

CJ CGV  
(079160)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**10,000**

유지

현재주가

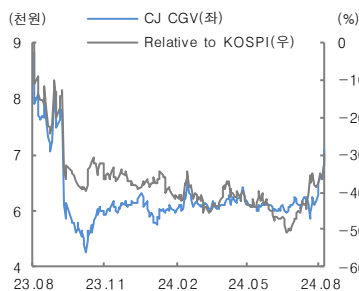
**6,790**

(24.08.23)

미디어업종

KOSPI	2701.69
시가총액	1,124십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	104십억원
52주 최고/최저	7,970원 / 4,700원
120일 평균거래대금	32억원
외국인지분율	6.26%
주요주주	CJ 외 2 인 50.92%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.0	20.4	21.3	-9.6
상대수익률	23.2	21.3	19.7	-16.2



# 넷플에는 영화 없어요

- 넷플릭스의 BM은 끊임 없는 볼거리 제공. 드라마가 메인, 영화는 미끼
- ATP는 4Q19 대비 +19% 수준. 소득 대비 ATP는 4Q19 대비 낮은 수준
- 하반기 한국 영화 신작과 할리우드 블록버스터 시리즈물 등 풍부한 볼거리

## 투자 의견 매수(Buy), 목표주가 10,000원 유지

본사, CGI, 튀르키예, 4DX, CJON의 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 되고있기때문에, 관객수 정상화 추이를 반영하여 타겟 멀티플 상향 전망

5개 분기 연속 OP 흑자, 24E 1.4천억원(+170% yoy, 19년의 111%), 역대 최고 재무구조 개선. 부채비율 23년 1,100%, 24E 399%, 리스부채 제외시 186%

## 넷플에는 영화 없어요. 영화는 극장에서

넷플릭스의 BM은 매일 구독료를 받고 끊임 없는 볼거리를 제공하는 것 제작비 규모를 떠나서 오랜 시간 동안 소비자를 붙들어 놓을 수 있는 시리즈물(드라마)이 영화보다 중요. 물론, 넷플릭스에도 영화는 있지만 일종의 미끼 상품 극장 개봉작이 넷플릭스에 공개되는 경우는 이미 극장에서 충분히 관객을 끌어 모은 후 보통 홀드백 45일 정도 후에 공개. 불안한 영화는 극장에서 관람 가능 인당 연평균 관람 회수는 19년 기준 4회, 23년 기준 2회로 부담 없는 수준 결국 볼거리가 있느냐의 여부가 중요, 넷플릭스와의 경쟁이나 티켓 가격은 부수적

## 티켓가격 논란. 하반기 더욱 풍부해질 볼거리로 해결

티켓가격은 20~22년 동안 매년 1천원씩 인상. 하지만, 21년만 특별 인상에 해당 14.2월, 16.3월, 18.4월 세 번에 걸쳐서 티켓 가격 다양화(요일별, 시간대별, 좌석별 차등)를 통해 평균 1천원씩 가격 인상 20.10월과 22.4월의 가격 인상은 정기 인상, 21.4월 인상만 특별 인상의 성격 ATP는 4Q19 8.1천원에서 1Q23 11.9천원까지 +47% 상승 2Q23부터 다양한 프로모션이 진행되면서 1Q24 ATP는 9.1천원으로 -19% 하락 4Q19 대비로는 19% 높은 수준

가구별 처분가능소득 대비 ATP는 4Q19 0.199%에서 1Q23 0.238%까지 상승 후 1Q24 기준 0.193%로 오히려 4Q19대비 낮은 수준

ATP는 2Q24에 9.1천원으로 하락해서, 4Q19 대비 12% 높은 수준 가구별 처분가능소득 대비 ATP는 4Q19 및 1Q24보다 더 낮아졌을 것으로 판단

티켓가격이 비싸냐의 논쟁은 결국 불안한 영화가 많아지면 해결될 것

하반기에는 신작과 시리즈물 위주의 개봉으로 극장 회복에 가속도 붙을 전망 Lead Time 20개월 전후 기대작: <베테랑2>, <하얼빈>, <왕을 찾아서>, <부활남> 등 할리우드 블록버스터 시리즈: <조커2>, <모아나2>, <글래디에이터2>, <베놈3> 등

