

미디어 (비중확대/Initiate) 영화산업, 다시 극장이다

박정엽
02-3774-1652
jay.park@miraeasset.com



C O N T E N T S

Investment Summary	3
국내 시장 지속 성장 가능하다	5
티켓 가격 상승이 극장 시장 이끈다	5
영화판 파이를 키우는 부가 시장(디지털 온라인, 해외 시장)	10
극장 고급화는 기회다	12
극장 독점 상영 기간이 짧아진다, 반전이 필요한 상황	12
해답은 극장 시설 차별화	15
대세는 프리미엄관, 물 만난 4DX	18
투자배급업은 예측 가능성이 생명	21
텐트폴 전략 장기화, 프로젝트 운용 계획의 시작	21
IP 확보 = 콘텐츠 수급 안정성 + 배급사 수익성	23
기존 사업의 안정성에 주목하는 이유	27
중국 시장 성장기 재진입을 기대	30
2016년 박스오피스 둔화, 그러나 성장 재개 가능성 높다	30
단기: 할리우드 라인업 & 외화 규제 완화 기대감	31
중장기: 외화 규제 완화 → 로컬 영화 제작 경쟁력 강화, 3-4선 도시 성장 어려움	32
Appendix	36
Global Peer 비교	36
2017년 국내 배급사별 영화 라인업	38
2017년 할리우드 영화 라인업	40
Top Picks 및 관심종목	41
CJ CGV (079160)	42
제이콘텐트리 (036420)	55
쇼박스 (086980)	62
NEW (160550)	69

Investment Summary

‘비중 확대’ 의견으로 미디어 업종 분석을 개시한다. 세계 6위 규모인 국내 영화 시장은 인프라(상영관), 콘텐츠 공급(제작 경쟁력), 관객 수요 3부문이 탄탄하다. 이를 기반으로 해외 고성장 기회에도 노출되어 있다는 점이 긍정적이다. 기존 국내 사업 안정성과, 신성장 기회 접근성을 기준으로 투자를 추천한다.

국내 영화 시장은 규모 성장을 지속할 전망이다. 관람객 수(Q) 증가는 둔화되고 있지만 극장 가격(P)이 오르기 때문이다. P 상승은 물가 수준 대비 충분한 성장 여력, 전세계적인 극장 고급화 추세에 힘입어 향후에도 계속될 전망이다. 디지털 온라인과 해외 수출을 포함한 부가시장도 추가 성장 동력이다.

상영관 경쟁은 현재 수준 지속을 예상된다. 모회사 경영 방침에 따라 메가박스가 확장세를 펴고 있지만 경쟁사들은 출점을 줄이며 수익성을 도모하고 있다. 따라서 전체 스크린 증가는 유지 가능성이 높다. 반면 투자배급사 경쟁은 심화될 여지가 크다. 직배사의 국내 투자 본격화로 시장 참여자가 늘었다. 제작비 증가 방향성도 뚜렷하다. 2012년 이후 영화 투자 수익률이 (+) 기조를 유지하고 있다. 여전히 대작 영화의 BEP 도달률(안정성)과 수익률이 우세하다. 추가 자본 유입은 고예산 영화에 대한 투자로 다시금 집중, 제작비가 경쟁적으로 상승할 가능성이 높다.

해외는 상영관(극장 운영), 투자배급사(콘텐츠 수출/공동제작) 모두에 장기 성장 기회다. 특히 중국 시장 성장 재개를 기대한다. 전년 부진의 원인(인터넷예매 보조금 감소, 할리우드 라인업 부진)이 2017년 더 이상 유효하지 않기 때문이다. 외화 규제 완화, 코럴 영화 증가, 3-4선 성장 여력도 기대 요인이다.

선호도는 ‘상영관(플랫폼) > 투자배급사(콘텐츠)’다. 국내 환경이 상영관에 유리하게 전개된다. 대작 증가는 개별 영화 성과에 민감한 투자배급사의 실적 변동성을 높이지만, 이들 전체를 품는 상영관의 콘텐츠 리스크는 줄여준다. 해외 기회 접근성도 상영관이 좋다. 대중국 불확실성이 커진 현재 상황에서는 기대 업사이드의 크기(배급사 우위)보다 시장으로부터의 수혜가 가시적인 편이 더욱 선호된다.

그림 1. 영화 시장 변수 추이와 전망

	시장 규모			사업자 간 경쟁 강도			해외 기회	
	극장 가격	극장 관람객	부가판권	상영관	투자배급	Cross-플랫폼 (극장 vs. 기타)	상영관	투자배급 (콘텐츠)
최근 3년 방향성	/	→	↑	/	↑	→	↑	↑
향후 방향성	/	→	/	→	↑	/	↑	\ /
상영관 영향	+	-	△	△	+	-	+	△
투자배급사 영향	+	-	+	△	-	+	△	△
Note	<극장 가격> - 박스오피스 성장의 중심 Q → P 이동 - 프리미엄 상영관, 매점 매출 증가가 핵심 <극장 관객> - 관람객 수는 상/하방 모두 안정적 판단 <부가판권> - 부가판권 자체는 극장 성장 저해 요인 아님, 일부 콘텐츠에 대해서만 제한적 영향 - 부가판권 성장은 투자배급사에 긍정적, 저예산영화 등 작품 다변화 가능			<상영관> - 일부 극장 사업자(메가박스) 공격적 출점 중이나, 시장 경쟁으로는 이어지지 않는 상태 <투자배급사> - 해외 직배사 국내 투자 본격화, 대작 영화 흥행 지속, 배급사 전반 제작비 상승 → 경쟁 심화 불가피 <Cross-플랫폼> - 글로벌 OTT 오리지널 콘텐츠 확대 → 평균 극장 상영 기간 감소 가능성 → 극장에 장기적 위협 - 사전 판권 계약 등으로 리스크 감소 & 매출 증가 가능 → 투자배급사에 긍정적			<해외시장 - 상영관> - 중국 성장기 재진입 → 글로벌 영화 시장 성장 가능성 높음 - 국가별 포인트: 선진국 극장 고급화, 성장 시장 Q 증가 <해외시장 - 콘텐츠> - 대중국 콘텐츠 수출(공동제작) 불확실성 확대 - 단기적으로 해소 시점 예측불가, 투자배급사 보수적 접근 필요 - 장기 관점은 긍정적	

주: (+)는 긍정 방향, △는 중립 방향, (-)는 부정 방향
자료: 미래에셋대우 리서치센터

기존 사업 안정성과 신성장 접근성이 투자 기준, Top Pick은 CJ CGV(079160)

미디어 업종 Top Pick으로 CJ CGV를 제시한다. 투자 의견 ‘매수’, 목표주가 120,000원으로 분석을 시작한다. CJ CGV는 국내 1위 극장 사업자로서의 안정성과, 글로벌 시장에서의 성장성을 견비했다. 투자 포인트는 1) 주요 성장 시장(중국, 인도네시아, 베트남, 터키) 조기 진출로 성장 노출도가 높다는 점, 2) 선진 시장의 극장 고급화 추세 속에 신사업 4DX가 성공적으로 출발한 점, 3) 국내 출점 감소 및 비용 효율화로 수익성 개선이 기대된다는 점이다.

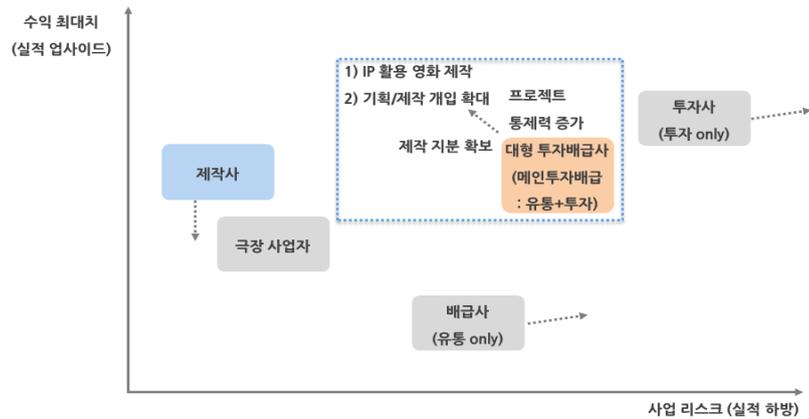
제이콘텐트리에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 5,000원을 제시한다. 고성장 시장 익스포저는 없으나 국내 3위의 극장이 안정된 실적을 내고, 방송(제작, 유통) 실적 성장 모델템이 분명하다. 적자사업 청산을 통한 주력 사업(극장, 방송) 투자 확대, 콘텐츠-플랫폼 밸류체인 간 장기 시너지가 포인트다.

한편 투자배급사업의 신성장 기회였던 대중국 불확실성이 커졌다. 그러나 지속 가능한 시장 성장을 위해 중국도 콘텐츠 다양성을 필요로 한다. 장기적으로는 한국 콘텐츠의 수요처로 복귀할 것으로 본다. 정상화 시점까지 기존 국내 사업 실적을 안정적으로 유지하는 업체들의 가치가 부각될 전망이다.

쇼박스에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 6,300원을 제시한다. 프로젝트 수급을 체계화해 안정성을 구조적으로 확보했다는 점, 이종 IP 결합 추세에서 IP 자원 보유와 기획력 양면이 뛰어나다는 점이 포인트다.

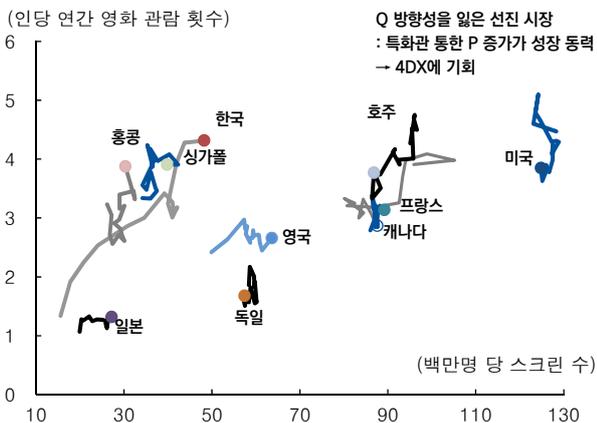
NEW를 장기 시각에서 관심 종목으로 제시한다. 특색 있는 콘텐츠 선구안을 바탕으로 사업 영역을 넓히고 있다. 범위 확장에 이은 투자-제작-판권 시너지, 중국 시장 정상화 시 상승 탄력이 포인트다.

그림 2. 국내 비즈니스 모델 성격 변화 장기 전망: 각 영화산업 참여 주체별



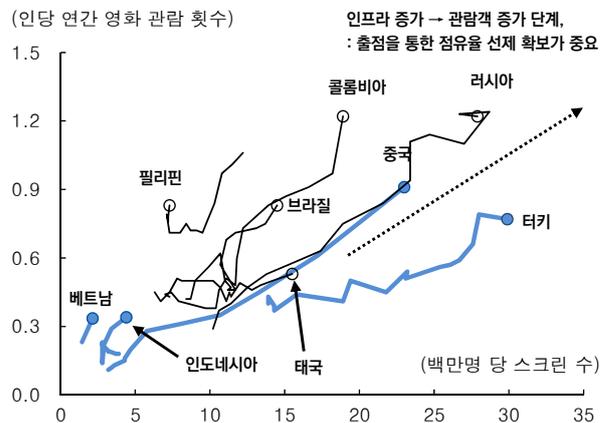
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 최근 10년 스크린-관객 변화: 방향성을 잃은 선진 시장



자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 터키/중국/베트남/인니는 스크린 증가가 견인하는 성장 시장



자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

국내 시장 지속 성장 가능하다

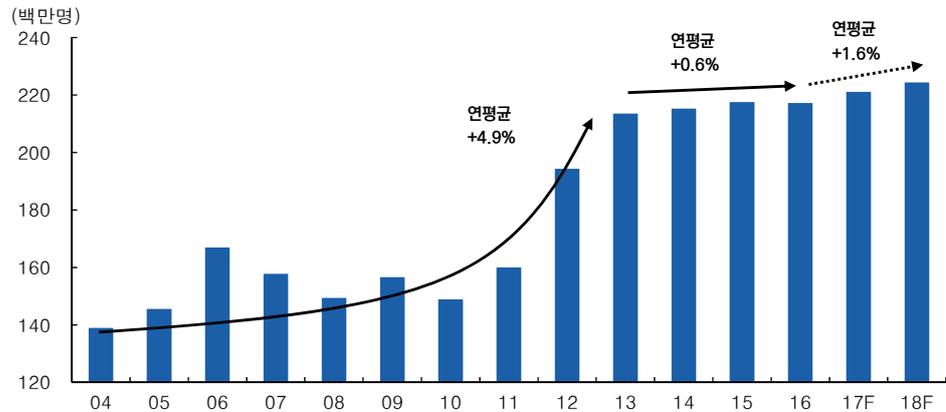
티켓 가격 상승이 극장 시장 이끈다

극장은 한국 영화 산업의 중심이다. 전체 영화 관련 매출액의 약 80%가 극장 상영으로부터 나온다. 메인 시장인 극장이 실질적으로 극장-배급-투자-제작에 이르는 시장 참여자들을 책임진다. 국내 제작 상업 영화 대부분은 기획 단계부터 극장 상영 시장을 주 타겟으로 한다.

‘17년 국내 박스 오피스는 1.82조원(+4.4% YoY)을 기록할 전망이다. 이를 구성하는 평균 티켓 가격(P)은 8,247원(+2.6% YoY), 연간 관람객 수(Q)는 2.21억명(1.8% YoY)을 예상한다. **시장은 가격 상승을 통해 성장을 이어갈 전망이다.** ‘13년 이후 영화 시장 주 성장 동력이 바뀌었다. ‘04년-‘13년에는 Q(관객 수)가 빠르게 늘었고, 이후 P(티켓 가격)가 시장을 이끌고 있다. ‘13년 이전에는 시장 성장률의 75.5%가 Q에서 나왔다. ‘14년 이후 5년 간은 P가 전체 성장률의 74.6%를 책임질 전망이다.

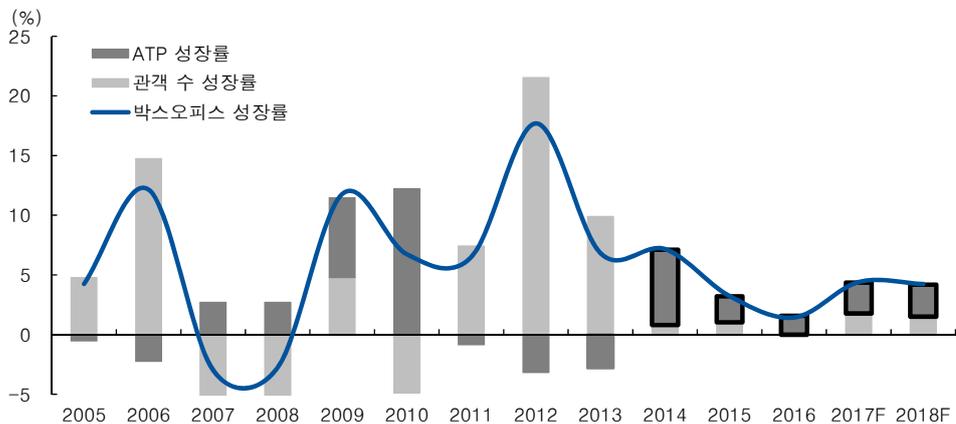
2000년대 극장 관람객의 구조적인 성장세는 1) 멀티플렉스 등장 → 스크린 대폭 증가, 2) 한국 영화 경쟁력 상승, 3) 여가 시간 증가(주 5일 근무제 도입) 등이 주 요인이었다. 한국의 영화관 인프라(스크린 보급)와 극장 상영 문화(인당 관람 횟수)는 ‘13년 이후 세계 최고 수준에 도달했다. 현재는 안정 성숙기다. 더 이상 과거와 같은 Q 성장세를 기대하기 어렵다. **P 성장 여력을 향유할 때다.**

그림 5. 국내 극장 관객 수 성장은 2013년 이후 둔화



자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 영화 박스오피스 주 성장 동력은 Q에서 P로 넘어간다



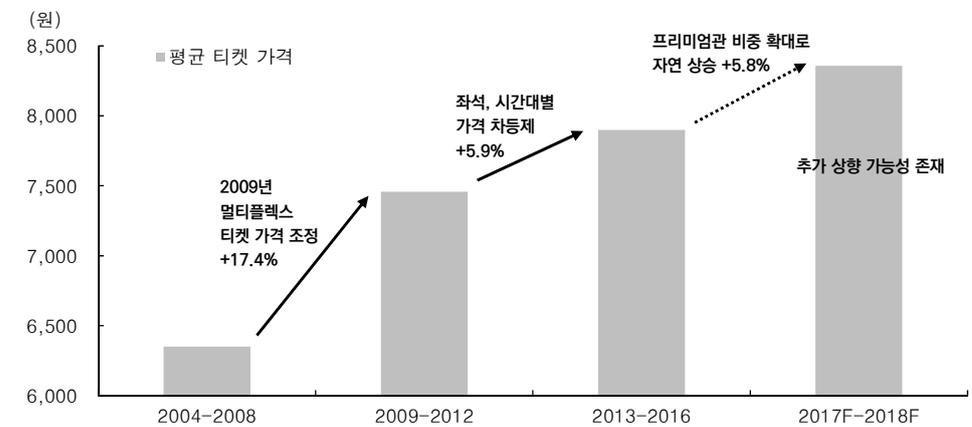
자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

P(티켓 가격) 상승 지속

국내 멀티플렉스 티켓 가격은 2001년 영화 관람 가격 조정 이후 약 8년 간 변화 없이 유지됐다. 2009년에 4개 멀티플렉스 체인(CGV, 메가박스, 롯데시네마, 씨너스)이 동시에 1천원 가격 인상을 단행했고, 이후에서야 본격적인 가격 상승이 시작됐다. 각 체인들은 다양한 방법으로 실질 티켓 가격을 상승시켰다. 지점 단위로 순차적인 가격 변경 정책을 펴는 한편, 시간대별로 관람료를 다르게 책정했다. 이후에는 좌석 위치 기준으로도 관람료 다양화를 시도했다.

티켓 가격 상승은 전세계적인 추세다. 우리보다 시장 성숙을 일찍 경험한 국가들에서도 상승은 꾸준하다. 극장 티켓 가격은 1) 장기적으로 물가 상승률에 연동되기 때문이다. 2) 단기적으로는 다양한 프리미엄 상영관이 나타났고, 특화 콘텐츠 포맷 수급도 원활히 이루어졌기 때문이다. 2006년부터 10년간 주요국 연평균 티켓 가격 상승률은 미국 2.8%, 캐나다 3.1%, 영국 2.3%였다. 동 기간 한국은 연평균 0.8% 올랐다. 같은 시기 연평균 소비자물가상승률 2.5%를 밑돌았다. 한국은 관객 수 기준 5위, 박스오피스 기준 6위의 대형 영화 시장이지만, 다른 선진 국가들에 비해 과거 P 성장이 더뎠다.

그림 7. 극장 평균 티켓 가격 변화 추이 및 예상



주: 인상률은 각 기간별 연간 평균 가격 기준 / 자료: KOFIC, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 극장 체인별 티켓 가격 변화

발표시점	체인	변화내용
2009년 7월	씨너스	성인 주중 7천원 → 8천원, 주말 8천원 → 9천원으로 인상
2009년 7월	롯데시네마	성인 1천원, 청소년 500원 각각 인상
2009년 7월	CGV, 메가박스	일괄 1천원 인상
2013년 2월	CGV	지점 순차적 1천원 인상(주말 9천원 → 1만원, 주중 8천원 → 9천원), 심야 요금 인하 8천원 → 6천원
2013년 7월	메가박스	서울 4개지점 주말 일반요금 9천원 → 1만원, 한가한 시간대는 1천원 → 3천원 사이 인하 방침
2013년 7월	롯데시네마	8개점 시작으로 요금 1천원 인상(평일 8천원 → 9천원, 주말 9천원 → 1만원)
2014년 2월	CGV	기존 2단계 → 4단계로 세분화 및 각 지점별, 주중/주말 요금 차별화 - 2분류 (조조/일반) → 4분류 (조조/주간/일반/심야), 각각 가격인상 - 2D 영화 가격 인상 지점 확대(주중 9천원/주말 1만원), 3D영화 가격 인하(1만3천원 → 1만2천원)
2014년 3월	롯데시네마	가격탄력요금제(특수관 ↓, 일반관 ↑) 실시, 2013년 일부 영화관 대상 요금 인상책 전지점 적용 - 2D 영화: 평일 9천원 / 주말 1만원 (기존 대비 1천원 상승) - 3D 영화: 평일 1만원 / 주말 1만 2천원 (기존 일괄 1만 3천원에서 인하) - 샷롯데관: 주중 3만원 → 2만 7천원, 커플석: 주중 1천원 인하
2016년 3월	CGV	주중시간대 6단계 확대, 좌석 3단계 세분화 - 주중 4단계(조조/주간/프라임/심야) → 6단계(모닝/브런치/데이라이트/프라임/문라이트/나이트) - 차등 가격: 이코노미존(Economy Zone)/스탠다드존(Standard Zone)/프라임존(Prime Zone) : 스탠다드존 가격 기준, 이코노미존은 1천원 낮게, 프라임존은 1천원 높게 책정
2016년 4월	롯데시네마	시간대별 차등요금제 세분화(2개→4개 시간) 및 주중/주말 일부 요금 변경
2016년 6월	메가박스	조조시간대 확대 및 마티네 요금제(멤버십), 어린이 요금제 등 신규 요금 정책 도입 - 주말 일반: 1만원 → 1만 1천원 / 심야: 8천원 → 6~9천원 범위 내 조정 / 조조: 6천원 유지 - 시간대 기준 변경: 기존 4단계(조조/주간/일반/심야) → 3단계(조조/일반/심야)

자료: 각 사, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

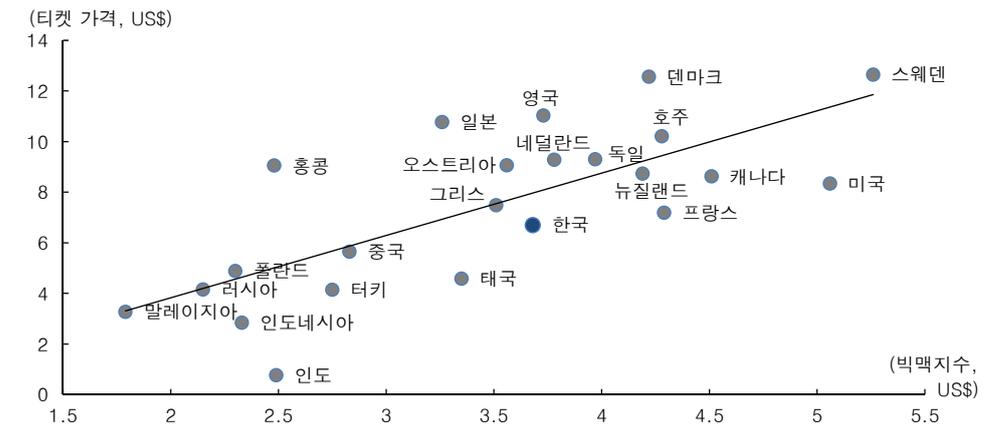
향후 국내 극장 가격 상승 트렌드는 상당 기간 지속 가능하다. 1) **가격 상승 여력이 여유 있기 때문이다.** 각국 시장 규모와 티켓 가격을 비교 시 한국 극장 가격은 저렴하다. 한국 시장은 매출액 기준으로는 6번째고 관객 수로는 5위다. 국가별 물가를 티켓 가격과 함께 비교해도 한국은 평균 이하이다. 한국보다 하위에는 아직 영화 시장이 초기 인프라 발전 단계에 머물러 있는 국가들이 대부분이다.

2) **전세계에 걸친 극장 프리미엄화(化)가 가격 상승의 기대 요인이다.** 4D, IMAX 등 특화 포맷이 다양해지고, 각 포맷의 콘텐츠 숫자도 늘고 있다. 특히 2017-2018년에는 아바타 2, 3편이 개봉할 예정이다. 2009년에 아바타 3D 성적으로 확인했듯이 동 영화는 특화관 수요를 자극할 수 있는 콘텐츠다.

3) **극장 사업자들의 가격 책정이 보다 수월해질 것이다.** 경쟁 변수가 약해졌기 때문이다. 현재 극장 시장은 CGV, 메가박스, 롯데시네마가 92.4%를 점유한다. 사업자간 점유율도 수년째 큰 변화가 없다. 메가박스가 경영전략을 바꾸어 2015년부터 공격적인 출점을 재시작한 것은 사실이다. 그러나 다른 프랜차이즈들이 출점 면에서 맞불을 놓고 있지 않다. 가격 경쟁의 기미는 더더욱 찾을 수 없다.

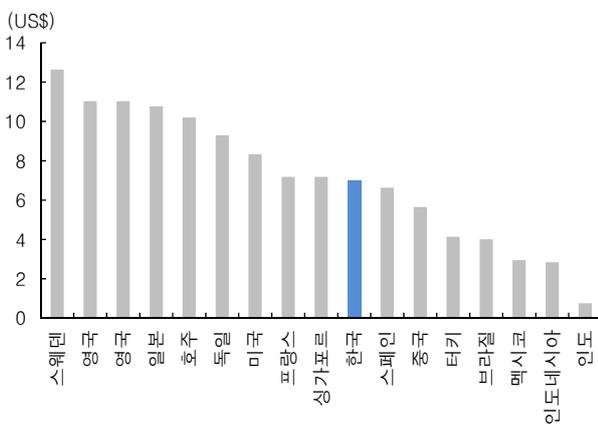
이미 3사 모두 2014년 도입한 좌석별 가격 차등제가 안정됐다. 당시 어느 정도의 소음은 있었지만 수요 측면의 저항은 사실상 없었다. 과거 경험을 통해 오히려 부드러운 가격 재책정을 위한 옵션이 많아졌다고 판단한다. 일제 상승이 아닌, 일부 좌석에 대한 순환적 가격 상승이 예로 들 수 있는 방식이다. 점진적 P 증가를 통해 관람객의 체감 상승보다 빠른 속도로 실질 관람료가 오를 수 있다.

그림 8. 극장 가격 vs. 국가별 물가 수준(2017 빅맥지수)



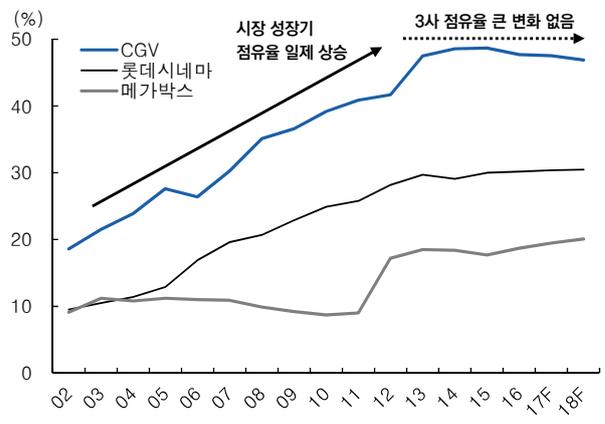
자료: The Economist, McDonalds, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 주요 국가별 평균 관람료



자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 멀티플렉스 3사 점유율은 고착화



자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

Q(관람객 수)는 안정기, 하방 지지도 탄탄하다

장기간에 걸친 극장 관람객 증가가 끝나고, 최근 3년 간 관람객 성장률이 둔화됐다. 전국 스크린 수와 개봉 편수가 각각 연평균 5.6%, 20.1% 증가한 이 기간 동안 관람객 수는 1.0% 성장에 그치며 정체됐다. 2016년에는 역성장도 경험했다. 단기적으로는 관객 수 성장 한계점에 도달했다고 판단한다.

한편 2013년-2016년의 영화 지표는 매우 안정됐다. 관객 수 변동성이 작았고, 국내 영화 라인업도 유지 가능한 수준이었다. 이 기간의 각종 지표(국내 영화 점유율, 관람객 수, 개봉 편수 등)는 향후 시장 판단에 기준점이 될 것이다. 이를 기초로 당시는 **향후 국내 연간 관객 수를 2.2-2.5억명 범위로 전망**한다. 콘텐츠 흥망, 기타 외부 요인의 시장 영향은 나타날 수 있다. 그러나 한국은 스크린 수, 콘텐츠 공급, 관객 수요 세 부문이 이미 세계 최정상 수준에서 성숙된 시장이다. 큰 변화 가능성은 낮다.

관람객 수 증가 가능성이 낮은 이유는 더 이상 과거의 관객 증가 드라이버가 기능하지 않아서다. 과거 관람객 증가는, 제작 능력의 질적 향상이 이끌어낸 '대박' 콘텐츠와 인프라가 주도했다. 쉬리(99년)-친구(01년)-실미도(03년)-태극기휘날리며(04년)로 대작 영화 흥행이 이어지는 한편, 멀티플렉스 중심으로 인프라 공급이 급증해 구조적 고성장을 경험했다.

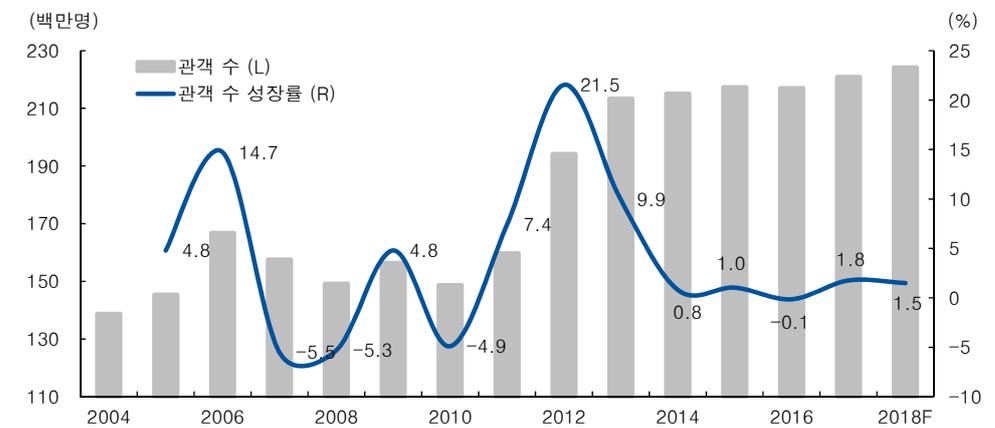
그러나 관람객 증가세가 2014년 끊겼다. 역대급(1, 2위) 흥행작이 2편이나(7월 명량, 12월 국제시장) 나왔지만 연간 관람객 증가는 1%에 그쳤다. 평균 인당 관람 횟수가 연간 4회를 넘어선 시점부터 개별 작품의 큰 흥행도 신규 수요를 만들어내지 못하며 관람 횟수가 의미 있게 순증하지 않은 것이다.

반면 **관객 숫자의 하방 리스크 역시 제한적**일 것으로 예상된다. 1) 2016년 1천만 영화는 '부산행' 단 한 작품뿐이었지만 전체 관객 수는 유지됐다. 2014년에 개봉한 역대 1, 2위 흥행작이 그 해 전체 관객 수를 증가시키지 못했듯, 2016년 흥행작 부재에도 일정 관객 숫자 유지가 가능성이 확인됐다.

2) 소재도 관람 형태도 다양화 되고 있다. 2016년 영화 시장에서는 좀비물, 여성 영화(주인공, 감독, 소재) 등이 새롭게 주목 받았다. 이전에 보기 어려운 내용과 주제였다. 또한 방문자 연령층이 넓어졌을 뿐 아니라, '혼영'(혼자 영화 보기), 'n차' 관람(같은 영화 여러 번 반복 관람) 등 특수 방문 형태도 늘었다. 비록 이들이 차지하는 비중은 작지만 극장 입장에서는 운영의 묘를 살릴 수 있는 부분이다.

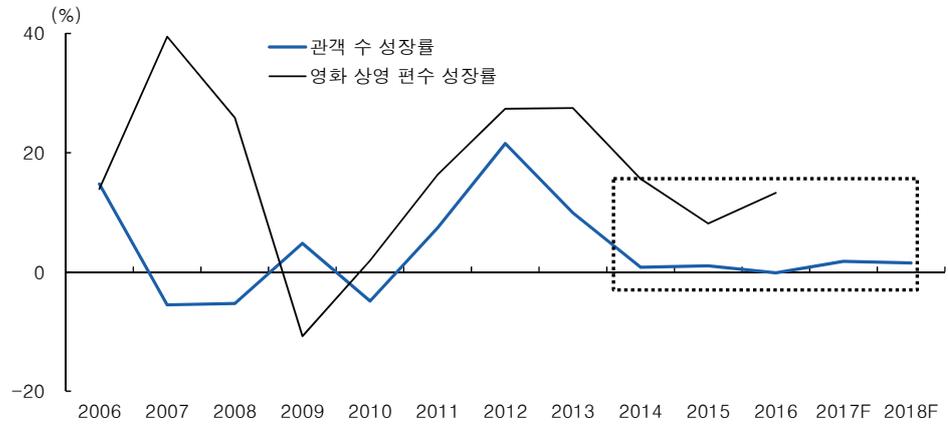
고연령층 상영 증가는 특히 전체 객석을 개선에 효과적이다. 평일 낮시간에 나타나는 낮은 객석률은 극장의 골칫거리였다. 여가시간이 상대적으로 자유로운 고연령층은 한가한 주중, 주간을 선호하는 경향이 있어 이 시간의 극장 공동화 문제 개선에 도움이 된다. '특수관람객' 역시 극장에 기회다. 최근에 숫자가 늘고 있는 재개봉영화가 좋은 예다. 재개봉영화는 매니아층을 주 타겟으로, 평일 낮 혹은 심야 시간대에 상영된다. 고정 수요가 있는 작품들을 유희시간에 배치해 하방을 줄인 좋은 예다.

