

생존을 위한 감량 시작

매도
(유지)목표가: 16,000원 ▲
상승여력: -27.1%

박정엽 jay.park@miraeasset.com

3Q20 Review

연결 매출액 1,552억원(-68.8% YoY), 영업손실 -968억원(적전), 예상보다 부진

- 전 지역 '수요 급감-콘텐츠 공백' 악순환 지속, 이에 고정비 부담 가중되며 실적 부진
- 매출액 -69% 급감: 코로나19, 할리우드 콘텐츠 공백에 따른 관람객 역성장
- 판관비 -29% 감소: 운영 효율화로 임차료 및 인건비 일부를 절감
- 국가별 영업손실은 국내 -433억원, 중국 -191억원, 터키 -80억원, 베트남 -56억원
- 금융비용 지속 발생으로 당기순손실 -1,315억원, 지배주주순손실 -1,004억원 기록

극장업의 재구성

강한 외형 반등을 기대하는 한편, 규모 축소를 통해 BEP를 낮추는 노력도 필요

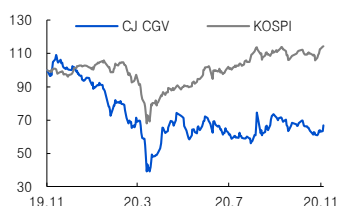
- 국가 BEP(자체 추정): 한국 1.6억명, 중국 15억명, 터키 0.6억명, 베트남 0.5억명 수준
- 이는 20F 추정 대비 한국 +106%, 중국 +180%, 터키 +41%, 베트남 +67%에 해당
- 외형 변수(콘텐츠/코로나) 완화와 사이트 대폭 축소 병행돼야 BEP와의 격차 줄일 것
- 참고로 10월 BO 감소는 둔화(한국 -66%, 중국 -22%, 터키 -97%, 베트남 -50%)
- 추후 국가별 팬데믹 확산 및 할리우드작 개봉 여부(미국 확진자)가 여전히 변수로 잔존

투자의견 및 밸류에이션

매도 의견 및 목표주가 1.6만원 제시

- 목표가: (국내 3,761억원)+(CGI 5,004억원)+(터키 1,560억원)-(순차입금 4,674억원)
- 1) 전세계 걸친 6개월 가량 극장 경험 부재, 2) 대체 플랫폼의 급부상에 따른 콘텐츠 유통 체인 변화(OTT 개봉), 3) 영화 투자 위축으로 2년 후 기대 관객 수 감소 전망
- 단기: 국가별 BO 회복 및 자본 조달 리스크 해소 여부, 2Q21 터키 TRS 정산 예정
- 장기: 극장 수요 손상을 감안, 본사 다운사이징(3년 간 30% 축소 계획) 이행될 필요
- 기대 이상의 외형 회복, 할리우드 콘텐츠 정상 개봉 가시화 여부에 따라 의견 상향 가능

Key data



현재주가(20/11/10, 원)	21,950	시가총액(십억원)	770
영업이익(20F, 십억원)	-345	발행주식수(백만주)	35
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	-297	유동주식비율(%)	55.7
EPS 성장률(20F, %)	-	외국인 보유비중(%)	5.4
P/E(20F, x)	-	베타(12M) 일간수익률	1.66
MKT P/E(20F, x)	16.7	52주 최저가(원)	12,835
KOSPI	2,452.83	52주 최고가(원)	35,739

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.6	0.8	-32.5
상대주가	-4.0	-20.0	-41.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (십억원)	1,432	1,714	1,769	1,942	693	1,367
영업이익 (십억원)	70	86	78	122	-345	-118
영업이익률 (%)	4.9	5.0	4.4	6.3	-49.8	-8.6
순이익 (십억원)	12	-1	-141	-153	-413	-258
EPS (원)	583	-66	-6,647	-7,213	-19,540	-12,169
ROE (%)	3.1	-0.4	-49.6	-57.6	-707.2	91.3
P/E (배)	109.5	-	-	-	-	-
P/B (배)	3.6	4.6	3.0	2.5	-	-
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. CJ CGV 목표주가 산정

(십억원, x)

Valuation	Note
국내 법인 적정 가치	376
NOPLAT	37.6 2017~2019 평균치
Target P/NOPLAT	10.0
CGI 홀딩스 (중국, 베트남, 인니)	500 지분율 71.43%
지분 매각 기준 밸류에이션	1,168
할인율	40.0
터키 법인 적정 가치	156 인수가 대비 50%
터키 법인 인수가액	312 인수 가치(7,960억원)에 지분율 39% 적용
총 가치 합산	1,033
순차입금	467
적정 주주가치	566
목표주가 (원)	16,113 증자로 인한 주식 수 증가 반영