한국영화 기준 22년 이후 개봉작 중 제작비 80억원 이상인 작품 52개 분석 티켓 매출이 제작비를 상회한 작품은 20편으로 38%. Lead Time이 20개월 이하로 비교적 신작인 작품 27개 중 티켓 매출이 제작비를 상회한 작품은 13개, 48%

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,273	1,546	2,104	2,617	2,749
영업이익	-70	49	136	208	232
세전순이익	-186	-118	-7	89	133
총당순이익	-215	-123	-11	65	100
지배부분순이익	-166	-96	-10	56	87
EPS	-2,584	-1,191	-67	340	524
PER	NA	NA	NA	17.1	11.1
BPS	5,852	5,219	5,966	5,640	6,163
PBR	2.0	1.1	1.1	1.2	1.1
ROE	-55.2	-24.1	-1.5	6.2	8.9

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

표 1. CJ CGV SOTP Valuation

(억원 배, %)

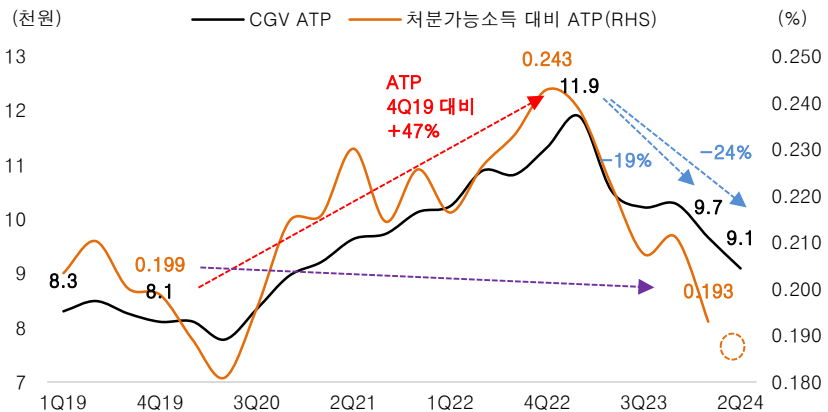
항목	지역별	EBITDA	EV/EBITDA	기업가치	지분율	적장가치	주당가치	EV/EBITDA 멀티플 기준
A	영업가치			22,884		21,530	10,851	
	본사	1,930	7.4	14,242	100.0	14,242	7,178	15~19 EV/EBITDA 평균 대비 60% 적용
	CGI	1,731	2.9	2,188	71.4	1,563	788	기업가치는 4Q23 기준 BV 적용
	Turkey	363	5.9	2,141	75.2	1,611	812	본사 대비 20% 할인 적용
	4DX	283	7.4	2,089	90.5	1,890	953	본사 수준
	CJON	662	3.4	2,224	100.0	2,224	1,121	본사 대비 20% 할인 적용
B	비영업가치							
C	총기업가치(A+B)			22,884		21,530	10,851	
D	순차입금			1,241		1,241	625	
E	주주가치(C-D)			21,644		20,290	10,226	

자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center

주: 본사 멀티플은 15~19 관객수 평균 대비 23년 관객수 수준 감안한 할인 적용. 연결 법인은 본사 대비 수익성 감안한 할증 또는 할인 EBITDA 기준은 12M FWD