그림 11. 극장 관람객 수 안정기에 접어든 한국 영화 시장



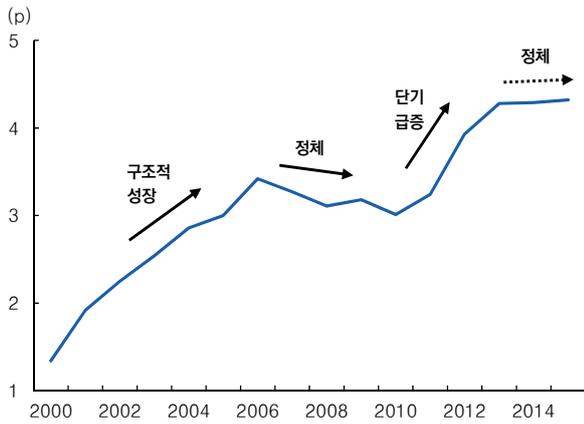
자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 극장 관람객 수 안정기에 접어든 한국 영화 시장



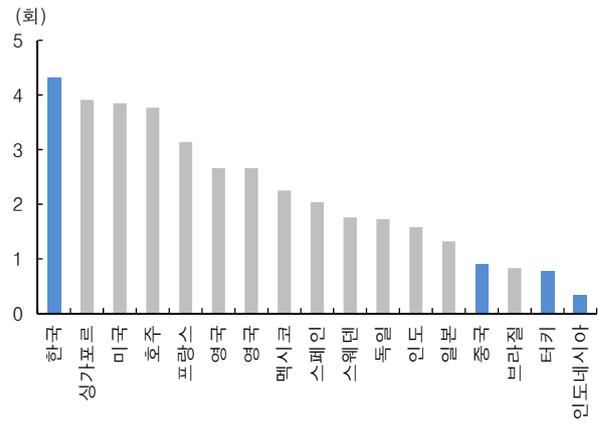
자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 국내 1인당 연간 영화 관람 횟수 정체



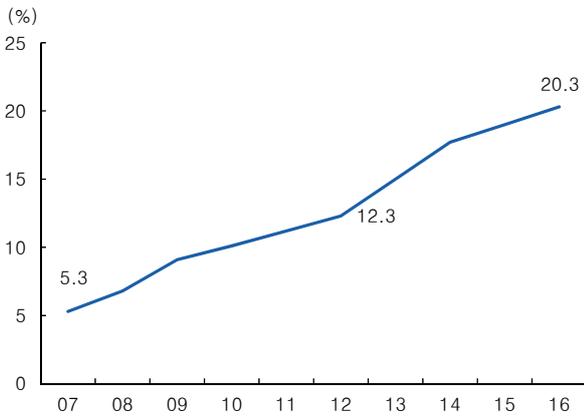
자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 글로벌 인당 영화 관람 횟수: 한국이 세계 최고 수준



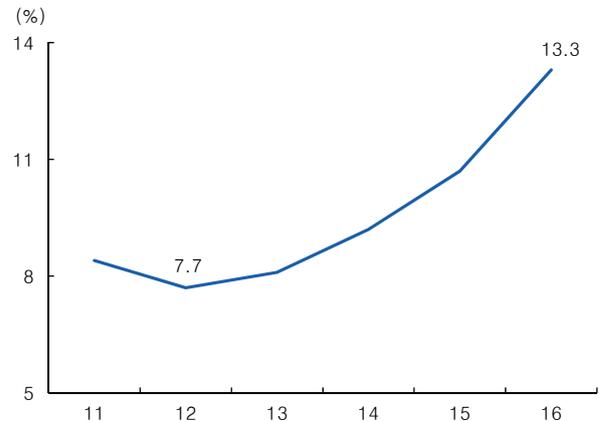
자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 연도별 45세 이상 연령층 관람 비중은 꾸준히 증가



주: CGV 회원 티켓 예매 기준
자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 1인 관람객 비중 증가



주: CGV 전체 1인 티켓 예매 기준
자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

영화판 파이를 키우는 부가 시장(디지털 온라인, 해외 시장)

부가 시장(디지털온라인 시장)
: 극장 종영 이후의
부가 발생 매출원,
중요도 증가에 따라 '디지털
온라인 시장'으로 대체 추세

VHS(Video Home System)
: 동영상 기록/재생 기술, 혹은
그 표준 규격(카세트 테이프)

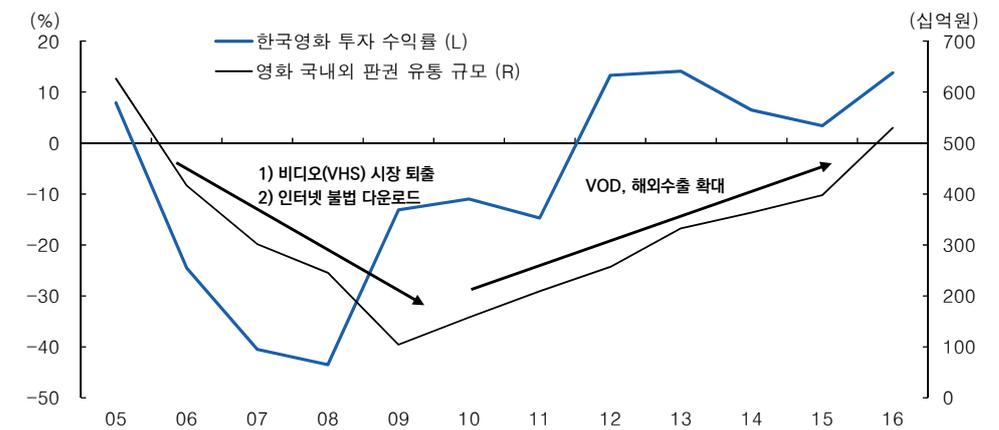
영화는 극장→VHS/DVD→인터넷→유료케이블TV→지상파TV→기타/해외 순서로 유통된다. 콘텐츠가 다중 창구를 거치며 부가 가치를 발생시키는 구조는 산업의 이상적인 모습이다. 그러나 한국 부가 시장은 2010년까지 지속 감소했다. VHS/DVD 쇠퇴와 인터넷 불법 다운로드 영향이 겹친 탓이다. IPTV와 온라인 서비스가 뉴미디어 창구로 부상한 2010년 이후에는 부가 시장 상황이 좋아졌다. 콘텐츠 지출에 대한 소비자 인식이 변했고, 지불 용의가 높아졌다. 편의성과 화질도 개선돼 경쟁력을 되찾았다.

성장은 TV형 VOD(IPTV, 케이블TV)와 인터넷형 VOD(OTT, 가입주문형, 웹하드)가 이끌고 있다. 유료방송 디지털 전환, 모바일 LTE 보급에 힘입은 바다. 인프라 측면이 준비된 후에는 통신사들이 IPTV를 통해 VOD 패키지와 개별 과금 모델을 도입한 것이 촉매가 됐다. 콘텐츠는 무형의 경쟁체다. 과금 모델 적용이 가장 어렵고, 또 중요한데, 이 부분을 순조롭게 해결했다.

향후 디지털 온라인 시장도 우상향을 지속할 것으로 본다. 1) TV형 VOD 서비스 매출 성장 여력이 크다. 이용자 중 결제자 비중이 아직 낮기 때문이다. 또한 콘텐츠 파워에 기반한 신규 가입자도 안정 수준의 증가가 가능하다. 유료방송(IPTV, 디지털 CATV) 가입자 성장세가 자연 감소세에 접어들었기 때문에 지난 4년간의 고성장(연평균 매출액 증가율 30%) 유지는 어렵다. 그러나 누적 가입자 우상향, 유료 이용자 비중 증가는 향후 성장 동력이다.

2) 인터넷형 VOD는 단건 구매 방식보다 월정액 매출액 중심으로 소비가 증가할 것이다. TV는 거치식 시청이 유일한 소비 방식이지만 인터넷형 VOD는 주로 휴대 디바이스(태블릿, 모바일)를 통해 소비된다. 이벤트성 콘텐츠 구매보다 생활 밀착형 정액 이용이 적합하다. 넷플릭스와 왓챠플레이 등 월정액 기반 OTT 서비스가 콘텐츠 투자에 적극적인 점, 이통사 OTT 서비스가 통신 결합 월정액 서비스 상품 출시를 지속하는 점도 참고할 부분이다.

그림 17. 국내외 판권 유통 규모는 영화 투자 수익률과 양의 상관 관계

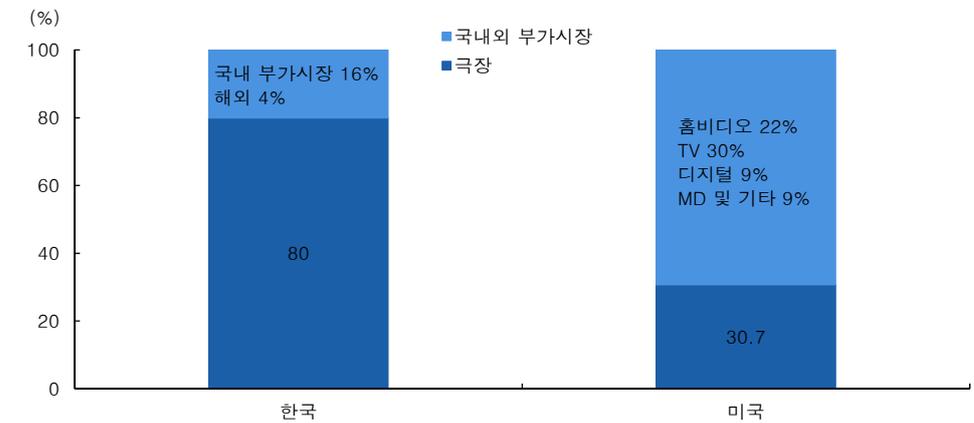


자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

뉴미디어 발달로 각종 온라인 채널과 VOD, IPTV 등 청구 수가 증가하는 것은 콘텐츠 전체 수익 규모를 증대시킬 것으로 본다. 플랫폼 수가 증가하면 기존 청구의 유통 기간은 짧아질 가능성이 있어 반론도 존재한다. 플랫폼별 수요를 분산시켜, 전체 시장 규모를 기존과 비슷하게 유지시키거나, 오히려 줄일 수 있다는 논리다. 그러나 채널 다변화는 콘텐츠 다변화를 부른다. 다양해진 콘텐츠는 더욱 넓은 소비자층의 취향을 맞출 수 있다. 결국 전체 콘텐츠 소비 시간을 증가시킬 것으로 본다.

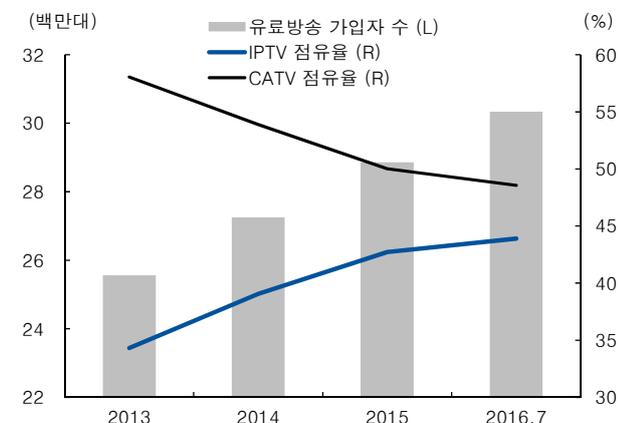
1) 극장은 자신의 영역을 굳건히 지키면서 첫 번째 플랫폼으로서 위치를 공고히 할 것이다. **영화관 자체가 홈엔터테인먼트와의 차별화를 위해 변화**하고 있다. 한국은 이러한 추세에 가장 민감하게 반응하고 있고 극장 고유의 영역을 다시금 만들어 가고 있다. 2) **플랫폼 증가는 제작/투자/배급사들에게 기회**다. 영화 시장이 고예산 대작 영화에 쏠리면서 투자 BEP가 높아져 부담스러운 상황이다. 플랫폼 저변이 확대되면, 제작 단계부터 플랫폼별 기획을 다변화하여 수익원을 늘릴 수 있다. 이는 장기적으로는 배급/제작/투자사의 콘텐츠 운용 옵션 증가를 의미한다. 결과적으로는 전체 영화 콘텐츠의 시간 점유율이 높아지는 형태가 될 전망이다.

그림 18. 한국-미국 영화 매출액 구성 비교: 2010년 이후 상승반전에도 국내 부가 시장은 미미한 수준



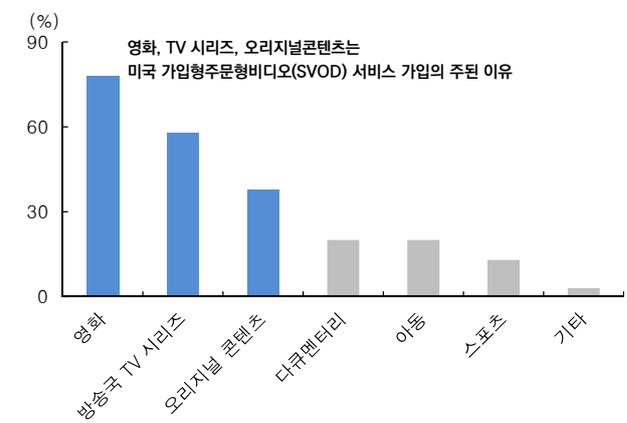
주: 국내는 2014-2016년 평균, 미국은 2015년 수치
자료: KOFIC, SNL Kagan, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 유료방송 포화로 가입자 증가세는 둔화 전망



자료: 미래창조과학부, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 美 SVOD 이용자 설문: SVOD 서비스 최선호 콘텐츠 장르?



자료: Gartner, 미래에셋대우 리서치센터

극장 고급화는 기회다

극장 독점 상영 기간이 짧아진다, 반전이 필요한 상황

윈도우: 독점 상영 기간, 특정 콘텐츠 재생 권리가 타 매체로 이관되기 전까지 기간

한국 영화 시장 참여자들을 괴롭히는 4가지 어려움 외에 전세계적으로 극장 비즈니스를 괴롭히는 요소는 또 있다. 선진 시장 중심으로 **영화 콘텐츠가 거처가는 플랫폼 중 첫 단계인 극장 상영 윈도우가 짧아지고 있다.** 일부 콘텐츠는 극장과 다른 플랫폼에서 동시에 개봉 하기도 한다.

1) 콘텐츠 플랫폼 기업들이 빠른 성장세와 자본력을 바탕으로 오리지널 콘텐츠 제작에 큰 액수를 투자하고, 자사 플랫폼으로 이용자를 유인한다. 넷플릭스, 아마존으로 대표되는 미국 뉴미디어 기업들이 미디어 소비패턴 변화의 중심에 있다. 자체 제작된 콘텐츠는 오로지 자사 플랫폼에서만 개봉하거나, 한시적으로만 타 매체에 공개된다. 다양한 매체를 이용해 본전을 뽑기보다 콘텐츠 경쟁력으로 자사 가입자 유치를 우선시한 모습이다. 확보된 이용자는 향후 락인 효과 발생으로 장기 이익의 기반이 된다. 기존에 드라마 중심이던 오리지널 콘텐츠는 2016년 이후 영화로 그 영역을 넓히고 있다.

홀드백: 특정 콘텐츠에 대한 한시적 독점권(플랫폼 배타성)

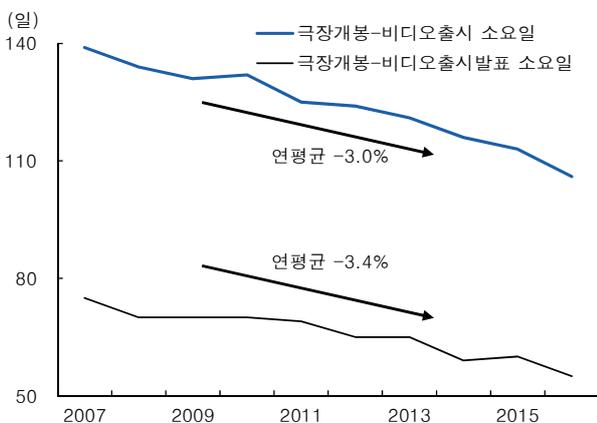
2) CATV, 위성, IPTV 등 디지털 온라인 플랫폼 발전으로 홀드백 개념이 약해진다. 홈엔터테인먼트와 모바일 서비스가 다양한 방식으로 발전하는 한편, 이용자의 시간을 점유해야 하는 콘텐츠 간 경쟁도 심해졌다. 콘텐츠가 조금이라도 최신일 때 다매체를 통해 수익을 내야 하는 상황이 됐다. 따라서 콘텐츠가 극장 외 매체로 풀리는 시기도 앞당겨졌다.

코드커팅(Cord cutting)
: 유료 케이블 고객이 서비스 해지 후, 인터넷TV/스트리밍 서비스 등 뉴플랫폼으로 이동하는 현상

미국에서 VOD 상품, OTT 서비스 등장으로 케이블/위성 방송 가입자가 감소하는 ‘코드 커팅’ 현상이 영화 시장에도 뜻밖의 악영향(극장 상영 윈도우 단축)을 미치고 있다. 이는 **전세계 극장 사업자에게 위협적이다.** 단기적으로는, 판매 여력 있는 상영작의 추가 상영을 포기해야만 하는 상황이 생길 수 있다. 상영 기간 제약은 극장 운영에 상당한 불편함을 초래하며 실적에도 부정적인 영향을 미친다.

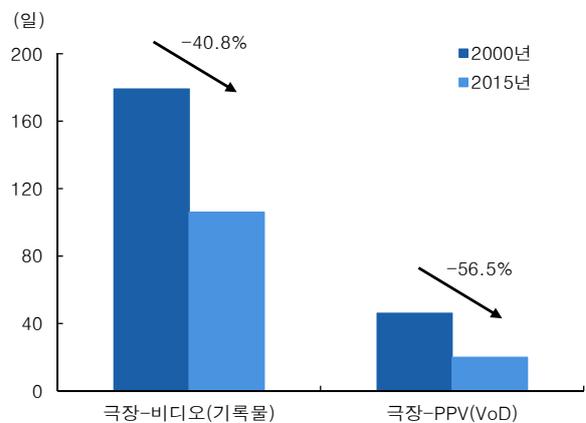
장기적으로는 ‘극장에서 보아야 하는 영화’의 개념 자체도 흔들릴 수 있다. 극장은 오랜 시간 콘텐츠 윈도우 첫째 자리를 지켜왔다. 이는 관람 시점과 관람의 질 양면에서 ‘우월한’ 서비스 제공이 가능한 요인이었다. 그러나 관람객의 극장 이용 기회 감소는 수요 감소로 이어진다. 장기간 극장이 누려왔던 프리미엄 플랫폼으로서 위치가 퇴색될 수 있다.

그림 21. 할리우드 메이저 스튜디오 영화 평균 극장 상영 기간 단축



주: Disney, Fox, Lionsgate, New Line, Paramount, Sony, Universal, Warner Bros.를 메이저 스튜디오로 규정함
자료: National Association of Theatre Owners, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 최초 개봉부터 대체 관람 수단(비디오) 출시 소요 시간 감소



자료: SNL Kagan, 미래에셋대우 리서치센터

옥자가 시장에 던지는 질문

‘옥자’는 넷플릭스가 약 600억원을 투자해 제작한, 봉준호 감독의 신작이다. 6월 넷플릭스에서 190개국에 동시 공개될 예정이다. 동 작품은 국내 극장 상영 여부가 화제였다. 자사 플랫폼에서 독점 공개할 지, 극장 개봉을 병행할 지를 두고 넷플릭스는 고심한 것으로 알려졌다. 장고 끝에 6월 말 극장 개봉이 최근 정해졌다. 배급은 NEW가 맡았다. 극장 상영 기간에 대한 방침은 아직 미공개 상태다.

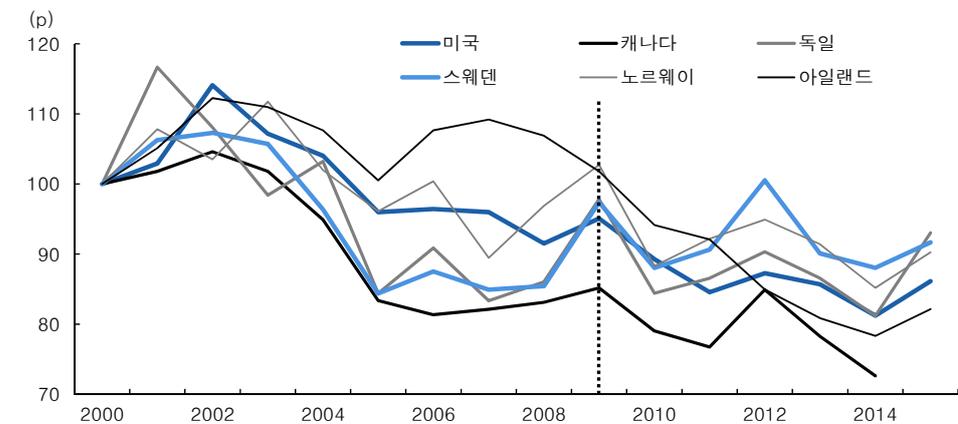
한국인이 감독하고 출연하는, 역대 최대 규모 제작비를 들인 영화가, 한국 극장에서 상영되지 않을 뻔했다는 사실은 상상하기 어려운 일이었다. 국내 시장은 극장 매출액 비중이 절대적(82%)이다. 이렇게 극장 의존도가 높은 우리나라는 플랫폼의 역습으로부터 아직 자유로울 것으로 믿었기 때문이다.

광역 개봉
: 개봉 첫 주에 스크린을
최대한 많이 확보, 전국 동시
개봉 후 흥행 성적에 따라
상영 스크린 수를 증가/감소

그러나 오리지널 콘텐츠의 매출은 전 세계를 기반으로 한다. 지역적 범위를 빠르게 넓힌 탓에 이들 영화 콘텐츠가 세계 6위 한국 극장 시장을 포기하는 일도 현실화가 가능해졌다. 할리우드 영화 산업을 키운 전세계 ‘광역 개봉’은 인터넷 기반 콘텐츠 플랫폼에서는 당연한 방식이다. 극장 미개봉이 실제 고려 대상이었던, 일종의 마케팅 수단이었던 넷플릭스의 고민은 우리 시장에 시사하는 바가 크다.

선진 시장에서 뉴플랫폼의 선전은 극장 상영 기간을 단축시켰다. 이는 홈비디오로 수요를 분산시켰고 인당 극장 방문 감소로도 이어졌다. 한국은 영화 관람 문화, 인구 밀도 등 사회적 성격이 북미와 달라 뉴플랫폼 침투 속도를 직접 비교하기는 어렵다. 그러나 그 영향력이 점차 확대되는 방향성은 분명하다. 넷플릭스는 옥자에 이어 드라마 ‘킹덤’(‘시그널’ 김은희 작가)을 2018년 방영할 예정이다. ‘자본력 → 제작력 → 플랫폼 영향력’ 전략을 한국에도 적용하고 있다. 우리 극장에도 잠재적 위협이다.

그림 23. 영화 관람 빈도는 2000년대 꾸준히 하락세: 주요 선진 시장 영화 관람 횟수 변화



주: 각 국 2010년 수치를 기준(100p)치로 작성 / 자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 넷플릭스와 극장에서 동시 개봉할 영화 ‘옥자’



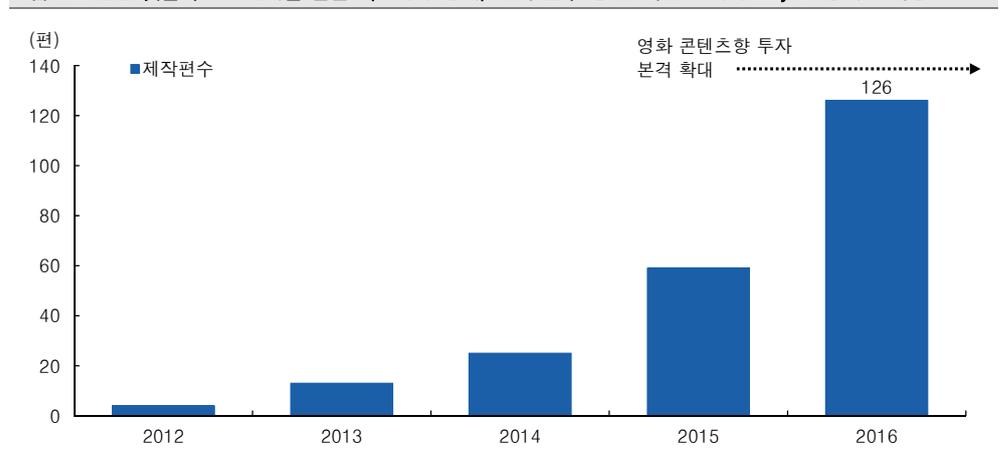
자료: Netflix, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 넷플릭스 오리지널 영화 콘텐츠: 2013년 드라마 시리즈로 시작 → 2015년 이후 영화로 확장

연도	제목	감독	주연	특징 및 장르	비고	
2015	비스트 오브 노 네이션	캐리 푸쿠나가	이드리스 엘바, 아브라함 아타	폭력	최초 자체제작 영화, 온/오프 동시개봉, 제작비 600만 달러	
	7년	로헤르 골	파코레온, 후아나아코스타	지적인, 잔잔한		
	더 리디컬러스 식스	프랭크 코라치	아담 샌들러, 테리 크루즈	폰수 캐릭터 영화	독점개봉	
	어 베리 머리 크리스마스	소피아 코플라	빌 머레이, 마이리 사이러스	위트있는, 반전매력		
2016	와호장룡: 그린 레전드	위엔 와이핑	Michelle Yeoh, Donnie Yen	흥분, 상상력, 낭만주의	온/오프 동시개봉	
	ARQ	토니 엘리어트	Robbie Amell, Rachael Taylor	어두운		
	배리	비크람 간디	데빈 터렐, 아나아 테일러이조이	진심 어린, 지적인, 잔잔한	독점개봉	
	디빈: 여신들	우다 베나미나	드보라 퀴퀴웨나, 지스가 칼반다	감성적, 암울한		
	저주받은 집의 한 송이 꽃	오츠 퍼킨스	루스 월슨, 밥 발라반	납량물, 무서운, 불길한	독점개봉	
	마스코트	크리스토퍼 케스트	케리 에이즐리, 사라 베이커	재치있고 기발한		
	오즘 싸개의 큰 휴일	존 리	폴 루벤스, 조 망가니요	가족친화적, 기발한	독점개봉	
	The Do-Over	스티븐 브릴	아담 샌들러, 데이비드 스페이드	흥분, 흥미진진		
	포위 공격	리치 스미스	제이미 도난, 길라움 카넷	신나는	독점개봉	
	탈출라	시안 헤더	엘런 페이지, 앨리스 제니	감정적인, 어두운		
	XOXO	크리스토퍼 루이	사라 힐랜드, 그레햄 필립스	드라마, 음악	독점개봉	
	보살핌의 근본	롭 버넷	폴 러드, 크레이 로버츠	진심 어린, 재치있는		
	2017	죽는날까지	제라드 맥머리	트레버 잭슨, 알프리 우다드	지적인, 잔잔한	독점개봉
		클리니컬	알리스테어 르그랑	비네사 쇼, 케빈 램	암울한, 서스펜스, 불길한	
조폐국 침입 프로젝트		에밀리 해긴스	샤샤 피에터즈, 알렉시스 G. 잘	흥미진진	독점개봉	
걸프랜드 데이		마이클 폴 스티븐슨	밥 오덴커크, 엠버 탐블린	위트있는, 색다른		
아이보이		애덤 랜들	밥 밀러, 메이지 윌리엄스	불길한	제작비 5000만 달러	
루스에서 생긴 일		마콘 블레어	엘리자 우드, 멜라니 린스키	흥미진진, 우울한		
리얼리티 하이		페르난도 레브리자	케이트 월시, 네스타 쿠퍼	코미디	독점개봉	
어 퓨틸 앤드 스투피드 제스처		데이빗 웨인	도널 글리슨, 윌 포테	실화바탕		
데스노트 2017		애덤 원가드	넷 울프, 마가렛 켈리	스릴러	독점개봉	
IO		조나단 헬퍼트	앤서니 맥키, 마가렛 켈리	SF		
네이키드		마이클 티데스	말론 웨이언스, 레지나 홀	코미디	2017 기대작	
옥자		봉준호	제이크 질런홀, 틸다 스윈던	SF 호러		
아우열 소울스 옛 나이트		리데쉬 바트라	제인폰다, 로버트 레드포드	드라마	독점개봉	
디스커버리		찰리 맥도웰	루니 마라, 로버트 레드포드	판타지, SF		
워 머신		데이빗 미코드	브래드피트	드라마, 코미디	2017 기대작, 독점개봉	
힐맨		제레미 러쉬	프랭크 그릴로	액션, 스릴러		

자료: Netflix, 미래셋대우 리서치센터

그림 25. 연간 넷플릭스 오리지널 콘텐츠(드라마+영화) 제작 편수 증가: 기존 드라마 only → 영화로 확장



자료: 미래셋대우 리서치센터

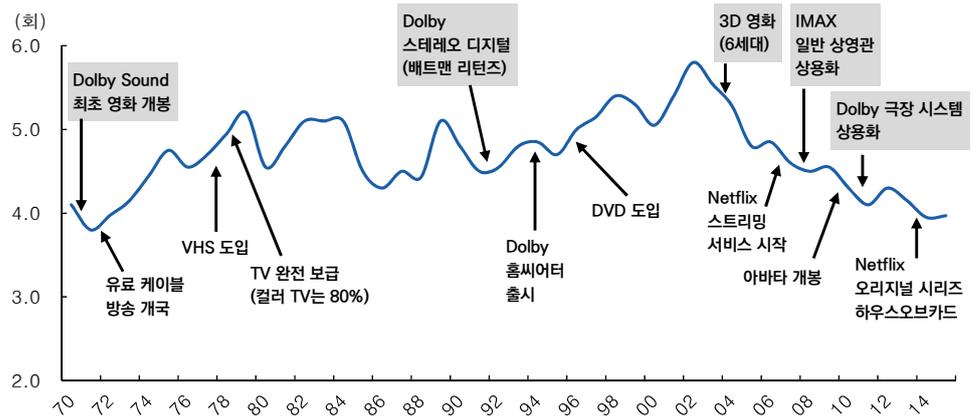
해답은 극장 시설 차별화

‘극장 우선’ 체계에 지금 찾아온 위기에 대한 사업자들의 대안도 결국 차별 포인트 강화다. 홈엔터테인먼트와 극장 경험에 차별성을 강조하는 시도다. 가내 활동과 엄밀히 구분되는 외부 활동으로서 극장의 방향성은 명확하다. 집에서는 불가능한 경험을 제공하는 것이다. 차별화는 과거에도 현재에도 주로 장비 투자를 통해 이루어진다. 그리고 이는 여전히 시장에서 성과를 내고 있다.

과거에도 극장이 어려움을 겪은 사례는 있었다. 기술 발전에 힘입어 대안 플랫폼이 출현했거나, 대체 콘텐츠가 등장한 시기에 일어난 일이다. 국내외에서 공통적으로 나타난 현상이다. 흑백 → 컬러 텔레비전 → VTR 보급, 서라운드 사운드, HDTV 등 시대별로 대체 상영 설비가 발전하던 때마다 영화관 입지는 흔들리는 듯 했다.

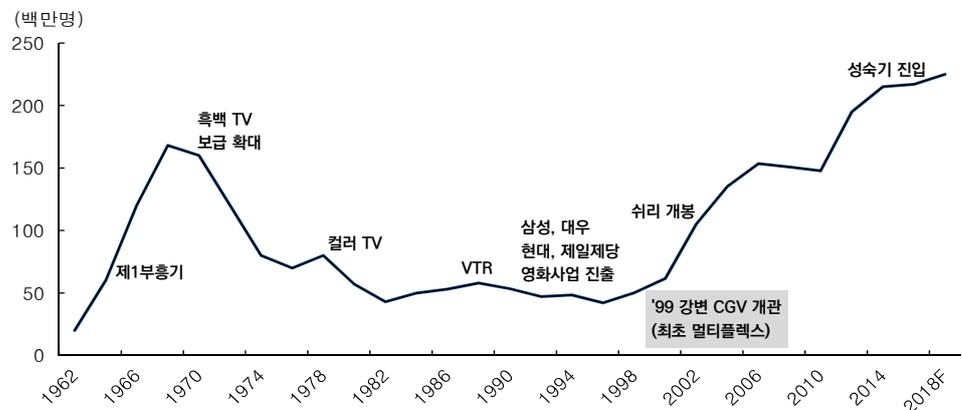
타 매체의 도전이 있을 때마다 선진 영화산업은 기술혁신을 통해 위기를 기회로 바꿨다. 1920년대 말 사운드, 1930년대 컬러, 1950년대 와이드스크린(CinemaScope, VistaVision, Cinerama), 1970년대 돌비 사운드, 1990년대 스테레오 사운드, 2000년대의 디지털화, 3D 영화, IMAX 등을 통해 극장은 수요 감소 위기를 극복하고, 경쟁 매체와 차별화하고자 꾸준히 노력했다.