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. CJ CGV 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 백만명, %p)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	465	482	497	498	243	42	155	253	1,942	693	1,367
별도(국내)	249	266	282	257	128	36	99	138	1,054	401	775
자회사	216	216	215	242	115	6	56	114	888	292	592
중국(연결법인)	84	75	81	79	13	1	36	63	320	113	271
터키	39	26	26	55	34	0	1	18	146	53	96
베트남	46	53	45	42	30	6	15	28	186	80	144
4DPLEX	21	32	28	32	21	1	10	17	113	50	90
영업이익	23.5	23.5	31.0	45.2	-71.6	-130.5	-96.8	-45.7	123	-345	-118
영업이익률	5.1	4.9	6.2	9.1	-29.4	-313.8	-62.4	-18.1	6.3	-49.8	-8.6
별도(국내)	7.3	9.3	26.5	25.4	-32.9	-70.1	-43.3	-21.1	68	-168	-12
자회사	16.3	14.2	4.5	19.8	-38.7	-60.4	-53.5	-24.6	55	-177	-106
중국(연결법인)	6.6	1.1	1.6	3.0	-30.2	-29.8	-19.1	2.0	12	-77	-33
터키(PPA 제외)	2.3	-2.9	-5.0	12.2	0.5	-1.6	-8.0	-3.1	7	-12	-9
베트남	7.2	6.4	4.1	2.5	0.6	-8.3	-5.6	-2.8	20	-16	0
4DPLEX	-0.5	4.6	1.6	-4.4	-3.2	-9.4	-8.6	-8.5	1	-30	-22
세전이익	-9.1	-8.6	-3.2	-207.7	-120.5	-177.4	-136.4	-81.9	-229	-516	-279
당기순이익	-8.6	-9.8	-7.1	-213.5	-118.6	-174.9	-131.5	-79.0	-239	-504	-272
순이익률	-1.8	-2.0	-1.4	-42.9	-48.7	-420.5	-84.8	-31.3	-12.3	-72.8	-19.9
지배주주순이익	-6.9	-8.8	1.8	-138.7	-95.5	-143.2	-100.4	-74.5	-152.6	-413.5	-257.5
YoY											
매출액	5.3	19.1	5.2	10.6	-47.6	-91.4	-68.8	-49.3	9.8	-64.3	97.4
별도(국내)	13.0	20.3	0.0	2.2	-48.6	-86.5	-65.0	-46.2	8.1	-62.0	93.3
자회사	-2.3	17.6	12.8	21.3	-46.5	-97.4	-73.8	-52.6	11.8	-67.1	102.9
중국(연결법인)	-8.5	7.8	-6.8	12.5	-84.3	-98.9	-55.9	-20.2	0.2	-64.6	140.0
터키	-38.3	-17.0	20.8	5.6	-12.9	-100.0	-95.7	-66.7	-13.2	-63.5	80.0
베트남	42.8	32.5	30.7	36.0	-33.7	-88.2	-67.0	-32.0	35.2	-57.0	80.0
영업이익	22.6	8,719.9	-5.1	76.6	적전	적전	적전	적전	58.5	적전	적지
당기순이익	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
주요 가정											
중국 관람객	480	329	473	437	61	0	168	306	1,719	536	1,285
CGV 점유율	2.3	2.6	2.4	2.5	2.5	-	2.8	2.8	2.4	2.7	2.8
터키 관람객	19	10	8	23	17	0	0	7	59	24	43
CGV 점유율	40.0	43.4	42.4	39.8	38.7	0.0	73.8	39.8	40.8	39.7	40.0