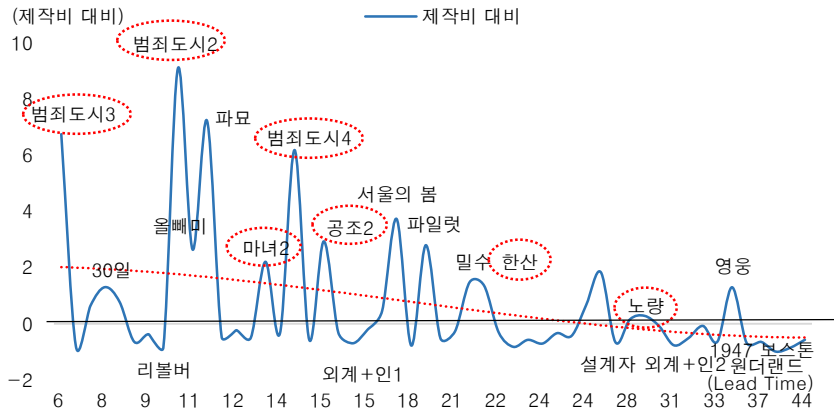
주: CJ올리브네트웍스(CJON)의 실적은 6월부터 반영

그림 1. 1Q 기준 ATP는 4Q19 대비 19% 높은 수준. 소득대비로는 4Q19 보다 낮은 수준



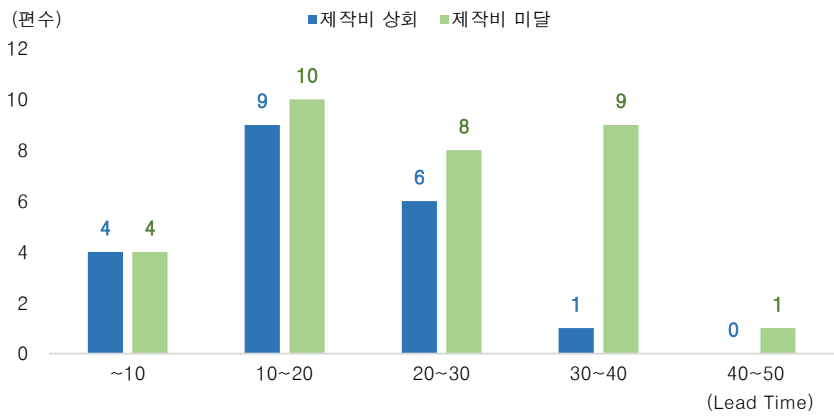
자료: CGV, 통계청 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. Lead Time 이 짧을수록 흥행 가능성 상승



자료: 언론보도인용, 대신증권 Research Center

그림 3. Lead Time 이 짧을수록 흥행 가능성 상승



자료: 언론보도인용, 대신증권 Research Center

그림 4. Lead Time 20개월 전후의 하반기 개봉 예정작. <베테랑 2>, <하얼빈>, <왕을 찾아서>, <부활남> 등



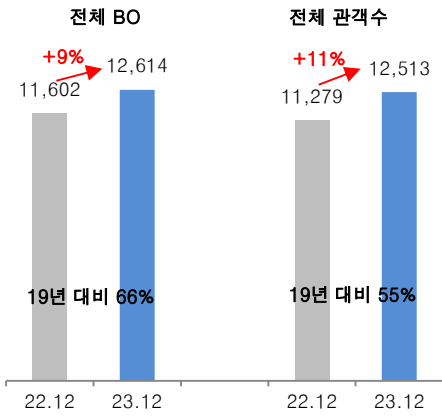
자료: 언론보도인용, 대신증권 Research Center

그림 5. 할리우드 블록버스터 시리즈물 하반기 개봉 예정작. <조커2>, <모아나2>, <글래디에이터 2>, <베놈 3> 등



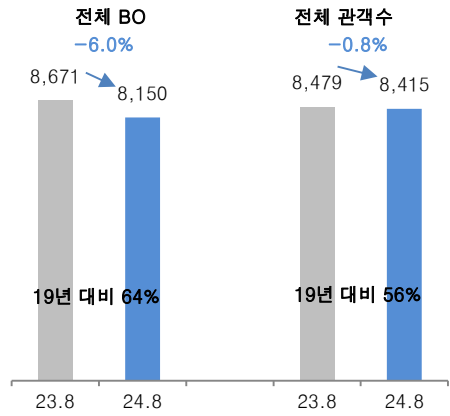
자료: 언론보도인용, 대신증권 Research Center

그림 6. 국내. 23년 관객수 19년 대비 55%, 매출 66%



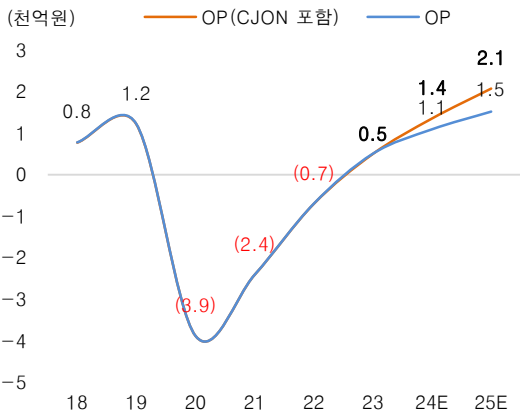
자료: KOFC, 대신증권 Research Center

그림 7. 국내. BO -6% yoy, 관객 -1% yoy(8/22 기준)