그림 26. 미국 인당 관람 횟수 변화와 극장 시장 관련 주요 변화: 극장 차별화 노력 중



자료: NATO, Box Office Mojo, MPAA, LEK, 미래셋대우 리서치센터

그림 27. 한국 연간 극장 관람객 장기 변화 추이



자료: 한국영화연감(2016), 미래셋대우 리서치센터

국내의 시장에서 극장 고급화가 빠르게 진행 중이다. 멀티플렉스 특화관 종류가 과거에 비해 다양해졌다. 영화 콘텐츠와 결합된 캐릭터 상품과, 매점 메뉴 패키지도 많아졌다. 해외에서도 비슷하다. 중국에서는 스크린 양적 성장과 함께 1-2선 도시 중심으로 특화관 비중이 높아졌다. 현재는 3-4선 도시로 추세가 확산되고 있다. 미국에서는 대형 체인 중심으로 프리미엄관(Luxury seating), 대형 스크린관이 급증한다. 한국처럼 매점 메뉴도 많아지고, 비싸졌다. 식사가 가능한 상영관도 생겼다.

극장 고급화는 산업에 긍정적인 변화다. 이는 극장과 극장 외 관람 경험의 차별성을 부각시켜 1) 대체 플랫폼으로부터 극장 산업을 보호할 수 있기 때문이다. 또한 2) 극장 내 인당 총 소비(티켓 가격, 매점 구매)를 증가시킬 수 있다.

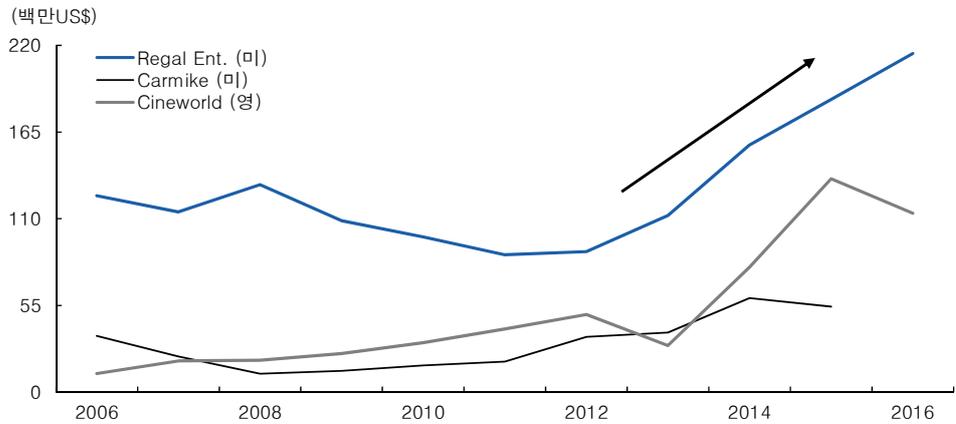
홈 엔터테인먼트 발전을 극장 산업에 심각한 위기로 보는 시각도 있다. 경쟁 콘텐츠 매체로서 장기 시각에서 대체관계가 생길 수 있다는 점에는 동의한다. 그러나 현재로서는 극장 영화와 TV 영화는 시장이 다르다. 영화 관람은 가장 최신 영화를 가장 큰 스크린으로 단체 관람하는 외부 활동 측면이 강하다. 오래 전부터 정형화된 방식임에도 대중성 속에 특별함이 남아있어 대체재를 찾기 어렵다.

표 3. 극장별 특화 상영관 현황

회사	이름	특징	가격	사이트
CGV	4DX	움직이는 모션시트와 더불어 물, 바람, 빛, 안개, 향기 등의 다양한 환경효과를 느낄 수 있는 오감체험 상영관	3D: 18,000원 2D: 14,000원	전국 30개 지점
	IMAX	밝고 선명한 화질. 대형 스크린을 통한 몰입감. 고출력 스피커를 통한 생생한 음원	3D: 16,000원 2D: 13,000원	전국 17개 지점
	Screen X	전면 스크린을 넘어 양쪽 벽면까지 3면을 스크린으로 활용한 세계 최초 다면 상영관	12,000원	전국 36개 지점
	Sphere X	공간적인 몰입감을 선사하는 최고로 진화된 상영관	11,000원	천호, 영등포
	Sound X	영상의 움직임에 따라 소리의 방향성과 거리감을 완벽하게 재현하는 3D입체 음향 특별관	10,000원	여의도, 영등포, 이천, 청담
	Starium	초대형 스크린과 초고해상도 디지털 영상에 16채널 사운드 시스템이 더해진 프리미엄 상영관	11,000원	센텀시티, 영등포
	Veatbox	Vibration+Beat Box의 합성어로 영화 사운드에 따라 의자가 반응하는 특별 좌석	10,000원	전국 45개 지점
	Subpac	세계 최초로 선보이는 웨어러블 진동 오디오 시트가 설치된 관	15,000원	청담
	Gold Class	고객 맞춤형 서비스가 제공되는 프리미엄 상영관	35,000원	웅산, 영등포, 왕십리, 상암, 오리, 울산
	Private Cinema	명품 상영관의 모든 조건을 갖춘 프라이빗 전용관에 최고급 펜트하우스 콘셉트를 결합한 복합공간	4,000,000원 (4시간)	청담
Cine de Chef	영화관에서 요리사의 코스요리를 즐길 수 있음	40,000원 (압구정 기준)	서울 압구정, 부산 센텀	
Tempur Cinema	매트리와 베개를 만드는 '템퍼'와 콜라보레이션. 침대좌석의 각도를 몸에 맞게 조정하여 편안한 관람	20,000원	서울 압구정, 부산 센텀	
롯데시네마	CharLotte	프리미엄 상영관	35,000원	월드타워, 건대입구, 김포공항, 예비뉴엘(명동), 안산, 인천, 평촌, 광주, 동성로, 광복, 센텀시티
	Super Plex G	상영관의 스크린(34M*13.8M)이 세계에서 가장 큼	12,000원	월드타워
	Super Plex	일반 영화관의 약 3배. 영화 몰입에 최적화된 대형스크린	9,000원	파주운정, 은평, 청주용암, 상인, 광명아울렛, 광복, 수원
	Super 4D	영화 속 장면에 따라 좌석에 직접 느껴지는 바이브레이션 뿐만 아니라 다양한 특수효과를 통해 몰입감 극대화	14,000원	월드타워, 가산디지털, 광복, 노원, 김포공항, 서청주, 수원, 수원, 울산, 청량리, 평촌
	Super Vibe	추격, 폭발, 레이스 등 주요 액션 장면에서 중저음 사운드를 진동으로 전환해 깊은 울림을 몸에 직접 전달	10,000원	평촌
메가박스	The Boutique	영화의 감동을 더욱 풍부하게 전해줄 관람 환경에 부티크 호텔의 개성을 더한 메가박스만의 프리미엄 시네마.	30,000원 (스위트룸)	분당, 센트럴, 일산 벨라시티, 코엑스, 하남 스타필드
	Drive M	자동차 안에서도 야외에서도 영화를 즐기는 영화관	10,000원	용인
	Open M	국내 최초로 선보이는 도시형 야외 시네마	9,000원	백석
	Balcony M	오페라극장의 발코니석과 같이 다른 좌석보다 높은 곳에 위치하여 독립적으로 존재하는 특별한 공간	60,000원 (최대4인)	분당
	MX/M2	상영관의 본질인 3S(Screen, Sound, Seat)를 현존하는 최고의 기술로 구현하여 최적의 관람환경 조성	12,000원	동대구, 목동, 영통, 코엑스, 하남 스타필드
	M	더 큰 화면과 더 편안한 좌석으로 쾌적한 관람환경을 제공	9,000원	광주 총장로, 대구 칠성로, 동대문, 백석, 순천, 신촌
	Table M	개개인의 공간(Personal Space)을 확보하고 편안함을 선사	10,000원	검단, 광주 총장로, 김포, 대구 칠성로, 덕천, 동탄, 목동, 백석, 속초, 전주 객사, 킨텍스, 파주 금촌, 해운대
	The First Club	특별한 당신만을 위해 존재하는 감각적인 영화관	15,000원	분당, 센트럴, 일산 벨라시티, 코엑스, 하남 스타필드

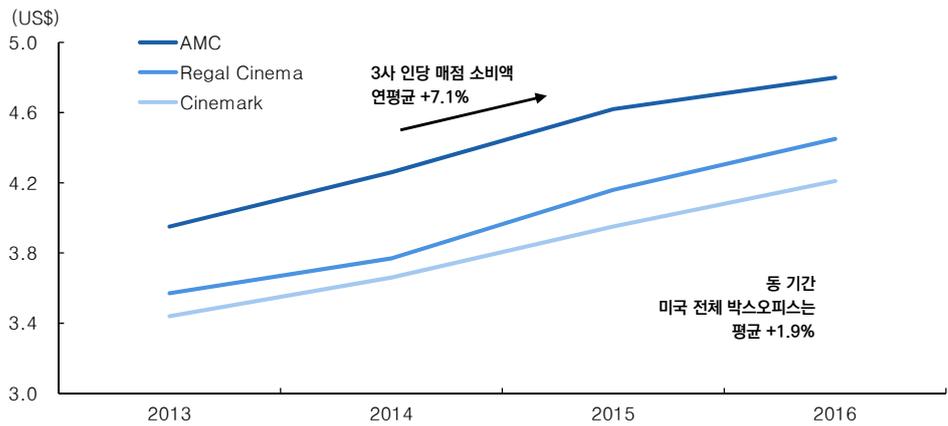
자료: 각 사, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 선진 시장 극장 사업자 연간 CAPEX는 2013년 이후 증가세



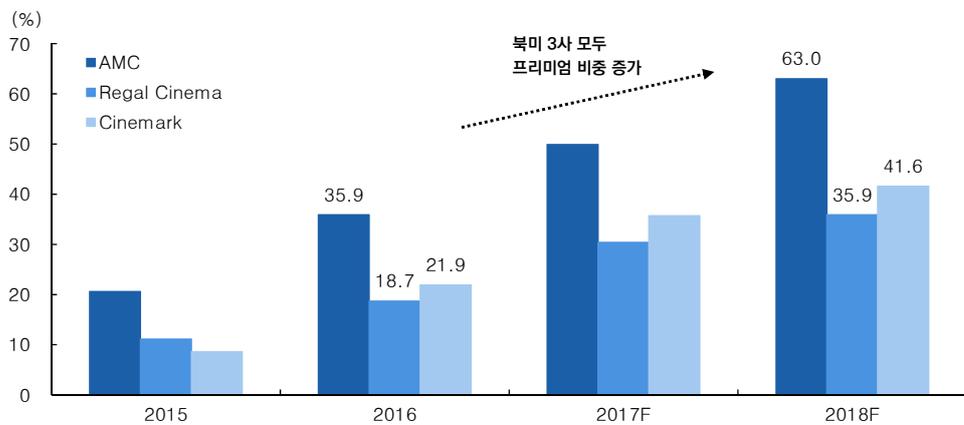
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 미국 극장 체인 인당 매점 소비 증가액 연평균 +7.1% 증가



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 미국 상영관 체인들의 프리미엄 상영관(Luxury seating) 비중은 빠르게 증가



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

대세는 프리미엄관, 몰 만난 4DX

4DX: 몰입형 모션 좌석 상영관 선두 브랜드

극장 차별화는 세계적 움직임이다. 여기서 **우리 기업도 기회**를 찾을 수 있다. 여러 가지 차별화 수단 중 하나인 프리미엄 특화 포맷(Premium Large Format) 스크린의 인기가 오르고 있다. 아직 이들 포맷(IMAX, DOLBY, 4DX 등)이 차지하는 비중은 전체 스크린의 겨우 1% 남짓이지만 증가 속도가 빠르다. 2016년 전세계 특화 스크린 수는 28% 늘었다. 전체 스크린 증가(+10% YoY)에 비해 훨씬 크다.

특화 포맷 중 하나인 몰입형모션좌석상영관(4D)은 시청각에서 나아가 ‘오감체험’을 제공한다. 모션 시트와 특수 효과(바람, 빛, 안개, 향기, 진동, 물 등) 장비가 영화 내용과 싱크되어 작동한다. 일반 상영관에 비해 현장감과 몰입도가 높아 액션 요소가 많은 대작 블록버스터 영화 상영 시 인기가 높다.

특화 포맷 중에서도 4D 상영관의 성장이 빠르다. 상영관 수가 2015년에 전년비 55% 늘어난 데 이어, 2016년 6월까지 24% 또 증가하며 고성장했다. 4D 시장 안에서는 CJ CGV의 4D 브랜드 ‘4DX’가 강력하다. 점유율 1위(스크린 기준 76.7%)를 기록 중이다. CJ CGV의 자회사(지분율 94%) 4DPLEX가 극장을 대상으로 자체 개발 상영관 시스템을 설치/판매한다. 향후 발생하는 매출액(일반 티켓 대비 초과분)에 대해서도 극장, 배급사와 나누게 되어있다.

4DX는 한국보다 해외 시장에서 선호도가 높은 글로벌 신사업이다. 해외에서의 인기는 국내에서 체감하는 정도보다 크다. 1) 중국은 4DX 설치 국가 중 가장 빠르게 성장 중이다. 2010년 해외 첫 상영관(북경, CGV올림픽점) 오픈을 시작으로 글로벌 스크린 확장을 이끌고 있다. 16년말 기준 109개 상영관(비중 32%) 11,148석을 운영 중이다. 중국 전역에서 나타난 극장 시설 확충과, 중국 내 프리미엄관 선호 현상(IMAX, 4DX 등)이 성장 요인이었다.

2) 일본은 4DX 매니아층이 탄탄하다. 첫 스크린은 2013년 오픈했고, 2016년 누적 49개(비중 14%)로 늘었다. 2016년의 일본내 4DX 스크린 급증은 애니메이션 ‘걸즈&판처’ 극장관의 대흥행 때문이었다. 이 작품은 원작이 2015년 11월에 개봉했고, 4DX 버전이 이듬해 2월 개봉했다. 4DX 버전은 특히 인기를 끌었다. 스크린의 수적 열세에도 불구하고, 4DX 개봉 후 2월 박스오피스 8위를 기록했다. 예매 첫날 팬들이 극장 웹사이트에 몰리며 소동을 빚기도 했다. 첫 주말 객석률은 무려 97%였다.

3) 유럽과 아메리카 대륙에서도 선전하고 있다. 특히 유럽에서는 4DX의 점유율이 100%다. 지금까지는 주요 국가별 중심지 위주로, 소수의 상영관만을 두는 방식을 취해왔다. 따라서 확장은 기존에 4DX 스크린이 없었던 국가가 중심이었다. 2016년 유럽에서 3개국, 아메리카 대륙에서 10개국에 신규 진출했다. 영국, 멕시코 등에서는 성과가 좋아 일찌감치 스크린 수를 늘렸다.

그림 31. 프리미엄 스크린 지역별 분포

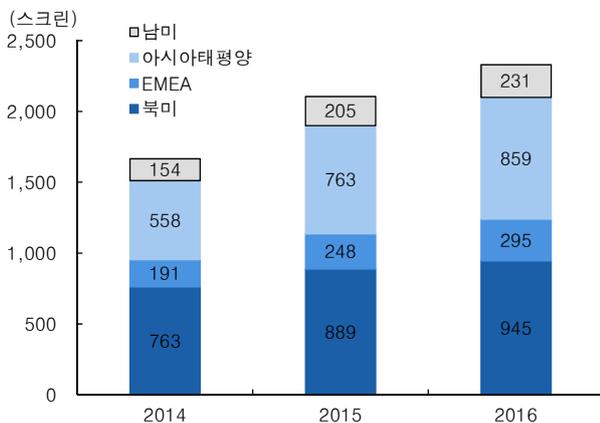
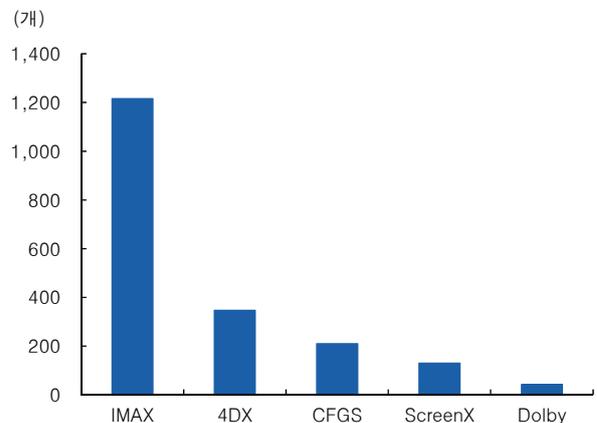


그림 32. 프리미엄 포맷 종류별 스크린 수 비교



주: 프리미엄 스크린은 IMAX 및 기타 대형 스크린, 3D, 4D를 포함
자료: IHS, 미래에셋대우 리서치센터

자료: 각 사, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

사실상 경쟁은 없다

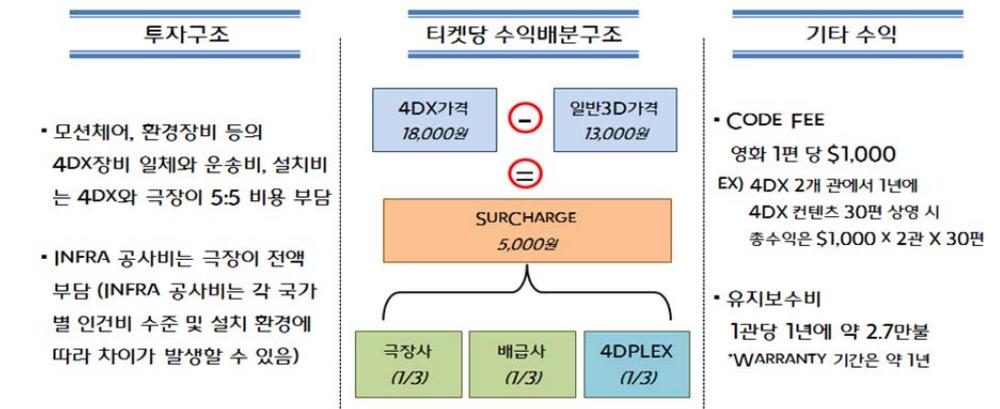
4D 상영관의 핵심 경쟁력은 장비가 아닌 에디팅 기술이다. 4D 기술 보유사는 캐나다의 디박스(D-BOX), 미국의 미디어메이션(MediaMation), 중국 소규모 업체 등이 있다. 그러나 이들을 실질적 경쟁 상대로 보긴 어렵다. 디박스는 특수 효과 없이 모션체어 기술만으로 운영되고, 상영관도 4DX와 달리 전체가 아닌 일부 좌석만을 활용한다. 미디어메이션의 MX4D와 중국 회사들은 모션/효과 정교함과 4D 에디팅 기술에 격차가 크다. 결국 질적인 측면에서 4DX에 뒤떨어진다는 평가를 받는다.

진입 장벽으로 볼 수 있는 요소는 1) 소프트웨어(4D 에디팅 기술)와 2) 대(對) 극장 체인 네트워크다. 에디팅 기술은 소프트웨어적인 부분이라 신규 진입자와 격차 해소에 대한 우려도 일부 있다. 그러나 기술 격차가 좁혀지기 전에 이미 주요 극장 시설에 4DX 브랜드 상영관이 설치되기 시작했고, 일찍이 브랜드 인지도를 높였다. 극장 차별화로 프리미엄 상영관이 본격 늘기 시작한 2013년부터 CJ CGV는 다수 글로벌 대형 극장 체인과 파트너십을 체결하며 수주를 늘렸다. 시네폴리스(멕시코), 완다(중국), UME(중국), 리갈시네마(미국) 등과 제휴하며 인도/남미/중국/미국/유럽으로 시장을 확장했다.

4DX 비즈니스 모델

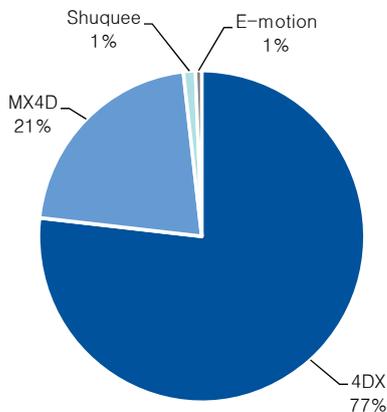
- 1) 장비 관련(설치, 유지보수)
- 2) 초과 티켓 가격 RS (Revenue Sharing)
- 3) 콘텐츠 코딩 수수료

그림 33. 4DX 비즈니스 모델



자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 4D 관련 시장 점유율: 4DX 브랜드가 압도적



자료: IHS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 4DX 상영관 내 특수 효과



자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

규모의 경제 중요

4DX 비즈니스를 긍정적으로 보는 이유는 세 가지다. 극장의 진화 트렌드에 발맞추어 1) 글로벌 초기 입점 성공 후에도 수주가 지속되고 있고, 2) 4DX 포맷 콘텐츠의 공급이 여유있게 증가하고 있으며 3) 상영관 확대 후 일정 기간이 지나면서 기설치 상영관이 이익 발생 구간에 진입했기 때문이다.

1) **수주 지속**: 17년말 전세계 600개 스크린을 구축할 전망이다. 중국에서는 2017년에도 완다, SFC, Dadi 등 대형 체인에서 100여개 상영관 오픈 예정이다. 이들과의 파트너십은 현재 진행형이다. 단기 확장세는 가시성이 높다. 한편 중국 극장 증설의 중심이 1-2선에서 3-4선 도시로 내려왔다. 4DX 역시 시간차를 두고 선급을 달리하며 장기 수요가 유지될 수 있다.

일본 시장도 긍정적이다. 회사에 따르면 일본은 4DX 매니저층 재방문이 많아 객석률이 전반적으로 높은 상태다. 2016년에는 블록버스터 뿐 아니라 애니메이션에서도 4DX의 인기가 증명되었다. 로컬 애니메이션 걸즈&판처의 기록적인 흥행 이후, 주요 영화관 체인이 상영관 도입에 적극적이다. 2009년 '아바타'로 3D가 세계적으로 각광받던 것과 비슷하다. 또한 2016년 체결된 계약도 아직 전부 소화되지 않은 상태다.

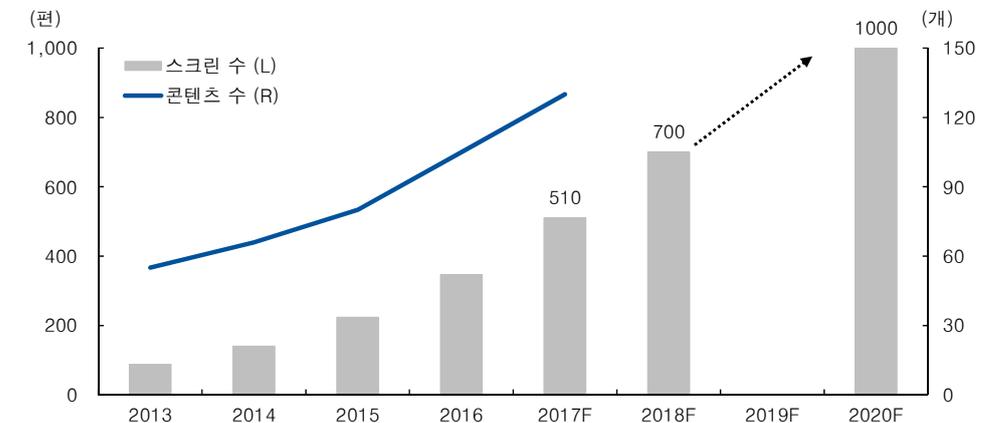
유럽/아메리카 시장은 각국 초기 성과 확인 후, 선별적인 스크린 확장이 시작됐다. 진출 국가 수와 주요 타겟 국가 내 스크린 수가 함께 늘어날 전망이다. 영국, 멕시코 성공에 이어 프랑스, 노르웨이의 1위 극장 사업자(Pathe, Nordisk)와 파트너십을 체결했다. 스크린 증가에 가속도가 붙을 전망이다.

2) **콘텐츠 공급 증가**: 4D 콘텐츠 숫자는 2013년 55개에서 2016년 105개로 꾸준히 증가했다. 2017년에는 130편 이상이 릴리즈될 전망이다. 동사에 따르면 스펙터클한 장면이 많은 할리우드 대작 영화뿐 아니라, 로컬 영화들의 4DX 컨버팅 수요도 지속 증가하고 있다. 컨버팅 소요 기간이 일주일 내외로 짧고, 아직은 컨버팅 비용도 낮게 책정되어 있어 극장의 의사 결정이 쉽다는 점이 원인이다.

전체 콘텐츠 숫자가 많아지더라도 동시에 상영 가능한 4D 콘텐츠 수에는 한계가 있는 것이 사실이다. 그러나 콘텐츠 옵션 증가는 새로운 관람객을 지속적으로 유인하는 요인이 된다. 스크린과 콘텐츠가 함께 증가한다는 점은 4DX 관람문화 정착에 중요하다. 또한, 장기적으로 한 사이트에 2개 이상의 4DX관이 설치된 관람 환경을 가정했을 때, 콘텐츠 옵션의 중요성은 더욱 높아진다.

3) **이익 발생 구간 진입**: 초기 외형 상 장비 매출액 비중이 크다. 그러나 RS 매출액이 이익 연동성이 가장 높다. 규모의 경제가 중요한 사업이다. 기 설치 상영관의 RS 실적이 반영됨에 따라 2017년 2분기부터 포디플렉스는 안정적인 흑자 기조를 유지할 전망이다. 2016년 실적 턴어라운드도 RS 매출액과 기타 매출액 증가가 주 요인이었다고 추측한다.

그림 36. 4DX 글로벌 누적 스크린, 연간 콘텐츠 수 전망: 동반 성장세



자료: CJ CGV, IHS, 미래에셋대우 리서치센터

투자배급업은 예측 가능성이 생명

텐트폴 전략 장기화, 프로젝트 운용 계획의 시작

텐트폴(tentpole): 가장 흥행
가능성 높은 핵심 라인업

투자배급사업은 상영관보다 리스크 노출도가 높다. 개별 영화 성패가 회사 실적에 미치는 영향이 훨씬 크다. 할리우드도 예외가 아니다. 메이저 투자배급사들이 북미 시장에서 차지하는 박스오피스 비중은 80~90%다. 상위 20편의 영화가 65% 이상의 매출을 일으키고, 5%의 영화가 총 이익의 80%를 차지한다. 변동성과 불확실성이 큰 자산을 다루기에 할리우드 메이저들도 리스크 관리가 필요하다. 자체 제작/부분투자/배급대행 등의 다양한 투자/배급 방식은 리스크 관리를 위해 출현한 것들이다.

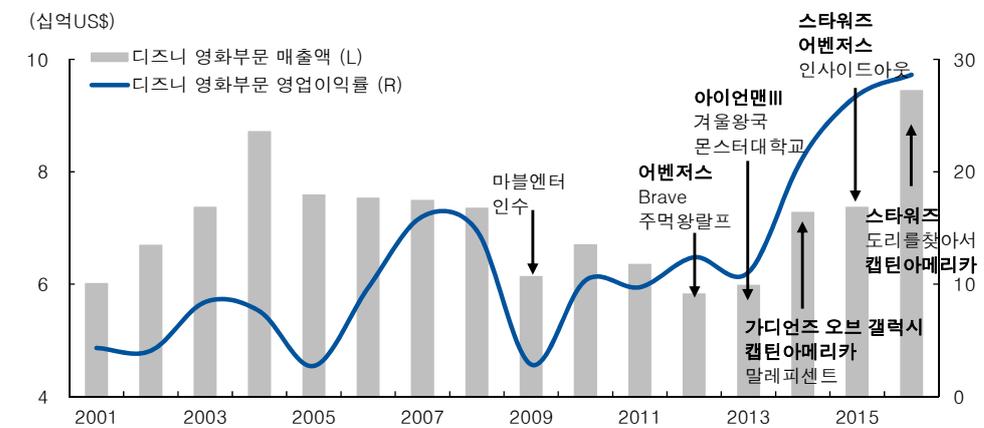
흥행 산업 리스크는 1) 흥행 예측 가능성이 낮고, 2) 수급이 불확실하기 때문에 생긴다. 콘텐츠 공급은 양산이 아닌 이벤트성인 경우가 많아 시기별 변동성이 심하다. 따라서 **배급투자 단에서의 본질적인 리스크 관리**는 변동성 최소화다. 곧 **흥행, 콘텐츠 수급 영역에서의 예측 가능성을 높이는 일**이다.

이를 위해 할리우드가 택한 방식은 ‘텐트폴’이다. **텐트폴 영화 배정으로부터 이들의 영화 콘텐츠 운용 계획이 시작된다.** 흥행 가능성이 높고 제작비도 큰, 무거운 라인업들부터 장기 안목에서 배치하는 것이다. 글로벌 관객들에게 친숙한 히어로 무비들이 대표적이다. 4~5년을 앞서 텐트폴 개봉 예정작의 종류와 날짜를 확정 짓고 공개해 해당 시기를 선점한다. 이후에는 장기 계획에 의거, 폭넓은 범위(캐릭터 상품, 유니버스 영화 간 티저 영상 등)의 마케팅 활동을 전개하며 흥행 가능성을 높여 나간다.

월트디즈니(DIS US) 영화 부문은 텐트폴을 성공적으로 활용하고 있다. 경쟁사 타임워너(TWX US)의 워너브러더스(자회사 DC코믹스 활용)와 함께 히어로 무비 텐트폴 구조를 정착시켰다. 흥행 리스크가 상존하는 업종에서 리스크를 최소화했고, 예측 가능성을 높였다. 이를 통해 2009년 이후 크게 상승한 이익을 설명할 수 있다. 크게 오른 주가도 영화 스튜디오 부문에 대한 재평가가 반영된 것이었다.

마블 코믹스(09년)와 루카스필름/루카스아츠 인수(12년)로 프랜차이즈 무비 활용도를 높인 것이 주요인이었다. 디즈니는 이후 마블 유니버스 대부분의 캐릭터 배급권과 스타워즈 관련 전 판권을 보유하게 되었다. 이들 IP에 대해 독점에 가까운 활용이 가능해지면서 디즈니는 장기 콘텐츠 계획을 한층 체계화 할 수 있었다. 동사의 현재 배급 계획은 2020년 이후를 바라본다.

그림 37. 마블엔터테인먼트 인수 후 강해진 디즈니 라인업



주: 회계연도(FY) 기준 실적, 동사는 9월 결산 법인, 제시된 영화는 연도별 흥행 Top 1-3위 영화
자료: Bloomberg, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

텐트폴 전략의 장점은 해당 영화의 흥행 가능성이 높다는 점뿐만 아니라, 그 기획 자체가 회사 차원에서 장기 계획의 출발점이 된다는 것이다. 이는 실적 예측 가능성 상승이자 흥행 불확실성 감소를 의미한다. 예측 불가능의 영역에 있던 '흥행'을 예측 가능 영역으로 끌고 내려오는 일이다. 따라서 국내 배급사들이 장기 계획을 공유하며 변동성을 감소시키는 모습은 분명히 시장에서도 환영 받을 일이다. 2000년대 한국 영화 자체 경쟁력 상승이 시장 규모 성장을 이끌었다면, 2015년 이후 나타나는 텐트폴 장기화는 예측 가능성 상승 → 업종 리레이팅의 잠재 요소다.

메인투자: 가장 큰 지분(20-30%)을 투자, 프로젝트 전 과정(기획-투자유치-제작-상영-정산)의 중심이 됨

부분투자: 재무적 투자, 프로젝트 개입도가 낮음

배급대행: 배급 의뢰에 대한 수수료만을 수취, 제작비 전액은 외부 투자사가 집행

국내 배급사도 할리우드와 마찬가지로 메인투자배급 외에 외주 작품 배급대행과 부분투자자를 병행하며 프로젝트 포트폴리오를 운용한다. 그러나 배급대행, 부분투자자는 매출 비중이 미미하다. 최근에는 주요작에 역량을 집중하기 위해 이마저 줄이는 추세다. 쇼박스는 배급대행과 부분투자자가 전체 영화 배급 편수의 10% 수준에 불과하다. NEW는 독립영화 투자 비즈니스를 2016년 4분기부터 잠정 중단했다. 결국 국내 배급사들의 운용 계획과 실적에 텐트폴의 무게감이 커지고 있다.

국내 배급사들도 과거에 비해 긴 시각에서 라인업을 구상한다. 상장 대형사는 향후 약 2년의 스케줄을 공개한다. 이는 더욱 길어지는 추세다. 과거에는 부담스러웠을 장기 전략 수립도 어느 정도 가능해졌기 때문이다. 한국 영화 시장 투자수익률이 2006년-2011년의 (-)에서 벗어나 5년 연속 흑자 기조를 유지 중인 점, 고예산 영화들이 시장 수익률 초과를 지속하는 점은 텐트폴 전략에 긍정적이다.

