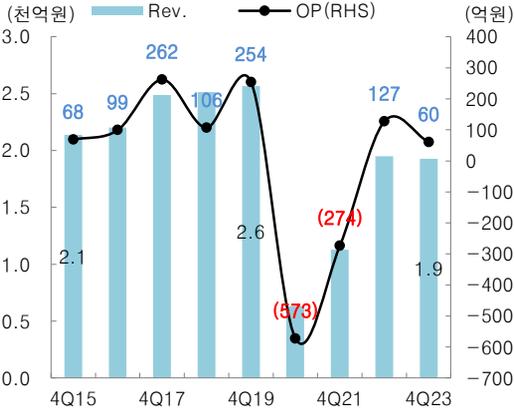
자료: KOFC, 대신증권 Research Center

그림 2. 23년 관객수 19년 대비 55%, 매출 66%



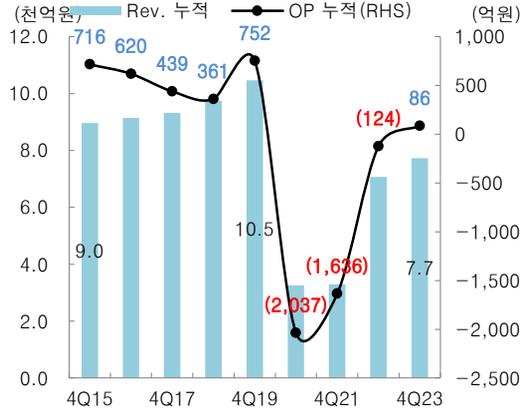
자료: KOFC, 대신증권 Research Center

그림 3. CGV 별도 4Q 60억원 달성



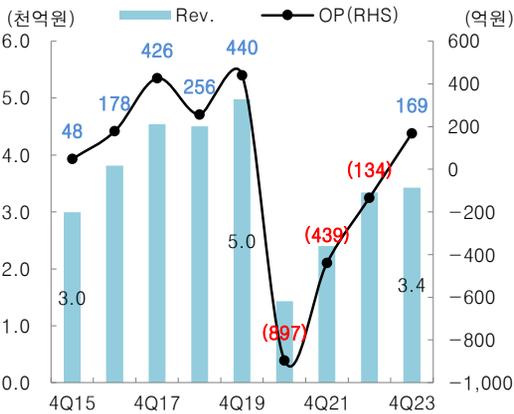
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 4. CGV 별도 4Q 누적 86억원 달성



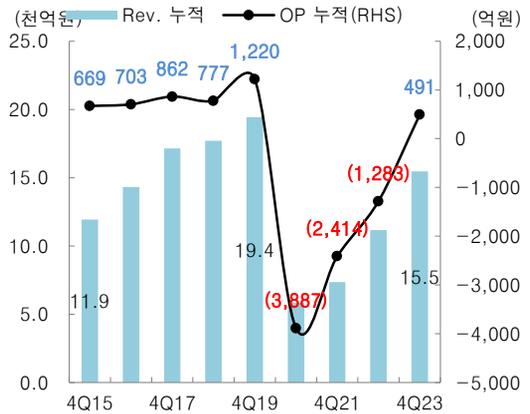
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 5. CGV 연결 4Q 169억원 달성



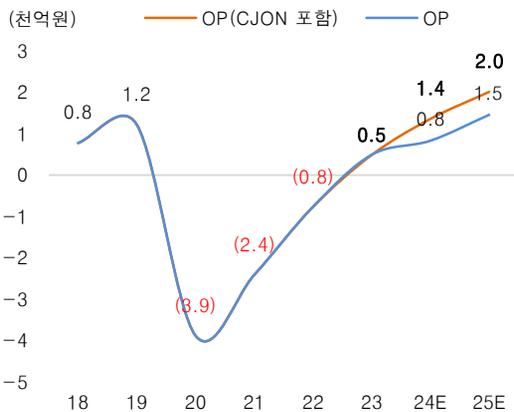
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 6. CGV 연결 4Q 누적 491억원 달성



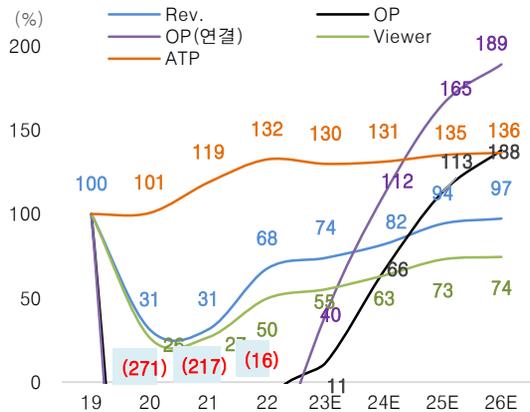
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 7. 23년 OP 491억원, 24E OP 1.4천억원