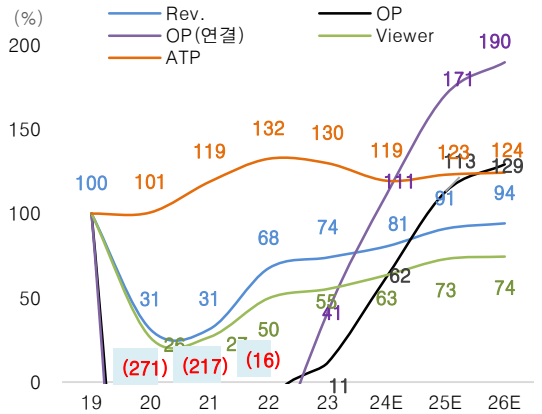
자료: KOFC, 대신증권 Research Center

그림 8. 23년 OP 491 억원, 24E OP 1.4 천억원



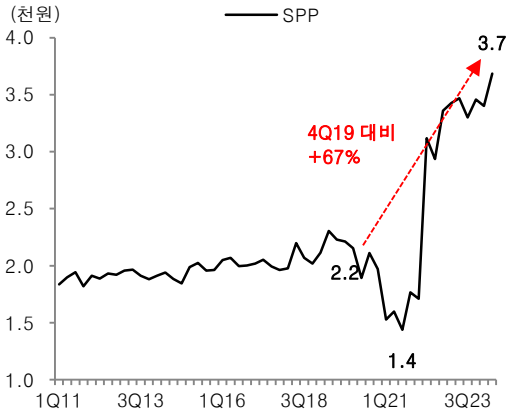
자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center  
주: 6월부터 CJ올리브네트웍스 연결 실적 반영

그림 9. 19년 대비 24E 관객 63%, 매출 81%, OP 111%



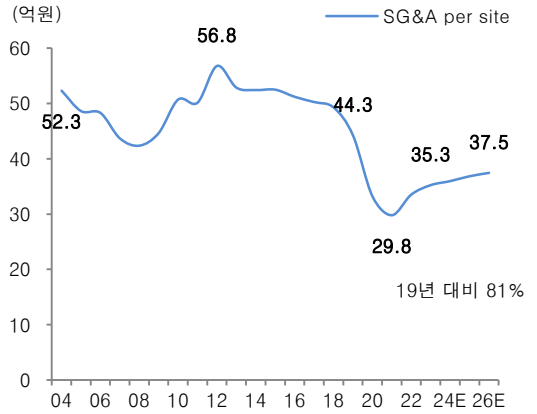
자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center  
주: 6월부터 CJ올리브네트웍스 연결 실적 반영

그림 10. SPP. 2Q24 기준 4Q19 대비 +67%



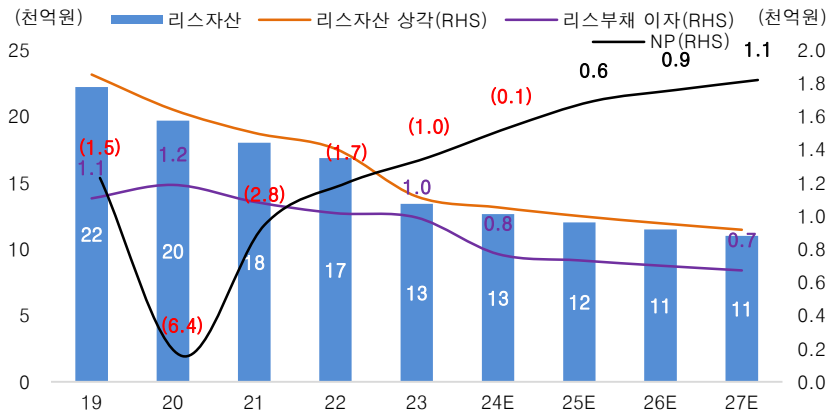
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 11. 사이트당 판관비는 19년의 81%