그림 38. 할리우드 히어로 무비 출시 장기 일정

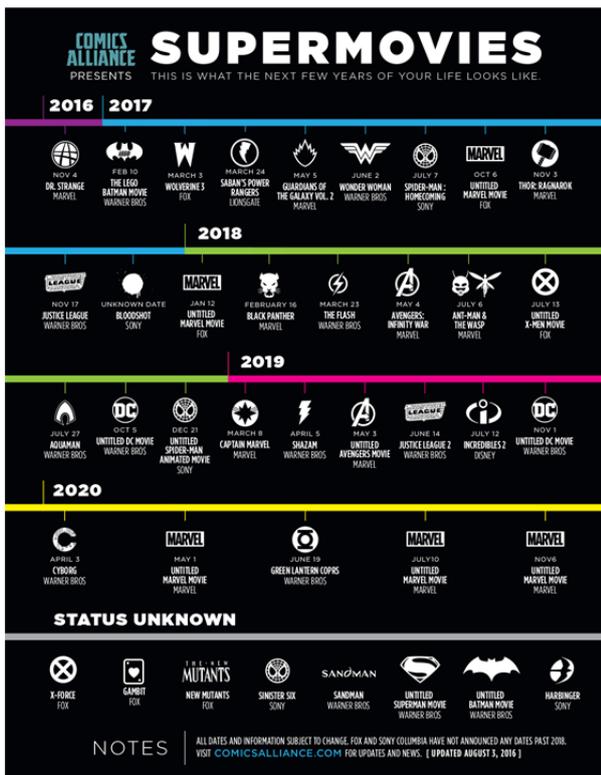


그림 39. 한국에서도 긴 호흡으로 기획되는 대작 영화

	쇼박스	NEW	CJ E&M	롯데	직배사/기타
2017년 1월		1/18 더 킹	1/18 공조		너의 이름은 (메가박스)
2월			2/9 조작된 도시		싱글라이더 (영화)
3월	3/23 프리즌				
4월	4/26 특별시민	3/29 원라인			분노의 질주 VIII
5월					캐리비안의 해적V
6월			7년의 밤 (류승룡)		VIP (영화)
7월		육자	리얼 (김수현)	트랜스포머	킹스맨 II
8월	택시운전사 (송강호)		군함도 (황정민)		미미라 IV
9월					스파이더맨
10월	꾼	강철비(정우성)	골든슬림버	청년경찰	대립군 (영화)
11월	살인자의 기억법	사주			
12월			남한산성(이병헌)	신과함께 (하정우)	스타워즈 E08
2018년 1분기					아바타 II
2분기	마약왕 (송강호)		1987(하정우)	신과함께 II (하정우)	
3분기	서울 (하정우)	염력(류승룡)	공작(황정민)		
4분기	413 (최민식)	안시성			

자료: Comicsalliance.com, 미래에셋대우 리서치센터

주: 테두리 표시 작품은 총제작비 100억원 이상 추정, 일정 변동 가능성 상존
자료: 각 사, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

IP 확보 = 콘텐츠 수급 안정성 + 배급사 수익성

텐트폴은 장기 계획의 중요 거점이다. 완성 시점과 흥행 성과 모두 다른 콘텐츠에 비해 예측 가능성이 높아야만 한다. 또한 계속적인 사업 계획의 중심이 되어야 하기에 지속 가능성도 중요하다. 이를 위해 흥행력이 검증된 감독과 배우 섭외력, 배급/마케팅 능력이 기본이다. 나아가 영화화 가능성 있는 캐릭터, 세계관, 스토리 등을 보유하고, 콘텐츠 수급이 끊기지 않는 환경을 조성해야 한다.

IP(Intellectual Property)
: 무형 콘텐츠를 구성하는 모든 것(캐릭터, 스토리, 세계관 등)을 뜻함

기존 IP(지적 재산권) 활용은 텐트폴의 지속성 부분, 즉 콘텐츠 수급 문제에 좋은 해결책이다. 기존에 알려진 이야기를 바탕으로 하기 때문에 여러모로 출발점이 다르다. 1) 홍보 효과가 높다. 소비자에게 익숙해서 구매로 이어지는 문턱이 낮다. 시리즈 영화물의 경우 콘텐츠 품질에 대한 어느 정도의 신뢰가 바탕이 되기에 재구매로 이어지기가 쉽다. 2) 다양한 형태의 제작 비용 감축 가능성, 혹은 그 통제력이 높다. 무에서 유를 창조하는 것이 아니기 때문에 제작에 소요되는 시간과 예산 수립 양면에서 모두 유리하다. 긴 시각에서 계획적으로 라인업을 구상하기에 적합한 방식이다.

콘텐츠 포맷과 플랫폼이 다변화되면서, 파워풀한 IP의 가치는 관련 산업 전반에서 높아지고 있다. 업계의 OSMU(원소스멀티유즈) 형태는 좁게는 영화 산업 내에서 극장-DVD-TV채널-VOD 등 이중 플랫폼 소비로 발현되고, 넓게는 게임-영화-드라마-캐릭터상품 등 이중 포맷 간에서 나타난다. 특히 이중 포맷 결합은, 기존 스토리의 차용과 변경 재생산이 적정 수준에서 이루어진다면 고객 재유인 가능성이 높다. 따라서 시장에 미치는 파급 효과도 더욱 크다. 실제로 만화 출판물(마블, DC코믹스), 게임(위크래프트), 웹툰(내부자들), 소설(반지의 제왕, 터널), 기존 제작 영화(리메이크)에 이르기까지 다양한 IP가 영화로 재탄생해 성공을 거두는 사례가 계속해서 나타나고 있다.

표 4. 기존 IP를 활용한 주요 텐트폴 영화

연도	흥행 순위	영화명	배급사	개봉일	관객수(백만명)	원작 포맷	원작 제목
개봉예정 이중 IP		신과함께	롯데엔터테인먼트	3분기		웹툰	신과함께
		치즈인더트랩	미정	미정		웹툰	치즈인더트랩
		강철비	NEW	하반기		웹툰	스틸레인
		7년의 밤	CJ E&M	하반기		소설	7년의 밤
		남한산성	CJ E&M	하반기		소설	남한산성
		청소부K	미정	미정		웹툰	청소부K
2016	3	캡틴 아메리카: 시빌 워	월트디즈니	4월 27일	8.7	만화	마블
	4	밀정	위너브러더스	9월 7일	7.5	소설	1923 경성을 뒤흔든 사람들
	5	터널	쇼박스	8월 10일	7.1	소설	터널
	9	덕혜옹주	롯데엔터테인먼트	8월 3일	5.6	소설	덕혜옹주
	10	닥터 스트레인지	월트디즈니	10월 26일	5.4	만화	마블
	13	신비한 동물사전	위너브러더스	11월 16일	4.7	소설	신비한 동물사전
	15	아가씨	CJ E&M	6월 1일	4.3	소설	핑거스미스
	18	데드풀	20세기폭스	2월 17일	3.3	만화	마블
	21	엑스맨: 아포칼립스	20세기폭스	5월 25일	2.9	만화	마블
	30	배트맨 대 슈퍼맨: 저스티스의 시작	위너브러더스	3월 24일	2.3	만화	DC코믹스
36	수어사이드 스쿼드	위너브러더스	8월 3일	1.9	만화	DC코믹스	
2015	3	어벤져스: 에이지 오브 울트론	월트디즈니	4월 23일	10.5	만화	마블코믹스
	5	내부자들	쇼박스	11월 19일	7.1	웹툰	내부자들
	8	킹스맨 : 시크릿 에이전트	20세기폭스	2월 11일	6.1	만화	마블코믹스
	14	마션	20세기폭스	10월 8일	4.9	소설	마션
	22	앤트맨	월트디즈니	9월 3일	2.8	만화	마블코믹스
	24	빅 히어로	월트디즈니	1월 21일	2.8	만화	마블코믹스
25	메이즈 러너: 스코치 트라이얼	20세기폭스	9월 16일	2.7	소설	메이즈러너	
2014	11	엑스맨: 데이즈 오브 퓨처 패스트	20세기폭스	5월 22일	4.3	만화	마블코믹스
	14	타짜-신의 손	롯데엔터, 싸이더스	9월 3일	4.0	만화	타짜
	15	캡틴 아메리카: 윈터 솔져	월트디즈니	3월 26일	4.0	만화	마블코믹스
	36	우아한 거짓말	무비플래주(CJ CGV)	3월 13일	1.6	소설	우아한 거짓말
	37	두근두근 내 인생	CJ E&M	9월 3일	1.6	소설	두근두근 내 인생
	40	해무(海霧)	NEW	8월 13일	1.5	연극	해무

주: 일정 등 상세 사항 변동 가능성 있음 / 자료: 언론 종합, 미래셋데이터 리서처센터

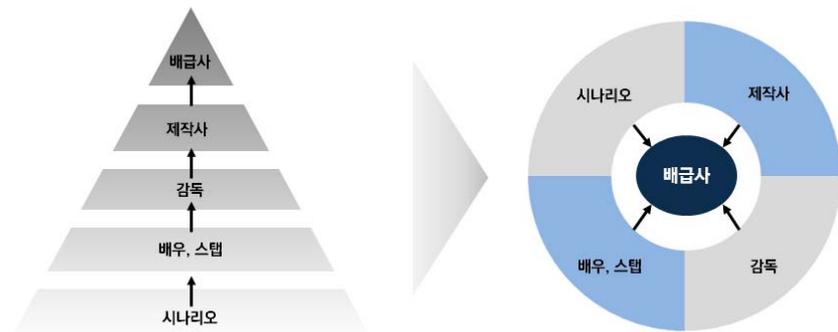
배급사: IP로 모두를 엮는다,
'패키징' 역량 강화 요구

국내 콘텐츠 기업의 IP 확보는 1) 단일 판권 매입, 2) 신규 자체(공동) 개발 등을 통해 이루어진다. IP 보유사에 대한 직접 투자가 빈번한 해외와 달리 국내에서 대(對)기업 투자는 활발하지 않다. 아직 콘텐츠 저작권 시장은 산업화 전단계고, 토종 시리즈물로 볼 수 있는 대상 자체도 없어서다.

단일 판권 확보는 영화화 가능성 있는 작품 선별이 중요하다. 자체(공동) 스토리 개발은 우수 인력(감독, 작가) 보유 여부가 변수다. 이와 더불어, 양쪽 공히 확보된 IP를 제작 단계에 실질적으로 올리는 기획력이 실제 성공 가능성을 높인다. 넘쳐나는 IP들 중 성공할 스토리를 찾는 것과, 선택된 IP가 성공하게끔 만드는 역량 모두가 가치 있다. IP 선택에 '운'이 크게 작용한다는 점을 고려하면, 이를 배제한 통제 가능성 측면에서 후자에 대한 집중이 기업 입장에서 적절하다.

결국 IP를 통한 프로젝트 성공의 역량은, 1) 지속적인 후보군 소싱이 가능한 구조를 만드는 작업과 2) 이를 기반으로 참여자를 모집, 기획하는 능력이다. 업계에서 쌓아온 네트워크와 기존 흥행 레코드는 이 대목에서 중요하다. 각 주체를 엮어줄 필요성이 더해지기 때문이다. 보통의 프로젝트에서 대형 배급사는 제작 후반-자본조달-유통을 주관한다. 반면 배급사가 확보한 IP를 활용하는 프로젝트는, 기획/제작초기 단계부터 배급사의 역할이 시작된다. 전 과정에 더욱 깊게 개입하고, 시나리오-연출-제작-배우 등의 편성에도 적극적으로 조력해야 한다.

그림 40. 영화 산업 내 배급사의 역할 확대 추세: 과거 단순 관리/유통 담당 → 향후 기획-제작-유통 전반 관여



자료: 쇼박스, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 투자배급사와 주요 흥행 감독(300만 흥행작 3편 이상) 간 프로젝트 이력: 연속성이 있음

감독	배급사	개봉일	영화명	관객 수	감독	배급사	개봉일	영화명	관객 수
강우석	시네마서비스	2003-12-24	실미도	11.1	김성훈	쇼박스	2014-05-29	끝까지 간다	3.5
	시네마서비스	2005-01-27	공공의 적 2	3.9	쇼박스	2016-08-10	터널	7.1	
	씨제이엔터테인먼트	2006-07-13	한반도	3.9	씨제이이엔엠	2017-01-18	공조	7.8	
	씨제이엔터테인먼트	2008-06-19	강철중: 공공의 적 1-1	4.3	김용화	쇼박스	2003-09-04	오! 브라더스	3.1
	씨제이엔터테인먼트	2010-07-14	이끼	3.4	쇼박스	2006-12-14	미녀는 괴로워	6.6	
봉준호	씨제이엔터테인먼트	2003-04-25	살인의 추억	5.3	쇼박스	2009-07-29	국가대표	8.5	
	쇼박스	2006-07-27	괴물	13	김지운	영화사청어람	2003-06-13	장화, 홍련	3.1
	씨제이엔터테인먼트	2009-05-28	마더	3	씨제이엔터테인먼트	2008-07-17	좋은 놈, 나쁜 놈, 이상한 놈	6.7	
	씨제이이엔엠	2013-08-01	설국열차	8.9	워너브러더스 코리아	2016-09-07	밀정	7.5	
최동훈	씨제이엔터테인먼트	2006-09-28	타짜	6.8	박찬욱	쇼이스트, 씨제이이엔엠	2003-11-21	올드보이	3.3
	씨제이엔터테인먼트	2009-12-23	전우치	6.1		씨제이엔터테인먼트	2005-07-29	천절한 금자씨	3.7
	쇼박스	2012-07-25	도둑들	13		씨제이이엔엠	2016-06-01	아가씨	4.3
	쇼박스	2015-07-22	암살	12.7		윤제균	씨제이엔터테인먼트	2009-07-22	해운대
강형철	롯데엔터테인먼트	2008-12-03	과속스캔들	8.2	씨제이이엔엠	2014-12-17	국제시장	14.2	
	씨제이이엔엠	2011-05-04	써니	7.3	이석훈	씨제이이엔엠	2012-01-18	댄싱퀸	4.1
	롯데엔터테인먼트, 싸이더스	2014-09-03	타짜-신의 손	4	롯데엔터테인먼트	2014-08-06	해적: 바다로 간 산적	8.6	
					씨제이이엔엠	2015-12-16	히말라야	7.8	

자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

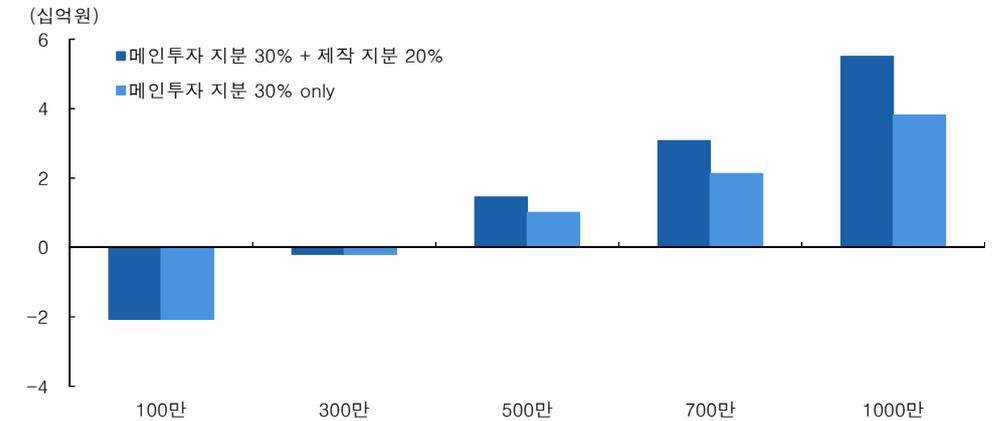
감독 채널
: 시나리오 선제 확보를 위해
쇼박스가 운영하는 시스템,
이를 중심으로 각 주체가
구성되어 프로젝트 진행

배급사가 제작부터 패키징 단계에까지 개입하면서 얻게 되는 보상은 두 가지다. 1) **사업적으로는 본래 목적이었던 흥행 가능성을 높일 수 있게 된다.** 콘텐츠 질적인 업사이드다. 2) **재무적으로는 제작 지분을 일부 할당 받는다.** 할당 지분율은 업계 표준이 없어 일반적 설명은 어렵다. 다만 쇼박스의 ‘감독 채널’ 활용 증가가 원가율 개선(2013년 86% → 2016년 80%)을 이끌어낸 데서 유추할 수 있다. 이익 구간에서의 원가율은 메인 투자배급사가 부분 투자자 및 제작사에 배분하는 금액과 관련이 크다.

이러한 재무적 효과는 CJ E&M이 오랜 기간 파트너 제작사 JK필름을 인수(16년 11월)한 효과와 같은 방향으로 나타난다. 1) 영화 사업 밸류체인 더욱 넓은 범위에서 관여한다는 점, 이를 통해 2) ‘수익 지분 = 투자 지분 + 제작 지분 일부’가 된다는 점에서 같은 효력을 낸다.

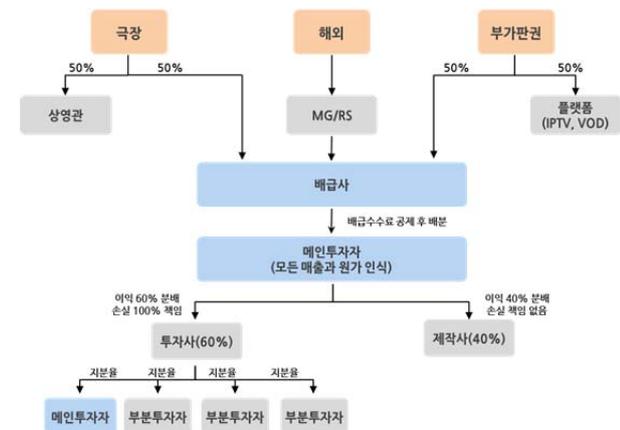
제작사는 배분 구조 상 가장 유리한 주체다. 흥행 실패에 대한 위험을 지지 않고, BEP 달성 이후에는 40%의 높은 배분율을 정산 받는다. 투자배급사는 제작 지분 획득을 통해 수익률 하방을 제한하면서, 상승 탄력을 높일 기회를 얻었다. 수익 지분 증가는 투자 수익 구간 진입 시 원가율 감소로 나타난다.

그림 41. 배급사의 제작 지분 확보 여부와 극장 관객 수에 따른 투자 수익 비교



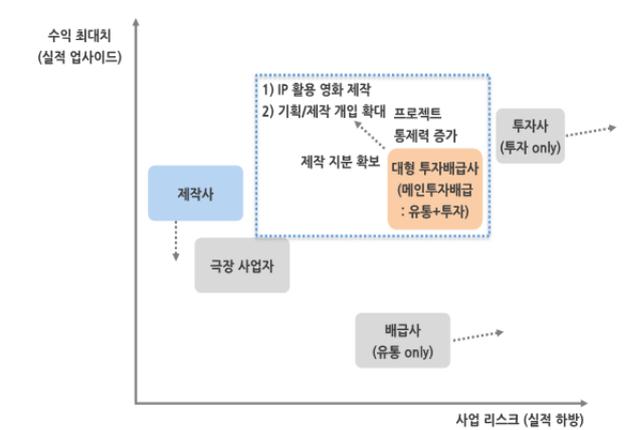
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 영화산업 수익 배분 구조



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 주체별 국내 비즈니스 모델 성격 변화 장기 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

이종 IP 결합 가능성 증가

인터넷 기업의
웹툰 법인 분사 이어진다

국내 인터넷 기업의 공통된 행보가 있다. 웹툰을 기반으로 2차 저작물 제작 사업에 힘을 실으려는 모습이다. 카카오는 '16년 9월 '다음웹툰' 부서를 별도 법인으로 분사했다. '미생' 등 유명 작품의 IP를 활용해 드라마/영화화 판권 및 캐릭터 라이선스 사업을 본격화하겠다고 밝혔다. NAVER도 '17년 5월자로 웹툰사업부문을 별도법인으로 분사한다. 독립적, 전문적인 의사결정 체계 확립을 이유로 들었다.

이들의 행보는 이종 IP를 활용한 n차 저작물 제작 활성화 가능성을 시사한다. 이는 예측 가능성을 높여야 하는 영화 시장 상황과 잘 맞아 떨어진다. 따라서 국내 영화 투자배급업계에는 호재다. 작품 소장 저변이 넓어지고, 작품 제작에 보다 깊이 관여할 수 있기 때문이다.

이종 IP 활용 영화화,
투자배급사에 기회

웹툰 비즈니스 활성화와 더불어 영화업계-이종 IP의 결합은 앞으로 더욱 증가할 것이다. 영화 산업 중심적 관점에서, 업종 간 결합은 1) 투자배급사가 직접 IP를 보유해 이를 기반으로 영화 프로젝트를 기획하거나, 2) 외부 IP를 중심으로 투자배급사가 파트너십을 결성해 제작을 기획하는 방식으로 일어날 가능성이 높다. 따라서 이러한 트렌드에서는 1) 활발한 IP 투자로 영화화할 '재료'를 많이 가진 투자배급사와 2) 업계 내 주체들을 적극적으로 '엮어낼' 경쟁력을 갖춘 회사가 수혜를 볼 전망이다.

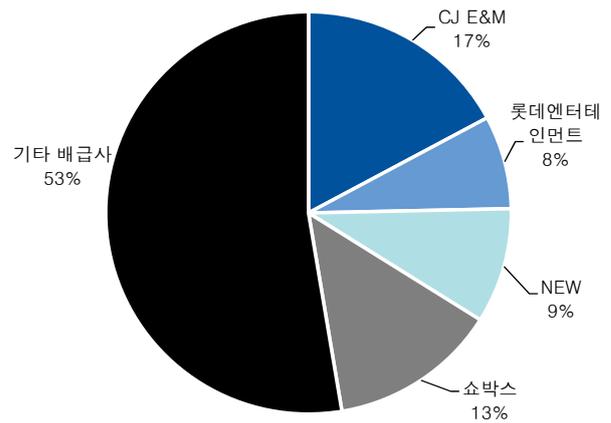
1) IP 직접 보유를 위한 행보는 다양하다. 쇼박스는 웹소설/웹툰 제작사(스토리컴퍼니)와 공동 계약을 체결했다. 콘텐츠 영화화 시 저작권 확보를 위해서다. 자체 공모전을 열어 다양한 장르의 이야기를 공급받기도 한다. 한편 소설 및 드라마 콘텐츠 홀더와 직접 판권 확보를 위해서도 노력 중이다. NEW는 이미 제작된 영화와 드라마에 대한 판권 구입 작업이 활발하다.

2) 패키징 영역에서는 국내 대형사가 직배사 및 신생 소형사 대비 유리할 것으로 본다. 이종 IP의 영화화 구조에서는 제작 단부터 배급사가 중심이 되어 프로젝트를 리드하게 된다. 따라서 배급사가 가진 기획력(프로젝트 참여 인력 구성력)은 더욱 강조될 측면이다. 업력(과거 공동 작업, 흥행 레코드)에 기반한 감독/제작자 네트워크와, 그에서 비롯되는 패키징 능력은 더욱 가치가 부각될 것으로 본다.

그림 44. 쇼박스가 시행한 공모전은 IP 확보를 위한 하나의 경로



그림 45. 시장 내 기존 입지(점유율)는 IP 기반 신규 기획에도 영향



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

주: 최근 3년 평균 수치
자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

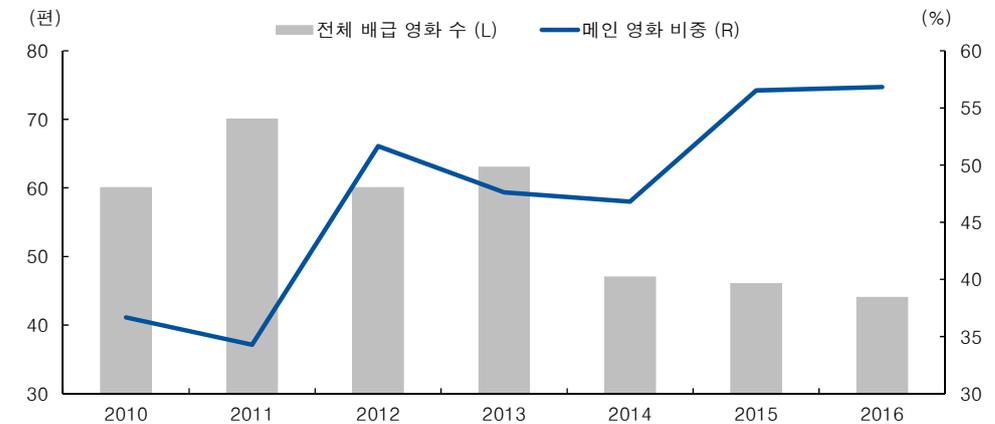
기존 사업의 안정성에 주목하는 이유

흥행 양극화 → 제작비 증가 → 다양성 감소

본업 리스크 관리 중요성이 더욱 부각될 시기다. 신성장 동력으로 평가받던 대중국 콘텐츠 수출이 불투명하고, 국내 사업도 구조적 위험이 증가하고 있다. 관객 수 정체와 배급 경쟁 증가가 동시에 나타나는 어려운 사업 환경에서, 프로젝트 포트폴리오 다양성도 줄고 있어서다.

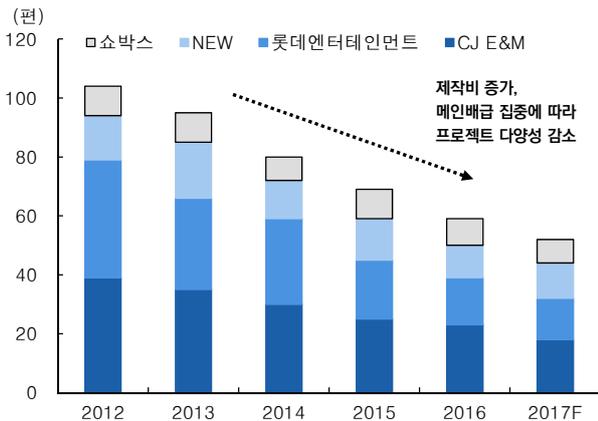
제작비 수준과 프로젝트 숫자(다양성)는 반비례한다. 투자 재원과 배급 여력은 한정적이기 때문이다. '12년부터 '16년까지 대작(제작비 80억원 이상)이 5편에서 20편으로 증가하는 동안 대형사 배급 편수는 104편에서 52편으로 절반이 됐다. 이에 비해 관객 수 점유율은 감소 폭이 적어 수익률 측면에서는 긍정적이었으나, 소수 프로젝트 집중도 증가에 따라 잠재 위험도 함께 커지고 있었다.

그림 46. 영화 배급 3사(CJ E&M, 쇼박스, NEW)의 메인 영화 비중은 증가세



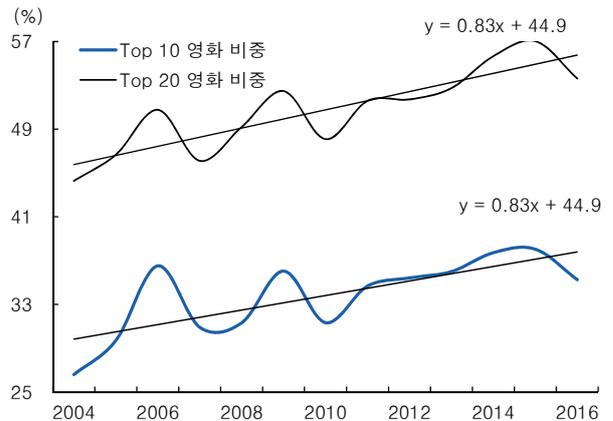
자료: 각 사, KOFIC, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 47. 4대 배급사 연간 전체 영화 배급 편수 감소



자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 48. 상위 영화 쏠림: 흥행작 소수의 관객 점유율은 이상향



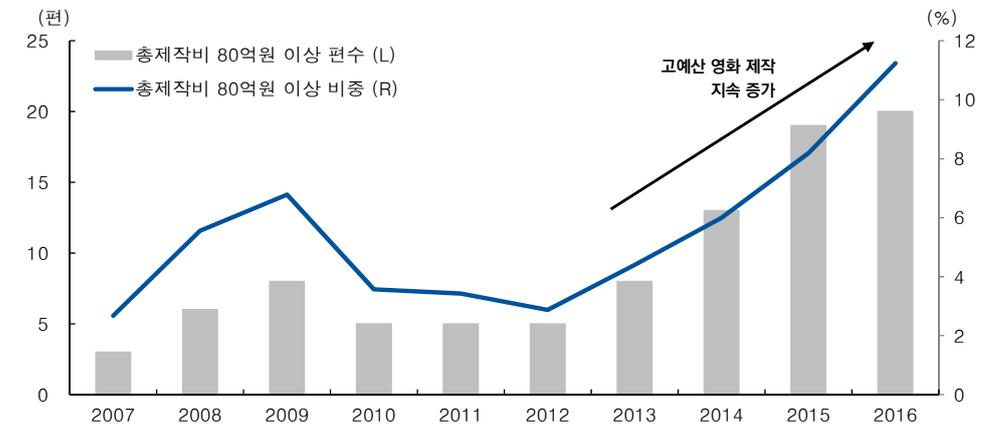
자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

배경은 **제작비 수준에 따른 흥행 성적 양극화**였다. 총제작비(순제작비+ 마케팅비)가 클수록 평균 수익률과 BEP 달성률이 높게 나타난다. 제작비 수준이 절대 흥행 성공률뿐 아니라 투자 수익률(총수익/제작비)과도 높은 양의 상관 관계를 보인다. 이러한 추세는 최근 수 년간 이어져 온 것인데, 총제작비 80억원 이상 영화와 그렇지 않은 영화의 평균 수익률 차이는 2016년에 극대화됐다.

2016년 상업 영화 투자 수익률은 8.8%였다. 핵심 영화군(개봉관 300관 이상 혹은 제작비 30억원 이상)으로 분류되는 영화 수익률은 13.8%를 기록했다. 제작비 100억원 이상 영화의 평균 수익률은 53.9%였다. 손익분기점에 도달한 작품도 80억원 이상 작품은 10편 중 8편이나 되었다. 시장 BEP 달성률 23%를 크게 상회했다. 반면 제작비 10억-30억 해당 작품의 평균 수익률은 -32%였다.

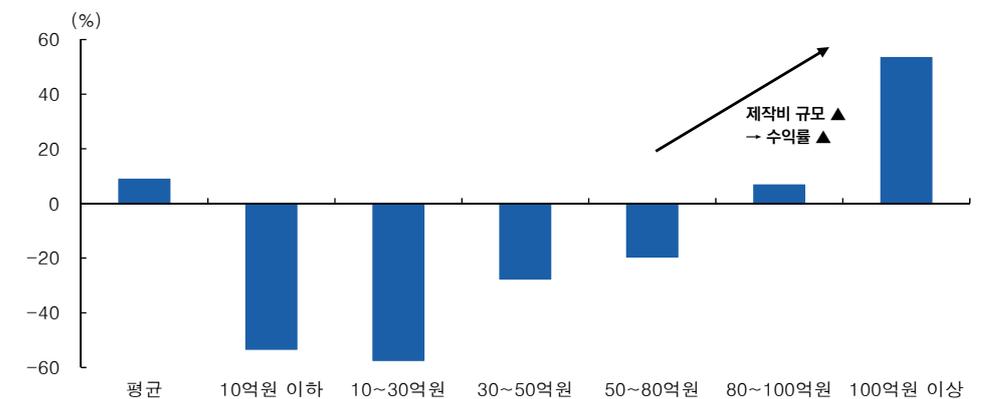
결코 대형 영화 소수만이 큰 흥행을 거두면서 해당 구간의 평균이 높아진 양상이 아니었다. 2013-2015년과 달리 1천만 영화가 ‘부산행’ 단 한편뿐이었던 2016년에도 제작비 구간별 양극화 경향이 강했다. **영화 산업 전반에 걸쳐, 성공을 위해 치르는 비용이 오른 것으로 보는 것이 옳다.**

그림 49. 제작비 구간별 영화 편수: 고예산 영화 제작 증가 지속



자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 2016년 한국 영화 제작비 구간별 수익률



자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

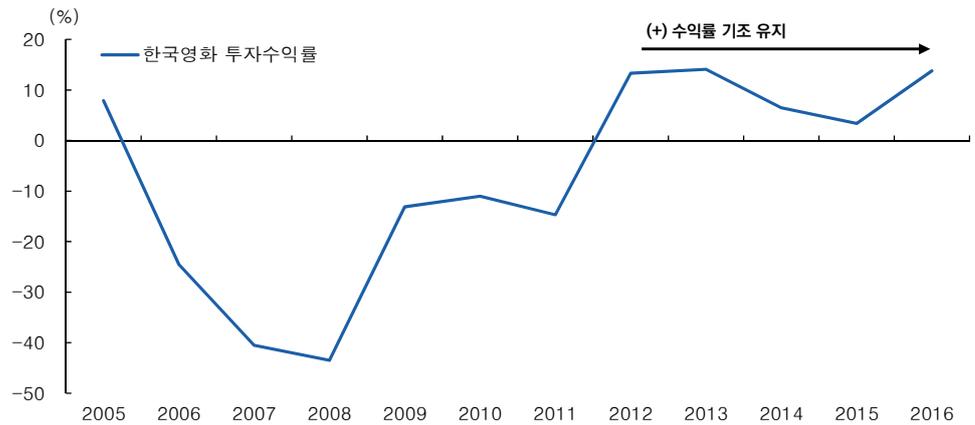
고예산 상업 영화는
인기 투자 상품

영화 상품을 투자 자산의 시각에서 보면 흥행 양극화 → 제작비 상승의 구조가 더욱 명확하다. 안정성(원금회수 측면, BEP 도달률)과 수익성(수익률) 양면 모두에서 고예산 영화가 저예산 영화를 앞섰다. 따라서 기획 단계부터 프로젝트 사이즈가 커졌다. 허수 상영 편수 증가로 전체 평균 제작비가 늘진 않았지만, 상업영화들 중 80억원 이상의 고예산 비중이 커졌다. 대작 영화들이 성공을 거듭하며 시장 평균 수익률을 올렸고, 자본과 인재가 영화 시장에 빠르게 유입됐다. **시장 안에서는 성공 가능성 높은 고예산 영화로 다시 쏠림**이 일어났다. 흥행 레코드에 따라 연출자, 작가, 배우 등의 몸값도 편차가 커졌다. **영화도 흥행 가능성 상승 요소가 모조리 제작비에 반영되는 효율적인 시장**이 되고 있다.

미국 **할리우드 투자배급사들이 한국 영화 투자에 본격 가담한 점도 제작비 상승 요인**이다. 이들은 기존의 자본 투입 및 광역 배급 비즈니스로부터 영역을 넓혔다. 로컬 영화 투자배급을 주요 사업 모델로 삼았고 한국 시장은 중요 거점이 됐다. 특히 2016년에는 밀정(위너브라더스), 곡성(20C폭스) 등이 흥행에 성공했다. 고예산 영화 투자 성과가 의미 있는 점유율로 나타나기 시작했다.