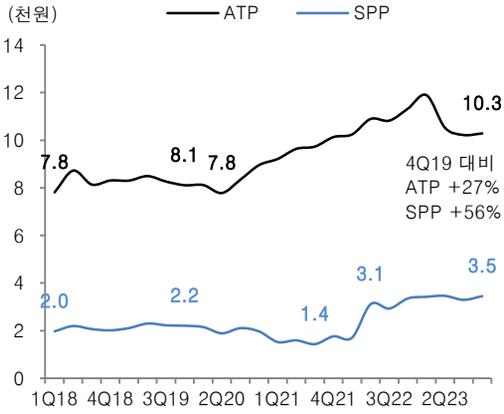
자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center  
 주: 2024부터 CJ올리브네트웍스 연결 실적 반영 가정

그림 8. 19년 대비 24E 관객 63%, 매출 82%, OP 112%



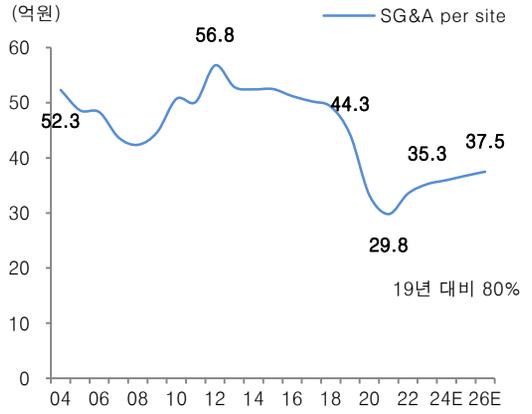
자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center  
 주: 2024부터 CJ올리브네트웍스 연결 실적 반영 가정

그림 9. ATP와 SPP는 19년의 127%, 156% 수준



자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 10. 사이트당 판관비는 19년의 80% 수준



자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center

표 2. CJ CGV 실적 현황 및 전망

항목	18	19	20	21	22	23	24E	25E
매출액	17,694	19,423	5,834	7,363	12,813	15,458	16,505	18,172
영업이익	777	1,220	(3,887)	(2,414)	(768)	491	963	1,456
19년 대비						40%	79%	119%
CJ 올리브네트웍스								
매출액	4,543	4,650	4,446	5,556	6,652	6,985	7,334	7,701
영업이익	340	452	408	477	351	509	535	561
CJ 올리브네트웍스 포함								
매출액	17,694	19,423	5,834	7,363	12,813	15,458	22,006	25,873
영업이익	777	1,220	(3,887)	(2,414)	(768)	491	1,364	2,018
19년 대비						40%	112%	166%

자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center  
 주: 2Q24부터 CJ 올리브네트웍스 연결 실적 반영 가정

## 1. 기업개요

### 기업 및 주요 주주 현황

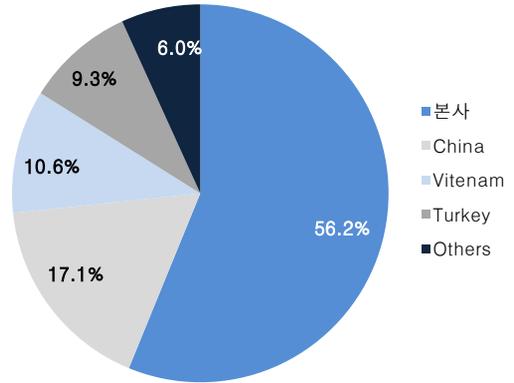
- 2023년 매출 15,458억원 OP 491억원 지배순이익 -962억원
- 4Q23 기준 지역별 매출 비중 본사 56%, 중국 17%, 베트남 11%, 터키 9%, 기타 6%
- 4Q23 기준 주요 주주는 CJ 외 2인 33.62%

### 주가 코멘트

- 주주배정 유상증자 완료, CJ 올리브네트웍스 한물출자 심사 진행 중
- 극장 박스오피스는 19년의 70% 수준까지 회복, 팬데믹 기간 동안 개봉이 지연되었던 작품들이 개봉하면서 빠르게 정상화 중
- 중국은 팬데믹 이전의 95% 수준 회복
- 극장은 정상적으로 운용되고 있기 때문에, 자본회충 관련한 불확실성만 해결되면 주가도 제대로 된 평가를 받게 될 것으로 전망

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

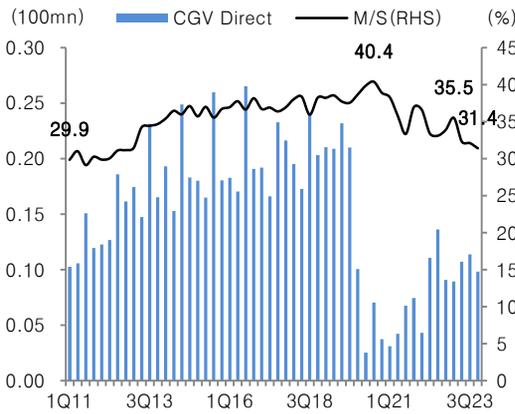
### 지역별 매출 비중(4Q23)