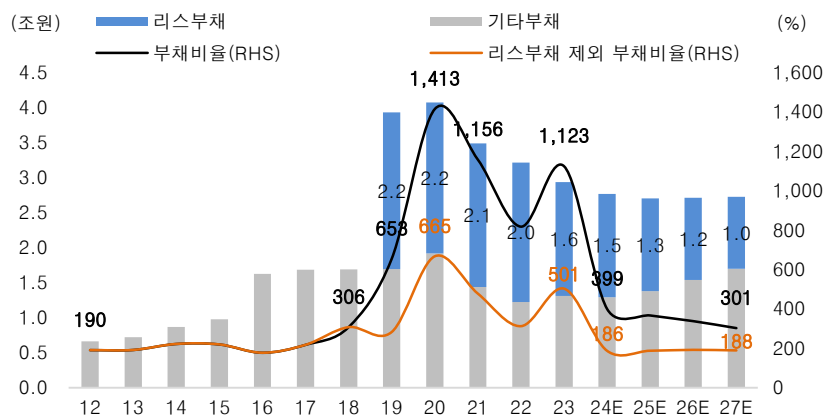
자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center

그림 12. 리스부채 이자에 대한 부담 크게 감소, 25년 당기순이익 흑자 전망



자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center

그림 13. 연결, 23년 부채비율 1,123%, 리스부채 제외시 501%. 24E 부채비율 399% / 186%



자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center

### 1. 기업개요

#### 기업 및 주요 주주 현황

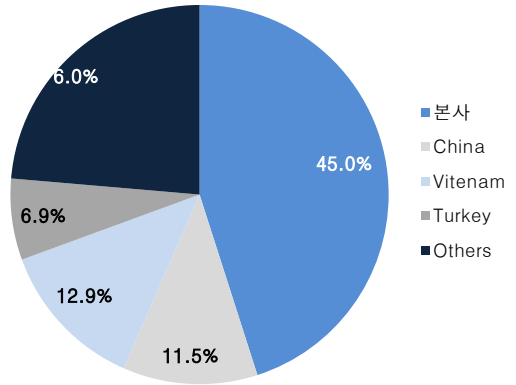
- 2023년 매출 15,458억원 OP 491억원 지배순이익 -962억원
- 2Q24 기준 지역별 매출 비중 본사 45%, 중국 12%, 베트남 13%, 튀르키예 7%, 기타 6%
- 2Q24 기준 주요 주주는 CJ 외 2인 50.92%

#### 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 주기도 제대로 된 평가를 받게 될 것으로 전망

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

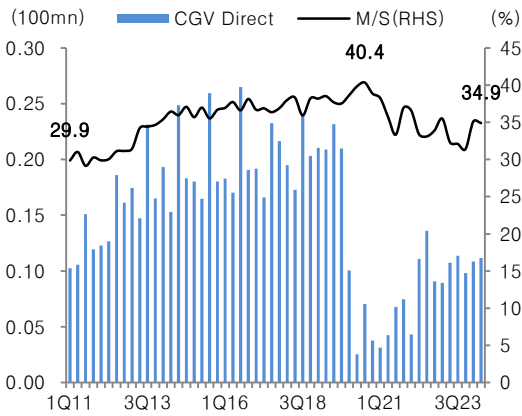
#### 지역별 매출 비중(2Q24)