한국 영화 시장 투자수익률은 2006년-2011년의 (-) 구간을 벗어나 5년 연속 흑자 기조를 유지 중이다. **투자 유인이 남아 있으며, 구간별로는 제작비 최상단 평균 수익률이 월등한 상황**이다. 시장 논리에 따라 **한계 투자 금액은 대작 영화 제작비에 쏠릴 가능성이 높다**. 한편 해외 직배사의 투자가 현재 진행형이다. 2017년에는 한국 영화 사상 최고 수준의 제작비가 투입된 영화가 두 편(‘옥자’, ‘군함도’)이나 개봉 예정이다. 흥행 성과에 따라서는 제작비 과열 양상을 가속하는 요인도 될 수 있다.

그림 51. 영화 투자 수익률 2012년 이후 양전환



자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 주요 직배사의 국내 영화 투자 지속

(백만명)

스튜디오	타이틀	감독	주연	장르	개봉일	관객수
위너 브라더스	밀정	김지운	송강호, 공유, 한지민	액션	2016-09-07	7.5
	싱글라이더	이주영	이병헌, 공효진, 안소희	미스터리	2017-02-22	0.4
	V.I.P	박훈정	장동건, 이종석, 박희순	액션	2017년 5월	-
	악질경찰	이정범	이선균, 이유영	액션	2017년 12월	-
20세기폭스	인랑	김지운	강동원	액션	2018년 중	-
	황해	니홍진	하정우, 김윤석	범죄, 스릴러	2010-12-22	2.2
	런닝맨	조동오	신하균, 오정세	액션	2013-04-04	1.4
	슬로우 비디오	김영탁	차태현, 남상미	드라마	2014-10-02	1.2
	나의 절친 악당들	홍상수	류승범, 고준희, 류현경	범죄, 액션	2015-06-25	0.1
	곡성	니홍진	곽도원, 황정민	스릴러	2016-05-12	6.9
넷플릭스	대립군	정윤철	이정재, 여진구	사극	2017년 9월 예정	-
	옥자	봉준호	제이크 질렌할, 틸다 스윈튼	어드벤처/드라마	2017년 중	-

자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

중국 시장 성장기 재진입을 기대

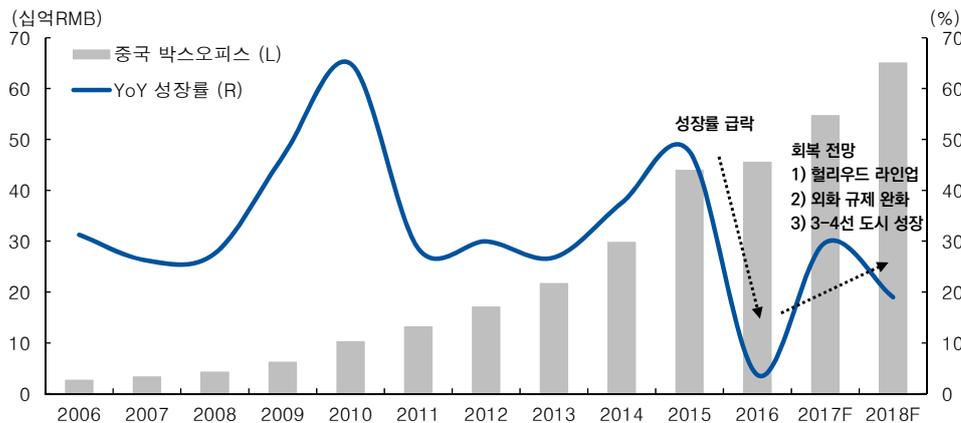
2016년 박스오피스 둔화, 그러나 성장 재개 가능성 높다

중국 영화 시장은 2011-2015년간 시장 규모가 3.7배가 됐다. 연평균으로는 29.7%씩 커진 값이다. 특히 2015년에는 50% 성장하며 크게 주목 받았다. 빠른 도시화, 국민 소득 증가, 대형 몰 중심의 영화관 인프라 폭발적 증가, 인터넷 기업들 간의 영화 예매 보조금 경쟁 등 호재가 만발한 결과였다.

그러나 2016년 성장세가 끊겼다. 1분기는 역대 최대 흥행 영화 ‘미인어’ 효과로 50.8%의 고성장을 이어갔지만 2분기부터는 3개 분기 연속 역성장했다. 이유는 1) **할리우드 라인업이 전년비 부실했기** 때문이다. 전세계적으로 부진했던 2016년의 할리우드 라인업 공백은 중국에도 민감하게 작용했다.

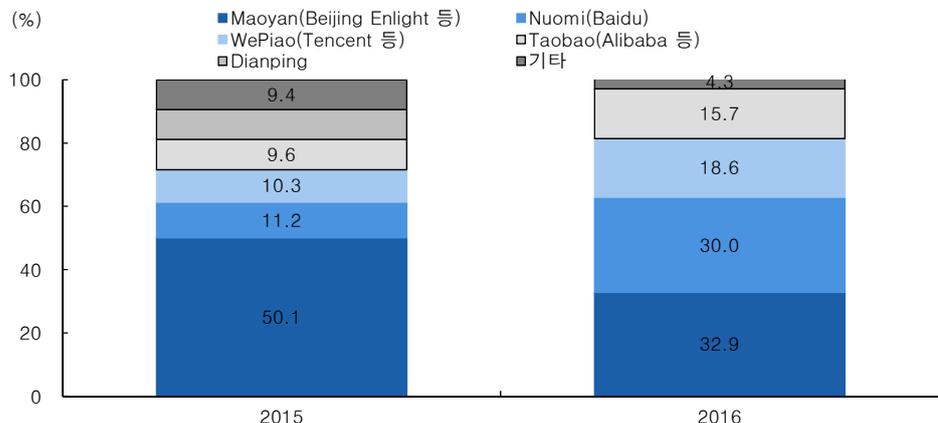
2) **인터넷 기업 간 보조금 경쟁 종결**과도 관련 있다. O2O 강국인 중국에서는 2015년까지 티켓 플랫폼 점유율 싸움이 치열했다. 상위 사업자들은 BAT(Baidu, Alibaba, Tencent)를 포함한 거대 인터넷 기업들이었다. 자본력을 등에 업은 이들은 마케팅비와 보조금(50억 RMB 추정)을 살포했고 중국인들은 싼 값에 영화를 볼 수 있었다. 그러나 2016년 하반기 출혈 경쟁이 끝났다. 실시간 보조금 규모에 따라 이용자 이동이 매우 빈번했고, 플랫폼 락인이 목적이던 4사 모두 비용 지출에 실효성을 느끼지 못한 것이다. 결국 보조금이 사라졌고 실질 티켓 가격은 재상승했다. 이는 시장 둔화에 영향을 미쳤다.

그림 52. 중국 박스오피스 성장 둔화



자료: CBOO, ENT Group, 미래에셋대우 리서치센터

그림 53. 중국 내 온라인 극장 티켓 예매 플랫폼 점유율 변화



자료: Bigdata-research China, iiMedia, 미래에셋대우 리서치센터

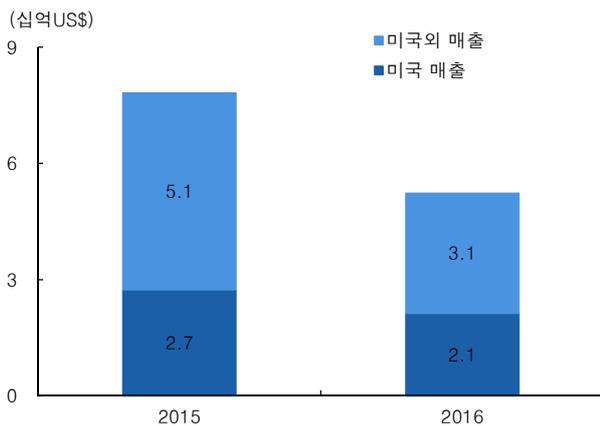
단기: 할리우드 라인업 & 외화 규제 완화 기대감

2017년 중국 극장 시장은 성장을 재개할 가능성이 높다. 2016년의 성장 둔화를 불러온 요인들이 2017년에는 더 이상 유효하지 않다.

단기적으로는 1) 할리우드 라인업 기대감이 크다. 2017년의 할리우드 라인업은 강하다. 부진했던 전년 라인업과 비교 시 시장 성장을 견인할 요인이라고 판단한다. 중국 내 흥행 성적이 검증된 시리즈물이 대거 포진해있기 때문이다. 2분기 ‘분노의 질주 8’를 시작으로, ‘캐리비안의 해적 5’, ‘트랜스포머 5’가 개봉한다. 3분기에는 ‘스파이더맨’, 4분기에는 ‘킹스맨 2’, ‘토르’, ‘스타워즈’ 등의 개봉이 예정되어 있다. 분노의 질주는 전년(2015년)이 중국 전체 역대 3위, 외화 1위 흥행을 기록했다. 마블 시리즈 역시 중국에서도 꾸준히 인기가 높다. 프랜차이즈 영화가 많아 흥행 가시성이 상대적으로 높다.

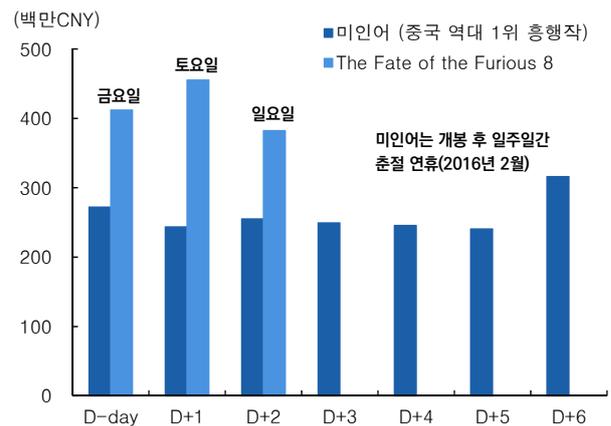
2) 인터넷 기업의 예매 보조금 감소 악영향에서도 벗어날 시기다. 가격 변동에 의한 수요 충격은 시간 경과에 반비례한다. 보조금 감소 후 약 1년 가까운 시간이 지나갔다. 관객들이 재상승한 티켓 가격에 적응하기에 충분한 시간이었다. 이는 이번 1분기 박스오피스 수치에서 증명된다. 실제로 당초 이렇다 할 대형 기대작이 없었음에도 2017년 1분기 중국 시장은 전년 동기 대비 -0.05% 감소했을 뿐이다. 2016년 1월 개봉한 역대 최고 흥행 영화 ‘미인어’의 높은 베이스를 감안하면 매우 양호한 성적이다.

그림 54. 2015-2016년 상위 5개 할리우드 영화 전세계 매출액 합계



자료: Box Office Mojo, 미래에셋대우 리서치센터

그림 55. 영화별 중국 일간 박스오피스: Furious 8 초반 흥행 대성공



자료: China Box Office, 미래에셋대우 리서치센터

표 7. 2015년과 2016년 할리우드 영화 성과 비교

(백만US\$, %)

2015년					2016년				
영화 제목	스튜디오	전세계	미국외	비중	영화 제목	스튜디오	전세계	미국외	비중
Star Wars: The Force Awakens	BV	2,068	1,132	54.7	Captain America: Civil War	BV	1,153.3	745.2	64.6
Jurassic World	Uni.	1,670	1,018	61.0	Rogue One: A Star Wars Story	BV	1,054.7	523.8	49.7
Furious 7	Uni.	1,516	1,163	76.7	Finding Dory	BV	1,028.3	542.0	52.7
Avengers: Age of Ultron	BV	1,405	946	67.3	Zootopia	BV	1,023.8	682.5	66.7
Minions	Uni.	1,159	823	71.0	The Jungle Book (2016)	BV	966.6	602.5	62.3
합계		11,524	7,525	65.3	합계		9,316.7	5,565.0	59.7

주: BV(Buena Vista), Uni.(Universal Studio) / 자료: Box Office Mojo, 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 2017년 중국 시장 내 할리우드 기대작

영화 제목	개봉월	비고	영화 제목	개봉월	비고
Furious 8	4월	액션. 전편이 중국 역대 3위 흥행작	Transformers 5	6월	액션. 전편이 중국 역대 4위 흥행작
Pirates of the Caribbean 5	5월		Thor: Ragnarok	11월	마블 유니버스 작품
Wonder Woman	6월	마블 유니버스 작품	Star Wars: Episode VIII	12월	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

중장기: 외화 규제 완화 → 로컬 영화 제작 경쟁력 강화, 3-4선 도시 성장 여력

또한 장기적인 시각에서의 추가적인 성장 요인도 있다. 3) 대형 인터넷 기업이 투자한 로컬 영화들이 2017년부터 본격적으로 쏟아져 나온다. 4) 영화 산업 보호 정책에 관한 완화 논의가 시작된다. 5) 3-4선 도시 극장 인프라 확충 효과가 나타나며 성장을 주도한다.

3) **자국 기업 투자 로컬 영화 개봉**: BAT를 포함한 거대 인터넷 자본들은 영화 예매 서비스 시장 점유를 위해 보조금을 공격적으로 집행했다. 2015년 중국 영화 시장 규모(439억 RMB), 온라인 예매 비중(70%)으로부터 역산하면 보조금 총액은 약 50억 RMB에 달할 것으로 추정된다.

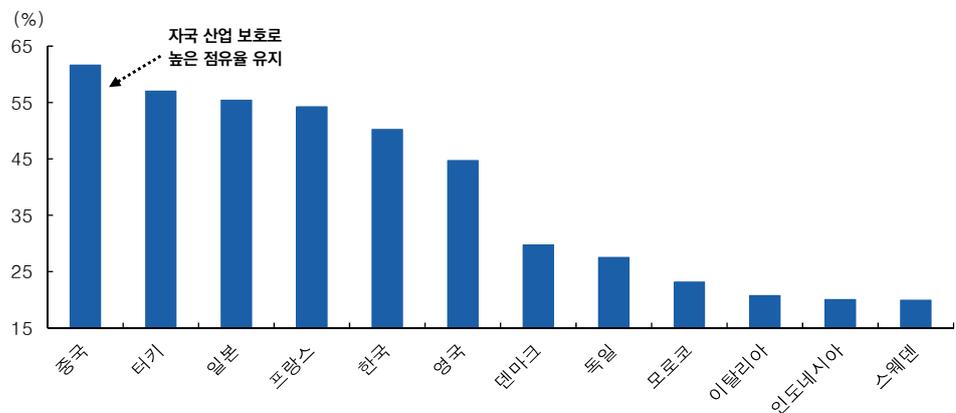
동시에 이들은 제작단으로 올라가서 또 다른 경쟁을 시작했다. 완다에 이어 영화 콘텐츠 투자에 본격 나섰다. 텐센트는 영화제작 계열사 텐센트 픽처스를 2015년 9월 설립했다. 더불어 미국 신생 배급사 STX에도 지분을 투자한 상태다. 메이저급 스튜디오 추가 인수 의사도 적극 표명했다. 알리바바는 2014년 차이나비전을 인수하면서 알리픽처스를 설립했다. 알리바바 역시 대(對) 콘텐츠 기업(중국 제작사 허허픽처스, 미국 제작사 엠블린) 투자도 동시에 진행 중이다.

이들의 **로컬 투자 결과물이 2017년부터 본격 나타날 전망이다**. 2015-2016년 제작 기획 영화들은 2017년 이후로 본격 개봉을 시작하게 된다. 개봉작 중에는 단순 할리우드 제작 영화에 중국색을 입힌 경우도 여전히 있지만 뿌리 자체가 중국 영화인 경우가 증가했다.

특히 텐센트의 게임 IP를 활용한 영화들이 기대된다. 웹툰과 웹소설 등 웹문학 등이 영화로 확장되는 분명한 추세 속에서 텐센트의 위치는 유리하다. 자금력이 풍부할 뿐만 아니라 세계 최대 온라인 게임 업체로서 직접 활용 가능한 IP도 넘쳐나기 때문이다. 자사 흥행 게임 소스를 기반으로 한 영화화는 승산이 크다. 텐센트는 2016년 동명의 블리자드 게임 IP를 활용한 영화 ‘워크래프트II’를 미국 유니버설픽처스와 공동 제작했다. 중국 시장에서 연간 흥행 3위를 기록하며 큰 성공을 거두었다.

국내 영화 시장은 ‘멀티플렉스 급증 → 제작비 100억원 이상의 대규모 투자 증가 → 제작 경쟁력 발전 → 방화 비중 50% 안정적 확보’로 시간차를 두며 성장했다. 2014년까지 이어진 성장에는 지난 10년간 축적된 제작력을 바탕으로 개성 있는 작품들이 개봉한 것이 주효했다. 중국에서도 대기업 자금력 바탕의 투자는 시장이 질적으로 발전하는 밑거름이 될 것으로 본다. 거대 자본 간 경쟁 강도가 과거 한국에서의 대기업 간 경쟁보다 치열하다. 기업 입장에서 제작비 상승은 부담스럽지만 시장 규모에는 긍정적인 일이다. 세계적으로 규모가 큰 영화 시장은 자국 영화 산업이 탄탄한 국가들이다.

그림 56. 주요 영화 시장 내 자국 영화 점유율



주: 자국 영화 점유율이 절대적(90% 이상)인 미국, 인도는 제외
자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

표 9. 중국 주요 영화 관련 기업의 2016년 투자, 사업 확장 내용

기업	내용	시기
완다	Legendary Pictures(美 제작사) 인수 (US\$ 3.5bn)	1월
알리바바	문화산업 투자 펀드 조성 (RMB 2bn)	8월
	항저우싱지(中 극장 체인) 지분 80% 취득 (RMB 0.1bn)	5월
	허허픽처스와 전략적 제휴	12월
광센미디어	마오옌(온라인 티켓 플랫폼) 지분 57% 인수	
화이브러더스	Russo brothers(美 영화, TV 연출자)와 합자 회사 Anthem&Song Studio 설립	8월
	STX(美 투자배급사) 텐센트픽처스와 지분 공동 투자	
바이두	누오미(온라인 티켓 플랫폼) 통해 영화 투자 펀드 조성 (RMB 2bn)	10월
텐센트	영화 제작투자 계획 공표 (RMB 2bn)	11월
	STX(美 투자배급사)에 화이브러더스와 지분 공동 투자	9월
화처	완다 픽처스 지분 투자 (RMB 0.2bn)	
WePiao	Vista Ent.(英 티켓팅 소프트웨어) 지분 투자	8월
	산하 제작사와 배급사 각각 설립	10월

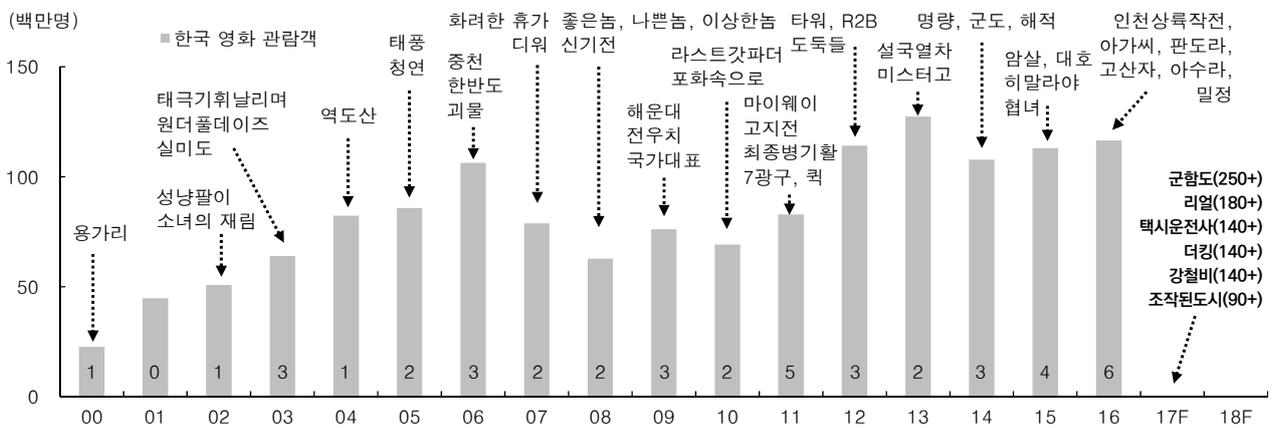
자료: 각 사, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

표 10. 알리바바, 텐센트 제작투자 중인 주요 영화 현황

Alibaba			Tencent		
개봉 시기	영문 제목	참여 형태	개봉 시기	영문 제목	참여 형태 및 특징
2017년 1월	Journey to the West: Conquering the Demons 2	제작투자	2017년 3월	Kong: Skull Island	제작투자
2017년	On Wings of Eagles	배급	2018년	The Tuzki 3D	-
2017년	Real	제작투자	미정	20,000 Miles Plan	-
2017년	Once Upon a Time	제작투자	미정	Aura	-
2017년	Ao Jiao Yu Pian Jian	-	미정	The Game of Antiques	-
2018년	Asura	-	미정	Koseison	-
2018년	Legend of the Ancient Sword	-	미정	The Magic Blade remake	-
미정	Storming 30 Years	-	미정	The Treasure Map	-
미정	Zhengtu	-	미정	Pathfinder	Comics IP
미정	No Other Love(Mei You Bie De Ai)	-	미정	Tongzhizhe	Comics IP
미정	Qi Huan Zhi Lv	-	미정	Cong Qian You Zuo Ling Jian Shan	Comics IP
미정	Qing He Male College	-	미정	Full Metal Angel	Comics, Games IP(스퀘어에닉스)
미정	The Flying Tigers	제작투자	미정	WeFire	Games IP(텐센트)
미정	Night at the Museum(remake)	-	미정	Fighter of The Destiny	Literature IP
미정	The Heroic Age	-			
미정	My Fair Princess	제작투자			
미정	Warriors	제작투자			

자료: 각 사, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 57. 연도별 한국 대작 영화(제작비 > 100억원) 개봉과 한국 영화 관람객 수



자료: KOFIC, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

4) **자국 영화 산업 보호 정책 완화**: 중국은 성숙 시장이 아님에도 자국 영화 점유율이 50%를 상회한다. 실제 로컬 영화 제작 경쟁력에 비해 점유율이 높다. 표면적으로는 한국, 프랑스 등 이미 영화 콘텐츠 제작 경쟁력이 강한 나라들과 같은 수준이다. 자국 산업 보호 정책을 엄격히 적용해 꾸준히 일정 수준의 점유율을 유지했기 때문이다. 대표적인 규제는 영화 수입 규제(연간 39편), 자국 영화 상영 기간 등이다. **정책으로 인한 경쟁 왜곡이 제거된다면 여전히 자국 영화 질적 발전의 필요성은 크다.**

‘16년의 박스오피스 둔화에 따라 ‘17년 **중국 정부는 해외 영화에 쿼터에 대한 재검토 방침을 밝힌 상태**다. 중-미 분장제 수입 논의 재협상 시 **단기적으로 할리우드 라인업 파급 효과는 증가할 것**이다. 또한, 적절한 속도의 규제 완화는 **중장기적으로 자국 영화 제작력 강화에** 득이 된다. 강해진 할리우드 라인업과 급증하는 로컬 영화 한가운데에서 수입 규제 완화 논의가 진행된다. 관심 깊게 지켜볼 변화다.

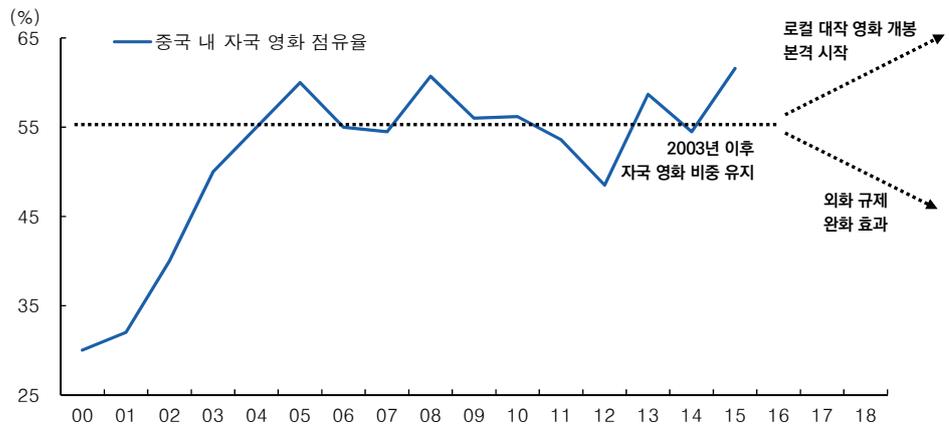
‘외화 수입 증가 → 시장 규모 증가, 변동성 감소’와 ‘자국 영화 경쟁력 → 성장 탄력과 장기 체력 강화’는 건강한 시장 성장에 긍정적이다. 규제 완화 시점은 로컬 영화가 자리 잡기 전일 가능성이 높다. 따라서 자국 영화 점유율은 하락(외화 증가) 후 상승(로컬 영화 성장)할 가능성이 높다. 시장 우상향 속에, 각 기간의 주 성장 동력이 외화 → 로컬 영화로 이동하는 형태가 될 것으로 본다.

표 11. 중국 내 해외 수입 영화 쿼터

시점	내용
1994년	최초로 분장제 의한 수입 영화 배급
2001년	WTO 가입, 분장제 수입 영화를 기존 10편에서 20편으로 증편
2012년	분장제 수입 영화를 기존 20편에서 34편으로 확대(14편은 3D와 IMAX) - 최초 중/미간 영화상영 협의 - 수입영화 쿼터를 매년 34편으로 제한, 쿼터제한에 대한 조정을 5년후 진행하기로 함
2014년	외국 수입영화에 대한 엄격한 스크린 쿼터제 현행유지 - 최근 중국이 연간 44편으로 쿼터제 완화를 검토하고 있다는 보도가 있었지만 영화시장 보호를 위해 현행유지
2015년	국가신문출판광전총국은 2015년 4월을 시작으로 외국 영화/드라마 관리 통지에 따라 검열 진행 - 외국 작품 쿼터제 4가지 원칙: 1)수량제한, 2) 내용제한, 3)선 심사 후 방송, 4) 전편 등록
2016년	수입 쿼터를 과거 34편 에서 39편으로 늘림
2017년	중국과 미국은 2012년에 달성한 협의에 대해 재협상 진행 예정 (수익 배분 비율, 수입 편수)

자료: KOTRA, KOFIC, 광전총국, 미래에셋대우 리서치센터

그림 58. 보호되는 중국 영화 산업에 변화의 조짐: 자국 영화 점유율이 움직일 것



자료: 광전총국, KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

5) 1-2선 도시 중심으로 중국 내 영화 인프라는 안정 성장 단계를 향해 간다. 치열한 경쟁 속에 지난 3년간 영화관 숫자는 빠르게 증가했다. 중국 도시 지역의 인구 백만명 당 스크린 수는 38.6개다. 인당 관람 횟수는 1.8회에 달한다. 양 지표 모두 어느 새 일본을 넘어섰다.

'인프라 성장 → 박스오피스 성장' 구도를 현재는 3-4선 도시가 주도한다. 3-4선 도시에서는 복합 상영관을 중심으로 영화관 건설이 활발하다. 2015년 건립된 영화관은 78%가 3선급 이하 도시에 분포되어 있다. 2016년에도 스크린 순증가는 1-2선도시와 3-4선 도시에서 비슷하게 나타났다.

1-2선 도시에서는 시설 공급이 수요를 이끄는 성장기가 막바지에 가까워지고 있다. 이제는 콘텐츠의 질적인 발전이 다음 성장을 이끌 전망이다. 3-4선 도시는 인프라 주도의 구조적 성장기에 들어섰다. 3년 전 1-2선 도시와 비슷한 모습이다. 2016년 박스오피스 매출액은 3-4선 도시에서 더욱 큰 증가율을 기록했다. 3-4선 도시 영화관 사업자에게는 지역 내 입지 선점과 출점 속도가 중요하다. 현지 투자배급사들은 시장의 빠른 성장에 대비해야 한다.

10년 전 한국과 마찬가지로 중국 영화 산업은 인프라(3-4선 스크린 공급)와 콘텐츠(로컬 영화) 양면이 동반 성장하는 국면에 들어섰다. 이 시기 축적된 경쟁력은 영화 산업 향후 10년 성장의 기반이 된다. 한편 한 국가 내에서 도시 등급에 따라 서로 다른 성장기를 맞이하고 있다. 각 사업자의 지역별 상영관 분포가 변수로 떠오를 전망이다. CJ CGV는 경쟁사들에 비해 3-4선 비중이 높아 긍정적이다.

그림 59. 국가별 인구 백만명 당 스크린 수

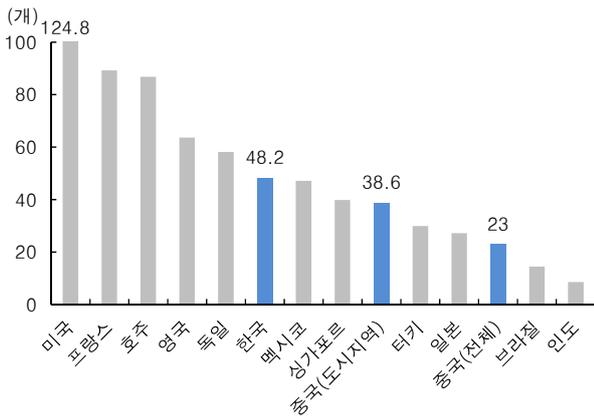
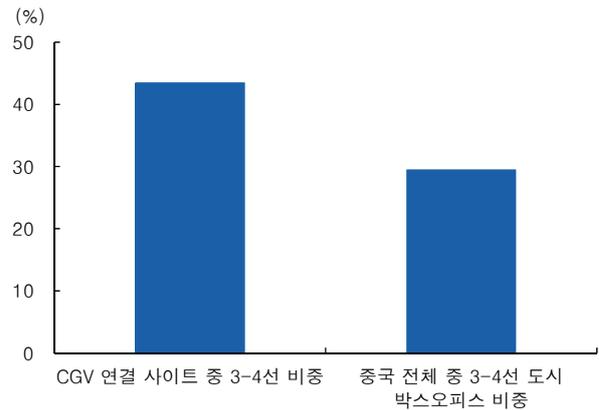


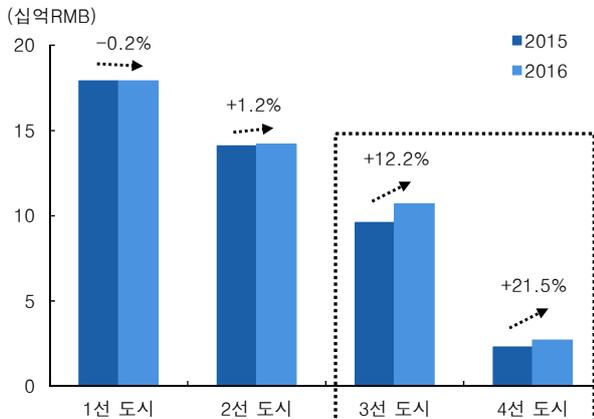
그림 60. CGV 연결 사이트 중 3-4선 사이트 비중



자료: 광전중국, KOFIC, 미래셋대우 리서치센터

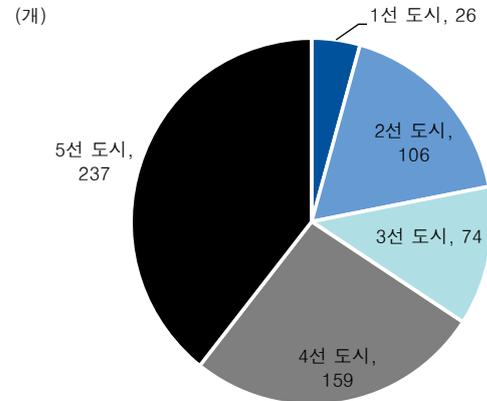
주: 도시 선급 판단은 인구 수 기반 자체 기준에 따름 / 자료: 미래셋대우 리서치센터

그림 61. 도시 등급별 박스오피스 시장 매출액 변화



자료: 비상왕, 중국경제망, 미래셋대우 리서치센터

그림 62. 2015년 신규 건립 영화관 도시별 분포



자료: 중국경제망, 미래셋대우 리서치센터

Appendix

Global Peer 비교

표 12. 글로벌 영화관, 극장 시설 기업 실적 지표

(%, 십억원)

회사명	매출액			영업이익			영업이익률			순이익			EPSG		
	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F
영화관															
CJ CGV	1,432	1,734	1,942	70	105	132	4.9	6.1	6.8	12	60	81	-76.3	371.9	36.5
제이콘텐트리	335	356	385	29	48	54	8.6	13.5	14.0	19	33	40	48.9	71.2	19.9
AMC Ent. (미국)	3,756	6,085	6,372	247	486	562	6.6	8.0	8.8	130	171	224	6.6	-1.6	22.7
Regal Ent.	3,711	3,756	3,844	394	419	440	10.6	11.2	11.5	198	212	232	10.1	12.3	6.7
Cinemark	3,388	3,546	3,730	491	541	581	14.5	15.3	15.6	296	289	319	17.1	-4.8	7.2
Cineplex (캐나다)	1,295	1,386	1,467	110	-	-	8.5	-	-	70	94	111	-40.8	44.4	19.7
CINEWORLD(영국)	1,256	1,230	1,327	178	190	205	14.1	15.4	15.4	129	139	149	0.3	20.5	7.7
VILLAGE ROADSHOW (호주)	886	926	959	61	72	85	6.9	7.8	8.8	13	35	42	-64.4	-22.4	18.3
WANDA CINEMA LINE (중국)	1,891	2,443	3,049	299	410	557	15.8	16.8	18.3	239	322	424	8.7	43.6	31.1
SFC	194	258	342	45	62	82	23.3	23.9	23.9	39	52	68	-	26.0	26.7
CFC	1,370	1,743	2,063	203	297	346	14.8	17.1	16.8	156	214	244	-	33.1	18.3
SMI	501	709	876	154	175	228	30.7	24.7	26.0	60	104	150	-2.6	54.4	39.1
INOX LEISURE (인도)	236	227	276	20	14	22	8.6	6.0	8.0	14	7	15	287.2	-46.2	108.0
PVR	330	385	463	38	49	72	11.4	12.8	15.5	21	20	32	753.1	-4.3	60.0
MAJOR CINEPLEX (태국)	288	322	353	35	44	52	12.0	13.7	14.8	39	43	48	1.5	28.3	16.4
GRAHA LAYAR PRIMA (인나)	50	-	-	-3	-	-	-6.3	-	-	-1	-	-	61.7	-	-
극장 장비시설 판매															
IMAX (미)	438	482	529	68	104	137	15.4	21.5	25.8	33	58	79	-45.6	38.1	33.8
IMAX CHINA (중)	138	167	193	54	73	89	39.1	43.7	45.9	42	58	70	-	45.0	21.4
DOLBY Lab. (미)	1,190	1,217	1,302	269	292	338	22.6	24.0	26.0	216	227	260	4.5	-1.2	19.0
평균							13.3	16.1	17.2				64.4	41.7	29.0