자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. CJ CGV 별도 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 백만명, %p)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	249	266	282	257	128	36	99	138	1,054	401	775
상영	169	172	185	166	79	20	58	84	691	241	484
매점	44	48	52	47	22	5	15	22	191	64	119
광고	19	28	29	28	17	3	14	23	104	57	92
기타	17	19	16	16	10	8	12	9	68	40	80
영업이익	7	9	26	25	-33	-70	-43	-21	68	-168	-12
영업이익률	2.9	3.5	9.4	9.9	-25.8	-194.7	-43.9	-15.3	6.5	-41.8	-1.6
세전이익	-2	1	15	-72	-45	-87	-50	-28	-58	-211	-55
당기순이익	-2	0	13	-77	-44	-85	-46	-26	-66	-202	-53
순이익률	-0.8	0.0	4.6	-30.0	-34.3	-237.3	-46.9	-18.7	-6.2	-50.3	-6.8
YoY											
매출액	13.0	20.3	0.0	2.2	-48.6	-86.5	-65.0	-46.2	8.1	-62.0	93.3
상영	13.5	16.7	-2.8	1.7	-53.1	-88.5	-68.9	-49.1	6.5	-65.2	101.0
매점	18.3	29.7	4.7	13.8	-51.3	-90.0	-70.9	-52.7	15.7	-66.7	86.3
광고	-11.7	19.7	4.6	1.2	-9.3	-88.8	-53.1	-19.1	3.7	-45.4	62.5
기타	32.7	34.1	12.7	-17.4	-40.5	-55.4	-23.4	-45.2	12.3	-41.7	102.0
영업이익	551.8	흑전	3.5	139.1	적전	적전	적전	적전	89.5	적전	적지
당기순이익	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지
주요 가정											
전국 관람객	55	54	61	56	26	6	17	28	227	78	156
CGV 관람객	26	26	29	26	13	3	9	13	107	38	76
CGV 점유율	47.5	47.2	47.0	47.0	48.4	49.2	51.7	47.0	47.2	48.7	48.7
YoY											
전국 관람객	7.4	20.4	-8.0	5.2	-52.7	-88.3	-71.6	-50.0	4.8	-65.7	100.0
CGV 관람객	6.5	18.8	-6.2	5.0	-51.9	-87.8	-68.8	-50.0	4.9	-64.6	100.0
CGV 점유율	-0.4	-0.6	0.9	-0.1	0.9	2.0	4.7	0.0	0.1	1.5	0.0

주: 점유율은 기간 평균치

자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 글로벌 극장 업체 실적 및 밸류에이션 비교

(십억원, %, X)

	상승률	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
	YTD		20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F
영화관																
CJ CGV	-30.0	770	736	1,462	-271	46	-36.8	3.2	-581.4	-31.3	-	-	4.8	5.8	63.1	11.4
제이콘텐트리	-21.3	497	393	574	-39	41	-9.8	7.2	-14.4	5.3	-	31.3	1.8	1.7	26.1	10.1
AMC Ent. (미국)	-47.9	578	1,481	4,065	-4,094	-553	-276.4	-13.6	464.5	24.0	-	-	-	-	-	76.3
CINEMARK	-61.4	1,725	815	2,342	-735	-84	-90.2	-3.6	-44.0	-19.4	-	-	1.7	2.1	-	12.8
KINEPOLIS (벨기에)	-44.0	1,195	284	610	-78	70	-27.3	11.5	-38.4	16.3	-	98.7	6.6	6.3	92.2	16.0
CINEWORLD (영국)	-73.9	1,162	1,384	3,241	-725	373	-52.4	11.5	-37.0	-11.0	-	-	0.4	0.4	166.4	11.5
VRS (호주)	-34.2	397	599	757	7	43	1.1	5.7	-4.0	7.5	-	30.9	6.5	4.7	14.5	8.5
WANDA (중국)	2.0	6,494	1,168	2,950	-285	310	-24.4	10.5	-11.4	11.4	-	24.0	3.0	2.7	-	13.2
HENGDIAN Ent.	-8.3	1,847	220	524	-40	69	-18.1	13.1	-8.7	15.3	-	31.2	5.6	4.9	-	13.3
SHANGHAI FILM	-0.8	908	65	192	-37	30	-56.7	15.8	-9.9	7.2	-	27.9	2.4	2.2	-	15.7
MAJOR CINEPLEX (태국)	-35.0	539	116	297	-45	22	-38.9	7.5	-11.9	12.6	-	22.9	2.6	2.4	233.0	11.1
INOX LEISURE (인도)	-28.6	422	73	283	-14	52	-18.5	18.4	-40.6	9.8	-	33.6	5.9	5.4	522.9	6.0
극장 시설																
IMAX (미)	-31.4	921	146	342	-138	15	-94.1	4.3	-13.0	4.5	-	41.9	2.1	1.8	-	10.4
IMAX CHN (중)	-18.6	661	54	138	-16	57	-29.0	41.6	-5.2	18.4	-	14.9	2.5	2.2	102.7	6.9
평균	-31.0						-55.1	9.5	-25.4	5.0	-	35.7	3.5	3.3	152.6	15.9