자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

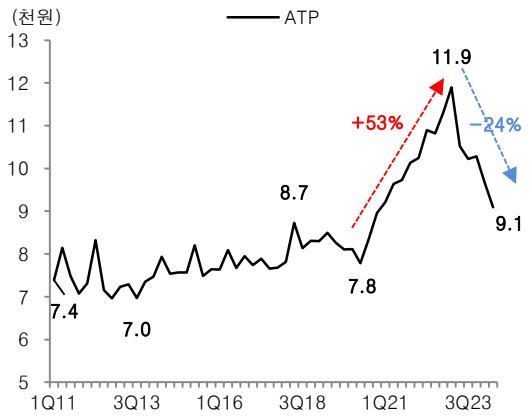
### 2. Earnings Driver

#### 그림 1. CGV 국내 지역 관객수 및 점유율(2Q24)



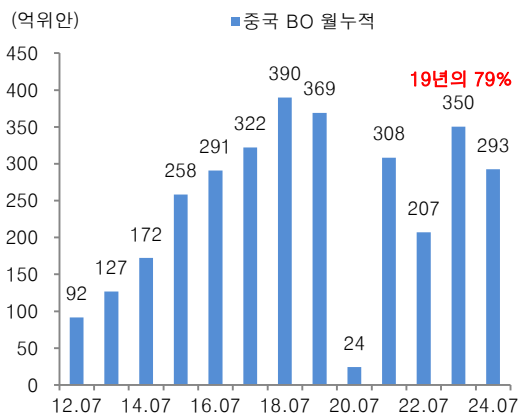
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

#### 그림 2. 본사 ATP(Average Ticket Price)(2Q24)



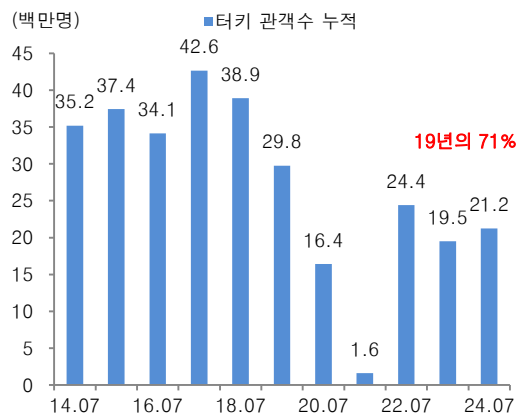
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

#### 그림 3. 중국 BO(24.7월)



자료: endata, 대신증권 Research Center

#### 그림 4. 터키 관객수(24.7월)



자료: boxofficeurkiye, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,273	1,546	2,104	2,617	2,749
매출원가	0	0	1,072	1,673	1,748
매출총이익	1,273	1,546	1,032	944	1,001
판매비와관리비	1,343	1,497	896	736	769
영업이익	-70	49	136	208	232
영업외수익	-5.5	3.2	6.5	8.0	8.4
EBITDA	253	348	379	410	403
영업외손익	-116	-167	-143	-119	-99
관계기업손익	-4	-2	-3	-3	-3
금융수익	100	54	66	63	63
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-229	-228	-221	-194	-173
외환평가손실	46	40	0	0	0
기타	18	9	15	15	15
법인세비용차감전순이익	-186	-118	-7	89	133
법인세비용	23	2	-4	-24	-33
계속사업순이익	-163	-115	-11	65	100
중단사업순이익	-51	-8	0	0	0
당기순이익	-215	-123	-11	65	100
당기순이익	-168	-80	-0.5	2.5	3.6
비재계분순이익	-48	-27	-2	8	13
재계분순이익	-166	-96	-10	56	87
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-23	29	29	29	29
포괄손익	-237	-94	18	94	129
비재계분포괄이익	-56	-22	3	12	17
재계분포괄이익	-181	-72	15	82	112

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-2,584	-1,191	-67	340	524
PER	NA	NA	NA	17.1	11.1
BPS	5,852	5,219	5,966	5,640	6,163
PBR	20	1.1	1.1	1.2	1.1
EBITDAPS	3,930	4,307	2,574	2,477	2,433
EV/EBITDA	125	7.9	6.8	5.5	5.1
SPS	19,800	19,149	14,308	15,804	16,602
PSR	0.6	0.3	0.5	0.4	0.4
CFPS	3,919	4,350	2,544	2,459	2,432
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	72.9	21.4	36.1	24.4	5.0
영업이익 증/감	적지	흑전	177.1	53.1	11.2
순이익 증/감	적지	적지	적지	흑전	53.9
수익성					
ROIC	-6.8	5.2	21.2	15.7	19.9
ROA	-1.9	1.4	4.1	6.0	6.6
ROE	-55.2	-24.1	-1.5	6.2	8.9
안정성					
부채비율	816.2	1,122.7	386.2	349.7	315.7
순차입금비율	596.0	843.4	222.7	166.1	128.2
이자보상비율	-0.5	0.3	1.0	1.9	2.5