주: 4월 16일 블룸버그 컨센서스 기준 / 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 13. 글로벌 영화관, 극장 시설 기업 주가 지표

(%, 십억원, x)

회사명	주가상승률		시가총액	ROE			PER			PSR			EV/EBITDA		
	-1M	-3M		16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F
영화관															
CJ CGV	13.9	13.9	1,742	3.1	13.3	15.6	139.3	29.4	21.5	1.2	1.0	0.9	14.3	12.2	10.8
제이콘텐트리	-4.1	0.4	465	26.1	32.2	28.6	19.9	13.6	11.3	1.3	1.3	1.2	16.4	10.3	9.1
AMC Ent. (미국)	0.0	-11.8	4,574	6.3	6.8	8.2	20.3	26.2	21.4	0.9	0.7	0.7	16.5	8.8	8.1
Regal Ent.	-1.3	1.3	3,902	-	-27.7	-38.1	19.8	17.7	16.5	1.1	1.0	1.0	9.3	8.4	8.1
Cinemark	-4.5	5.9	5,610	21.6	19.1	18.1	17.6	18.3	17.1	1.7	1.6	1.5	9.4	8.4	7.9
Cineplex (캐나다)	-0.6	-3.6	2,716	10.5	14.5	16.1	41.8	28.6	23.9	2.2	2.0	1.9	15.7	12.7	11.4
CINEWORLD(영국)	7.6	16.2	2,560	13.7	15.3	15.5	22.0	18.0	16.7	2.3	2.1	1.9	10.5	10.8	10.1
VILLAGE ROADSHOW (호주)	15.1	-15.8	557	2.7	8.8	9.7	50.9	16.2	13.7	0.6	0.6	0.6	-	7.7	7.0
WANDA CINEMA LINE (중국)	-4.9	0.6	10,533	14.0	16.8	18.8	46.6	32.5	24.8	5.9	4.3	3.5	31.4	18.1	13.9
SFC	-14.2	6.5	2,054	12.8	13.0	13.5	52.5	41.6	32.9	10.7	8.0	6.1	32.0	24.5	19.3
CFC	2.3	21.0	7,432	10.7	12.0	12.1	48.4	36.3	30.7	5.4	4.3	3.6	20.7	15.8	14.7
SMI	-6.9	-1.5	1,334	7.7	10.3	10.9	22.1	14.6	10.5	2.6	1.9	1.5	10.2	8.2	6.5
INOX LEISURE (인도)	17.3	29.8	499	12.2	6.6	12.6	34.7	67.6	32.5	2.0	2.2	1.8	10.6	18.6	12.3
PVR	11.0	27.6	1,277	18.6	12.1	16.6	59.4	64.2	40.2	3.8	3.4	2.8	11.4	21.3	16.0
MAJOR CINEPLEX (태국)	2.9	12.6	1,019	18.0	19.1	20.9	27.0	25.3	21.7	3.7	3.2	3.0	15.1	13.9	12.7
GRAHA LAYAR PRIMA (인나)	24.0	43.4	376	-1.3	-	-	-	-	-	7.8	-	-	-	-	-
극장 장비시설 판매															
IMAX (미)	-2.7	-3.3	2,406	4.9	11.9	14.3	68.7	31.6	23.6	5.7	5.0	4.6	18.8	13.9	11.8
IMAX CHINA (중)	-1.1	17.9	1,928	20.8	23.3	22.8	47.5	32.8	27.0	14.3	11.6	10.0	31.0	19.3	15.7
DOLBY Lab. (미)	-1.5	4.7	5,909	11.0	11.2	11.9	25.1	21.2	17.8	4.9	4.8	4.5	11.4	10.6	9.8
평균	3.0	8.9		11.9	12.2	12.7	43.4	30.3	22.7	4.1	3.2	2.7	17.1	13.7	11.5

주: 4월 16일 블룸버그 컨센서스 기준 / 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 14. 글로벌 미디어 콘텐츠 기업 실적 지표

(%, 십억원)

회사명	매출액			영업이익			영업이익률			순이익			EPSG		
	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F
CJ E&M	1,538	1,727	1,882	28	88	106	1.8	5.1	5.6	62	133	153	14.3	-	14.4
제이콘텐츠리	335	356	385	29	48	54	8.6	13.5	14.0	19	33	40	48.9	71.2	19.9
쇼박스	126	158	174	15	23	27	12.1	14.4	15.8	13	19	22	16.3	-	20.6
NEW	126	129	148	7	12	14	5.3	9.4	9.4	4	10	14	220.0	-	20.8
WALT DISNEY (미국)	64,551	64,936	68,951	16,479	17,410	19,174	25.5	26.8	27.8	10,897	10,711	11,817	16.4	4.1	13.3
COMCAST	93,328	95,835	102,084	19,569	20,288	21,862	21.0	21.2	21.4	10,093	10,298	11,740	10.1	8.6	15.1
TIME WARNER	34,031	35,248	36,958	8,760	9,260	9,902	25.7	26.3	26.8	4,557	5,308	5,826	7.8	1.4	10.0
21CFX	32,049	32,863	34,187	7,028	7,527	7,976	21.9	22.9	23.3	3,231	3,697	4,109	-64.0	14.3	10.6
VIACOM	14,491	14,938	15,283	2,931	3,257	3,459	20.2	21.8	22.6	1,669	1,762	1,876	-24.3	5.1	6.8
NETFLIX	10,250	12,814	15,377	441	926	1,639	4.3	7.2	10.7	217	544	986	51.7	74.8	65.4
BEIJING ENLIGHT MEDIA (중국)	329	428	546	133	169	215	40.6	39.5	39.3	114	144	186	69.3	24.9	26.0
HUAYI BROS. MEDIA	609	705	833	59	177	220	9.7	25.1	26.4	141	146	173	-23.7	21.7	21.2
ZHEJIANG HUACE FILM & TV	589	733	915	103	139	178	17.4	19.0	19.5	89	115	146	10.7	29.2	24.9
UFO MOVIEZ (인도)	106	114	116	-	-	-	-	-	-	12	14	16	11.0	20.6	9.8
EROS INTL.	254	297	281	-	-	-	-	-	-	43	44	51	17.3	8.4	9.5
평균							16.5	19.4	20.2				25.5	23.7	19.2

주: 4월 16일 블룸버그 컨센서스 기준 / 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 15. 글로벌 미디어 콘텐츠 기업 주가 지표

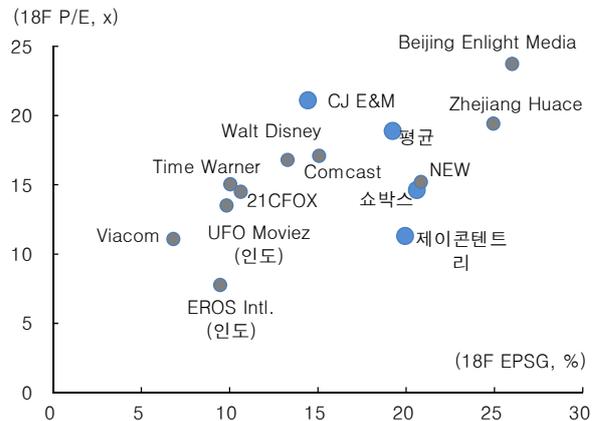
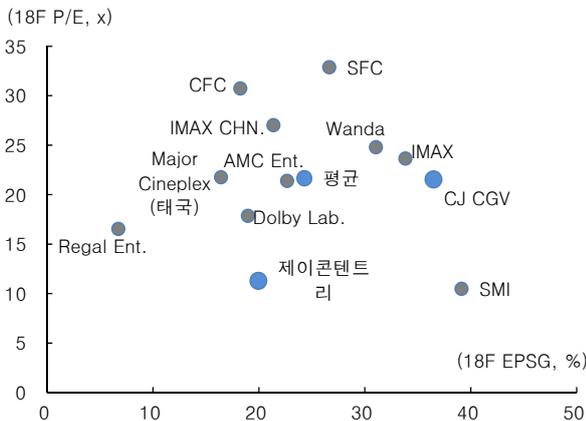
(%, 십억원, x)

회사명	주가상승률		시가총액	ROE			PER			PSR			EV/EBITDA		
	-1M	-3M		16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F
CJ E&M	6.8	7.2	3,230	4.1	7.9	8.5	50.9	24.1	21.1	2.1	1.9	1.7	7.1	8.1	8.0
제이콘텐츠리	-4.1	0.4	465	26.1	32.2	28.6	19.9	13.6	11.3	1.3	1.3	1.2	16.4	10.3	9.1
쇼박스	-3.0	1.0	327	11.0	13.8	14.5	24.5	17.6	14.6	2.6	2.1	1.9	3.6	2.8	2.5
NEW	0.1	-27.0	227	3.3	8.5	9.4	52.0	18.4	15.2	1.8	1.8	1.5	32.1	-	-
WALT DISNEY (미국)	1.3	4.8	203,563	20.6	21.8	23.8	20.1	19.0	16.8	3.3	3.1	3.0	11.3	11.1	10.3
COMCAST	-1.4	2.1	200,295	16.4	16.1	16.8	21.1	19.7	17.1	2.2	2.1	2.0	8.5	8.5	8.0
TIME WARNER	-0.2	4.4	86,528	16.4	18.0	17.3	17.1	16.5	15.0	2.6	2.5	2.3	11.8	11.2	10.4
21CFX	-1.1	1.3	63,533	21.4	24.0	23.8	15.6	16.0	14.5	2.0	1.9	1.9	9.7	10.1	9.5
VIACOM	-0.7	6.9	19,868	34.0	31.1	27.2	12.9	11.8	11.1	1.4	1.3	1.3	10.0	9.7	9.1
NETFLIX	-1.0	6.9	69,957	7.6	14.4	18.6	340.3	99.5	60.2	6.9	5.5	4.6	125.5	58.6	36.3
BEIJING ENLIGHT MEDIA (중국)	-8.6	-8.6	4,292	9.4	10.8	12.5	37.3	29.9	23.7	12.9	9.9	7.9	35.0	26.3	20.5
HUAYI BROS. MEDIA	-9.8	-6.2	4,361	8.5	8.9	9.6	33.1	26.8	22.1	7.6	6.2	5.3	-	24.8	19.9
ZHEJIANG HUACE FILM & TV	-12.6	2.1	3,003	9.1	10.6	11.9	31.3	24.2	19.4	5.0	4.0	3.3	27.9	20.6	16.2
UFO MOVIEZ (인도)	14.0	11.6	223	13.0	14.4	16.6	17.9	14.8	13.5	2.1	1.9	1.9	6.2	5.6	5.4
EROS INTL.	13.1	35.2	410	13.2	12.6	12.4	9.2	8.5	7.8	1.6	1.3	1.4	7.2	5.6	5.2
평균	-0.5	2.8		14.3	16.3	16.8	46.9	24.0	18.9	3.7	3.1	2.7	22.3	15.2	12.2

주: 4월 16일 블룸버그 컨센서스 기준 / 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 63. 상영관 & 극장 시설 판매 기업 P/E - EPS 성장률 비교

그림 64. 미디어 콘텐츠 기업 P/E - EPS 성장률 비교



주: 4월 16일 블룸버그 컨센서스 기준 / 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

주: 4월 16일 블룸버그 컨센서스 기준 / 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

2017년 국내 배급사별 영화 라인업

표 16. 쇼박스 2017년 예상 영화 라인업

개봉일	제목	감독	주연	줄거리
3월 23일	더 프리즌	나현	한석규, 김래원, 이경영	거대한 범죄의 온상이 된 교도소, 그 교도소의 왕과 죄수가 된 전직 꼰통 경찰의 범죄 액션
4월 26일	특별시민	박인제	최민식, 광도원, 심은경	대한민국 최초로 3선 시장에 도전하는 서울특별시장 '변종구'의 이야기를 다룬 영화
5월(미정)	Beautiful Accident	Ho Wi Ding	계륜미, 천군	사후 세계로부터 돌아온 여자에 대한 로맨틱 드라마
2-3분기	부활	곽경택	김래원, 김해숙, 성동일	죽었던 어머니가 되살아나 검사 아들을 살해하며 벌어지는 이야기를 그린 작품
7월	곤지암	정범식	위하준, 박성훈	국내 3대 흉가인 곤지암 정신병원을 소재로 한 공포물
8월	택시운전사	장훈	송강호, 유해진, 류준열	1980년, 서울의 택시운전사가 취재에 나선 독일기자를 우연히 태워 광주로 가게 된 이야기
10월	곤	장창원	현반, 유지태	희대의 사기꾼을 잡기 위해 '사기꾼 잡는 사기꾼'과 '엘리트 검사'가 벌이는 한 판 사기를 다룬 이야기
11월	살인자의 기억법	원신연	설경구, 김남길, 설현	알츠하이머에 걸린 연쇄살인범이 점점 사라져 가는 기억을 붙들며 현재의 연쇄살인범을 잡기 위한 계획
12월	배심원	홍승완	-	-
미정	제5열	원신연	송강호, 류승룡, 정우	미스터리한 사건에 얽힌 군 수사관이 거대한 음모와 마주하는 과정을 담은 액션 스릴러

주: 일정 등 상세 사항 변동 가능성 있음

자료: 쇼박스, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

표 17. NEW 2017년 예상 영화 라인업

개봉일	제목	감독	주연	줄거리
1월 4일	사랑하기 때문에	주지홍	차태현, 김유정, 성동일	우연한 사고로 사랑의 메신저가 된 한 남자, 사랑에 서툰 이들의 몸에 들어가며 벌어지는 일
1월 18일	더 킹	한재림	조인성, 정우성, 김아중, 류준열	권력을 탐해 검사가 된 남자가 더 큰 권력을 얻으려 하면서 벌어지는 일을 그린 영화
1월 25일	짱구는못말려 극장판 다카하시 와타루	아자마 아키코, 나라하시 미키	아자마 아키코, 나라하시 미키	신기한 꿈의 세계에서 펼쳐지는 애니메이션 짱구는 못말려의 극장판
2월 22일	루시드 드림	김준성	고수, 설경구, 강혜정, 박유천	3년 전 아들을 잃어버린 한 남자가 '루시드 드림'을 통해 단서를 발견하게 되면서 꿈과 현실을 넘나드는 사투를 그린 범죄 스릴러
3월 29일	원라인	양경모	임시완, 진구, 이동휘	대규모 대출사기를 그린 범죄영화
2분기	장산범	허정	염정아, 박혁권	소리를 흉내내 사람을 홀린다는 장산범 전설과, 아이를 잃은 여인에 벌어지는 미스터리 영화
6월 28일	옥자	봉준호	틸다 스윈튼	비밀을 간직한 채 태어난 거대 동물 옥자와 산골 소녀 미자에 관한 이야기
하반기	악녀	정병길	김옥빈, 신하균, 성준	살인병기로 걸린 한 여자와 그녀를 둘러싼 두 남자의 비밀과 복수, 액션
하반기	강철비	양우석	정우성, 광도원	웹툰 '스틸 레인'을 영화화, 남북 관계 속에 발생한 사건을 스릴러로 풀어낸 이야기
하반기	시주	곽경택	미정	사주팔자에 모든 것을 건 한 남자의 흥망성쇠를 유쾌하게 담아낸 드라마
미정	아리둥	김홍선	백윤식, 성동일, 천호진	아리둥 터줏대감과 전직 형사 콤비가 동네 일대서 발생하는 의문의 사건들을 쫓는 내용
미정	썬키스트 패밀리	김지혜	박희순, 진경, 황우슬혜	한 가족에게 벌어지는 일을 경쾌하게 그리는 영화
미정	염력	연상호	류승룡, 심은경	우연히 초능력을 갖게 된 한 남자가 딸을 구하면서 벌어지는 이야기
미정	바람바람바람	장규성	-	제주도를 배경으로 일탈을 시도한 두 가족이 진정한 사랑을 찾아가는 이야기를 그린 작품

주: 일정 등 상세 사항 변동 가능성 있음

자료: NEW, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 65. 쇼박스 하반기 텐트폴 기대작: 택시운전사



그림 66. NEW 하반기 텐트폴 기대작: 강철비



자료: 쇼박스, 미래에셋대우 리서치센터

자료: NEW, 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

표 18. CJ E&M 2017년 예상 영화 라인업

개봉일	제목	감독	주연	줄거리
1월 18일	공조	김성훈	현빈, 유해진, 김주혁	남한에 숨어든 탈북 범죄조직을 쫓기 위해 북한 형사와 남한 형사가 극비리에 공조수사에 나서는 이야기
2월 8일	명탐정 코난 극장판	아마모토 야스이치로	-	애니메이션 명탐정 코난 극장판
2월 9일	조작된 도시	박광현	지창욱, 심은경, 오정세	살인범의 누명을 쓴 남자가 철저히 조작된 사건의 실체에 맞서는 이야기, 범죄액션
2월 16일	트루: 노래하는 요정	마이크 미첼	안나 켄드릭, 저스틴 팀버레이크	판타지/코미디 애니메이션
4월 12일	아빠는 딸	김형협	윤제문, 정소인	아빠가 절실한 승진의 기회를 잡나 싶던 그때 딸과 몸이 바뀌는 일을 그린 내용
5월	불한당	변성현	설경구, 임시완	교도소를 평정한 '재호'가 신참 '현수'를 만나, 출소 후 조직 1인자 자리를 노리는 과정
상반기	임금님의 사건수첩	문현성	이선균, 안재홍	조선의 임금과 그를 따르는 사관이 거대한 음모를 파헤쳐 가는 내용을 담은 추리 활극
3분기	군함도	류승완	황정민, 소지섭, 송중기	일제 강점기, 군함도에 강제 징용된 후 탈출을 시도하는 400여 명 조선인들의 이야기
3분기	리얼	이정섭	김수현, 성동일, 이경영	승승장구하던 해결사에게 한 르포작가가 찾아오며 벌어지는 일들을 담은 액션-노와르
하반기	7년의 밤	추창민	장동건, 류승룡	우발적으로 소녀를 살해하고 죄책감에 미쳐가는 남자와 딸을 죽인 범인의 아들에게 지독한 복수를 감행하는 남자의 이야기
미정	궁합	홍창표	이승기, 심은경	궁중의 정해진 혼사를 거부하는 송화옹주와 부마 후보들의 궁합을 보기 위해 입궐한 최고의 궁합가의 운명을 그린 이야기
미정	침묵	정지우	최민식, 박신혜, 류준열	여기수 살해의 유력 용의자로 '임태산'의 딸이 지목되며 벌어지는 이야기, 범죄 스릴러
미정	공작	윤종빈	황정민, 이성민, 주지훈	남북한이 공동 진행하는 모종의 프로젝트를 위해 관계자들이 물밑에서 벌이는 이야기
미정	골든슬럼버	노동석	강동원, 한효주	평범한 소시민 택배 기사가 권력의 음모에 휘말려 총리 암살범으로 모함 받는 이야기
미정	남한산성	황동혁	김윤석, 이병헌, 박해일, 고수	병자호란 당시 남한산성에 피신한 척화파 김상헌과 화친 해야 한다는 최명길의 갈등

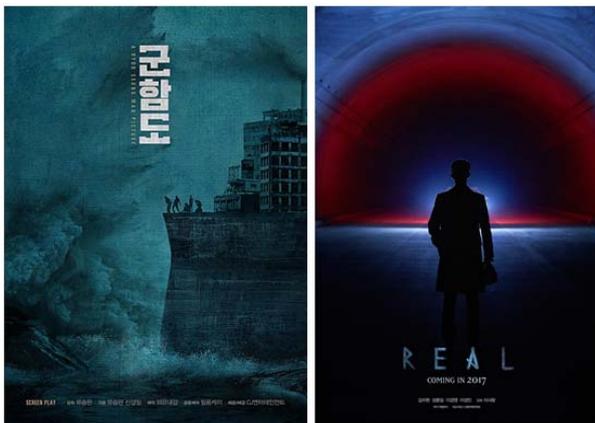
주: 일정 등 상세 사항 변동 가능성 있음, 제작비 약 100억 이상 추정작 Bold 처리
자료: CJ E&M, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

표 19. 롯데엔터테인먼트 2017년 예상 영화 라인업

개봉일	제목	감독	주연	줄거리
1월 11일	얼라이드	로버트 제메키스브래드 피트, 마리옹 꼬띠아르	독일 대사 암살 작전을 수행하던 영국 장교가 프랑스 비밀요원이 사랑에 빠진 이야기	
2월 8일	트리플 엑스 리턴즈	D.J. 카루소	빈 디젤, 사무엘 L. 잭슨	전설의 스파이가 새롭게 맡은 '트리플 엑스' 프로젝트를 가동하며 벌어지는 이야기
3월 1일	해빙	이수연	조진웅, 김대명, 이청아	얼어붙었던 한강이 녹고 머리 잘린 여자의 시체가 떠오르며 연쇄살인의 비밀이 드러난다
3월 29일	공각기동대: 고스트인더셸루퍼드 샌더스	스칼렛 요한슨, 마이클 피트	애니메이션 원작으로 인공지능 세계에서 펼쳐지는 SF 블록버스터	
5월	보안관	김형주	이성민, 조진웅, 김성균	동네 '보안관' 토박이 전직형사가 성공한 사업가를 마약사범으로 의심하며 벌어지는 수사극
6월 23일	트랜스포머: 최후의 기사	마이클 베이	마크 월버그, 안소니 홉킨스	폐허가 된 행성 재건을 위해 고대 유물을 찾아나선 옵티머스 프라임과 인간과의 갈등
7월 중	신과 함께	김용화	하정우, 차태현, 주지훈	주인공이 죽어서 49일간 재판 받는 이야기로 네이버 웹툰 '신과 함께'를 원작으로 한 영화
하반기	청년경찰	김주환	박서준, 강하늘, 성동일	두 경찰대생이 납치사건에 휘말리면서 벌어지는 이야기를 그린 청춘 수사 액션물
미정	무인지대	신태라	-	-
미정	바카라	최도훈	-	-
미정	너의 결혼식	이석근	-	-
미정	저널리스트	노덕	조정석, 이하나, 이미숙	-
미정	7호실	이용승	신하균, 디오	망해가는 DVD방 '7호실'에 비밀을 감추게 된 DVD방 사장과 알바생이 점점 꼬여가는 상황을 벗어나기 위해 고군분투하는 이야기

주: 일정 등 상세 사항 변동 가능성 있음
자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 67. CJ E&M 하반기 텐트폴 기대작: 군함도, 리얼



자료: CJ E&M, 미래에셋대우 리서치센터

그림 68. 롯데엔터테인먼트 하반기 텐트폴 기대작: 신과함께



자료: 롯데엔터테인먼트, 미래에셋대우 리서치센터

2017년 할리우드 영화 라인업

표 20. 할리우드 7대 메이저 스튜디오 2017년 예상 영화 라인업

날짜	제목	배급사	미국 흥행수익	날짜	제목	배급사
01-13	Monster Trucks	Par.	33.4	06-28	Baby Driver	Sony
01-19	The Founder	Wein.	12.8	06-30	Despicable Me 3	Uni.
01-20	Split	Uni.	137.5	06-30	The House	WB
01-20	xXx: The Return of Xander Cage	Par.	44.9	07-07	Patti Cake\$	FoxS
01-27	A Dog's Purpose	Uni.	63.9	07-07	Spider-Man: Homecoming	Sony
01-27	Gold	Wein.	7.2	07-14	War for the Planet of the Apes	Fox
02-03	Rings	Par.	27.8	07-21	Dunkirk	WB
02-03	Journey to the West: The Demons Strike Back	Sony	0.9	07-21	Girls Trip	Uni.
02-10	The LEGO Batman Movie	WB	173.3	07-28	Untitled Disney Fairy-Tale (2017) [Live Action]	BV
02-10	Fifty Shades Darker	Uni.	114.4	08-04	The Dark Tower	Sony
02-10	John Wick: Chapter Two	LG/S	91.6	08-04	Step (2017)	FoxS
02-10	A United Kingdom	FoxS	3.8	08-04	Wind River	Wein.
02-17	The Great Wall	Uni.	45.2	08-11	Annabelle: Creation	WB
02-17	A Cure for Wellness	Fox	8.1	08-18	The Hitman's Bodyguard	LG/S
02-24	Get Out	Uni.	163.3	08-25	All Saints	Sony
02-24	Rock Dog	LG/S	9.4	08-25	Tulip Fever	Wein.
03-03	Logan	Fox	218.4	09-08	It	WB
03-03	The Shack	LG/S	55.1	09-15	American Assassin	LGF
03-03	Table 19	FoxS	3.6	09-15	The Solutrean	Sony
03-10	Kong: Skull Island	WB	156.8	09-22	Battle of the Sexes	FoxS
03-17	Beauty and the Beast (2017)	BV	433.0	09-22	Granite Mountain	LGF
03-24	Power Rangers (2017)	LGF	75.7	09-22	Ninjago	WB
03-24	Life (2017)	Sony	27.2	09-29	American Made	Uni.
03-24	CHiPs	WB	17.2	09-29	Kingsman The Golden Circle	Fox
03-24	Wilson	FoxS	0.6	10-06	Blade Runner 2049	WB
03-31	The Boss Baby	Fox	91.6	10-06	My Little Pony (2017)	LGF
03-31	Ghost in the Shell (2017)	Par.	32.3	10-13	mother!	Par.
04-07	Smurfs: The Lost Village	Sony	14.1	10-13	The Snowman	Uni.
04-07	Gifted	FoxS	0.5	10-20	Geostorm	WB
04-07	Going in Style (2017)	WB		10-20	Insidious: Chapter 4	Uni.
04-14	The Fate of the Furious	Uni.		10-20	The Mountain Between Us	Fox
04-21	Born in China	BV		10-27	2017 Cloverfield Movie	Par.
04-21	Unforgettable (2017)	WB		10-27	Saw: Legacy	LGF
05-05	3 Generations	Wein.		10-27	Thank You for Your Service (2017)	Uni.
05-05	Guardians of the Galaxy Vol. 2	BV		11-03	Suburbicon	Par.
05-12	King Arthur: Legend of the Sword	WB		11-03	Thor: Ragnarok	BV
05-12	Snatched	Fox		11-10	Daddy's Home 2	Par.
05-19	Alien: Covenant	Fox		11-10	Red Sparrow	Fox
05-19	Diary of a Wimpy Kid: The Long Haul	Fox		11-10	The Star	Sony
05-19	Everything, Everything	WB		11-17	Justice League	WB
05-25	Baywatch	Par.		11-17	Wonder	LGF
05-26	Pirates of the Caribbean: Dead Men Tell No Tales	BV		11-22	Coco	BV
06-02	3 Idiots	LGF		11-22	Murder on the Orient Express (2017)	Fox
06-02	Captain Underpants	Fox		11-24	Mary Magdalene	Wein.
06-02	Wonder Woman	WB		12-15	Ferdinand	Fox
06-09	The Mummy (2017)	Uni.		12-15	Star Wars: The Last Jedi	BV
06-09	My Cousin Rachel	FoxS		12-20	Jumanji: Welcome to the Jungle	Sony
06-16	All Eyez on Me	LG/S		12-22	Bastards (2017)	WB
06-16	Cars 3	BV		12-22	The Current War	Wein.
06-16	Rough Night	Sony		12-22	Downsizing	Par.
06-23	The Big Sick	LGF		12-22	Pitch Perfect 3	Uni.
06-23	Transformers: The Last Knight	Par.		12-25	The Greatest Showman on Earth	Fox

주: Paramount(Viacom), Weinstein(독립제작사), Universal(Comcast), Sony(Sony), Warner Bros(Time Warner), Lionsgate(Liberty/Discover), 20CFox(Fox Ent), Buena Vista(Disney)
자료: Box Office Mojo, 미래에셋대우 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

CJ CGV (079160/매수) 4DX로 더 실감나는 글로벌 성장

- 글로벌 주요 성장 시장(중국, 터키, 베트남, 인도네시아)에서 상위권 사업자, 각 국 시장 성장의 수혜 전망
- 4D 상영관 압도적 1위 4DX 브랜드 보유, 특허관 선전과 더불어 선진 시장 + 성장 시장 동반 진출 가능
- 성숙기에 접어든 국내 사업, 출점 감소 & 비용 관리 → 수익성 개선 예상

제이콘텐트리 (036420/매수) 에이스들만 남았다

- 적자사업 청산으로 지배 구조 재편 완료, 주력사업 투자 확대와 수익성 개선을 기대
- 멀티플렉스: 출점 증가로 외형 성장 → 배급 사업 확대와 IP 투자 자원 마련에 긍정적
- 방송: 단기 JTBC 드라마 슬롯 증가 → 제작 수주 확대, 장기 IP 투자로 제작/유통/플랫폼(극장)과 시너지 가능

쇼박스 (086980/매수) 흥행도 습관

- 편당 관객 수 1위를 꾸준히 유지 중인 단단한 투자배급사
- 감독 채널, 제작 채널 등 체계화된 프로젝트 수급이 강점
- 국내 사업에서의 안정성 바탕으로 하방 제한적, 향후 중국 불확실성 해소 시 상승 탄력 기대

NEW (160550/Not Rated) 특색 있는 종합 엔터테인먼트 기업

- 특색 있는 작품 선정, 제작비 경쟁 영향이 상대적으로 낮음
- 드라마, 영화관, 스포츠 매니지먼트 등 적극적인 사업 확장으로 실적 변동성 감소 예상

CJ CGV (079160)

4DX로 더 실감나는 글로벌 성장

미디어

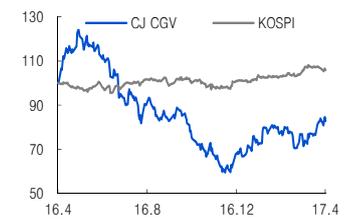
(Initiate)	매수
목표주가(월,12M)	120,000
현재주가(17/04/14,원)	81,200
상승여력	48%

영업이익(17F,십억원)	104
Consensus 영업이익(17F,십억원)	103

EPS 성장률(17F,%)	254.5
MKT EPS 성장률(17F,%)	31.8
P/E(17F,x)	39.3
MKT P/E(17F,x)	9.4
KOSPI	2,134.88

시가총액(십억원)	1,718
발행주식수(백만주)	21
유동주식비율(%)	60.9
외국인 보유비중(%)	24.0
베타(12M) 일간수익률	0.90
52주 최저가(원)	58,500
52주 최고가(원)	121,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.2	10.8	-17.2
상대주가	11.2	5.0	-21.8



글로벌 5위(스크린 수 기준) 영화관

CJ CGV는 글로벌 주요 성장 시장의 대표 상영관 사업자다. 한국(54%), 베트남(50%), 터키(49%) 시장 각각에서 박스오피스 점유율 1위다. 규모와 성장성 모두 큰 중국 시장에서도 점유율(3%, 7위)을 늘려나가고 있다. 중국은 2018년 세계 최대 시장에 등극할 가능성이 높다. 글로벌 확장 성공은, 안정적인 국내 현금흐름을 바탕으로 2000년대 후반부터 직간접 투자를 본격화한 결과다. 동사는 향후에도 중국 중심으로 공격적인 출점을 지속할 계획이다.

투자 포인트: 중국 시장 성장, 글로벌 4DX, 국내 사업 수익성 개선

2017년 중국 시장은 성장을 재개할 가능성이 높다. 전년의 성장 저해 요인이 소멸됐기 때문이다. 할리우드 라인업이 전년보다 강하고, 예매 보조금 종료 악영향은 줄었다. 또한 거대 인터넷 기업이 제작한 로컬 영화가 본격 개봉하고, 수입 쿼터 완화 논의도 진행될 전망이다. **성장은 최근 추세를 이어 3-4선 도시가 주도할 가능성이 높다.** 이 지역은 1-2선급 도시와 약 2년의 시간차로 상영관과 관람객 수 증가를 겪고 있다. 동사는 2012년 이후 설립한 연결 사이트 중 3-4선 1급지에 다수 사이트를 보유하고 있다. **성장 재개의 최대 수혜주다.**

극장 고급화 추세에서 4D 상영관 1위 브랜드(4DX)를 보유하고 있어 기회다. 넷플릭스 등 뉴플랫폼의 콘텐츠 직접투자액과 플랫폼 배타성이 커지고 있다. 반면 영화의 극장 상영 기간은 짧아진다. 위기를 느낀 극장 사업자들은 시장 방어를 위해 시설 고급화에 나서고 있다. 4DX는 극장 차별화의 좋은 수단이다. 특히 해외에서 인기가 높다. 상영관, 4D 콘텐츠 수가 동반 증가한다. 2017년부터 이익 구간에 진입할 전망이다. IMAX 과거 사례를 참고할 만하다.