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

CJ CGV (079160)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,769	1,942	693	1,367
매출원가	857	1,157	393	874
매출총이익	912	785	300	493
판매비와관리비	835	663	645	611
조정영업이익	78	122	-345	-118
영업이익	78	122	-345	-118
비영업손익	-288	-351	-171	-161
금융손익	-42	-152	0	0
관계기업등 투자손익	5	5	-4	-4
세전계속사업손익	-210	-229	-516	-279
계속사업법인세비용	-22	11	-12	-7
계속사업이익	-189	-239	-504	-272
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-189	-239	-504	-272
지배주주	-141	-153	-413	-258
비지배주주	-48	-86	-91	-15
총포괄이익	-360	-247	-512	-272
지배주주	-200	-148	-422	-225
비지배주주	-161	-98	-90	-48
EBITDA	237	490	-27	109
FCF	-140	84	-315	189
EBITDA 마진율 (%)	13.4	25.2	-3.9	8.0
영업이익률 (%)	4.4	6.3	-49.8	-8.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-8.0	-7.9	-59.6	-18.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
유동자산	497	677	290	329
현금 및 현금성자산	185	352	125	129
매출채권 및 기타채권	190	201	102	76
재고자산	19	22	11	22
기타유동자산	103	102	52	102
비유동자산	1,737	3,847	3,571	3,392
관계기업투자등	50	54	28	54
유형자산	832	924	696	486
무형자산	500	336	310	294
자산총계	2,234	4,524	3,860	3,721
유동부채	861	1,120	926	1,015
매입채무 및 기타채무	257	281	143	281
단기금융부채	435	666	696	561
기타유동부채	169	173	87	173
비유동부채	822	2,803	2,848	2,892
장기금융부채	721	2,714	2,803	2,803
기타비유동부채	101	89	45	89
부채총계	1,684	3,923	3,774	3,907
지배주주지분	259	270	-154	-411
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	182	15	-400	-657
비지배주주지분	291	331	240	225
자본총계	550	601	86	-186

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
영업활동으로 인한 현금흐름	105	283	-277	189
당기순이익	-189	-239	-504	-272
비현금수익비용가감	447	750	359	219
유형자산감가상각비	139	326	301	210
무형자산상각비	21	42	17	16
기타	287	382	41	-7
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	-107	-50	-100	235
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	-14	86	46
재고자산 감소(증가)	5	-3	8	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-72	-20	-96	60
법인세납부	-15	-30	7	7
투자활동으로 인한 현금흐름	-40	-228	22	-23
유형자산처분(취득)	-35	-185	-36	0
무형자산감소(증가)	-9	-25	-4	0
장단기금융자산의 감소(증가)	22	-11	23	-23
기타투자활동	-18	-7	39	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-6	105	-1	-135
장단기금융부채의 증가(감소)	37	2,225	118	-135
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-12	-12	-2	0
기타재무활동	-31	-2,108	-117	0
현금의 증가	53	166	-227	4
기초현금	133	185	352	125
기말현금	185	352	125	129

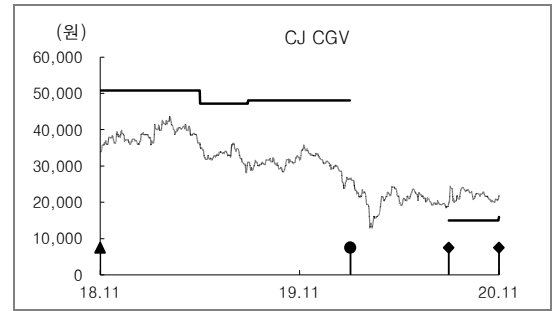
자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2018	2019	2020F	2021F
P/E (x)	-	-	-	-
P/CF (x)	3.0	1.3	-	-
P/B (x)	3.0	2.5	-	-
EV/EBITDA (x)	8.9	8.3	-	38.9
EPS (원)	-6,647	-7,213	-19,540	-12,169
CFPS (원)	12,220	24,143	-6,847	-2,509
BPS (원)	12,271	12,777	-7,251	-19,419
DPS (원)	200	0	0	0
배당성향 (%)	-2.2	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.5	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	3.2	9.8	-64.3	97.3
EBITDA증가율 (%)	-7.4	106.8	-	-
조정영업이익증가율 (%)	-9.3	56.4	-	-
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전율 (회)	10.5	11.2	5.1	19.9
재고자산 회전율 (회)	96.5	96.3	42.6	84.1
매입채무 회전율 (회)	7.2	9.6	4.3	9.6
ROA (%)	-8.0	-7.1	-12.0	-7.2
ROE (%)	-49.6	-57.6	-707.2	91.3
ROIC (%)	4.5	5.3	-10.3	-3.3
부채비율 (%)	306.0	652.6	4,372.1	-2,102.0
유동비율 (%)	57.7	60.4	31.3	32.4
순차입금/자기자본 (%)	175.1	503.0	3,905.7	-1,738.0
조정영업이익/금융비용 (x)	1.6	0.8	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
CJ CGV (079160)				
2020.11.10	매도	16,000	-	-
2020.08.10	매도	15,000	45.64	63.00
2020.02.12	중립		-	-
2019.08.09	매수	48,075	-35.91	-25.66
2019.05.13	매수	47,168	-30.17	-22.98
2018.11.09	매수	50,796	-23.78	-14.11



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
73.62%	14.11%	11.04%	1.23%

* 2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.