자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	683	475	941	1,215	1,413
현금및현금성자산	395	191	598	812	996
매출채권 및 기타채권	172	184	242	295	309
재고자산	17	19	26	32	34
기타유동자산	99	81	76	76	76
비유동자산	2,919	2,720	2,547	2,265	2,163
유형자산	652	781	772	653	564
관계기업투자지급	22	20	17	14	10
기타비유동자산	2,244	1,918	1,758	1,598	1,589
자산총계	3,601	3,194	3,488	3,480	3,577
유동부채	1,239	1,032	1,069	1,102	1,111
매입채무 및 기타채무	256	253	289	323	331
차입금	322	326	226	226	226
유동상채무	394	46	146	146	146
기타유동부채	267	407	407	407	407
비유동부채	1,970	1,900	1,702	1,604	1,606
차입금	28	251	152	154	156
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,942	1,650	1,550	1,450	1,450
부채총계	3,208	2,933	2,771	2,706	2,716
자본부분	376	421	877	934	1,021
자본금	24	61	104	104	104
자본잉여금	595	917	1,340	1,340	1,340
이익잉여금	-1,129	-1,243	-1,253	-1,196	-1,110
기타자본변동	887	686	686	686	686
비재계분	17	-160	-160	-160	-160
자본총계	393	261	717	774	860
순차입금	2,343	2,203	1,597	1,285	1,103

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	108	180	179	218	241
당기순이익	-215	-123	-11	65	100
비현금항목의가감	467	475	386	342	303
감가상각비	323	299	243	202	171
외환손익	18	19	0	0	0
지분법평가손익	0	0	3	3	3
기타	125	157	140	137	128
자산부채의증감	-15	-48	-75	-72	-53
기타현금흐름	-130	-123	-120	-117	-109
투자활동 현금흐름	38	-99	-212	-62	-62
투자자산	22	-19	3	3	3
유형자산	-27	-73	-223	-73	-73
기타	43	-7	8	8	8
재무활동 현금흐름	-86	-280	-156	-522	-522
단기차입금	-118	-1	-100	0	0
사채	-55	-111	-100	0	0
장기차입금	0	2	2	2	2
유상증자	152	411	466	0	0
현금배당	-22	-40	0	0	0
기타	-44	-541	-424	-524	-524
현금의증감	57	-204	408	214	183
기초 현금	338	395	191	598	812
기말 현금	395	191	598	812	996
NOPLAT	-62	48	215	152	174
FCF	192	247	223	269	260

[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	240826	240808	240724	240603	240511	240502
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
과다율(평균%)		(42.71)	(43.27)	(43.35)	(42.85)	(41.32)
과다율(최대/최소%)		(32.10)	(39.80)	(39.80)	(39.80)	(39.80)

제시일자	240424	240226	240208	240122	231202	231030
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
과다율(평균%)	(42.54)	(43.92)	(44.46)	(44.51)	(44.45)	(45.38)
과다율(최대/최소%)	(41.80)	(38.20)	(41.00)	(41.00)	(41.00)	(42.40)

제시일자	231024	230829	230810	230721	230622	230515
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	10,000	13,000	13,000	18,900	18,900	18,900
과다율(평균%)	(49.13)	(47.70)	(38.27)	(53.79)	(53.49)	(44.46)
과다율(최대/최소%)	(48.60)	(30.77)	(30.77)	(40.15)	(40.15)	(40.15)

제시일자	230511	230425	230209	221209	221110	221105
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900
과다율(평균%)	(43.89)	(43.93)	(37.51)	(35.77)	(40.49)	(47.81)
과다율(최대/최소%)	(43.89)	(43.11)	(22.41)	(22.41)	(26.85)	(43.89)

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240823)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	95.6%	4.4%	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