비용 통제로 별도 수익성이 개선될 전망이다. 동사는 2013년 이후 신규 출점을 줄이고 있다. 사이트 숫자에 기반한 점유율 경쟁보다 가격 상승과 비용 효율화를 택한 것으로 보인다. 대규모 출점 이후 4년이 경과했다. 감가상각비가 구조적으로 감소하는 시기다. 더불어 인건비 관리도 성공적이다. 성숙된 국내시장에서 수익성을 추구하는 스탠스를 긍정적으로 본다.

Valuation: 국내는 수익성, 성장 시장은 점유율, 선진 시장은 4DX 확대

CJ CGV에 대해 '매수' 의견과 목표주가 120,000원으로 분석을 개시한다. 자회사 적정 가치를 합산했다. 동사는 글로벌 고성장 영화 시장 노출도가 크다. 해외(터키/중국/베트남/인니) 스크린 비중이 69%다. 이들 국가는 인프라가 관람객 증가를 이끄는 구조적 성장기에 위치했다. 4DX 성장 잠재력은 선진 시장에서도 높다. 국내사업에는 내실이 더해지고, 해외에서는 성장 시그널이 명확하다. 현 시점은 매수 기회다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	916	1,039	1,194	1,432	1,737	1,965
영업이익 (십억원)	52	52	67	70	104	148
영업이익률 (%)	5.7	5.0	5.6	4.9	6.0	7.5
순이익 (십억원)	13	17	52	12	44	78
EPS (원)	607	787	2,455	583	2,067	3,681
ROE (%)	3.5	4.4	12.9	3.1	11.2	17.5
P/E (배)	71.7	68.6	51.3	120.7	39.3	22.1
P/B (배)	2.5	3.0	6.3	4.0	4.2	3.6
배당수익률 (%)	0.8	0.6	0.3	0.5	0.4	0.4

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

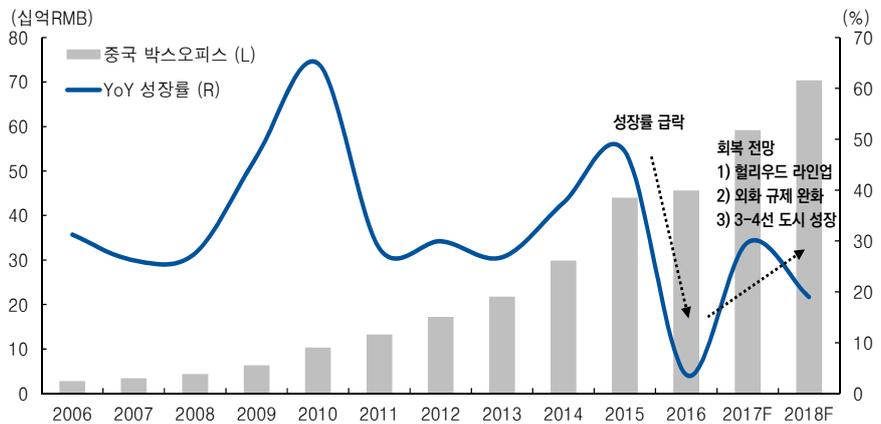
투자 포인트 1: 중국 시장 휴식 끝, 성장 재개의 최대 수혜자

2017년 중국 시장은 성장을 재개할 가능성이 높다. 2016년 성장을 저해한 요인들이 소멸됐다. 1) **할리우드 라인업이 전년비 강하다.** 이미 중국 흥행 이력이 있는 시리즈물 작품이 다수 포진해 흥행 가능성이 높다. 2) **인터넷 기업의 예매 보조금 종료 영향이 미미해졌다.** 보조금 감소 후 약 1년이 경과하면서, 관객들은 실질 티켓 가격에 적응한 것으로 파악된다. 실제로 1분기 박스오피스(-0.05% YoY)는 전년 ‘미인어’로 인한 높은 베이스에도 역성장을 멈췄다.

한편 2017년은 2018년 이후의 장기 성장을 준비하는 시작점이 될 것으로 전망한다. 3) 텐센트, 알리바바 등 거대 인터넷 기업이 제작한 로컬 영화 개봉이 대폭 증가한다. 자본력에 힘입어 제작 경쟁력이 함께 좋아질 기회다. 4) **영화 수입 쿼터 완화**에 관한 논의도 시작된다.

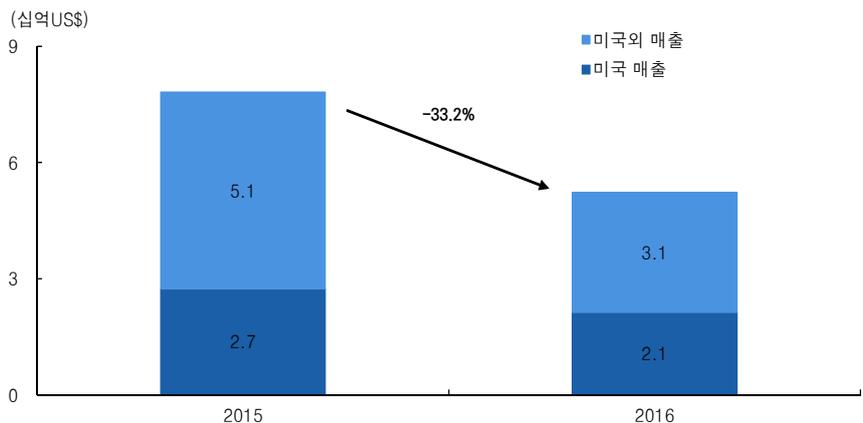
자국영화 제작 경쟁력이 축적되면 라인업에 의한 변동성이 작은 안정적인 시장이 된다. 지속력 있는 장기 성장을 위해 로컬 영화 경쟁력은 중요하다. 2000년대 국내 시장에서 경험한 내용이다. 세계적으로 영화 시장 규모가 큰 국가들은 자국 영화 제작이 탄탄한 국가들이다.

그림 69. 중국 박스오피스 성장 재개를 예상



자료: CBOO, ENT Group, 미래에셋대우 리서치센터

그림 70. 2015-2016년 흥행 Top 5 할리우드 영화의 전세계 매출액 합계: 실망스러웠던 2016년



자료: Box Office Mojo, 미래에셋대우 리서치센터

표 21. 2017년 중국 시장 내 할리우드 기대작

영화 제목	개봉월	비고	영화 제목	개봉월	비고
Furious 8	4월	액션. 전편이 중국 역대 3위 흥행작	Transformers 5	6월	액션. 전편이 중국 역대 4위 흥행작
Pirates of the Caribbean 5	5월		Thor: Ragnarok	11월	마블 유니버스 작품
Wonder Woman	6월	마블 유니버스 작품	Star Wars: Episode VIII	12월	

자료: Box Office Mojo, 미래에셋대우 리서치센터

표 22. 중국 주요 영화 관련 기업의 2016년 투자, 사업 확장 내용

기업	내용	시기
완다	Legendary Pictures(美 제작사) 인수 (US\$ 3.5bn)	1월
알리바바	문화산업 투자 펀드 조성 (RMB 2bn)	8월
	항저우싱지(中 극장 체인) 지분 80% 취득 (RMB 0.1bn)	5월
	허허픽처스와 전략적 제휴	12월
광셴미디어	마오옌(온라인 티켓 플랫폼) 지분 57% 인수	
화이브러더스	Russo brothers(美 영화, TV 연출자)와 합자 회사 Anthem&Song Studio 설립	8월
	STX(美 투자배급사) 텐센트픽처스와 지분 공동 투자	
바이두	누오미(온라인 티켓 플랫폼) 통해 영화 투자 펀드 조성 (RMB 2bn)	10월
텐센트	영화 제작투자 계획 공표 (RMB 2bn)	11월
	STX(美 투자배급사)에 화이브러더스와 지분 공동 투자	9월
화처	완다 픽처스 지분 투자 (RMB 0.2bn)	
WePiao	Vista Ent.(英 티켓팅 소프트웨어) 지분 투자	8월
	산하 제작사와 배급사 각각 설립	10월

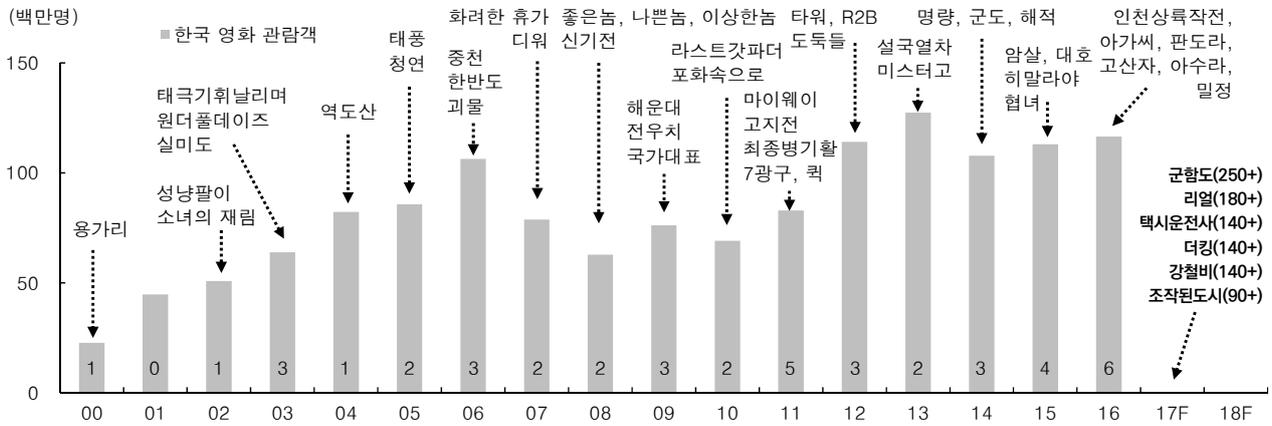
자료: 각 사, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

표 23. 중국 내 해외 영화 수입 쿼터 변화

시점	내용
1994년	최초로 분장제 의한 수입 영화 배급
2001년	WTO 가입, 분장제 수입 영화를 기존 10편에서 20편으로 증편
2012년	분장제 수입 영화를 기존 20편에서 34편으로 확대(14편은 3D와 IMAX) - 최초 중/미간 영화상영 협의 - 수입영화 쿼터를 매년 34편으로 제한, 쿼터제한에 대한 조정을 5년후 진행하기로 합의
2014년	외국 수입영화에 대한 엄격한 스크린 쿼터제 현행유지 - 최근 중국이 연간 44편으로 쿼터제 완화를 검토하고 있다는 보도가 있었지만 영화시장 보호를 위해 현행 유지
2015년	국가신문출판광전총국은 2015년 4월을 시작으로 외국 영화/드라마 관리 통지에 따라 검열 진행 - 외국 작품 쿼터제 4가지 원칙: 1)수량제한, 2) 내용제한, 3)선 심사 후 방송, 4) 전편 등록
2016년	수입 쿼터를 과거 34편 에서 39편으로 늘림
2017년	중국과 미국은 2012년에 달성한 협의에 대해 재협상 진행 예정 (RS 비율, 수입 편수)

자료: KOTRA, KOFIC, 광전총국, 미래에셋대우 리서치센터

그림 71. 연도별 한국 대작 영화(제작비 > 100억원) 개봉과 한국 영화 관람객 수



자료: KOFIC, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

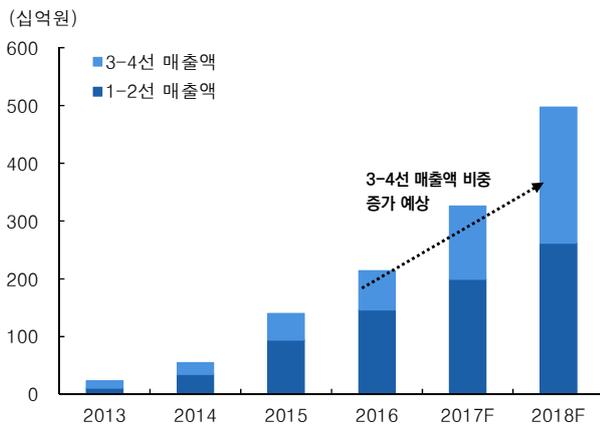
동사가 중국 성장 재개의 최대 수혜자인 이유는 4) 3-4선 도시 진출을 일찌감치 시작했다기 때문이다. 2012년 이전까지는 주로 1선 도시에 JV로 사이트를 설립했다. 외국인 투자 비율 제한 때문이었다. 홍콩 자회사 인수로 지분율 문제를 해결한 후에는 연결(100%) 사이트 위주로 출점했다. 그러나 이 시기부터 1선 상영관은 포화되어, 2선 이하 중심의 증설이 이루어졌다.

즉, 3-4선 지역 선점의 배경에는 1선 상영관 경쟁 심화와 2선 이하 지역의 상대적 비선호가 있었다. 자발적 결정은 아니었지만, 결과적으로 경쟁사보다 이른 시점에 3-4선 지역 1급지 상영관을 다수 확보했다. 그리고 현재 중국 시장 2차 성장은 중심축이 3-4선 도시로 넘어왔다. 이들 도시의 성장률은 1-2선 도시를 지속해서 아웃퍼폼하고 있다. 따라서 1-2선 도시 성장 둔화와 3-4선 도시 중심 시장 성장세는 동사의 상영관 포트폴리오에 유리하다.

현재까지 중국 합산 이익은 <14개의 JV 점포들이 1선 도시에서 거두는 안정적인 이익+ 연결 점포들이 내는 손실의 합산>이었다. 출점 후 영업 안정화에 소요되는 기간 때문에 33개 중 절반인 16개의 연결법인(분공사 기준)은 16년 연간 실적으로도 적자를 냈다. 2017년부터는 이익 구조가 나아진다. 현시점 연결 사이트 67개 중 정상화 기간(8개 분기로 가정)에 도달한 사이트들은 16년 말 약 34개에서 17년 말에는 약 65개로 증가한다. <JV 사이트 이익+ 연결 안정화 점포의 이익 증가>가 신규 출점, 초기 사이트 손실을 만회하는 구조가 된다.

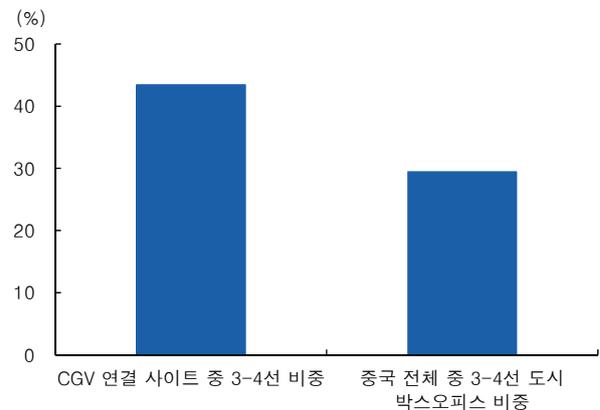
2017년 4분기부터는 이익 단에서도 연결법인(UVD 포함)이 JV를 앞지를 전망이다. 연결법인의 중국 이익 기여는 2016년 25.4%, 2017년 47.5%, 2018년 66.1%를 각각 예상한다.

그림 72. 도시 등급별 CGV 사이트의 매출액 변화



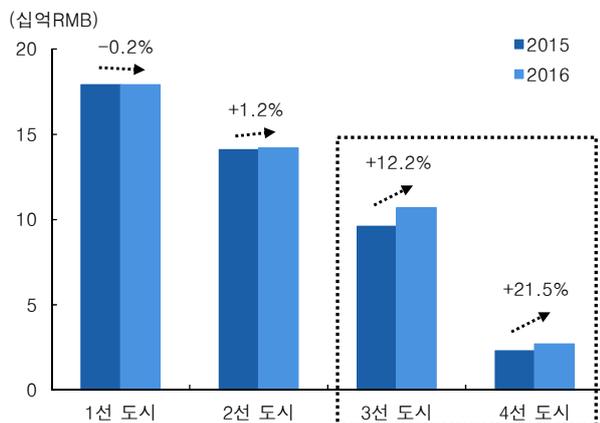
주: 신규 출점 사이트 70%가 3-4선 분포 가정 / 자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 73. CGV 연결 사이트 중 3-4선 사이트 비중



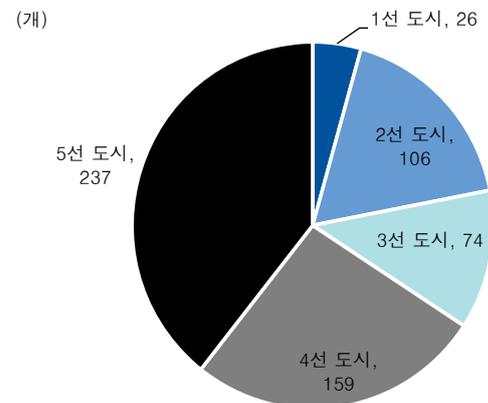
주: 도시 선급 판단은 인구 수 기반 자체 기준에 따름 / 자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 74. 도시 등급별 박스오피스 시장 매출액 변화



자료: 비상왕, 중국경제왕, 미래에셋대우 리서치센터

그림 75. 2015년 신규 건립 영화관 도시별 분포



자료: 중국경제왕, 미래에셋대우 리서치센터

투자 포인트 2: 극장 고급화 물 만났다, 4DX에 절호의 기회

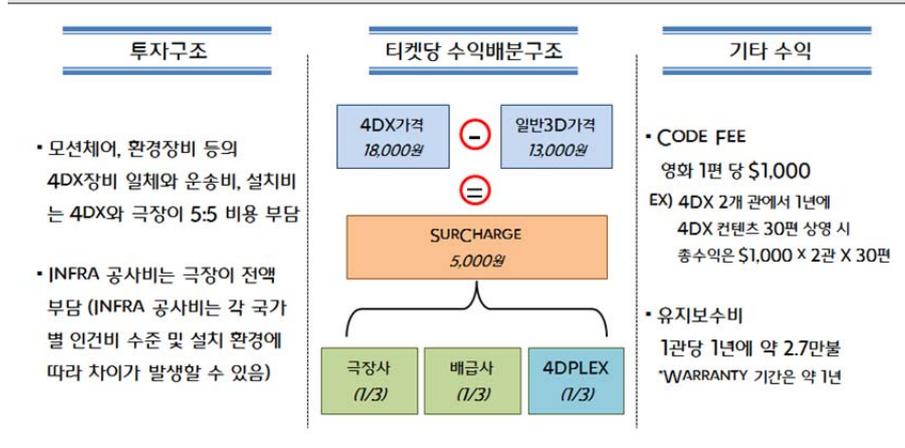
홈엔터테인먼트 기업의 오리지널 콘텐츠 투자가 거세다. 이들 콘텐츠 다수는 극장 개봉과 동시에, 혹은 아예 극장을 거치지 않고 자사 플랫폼에서 서비스된다. 극장 독점 상영 기간의 준폐 위기설도 나온다. 이에 대한 대안으로서 극장 차별화는 세계적인 움직임이다.

특화관 주도의 글로벌 극장 고급화 추세에서 동사는 자회사의 4D 상영관 브랜드 4DX라는 절호의 찬스를 가졌다. 4DX 상영관은 모션 시트와 특수 효과(바람, 빛, 안개, 향기, 진동, 물 등) 장비가 영화 내용과 싱크되어 작동한다. 한국보다 해외 시장에서 선호도가 높은 글로벌 신사업이다. 전세계적으로 특화관 수요는 IMAX, 돌비 등 전통적인 관람 경험(시청각) 극대화 방식에서 차세대 스크린, 몰입형 상영관 4D 등으로 더욱 진보하고 있다.

BM은 1) 장비 매출(판매, 유지보수)과 2) 장비의 매출(RS, 프로그래밍 수수료, 기타)이다. 장비 판매는 설치 총액(약 10억원)을 극장과 4DPLEX가 절반씩 부담한다. 극장 부담 몫을 매출로 인식(전액 원가)한다. 4DPLEX 부담 몫은 무형자산화 후 5년간 상각한다. 한편, 설치 2년 경과 시점부터 상영관당 매년 약 2.7만 US\$의 유지보수 매출액을 인식한다.

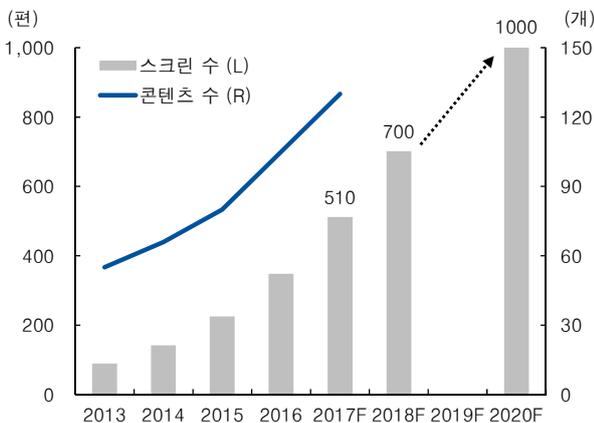
2) 장비의 매출 중 RS는 초과 매출액에 대한 3자간 배분이다. 4DX관 티켓 가격에서 일반 3D관 티켓 가격을 초과한 부분을 극장/배급사/포디플렉스가 3등분한다. 프로그래밍수료로는 편당 약 1천 US\$를 수취한다. 기타 부문에는 극장 내 각종 어트랙션 매출이 포함된다.

그림 76. 4DX 비즈니스 모델



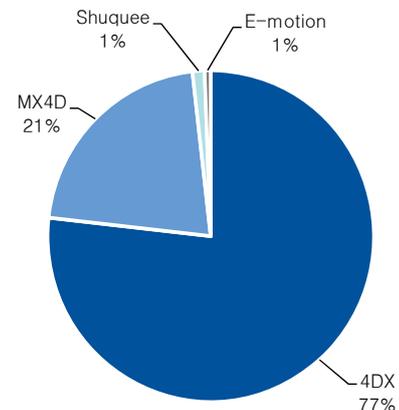
자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

그림 77. 4DX 글로벌 누적 스크린, 연간 콘텐츠 수 전망: 동반 성장세



자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

그림 78. 4D 관련 장비 사업자 시장 점유율



자료: IHS, 미래에셋대우 리서치센터

4DX 비즈니스는 세 가지 이유에서 긍정적이다. 극장의 진화 트렌드와 함께 1) 글로벌 초기 입점 성공 후에도 수주가 지속되고, 2) 4DX 포맷 콘텐츠의 공급이 여유있게 증가하며, 3) 상영관 확대 후 일정 기간이 지나면서 시설치 상영관이 이익 발생 구간에 진입했기 때문이다.

1) **수주 지속:** 17년말 누적 스크린 500개 이상을 구축할 전망이다. 중국에서는 17년 완다, SFC, Dadi 등 대형 체인에서 약 100개 상영관을 신규 오픈 예정이다. 이들과의 파트너십은 현재 진행형이다. 확장세는 가시성이 높다. 한편 중국 극장 증설의 중심이 1-2선 → 3-4선 도시로 내려왔다. 4DX 역시 시간차를 두고 선급을 달리하며 장기 수요가 유지될 수 있다.

일본도 좋다. 로컬 애니메이션 걸즈&판처 4DX의 기록적 흥행 이후 주요 영화관 체인이 상영관 도입에 적극적이다. 2010년 ‘아바타’로 세계적으로 3D가 각광받던 사례와 비슷하다.

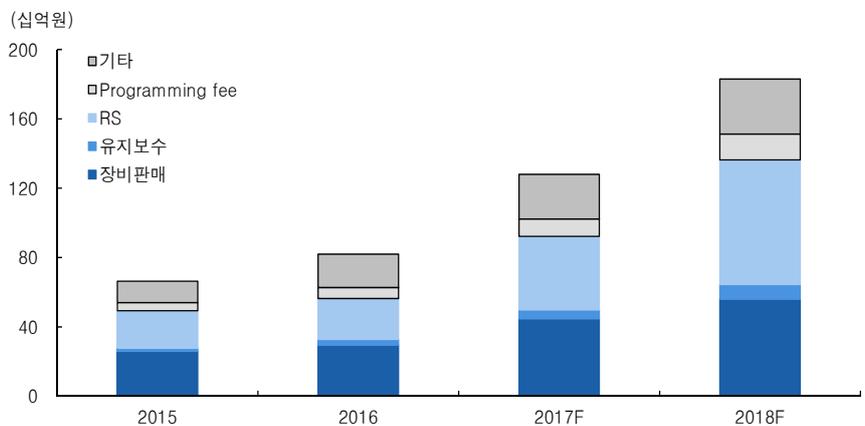
유럽/아메리카는 각국 초기 성과 확인 후 선별적 확장이 시작됐다. 진출 국가 수와 주요 타겟 국가 내 스크린 수가 함께 증가할 것이다. 영국, 멕시코 성공에 이어 프랑스, 노르웨이의 1위 극장 체인(Pathe, Nordisk)과 파트너십을 체결했다. 스크린 증가가 가속될 전망이다.

2) **콘텐츠 공급 증가:** 4D 콘텐츠 숫자는 2013년 55편에서 2016년 105편으로 증가했다. 2017년에는 130편 이상이 개봉할 전망이다. 동시에 따르면 스펙터클한 장면이 많은 할리우드大作뿐 아니라 로컬 영화들의 4DX 컨버팅 수요도 지속 증가하고 있다. 프로그래밍 소요 기간이 일주일 내외로 짧고, 아직은 비용이 낮게 책정돼있어 극장의 의사 결정이 쉽다. 물론 전체 콘텐츠 풀이 늘더라도 동시에 상영 가능한 4D 콘텐츠 수에 한계는 있다. 그러나 콘텐츠 옵션 증가는 콘텐츠 회전을 통해 재방문을 유발시킬 수 있다는 점에서 의미가 있다.

3) **이익 발생 구간 진입:** 초기 외형 상 장비 매출액 비중이 크다. 그러나 RS 매출액이 이익 연동성이 가장 높다. 따라서 규모의 경제가 중요한 사업이다. 기 설치 상영관의 RS 실적 반영됨에 따라 2017년 2분기부터 안정적인 흑자 기조를 유지할 전망이다. 2016년 4DPLEX 실적 턴어라운드도 RS 매출액과 기타 매출액 증가가 주 요인이었다고 추측한다.

2016년 RS 매출액은 전체 비용(원가+ 판관비)의 약 29%를 커버한 것으로 추정했다. 2017-2018년에는 동 수치가 35%, 47%까지 올라갈 것으로 전망한다. 4D 콘텐츠는 전통적 블록버스터 시즌인 2-3분기에 강하다. 콘텐츠 회전이 높고 매출이 많이 일어나는 이 시기에 RS 비중과 이익률이 높게 나타날 것으로 추정했다.

그림 79. 4DPLEX 부문별 매출액 추정



자료: 미래에셋대우 리서치센터

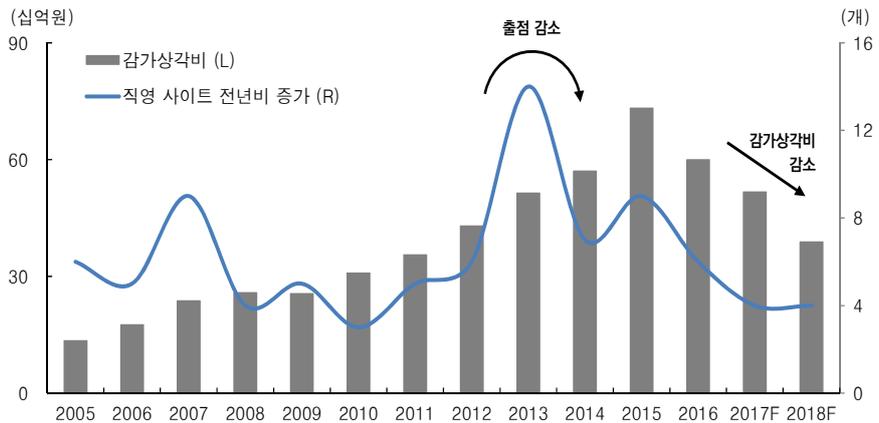
투자 포인트 3: 국내 사업 수익성 개선 돌입

현재는 국내 영화 관객 수 고성장을 기대하기 어려운 시기다. 규모 성장이 완만한 시장에서는 **출점을 통한 점유율 싸움보다, 기존점 시설 보수 및 고급화를 통한 가격 상승 전략 및 비용 효율화가 유효**하다. 필요한 것은 상영관 숫자보다 질이다. 동사 행보는 이에 부합한다. 신규 출점이 2013년 이후 소강 상태다. 경쟁사는 2015년 이후 이익률 하락을 무릅쓰고 출점을 늘리고 있다. 그러나 동사는 이에 맞대응 하지 않고 있다. 더불어 2014년 이후 전사적 비용 효율화 기조를 유지 중이다. 제한된 성장 속 수익성을 추구하는 스탠스를 긍정적으로 본다.

특히 두 가지 측면에서 수익성 개선 가능성이 높다. 1) **감가상각비가 구조적으로 감소**할 전망이다. 대규모 출점의 상각이 끝나는 2018년부터 이익률 본격 회복을 예상한다. 과거 동사는 1999년-2007년 출점 53개, 2011년-2015년 출점 50개(위탁 포함)로 공격적인 출점 시기를 겪었다. 자연히 비용 부담이 따랐지만, 스크린 성장이 관객 성장을 이끌던 시기였기에 이익률 훼손을 감내했다. 이제 시장이 성숙했다. 점포 수 대신 수익성이 올라올 차례다.

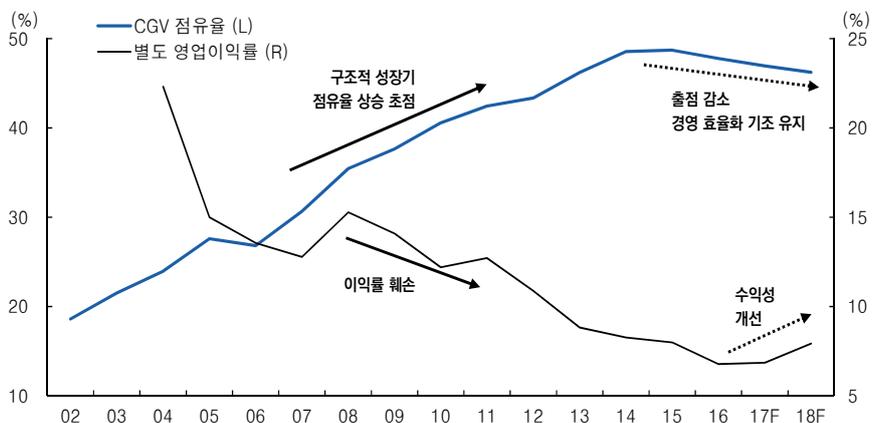
2) 추가적인 비용 효율화를 기대할 수 있는 부분은 인건비다. 동사는 지난 3년간 사이트 근무 직원 고용이 19% 증가했다. 직영 사이트 증가(31%)에 비해 적은 수치다. 이들은 전체 인건비 중 약 40%를 차지한다. 계속된 경영 효율화 기조를 가정해 연간 별도 인건비 상승을 연간 6-7% 수준에서 유지할 것으로 판단한다.

그림 80. 출점 수 감소세 전환 후 4년 경과, 감가상각비 하락 전망



자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

그림 81. 시장 성숙 단계 도달, 국내 사업 수익성 개선 예상



자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망

CJ CGV의 2017년 연결 매출액을 1.7조원(+ 21.3% YoY), 영업이익을 1,040억원(+ 47.8% YoY)을 각각 전망한다. 영업이익은 연결 시 발생하는 터키 인수 관련 PPA 상각 180억원을 반영한 수치다.

1) **중국 시장 성장 재개 가능성**이 높다. 외형과 수익성 동반 개선이 예상된다. 특히 **연결법인 이익 증가를 기대**한다. 개점 후 2년이 경과된 연결법인 숫자가 늘어난다. 한편, 수익성 측면에서 이미 안정된 JV 사이트는 전년과 비슷한 수준의 이익률을 전망했다.

2) **터키 영화 시장 성장 정상화**를 가정했다. 정치적 혼란과 테러 영향이 있기 전 5개년 평균 관객 증가율 10.6%를 하반기에 적용했다. 특히 성수기인 1분기 실적이 기대된다. 관객 수가 전년비 18.3% 증가했다. 2월 개봉한 로컬 시리즈 영화(Recep İvedik 5) 기여가 크다. 전편들(1-4편) 모두 개봉연도 흥행 1위를 기록한 인기 시리즈다. 배급 또한 마르스가 맡아 실적 연동성도 높다. 사상 최대 분기 실적을 기대할 수 있는 수준이다.

리라화 절하 지속 여부는 터키 터어라운드에도 또 하나의 변수다. 1분기 리라화 환율은 전년비 -24% 절하된 것으로 파악된다. 원화 실적 상승 탄력은 일시적으로 줄어들 수 있다.

2017년 동사 개별 매출액은 9,416억원(+ 3.0% YoY), 영업이익 645억원(+ 4.0% YoY)을 전망한다. 관람객 증가율 1.8%, 티켓 가격 상승률 2.5%를 가정했다. 2017년부터는 감가상각비 감소가 국내 사업의 이익률을 끌어 올릴 것으로 예상된다.