자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

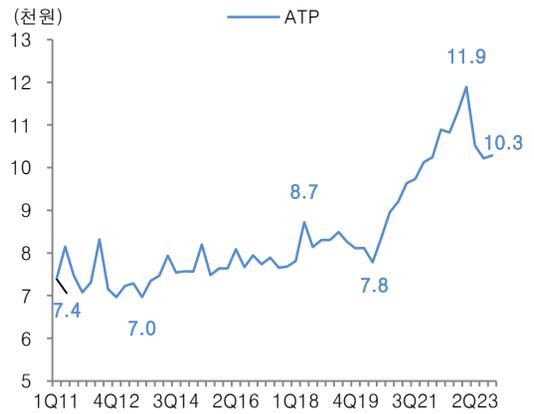
## 2. Earnings Driver

그림 11. CGV 국내 지역 관객수 및 점유율(4Q23)



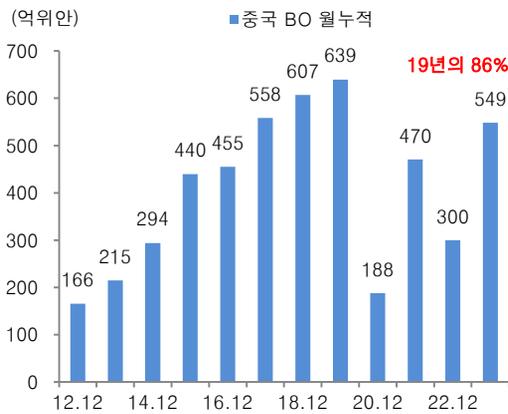
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 12. 본사 ATP(Average Ticket Price)(4Q23)



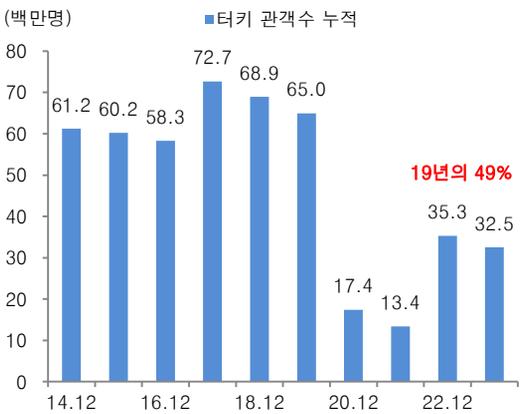
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 13. 중국 BO(4Q23 누적)



자료: endata, 대신증권 Research Center

그림 14. 터키 관객수(4Q23 누적)



자료: boxofficeurkiye, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	736	1,281	1,546	2,201	2,587
매출원가	0	0	199	1,393	1,684
매출총이익	736	1,281	1,347	808	904
판매비와판매비	978	1,358	1,298	672	702
영업이익	-241	-77	49	136	202
영업외수익	-328	-60	32	62	78
EBITDA	77	246	230	283	322
영업외손익	-132	-161	-166	-111	-112
관계기업손익	-3	-4	25	-3	-3
금융수익	68	100	54	102	101
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-194	-241	-228	-207	-207
외환평가손실	15	46	0	0	0
기타	-3	-16	-18	-3	-3
법인세비용차감전순이익	-373	-238	-117	25	89
법인세비용	35	23	2	-12	-21
계속사업순이익	-339	-215	-115	14	68
중단사업순이익	0	0	-8	0	0
당기순이익	-339	-215	-123	14	68
당기순이익	-460	-167	-80	0.6	2.6
비재계분순이익	-59	-48	-27	2	9
재계분순이익	-280	-166	-96	12	59
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	35	-23	30	30	30
포괄순이익	-304	-237	-93	44	98
비재계분포괄이익	-42	-56	-20	6	13
재계분포괄이익	-262	-181	-73	38	85

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-5,251	-2,584	-1,190	77	359
PER	NA	NA	NA	740	15.8
BPS	4,221	5,852	9,385	7,214	7,111
PBR	4.1	2.0	0.6	0.8	0.8
EBITDAPS	1,444	3,829	2,851	1,832	1,953
EV/EBITDA	49.1	12.9	9.5	5.7	4.2
SPS	13,798	19,927	19,149	14,258	15,692
PSR	1.3	0.6	0.3	0.4	0.4
CFPS	323	3,919	1,621	1,567	1,716
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감	262	740	206	423	17.6
영업이익 증/감	작지	작지	흑전	177.6	48.0
순이익 증/감	작지	작지	작지	흑전	401.4
수익성					
ROIC	-21.4	-7.6	7.1	15.1	36.1
ROA	-5.9	-2.1	1.3	3.5	5.2
ROE	-156.1	-55.2	-16.9	1.3	5.2
안정성					
부채비율	1,156.4	816.2	507.1	305.6	271.2
순차입금비율	916.2	596.0	265.0	108.9	76.4
이자보상비율	-1.5	-0.5	0.9	2.8	3.8

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	621	683	1,121	1,585	1,709
현금및현금성자산	338	395	804	1,179	1,250
매출채권 및 기타채권	135	172	204	285	332
재고자산	13	17	21	29	34
기타유동자산	135	99	93	93	93
비유동자산	3,165	2,919	2,622	2,358	2,121
유형자산	730	652	521	422	348
관계기업투자지급	29	22	19	15	10
기타비유동자산	2,406	2,244	2,082	1,922	1,763
자산총계	3,785	3,601	3,743	3,944	3,829
유동부채	975	1,239	1,481	1,526	1,553
매입채무 및 기타채무	200	256	274	319	346
차입금	431	322	322	322	322
유동상채무	112	394	418	418	418
기타유동부채	232	267	467	467	467
비유동부채	2,509	1,970	1,645	1,445	1,245
차입금	449	28	3	3	3
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,060	1,942	1,642	1,442	1,242
부채총계	3,484	3,208	3,127	2,971	2,798
자본부분	225	376	758	1,113	1,172
자본금	20	24	99	120	120
자본잉여금	443	595	998	1,320	1,320
이익잉여금	-928	-1,129	-1,225	-1,213	-1,154
기타자본변동	690	887	887	887	887
비재계부분	76	17	-141	-141	-141
자본총계	301	393	617	972	1,031
순차입금	2,760	2,343	1,634	1,059	788

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-172	108	75	152	198
당기순이익	-339	-215	-123	14	68
비현금항목의기감	356	467	254	228	215
감가상각비	319	323	181	146	120
외환손익	-5	18	0	0	0
지분법평가손익	0	0	2	3	3
기타	43	125	71	79	91
자산부채의증감	-45	-15	-8	-34	-16
기타현금흐름	-144	-130	-48	-56	-68
투자활동 현금흐름	-320	38	-13	-11	-11
투자자산	-327	7	3	5	5
유형자산	-34	-27	-37	-37	-37
기타	41	58	22	22	22
재무활동 현금흐름	93	-86	523	390	46
단기차입금	-9	-118	0	0	0
사채	-20	-55	-25	0	0
장기차입금	-89	-90	0	0	0
유상증자	144	152	477	344	0
현금배당	-18	-22	0	0	0
기타	85	46	71	46	46
현금의증감	-343	57	409	375	71
기초 현금	681	338	395	804	1,179
기말 현금	338	395	804	1,179	1,250
NOPLAT	-219	-69	48	73	153
FCF	52	184	164	154	209

[Compliance Notice]

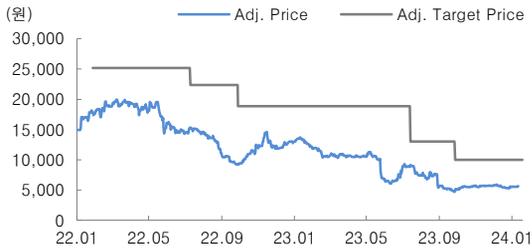
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 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	24.02.08	24.01.22	23.12.02	23.10.30	23.10.24	23.08.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	13,000
과다율(평균%)		(44.51)	(44.50)	(45.38)	(48.73)	(48.00)
과다율(최대/최소%)		(41.00)	(41.00)	(42.40)	(47.50)	(30.77)
제시일자	23.08.10	23.07.21	23.06.22	23.05.15	23.05.11	23.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	13,000	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900
과다율(평균%)	(38.62)	(53.79)	(53.49)	(44.46)	(43.89)	(43.93)
과다율(최대/최소%)	(30.77)	(40.15)	(40.15)	(40.15)	(43.89)	(43.11)
제시일자	23.02.09	22.12.09	22.11.10	22.11.05	22.10.25	22.08.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900	22,400
과다율(평균%)	(37.51)	(35.77)	(40.49)	(47.81)	(49.14)	(43.76)
과다율(최대/최소%)	(22.41)	(22.41)	(26.85)	(43.89)	(46.48)	(32.19)
제시일자	22.06.02	22.05.14	22.03.30	22.02.23		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	25,200	25,200	25,200	25,200		
과다율(평균%)	(29.83)	(25.07)	(24.89)	(26.47)		
과다율(최대/최소%)	(20.70)	(20.70)	(20.70)	(21.95)		

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240205)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.3%	9.7%	0.0%

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