표 24. CJ CGV 별도 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 천명, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
매출액	204.1	201.8	288.4	220.3	217.8	204.2	305.7	213.9	896.8	914.6	941.6
상영	136.0	134.1	197.7	147.6	145.1	134.8	210.7	141.3	593.5	615.4	632.0
매점	36.7	34.5	51.7	37.3	39.7	35.0	55.6	35.8	153.8	160.2	166.1
광고	20.2	22.4	26.7	25.8	21.8	24.2	27.8	27.9	93.3	95.2	101.8
기타	11.3	10.8	12.3	9.5	11.1	10.1	11.6	8.8	56.1	43.8	41.7
영업이익	10.0	3.3	38.8	9.9	8.6	4.6	41.5	9.7	71.6	62.0	64.5
영업이익률	4.9	1.6	13.4	4.5	4.0	2.3	13.6	4.5	8.0	6.8	6.8
세전이익	10.3	11.3	26.7	-1.2	9.0	8.1	42.1	4.1	76.8	47.1	63.3
당기순이익	9.3	8.7	20.4	-1.2	7.0	6.4	32.8	3.2	57.7	37.3	49.4
순이익률	4.6	4.3	7.1	-0.5	3.2	3.1	10.7	1.5	6.4	4.1	5.2
YoY											
매출액	0.1	-0.2	4.1	3.1	6.7	1.2	6.0	-2.9	3.7	2.0	3.0
상영	1.2	0.6	4.1	8.6	6.7	0.6	6.6	-4.3	2.1	3.7	2.7
매점	2.8	4.1	3.4	6.5	8.2	1.5	7.4	-3.9	4.7	4.1	3.7
광고	1.3	3.6	8.6	-4.7	8.2	7.9	4.3	8.0	15.5	2.0	7.0
기타	-20.0	-23.4	-1.1	-39.1	-1.4	-5.9	-5.3	-6.9	1.6	-22.0	-4.8
영업이익	-50.0	-51.7	2.5	45.0	-13.9	40.0	7.1	-1.9	0.2	-13.4	4.0
당기순이익	-39.8	-0.5	-35.7	적전	-25.0	-27.0	60.8	흑전	-3.4	-15.1	1.0
주요 가정											
전국 관람객	49	45	72	50	52	45	75	49	217	217	221
CGV 관람객	24	22	34	24	25	21	35	23	106	104	104
CGV 점유율	48.1	48.1	47.2	48.1	47.4	47.0	46.7	46.7	48.7	47.8	46.9
YoY											
전국 관람객	-2.0	1.2	-0.9	1.7	5.7	0.0	3.5	-3.0	1.0	-0.1	1.8
CGV 관람객	-3.7	-2.1	-3.1	1.3	4.3	-2.3	2.5	-5.8	1.3	-2.0	0.0
CGV 점유율	-0.9	-1.6	-1.1	-0.2	-0.6	-1.1	-0.5	-1.4	0.1	-0.9	-0.8

자료: 미래에셋대우 리서치센터

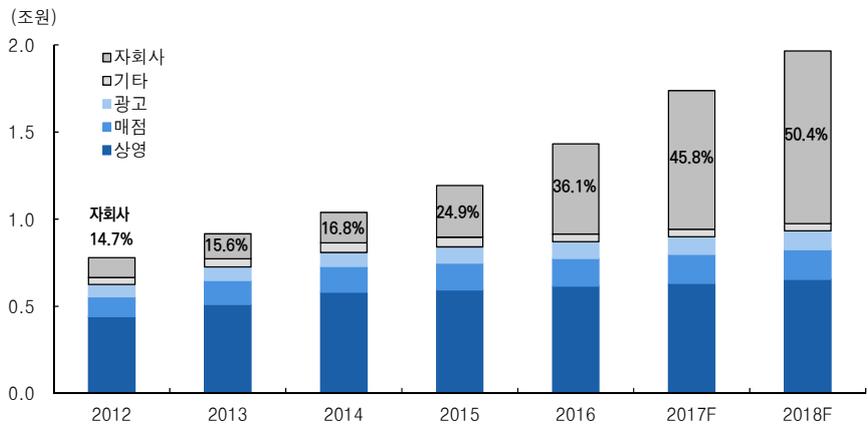
표 25. CJ CGV 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 백만명, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
매출액	314.3	314.6	422.1	381.2	433.0	393.3	487.2	423.5	1,193.5	1,432.2	1,737.0
별도(국내)	204.1	201.8	288.4	220.3	217.8	204.2	305.7	213.9	896.8	914.6	941.6
자회사	110.1	112.8	133.7	161.0	215.3	189.1	181.5	209.5	296.7	517.6	795.4
중국(연결법인)	69.5	56.4	58.0	57.0	77.3	86.7	90.0	90.0	162.6	240.9	344.0
터키	0.0	12.7	37.4	64.7	83.5	40.3	36.1	69.8	0.0	114.8	229.6
베트남	31.8	29.8	24.8	24.7	39.9	36.2	31.6	26.4	91.1	111.0	134.1
4DPLEX	17.4	21.5	21.9	21.2	25.9	35.9	33.4	34.4	66.3	82.0	129.6
영업이익	17.7	0.8	34.0	17.8	22.4	8.9	44.9	27.8	66.9	70.3	104.0
영업이익률	5.6	0.3	8.0	4.7	5.2	2.3	9.2	6.6	5.6	4.9	6.0
별도(국내)	10.0	3.3	38.8	9.9	8.6	4.6	41.5	9.7	71.6	62.0	64.5
자회사	7.7	-2.4	-4.8	7.9	13.7	4.3	3.4	18.1	-4.7	8.3	39.5
중국(연결법인)	1.5	1.7	-1.8	1.5	2.5	5.1	4.4	4.7	-4.1	2.9	16.7
터키	0.0	-0.7	-1.6	10.0	14.2	-1.4	-0.8	12.2	0.0	7.7	24.1
베트남	5.3	3.7	-0.3	2.9	4.5	4.0	0.6	2.2	8.9	11.6	11.3
4DPLEX	-1.8	0.4	2.9	1.4	-1.9	2.0	4.6	4.5	-1.9	2.9	9.3
세전이익	18.1	8.7	3.3	-12.1	15.3	4.6	37.5	4.7	72.8	18.0	62.0
당기순이익	13.7	4.5	0.5	-13.1	11.6	3.5	28.5	3.5	52.2	5.6	47.1
순이익률	4.4	1.4	0.1	-3.4	2.7	0.9	5.8	0.8	4.4	0.4	2.7
지배주주순이익	13.3	5.2	6.6	-12.8	10.4	2.7	27.7	2.9	51.9	12.3	43.7
YoY											
매출액	22.0	13.0	17.9	27.3	37.8	25.0	15.4	11.1	14.8	20.0	21.3
별도(국내)	0.1	-0.2	4.1	3.1	6.7	1.2	6.0	-2.9	3.7	2.0	3.0
자회사	105.8	48.0	64.7	87.6	95.4	67.6	35.7	30.2	69.8	74.4	53.6
중국(연결법인)	148.4	60.2	31.3	3.3	11.2	53.6	55.2	57.8	-	48.2	42.8
터키						217.0	-3.6	7.9	-	-	100.0
베트남	73.1	7.8	9.0	10.4	25.7	21.5	27.4	7.0	29.6	21.9	20.8
4DPLEX	68.9	23.6	17.7	6.0	48.7	67.0	52.6	62.0	16.7	23.7	58.0
영업이익	22.4	-90.1	-12.9	269.4	26.4	945.9	32.1	56.2	28.4	5.1	47.8
당기순이익	52.5	-62.4	-98.7	319.0	-15.2	-23.4	6,188.6	흑전	11.9	-12.4	21.9
주요 가정											
중국 관람객	419	303	335	316	411	449	462	417	1,261	1,374	1,739
CGV 점유율	2.5	2.7	2.8	2.8	3.0	3.1	3.2	3.4	2.2	2.7	3.2
터키 관람객	21	10	9	18	25	12	10	20	60	58	67
CGV 점유율	39.4	41.2	45.2	43.5	42.4	44.2	48.2	46.5	39.0	41.9	44.8

주: 점유율은 기간 평균치 / 자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 82. 연결 매출액 구조 변화: 자회사 비중 증가 지속



자료: 미래에셋대우 리서치센터

Valuation

CJ CGV에 대해 '매수' 의견과 목표주가 120,000원으로 분석을 개시한다. 기업 가치는 SOTP 방식으로 산정했다. 동사는 글로벌 다수 국가에서 영업 중인 극장 체인이다. 지역별 성장성, 경쟁 상황, 비즈니스 모델 차이를 감안해 각각의 실적에 서로 다른 배수를 적용했다.

- 1) 국내는 성숙기 시장(미국, 캐나다, 영국) 멀티플을 10% 할인했다. 가격 상승 여력이 상대적으로 크고, 홈엔터테인먼트로 인한 부정적 영향은 덜하기 때문이다.
- 2) 중국은 완다(중국 1위 사업자) 배수를 10% 할인했다. 완다는 잇따른 글로벌 극장 인수로 중국 실적 비중이 감소했다. 성장 잠재력이 희석된 셈이다. 또한 중국 성장 측은 3-4선 도시로 이동했다. 이를 감안하면 할인율은 낮지 않다. JV 사이트 실적은 50%만 반영했다.
- 3) 베트남은 영화 산업 신성장 시장의 강력한 1위 사업자다. 시장 성장률, 시장 내 입지가 태국 1위 극장 사업자 Major Cineplex와 유사하다고 판단해 해당 배수를 적용했다.
- 4) 4DPLEX는 IMAX China를 비교 대상으로 봤다. 양사 모두 중국 중심의 극장 설비판매업자다. 그러나 수익모델, 브랜드 파워 차이가 크다. 이를 고려해 해당 배수를 30% 할인했다.

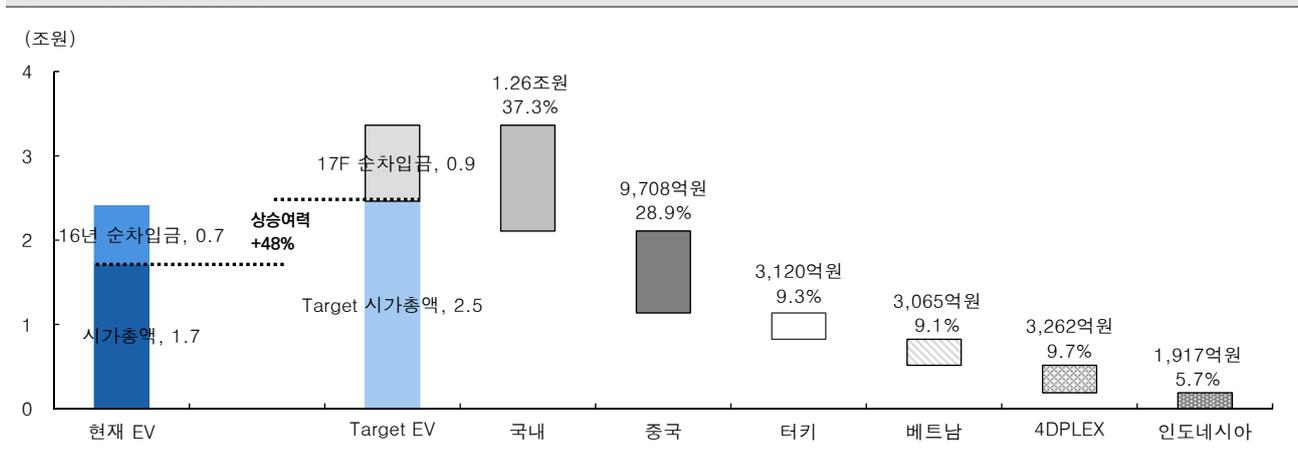
표 26. CJ CGV 적정 가치 산정

(십억원, x, %)

Valuation - EV/EBITDA (17F)		세부 내용
국내 법인 적정 EV (a)	1,255	
2017F EBITDA	116	
Target EV/EBITDA	10.8	성숙기 시장(미국, 캐나다, 영국) 멀티플 10% 할인
중국 법인 적정 EV (b)	971	
2017F EBITDA	46	JV 실적은 50%만 반영
Target EV/EBITDA	21.3	완다, SFC 평균 멀티플 적용
터키 법인 적정 EV (c)	312	인수 가치(7,960억원)에 지분을 39% 적용
베트남 법인 적정 EV (d)	307	
2017F EBITDA	22	
Target EV/EBITDA	13.9	Major Cineplex(태국) 멀티플 적용
4DPLEX 법인 적정 EV (e)	326	
2017F EBITDA	21	
Target EV/EBITDA	15.5	IMAX China 멀티플 20% 할인
인도네시아 법인 시장 가치 (f)	192	지분을 51% 적용
총 적정 EV (g)	3,362	(a)+(b)+(c)+(d)+(e)+(f)
연결 순차입금 (h)	898	
총 주주가치 (i)	2,464	(g)-(h)
적정주가 (원)	120,000	(i) / 주식 수, 반올림
상승여력 (%)	47.8	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 83. 자회사별 가치 평가



자료: 미래에셋대우 리서치센터

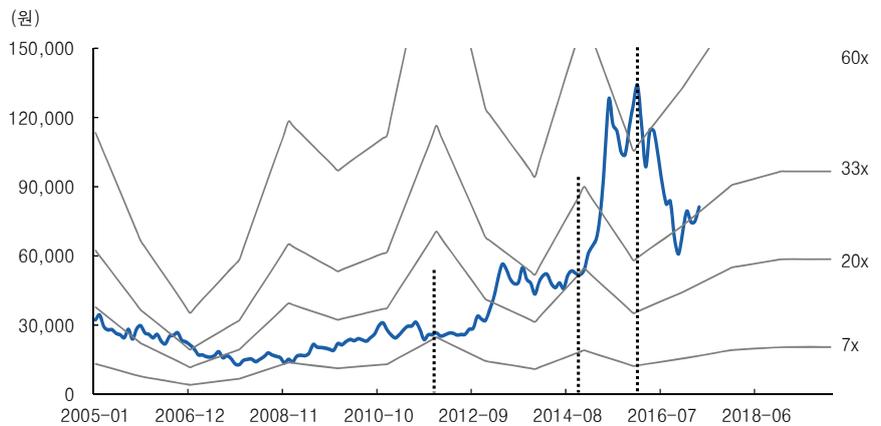
긴 시각에서 과거 동사의 valuation은 총 3번의 변화를 겪었다. 1) 2005년-2011년 말: **관람객 고성장(연평균 4.5%), 방화 제작력 상승, M&A를 통한 멀티플렉스 점유율 확대**로 요약되는 시기다. 동사 시장 점유율은 2004년 23.9%에서 40.9%로 확대됐다. 흥행작 여부와 전국 관람객 상황에 따라 별도 기준 P/E는 **10배-20배**를 기록했다.

2) 2012년-2014년 11월: 증가세가 멈춘 줄 알았던 **국내 시장 관객이 예상 외로 2년 연속 크게 증가**했다. 또한 홍콩 자회사를 통해 중국 시장에 직접 사이트를 운영할 요건을 만족시켰다. 베트남에서도 1위 극장 체인을 인수했다. **해외 사업 확장에 대한 기대감이 본격화** 됐다. P/E 배수는 국내 호조와 해외 기대감을 모두 반영하며 **20배 이상** 수준으로 올랐다.

3) 2014년 11월-2016년 1월: **국내 시장 성숙기에 진입**했다. 별도 실적이 역성장했다. 반면 **중국 시장은 폭발적으로 성장**했다. 특히 2015년의 48% 성장은 매우 이례적이었다. 이미 연평균 35%의 성장을 이룬 9년간 유지해 베이스가 높은 상태였다. 파급 효과도 컸다. **중국 연결법인 실적 적자에도 불구하고 동사 주가에도 큰 기대감이 반영**됐다.

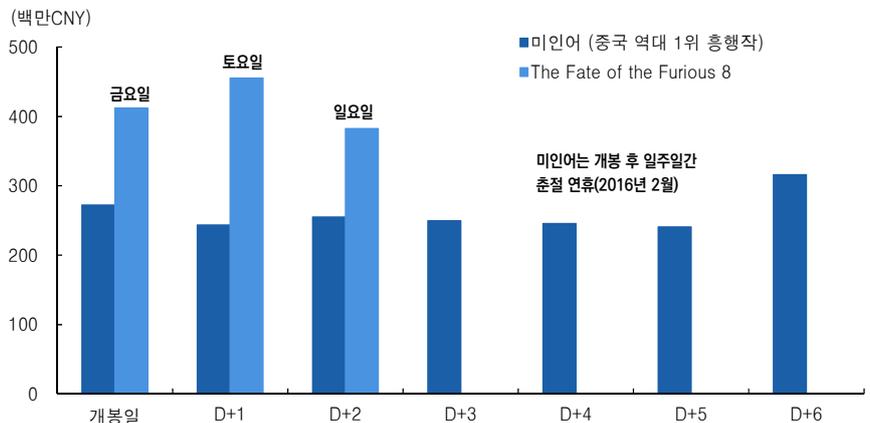
현 시점은 2016년 중국 부진에 따라 주가와 valuation이 급락한 상태다. 여전히 **주가 변수는 중국과 터키, 4DPLEX를 포함한 해외 성장성**이다. 동사는 성숙 시장인 국내의 안정된 실적을 바탕으로, 미리 신흥 시장의 비중을 늘려놓았다. 스크린 수 기준 해외 비중이 69%(국내 1,027개, 해외 1,896개)이다. 견조한 1분기 시장에 이어 2-3분기 기대되는 할리우드 라인업을 통해 중국, 포디플렉스 등 해외 실적 가시화 → 밸류에이션 상승을 기대한다.

그림 84. CJ CGV 별도 실적 기준 12개월 Forward P/E 추이



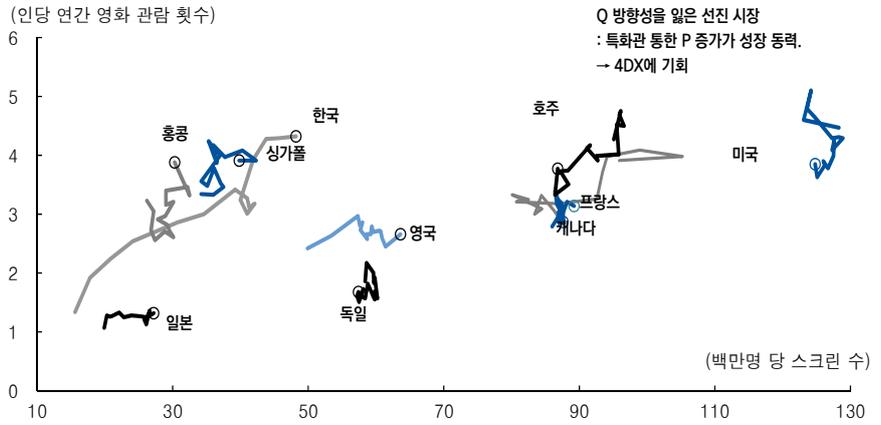
주: 컨센서스 실적 기준 / 자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 85. 영화별 일간 박스오피스: Furious 8 개봉 첫 주 흥행 대성공, 중국 시장 기대감 본격화 전망



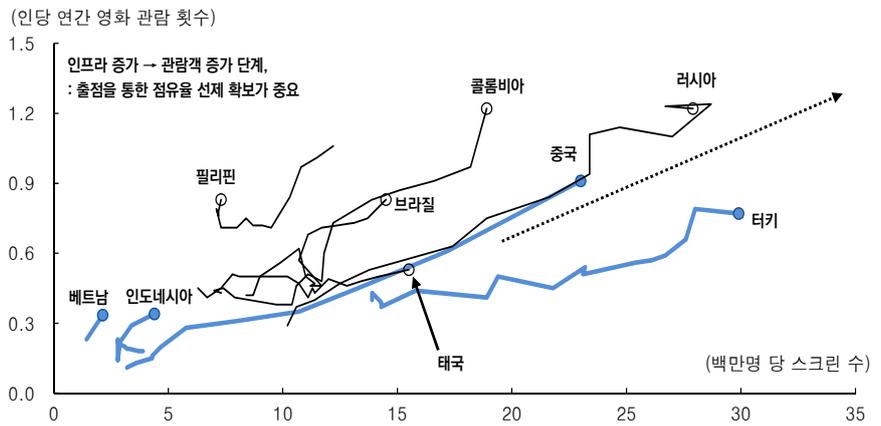
자료: China Box Office, 미래에셋대우 리서치센터

그림 86. 최근 10년 스크린-관람객 변화: 방향성을 잃은 선진 시장에서는 4DX가 기회



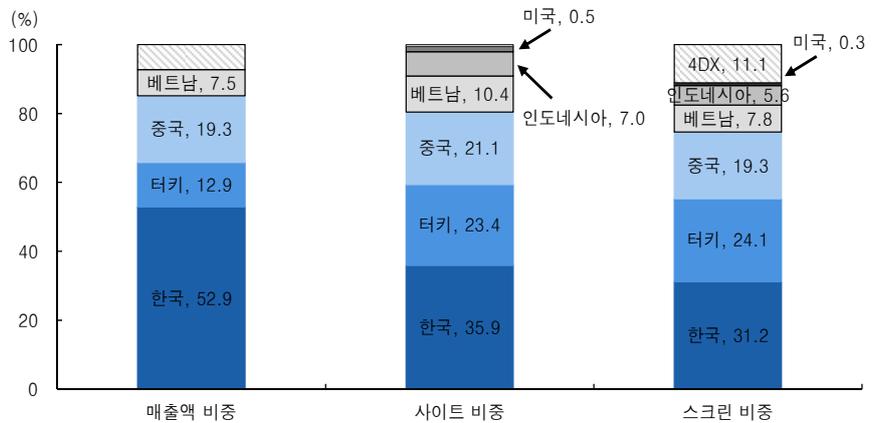
자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 87. 최근 10년 스크린-관람객 변화: 터키/중국/베트남/인니는 스크린 증가가 견인하는 성장 시장



자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 88. 지역별 CGV 상영관, 스크린 비중



주: 매출액은 2017년말 예상치, 사이트와 스크린은 2017년 3월말 기준
자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

미디어
영화산업, 다시 극장이다

CJ CGV (079160)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액	1,194	1,432	1,737	1,965
매출원가	602	703	834	932
매출총이익	592	729	903	1,033
판매비와관리비	525	659	799	885
조정영업이익	67	70	104	148
영업이익	67	70	104	148
비영업손익	6	-52	-42	-40
금융손익	-16	-32	-47	-48
관계기업등 투자손익	8	-6	-6	-6
세전계속사업손익	73	18	62	108
계속사업법인세비용	21	12	15	26
계속사업이익	52	6	47	82
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	52	6	47	82
지배주주	52	12	44	78
비지배주주	0	-7	3	4
총포괄이익	48	-133	47	82
지배주주	48	-38	15	25
비지배주주	0	-95	32	56
EBITDA	176	203	270	334
FCF	-40	-4	-49	21
EBITDA 마진율 (%)	14.7	14.2	15.5	17.0
영업이익률 (%)	5.6	4.9	6.0	7.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.4	0.8	2.5	4.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
유동자산	355	514	461	478
현금 및 현금성자산	139	200	143	156
매출채권 및 기타채권	138	174	175	178
재고자산	14	17	17	17
기타유동자산	64	123	126	127
비유동자산	1,062	2,028	2,183	2,319
관계기업투자등	77	48	49	51
유형자산	676	913	1,108	1,278
무형자산	115	893	851	815
자산총계	1,418	2,542	2,644	2,798
유동부채	447	815	867	932
매입채무 및 기타채무	192	276	306	344
단기금융부채	126	367	369	372
기타유동부채	129	172	192	216
비유동부채	526	806	817	831
장기금융부채	453	704	704	704
기타비유동부채	73	102	113	127
부채총계	972	1,621	1,684	1,763
지배주주지분	421	373	410	480
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	328	330	366	437
비지배주주지분	24	547	550	554
자본총계	445	920	960	1,034

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	152	188	271	341
당기순이익	52	6	47	82
비현금수익비용가감	145	209	224	255
유형자산감가상각비	78	102	125	150
무형자산상각비	31	31	42	36
기타	36	76	57	69
영업활동으로인한자산및부채의변동	-18	10	58	73
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-18	-2	-2
재고자산 감소(증가)	-3	-2	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-14	54	13	16
법인세납부	-19	-16	-15	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	-227	-835	-321	-322
유형자산처분(취득)	-192	-190	-320	-320
무형자산감소(증가)	-14	-18	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	-12	-1	-2
기타투자활동	-17	-615	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	107	705	-5	-5
장단기금융부채의 증가(감소)	106	492	2	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-7	-7	-7	-7
기타재무활동	8	220	0	0
현금의 증가	31	60	-56	13
기초현금	109	139	200	143
기말현금	139	200	143	156

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16	12/17F	12/18F
P/E (x)	51.3	120.7	39.3	22.1
P/CF (x)	13.5	6.9	6.3	5.1
P/B (x)	6.3	4.0	4.2	3.6
EV/EBITDA (x)	17.6	14.1	11.7	9.4
EPS (원)	2,455	583	2,067	3,681
CFPS (원)	9,322	10,153	12,828	15,935
BPS (원)	19,899	17,654	19,371	22,702
DPS (원)	350	350	350	350
배당성향 (%)	14.2	131.7	15.7	9.1
배당수익률 (%)	0.3	0.5	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	14.9	19.9	21.3	13.1
EBITDA증가율 (%)	30.4	15.3	33.0	23.7
조정영업이익증가율 (%)	28.8	4.5	48.6	42.3
EPS증가율 (%)	211.9	-76.3	254.5	78.1
매출채권 회전을 (회)	10.7	10.7	11.5	12.8
재고자산 회전을 (회)	96.9	94.2	102.7	114.9
매입채무 회전을 (회)	6.9	7.0	6.7	6.7
ROA (%)	3.9	0.3	1.8	3.0
ROE (%)	12.9	3.1	11.2	17.5
ROIC (%)	6.9	1.8	4.4	6.4
부채비율 (%)	218.4	176.1	175.4	170.4
유동비율 (%)	79.5	63.1	53.2	51.3
순차입금/자기자본 (%)	92.3	89.8	92.1	84.4
조정영업이익/금융비용 (x)	3.5	2.0	2.0	2.9

자료: CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

제이콘텐트리 (036420)

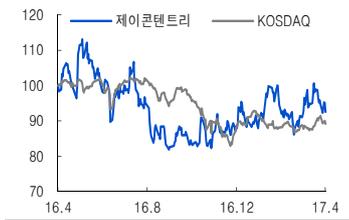
에이스들만 남았다

미디어

(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	5,000
현재주가(17/04/14, 원)	3,980
상승여력	26%

영업이익(17F, 십억원)	39
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	48
EPS 성장률(17F, %)	25.1
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.8
P/E(17F, x)	18.9
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSDAQ	618.24
시가총액(십억원)	454
발행주식수(백만주)	114
유통주식비율(%)	66.5
외국인 보유비중(%)	2.2
베타(12M) 일간수익률	1.01
52주 최저가(원)	3,520
52주 최고가(원)	4,860

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.9	11.3	-7.4
상대주가	0.2	19.7	3.8



'종합' 미디어 그룹 → '우량' 미디어 그룹

제이콘텐트리는 중앙일보 계열 종합 미디어그룹으로 '11년 이후 극장/방송/잡지/신문/문화 사업을 영위해왔다. '16년 말까지 핵심부문인 1) 극장 사업 지분율을 끌어 올렸고 2) Qtv를 이관해 방송 사업을 콘텐츠 중심(제작/유통)으로 재편했다. 또한 3) 잡지/신문/공연 등 적자 사업 모두를 과감히 정리했다. '17년부터는 효율화를 마친 우량 미디어 그룹 중심에 자리한다. 적자사업 청산을 통한 1) 주력사업 투자 확대, 2) 전사 수익성 개선이 동사 투자 포인트다.

멀티플렉스: 성장의 중심으로

멀티플렉스 부문이 성장 동력으로 바뀌었다. '11년 인수 이후 줄곧 수익성을 추구하는 캐시 카우였는데, 1) '15년 이후 규모 확장에 본격 나섰다. 공격적 출점은 '21년까지 지속될 전망이다. 특히 '18년까지는 수도권 주요 지역 중심으로, 신세계와 파트너십에 기반해 출점한다. 2) 사업 영역도 확장된다. 투자배급업을 키워 자사 플랫폼, IP 사업과 시너지를 내고자 한다. 최근 동사 투자배급 영화는 관객 증가세가 뚜렷하다. 배급 영화 숫자도 지속 증편 예정이다.

수익성 훼손, 시장 성숙, 배급경쟁 심화에 따라 확장에 대한 우려감도 있다. 그러나 장기적인 득이 큰 결정이다. 1) 배급사업 확대, 2) 미래 콘텐츠 투자 증액 대비를 위한 중요한 한 발이다.

방송: 든든한 JTBC, 제작과 유통 모두 강화

방송 콘텐츠 IP 투자도 확대된다. 수익성 중심에서 대작 중심으로 투자 색깔이 바뀔 전망이다. 규모는 '17년 9편, 120억원 → '19년 20편, 300억원으로 늘릴 계획이다. JTBC뿐 아니라 외부 방송사 드라마에도 투자 집행 예정이다. 제작/유통/플랫폼과 장기 시너지를 기대한다.

실적 개선 가능성도 높다. 1) JTBC 드라마 슬롯 증가로 인한 동사 제작 증편은 실적 개선의 명확한 포인트다. 이는 유통 매출 증가로도 이어져, 양질의 이익(제작+유통수익) 성장을 만든다. 최근 2) 중편방송 VOD 가격 인상(3월 27일)도 긍정적이다.

실적 전망 및 Valuation

제이콘텐트리에 대해 '매수' 의견, 목표주가 5,000원을 제시한다. 멀티플렉스와 방송 각 부문의 가치를 구해 합산했다. '17년 예상 P/E 기준으로는 22.5배에 해당한다. 1) 체질 개선 → 주력 사업 투자 확대 → 콘텐츠 기반 시너지, 2) 메가박스 출점 및 JTBC 수주 증가 → 외형 성장에 주목한다. 양질의 콘텐츠를 장기적, 지속적으로 제작하기 위해서 구조를 다지고 있다. 주력 사업만을 남긴 미디어 기업의 장기 밸류체인 시너지를 기대한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	380	369	306	335	361	401
영업이익 (십억원)	38	36	33	29	39	41
영업이익률 (%)	10.0	9.8	10.8	8.7	10.8	10.2
순이익 (십억원)	-10	0	11	19	24	25
EPS (원)	-139	-1	128	169	211	220
ROE (%)	-11.1	-0.1	15.0	26.3	25.1	20.8
P/E (배)	-	-	43.9	22.9	18.9	18.1
P/B (배)	2.8	2.3	9.5	5.0	4.0	3.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

멀티플렉스 투자 확대, 장기 관점에서 긍정적

‘15년부터 동사 멀티플렉스 부문은 본격적인 규모 확장에 나서고 있다. 연간 4개 내외였던 출점 수가 ‘15년 12개, ‘16년 11개로 늘었다. 점유율은 ‘15년 17.7% → ‘16년 18.7%로 증가했다. ‘16년 전국 관객 감소(-0.1% YoY)에도 신규 출점 확대로 동사 관객 수는 5.8% 증가했다.

메가박스 확장은 장기적인 득이 크다. 동사는 1) 배급 사업을 확대 전개할 예정이다. 이를 위해 자사 플랫폼 규모 확대가 유리하다. 현재 4대 배급사 중 CJ와 롯데는 자사 계열 극장을 보유 중이다. 쇼박스는 전업 투자배급사로 자리잡기 전까지는 메가박스의 주인이었다. NEW는 극장 필요성을 절감해, 상영관 투자 의사(‘17년 5개)를 밝힌 상태다.

치열한 배급 경쟁 속에서도 동사 작품 흥행 주기는 짧아지고 있어 긍정적이다. 업력과 경쟁력이 함께 쌓이고 있다. ‘16년 ‘설특’(127만)과 ‘동주’(117만) 흥행에 이어, ‘17년 연초부터 ‘너의 이름은’(362만)을 성공시켰다. 자사 플랫폼 강화는 배급사업에 든든한 지원군이다.

2) 미래 증가할 콘텐츠 투자 재원 확보를 위해서 지금 집행해야만 하는 선투자다. 콘텐츠 제작은 자본력이 필수다. 안정적 제작 지원을 위해서는 수익성보다 전사 이익 규모(투자 여력)가 더욱 중요하다. 동사는 IP 투자로부터 드라마/예능/영화 포맷 전반에 이르는 시너지를 얻고자 한다. 수익성 감소를 감내하고 미래의 현금 흐름을 증가시킬 유인이 장기 계획 상 분명하다.

드라마 편성 확대(JTBC), 국내의 공동 제작, 영화 배급사업 확대 등은 중장기적인 IP 투자 증액 가능성을 내포한다. IP를 둘러싼 외부 환경도 자본력 요구가 강해지고 있다. 포맷 종류를 막론하고 콘텐츠 제작비는 상승 추세다. 이중 IP 교차 활용 증가로 외부 IP 평가 가치도 오르고 있다. ‘비싸지는’ IP 비용은 동사가 메가박스 확대를 선택한 또 하나의 이유로 본다.

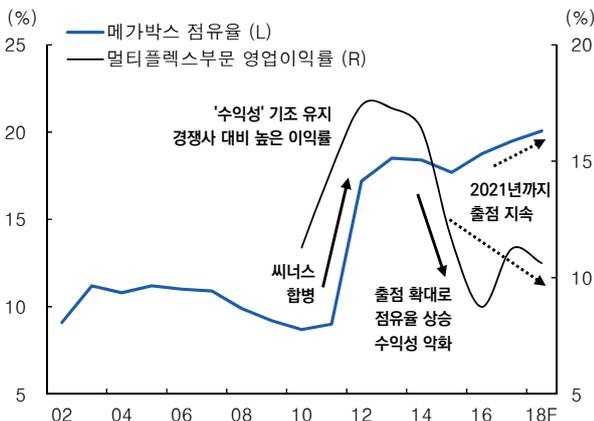
수익성 악화는 불가피, 그러나 장기 시너지 스토리에 주목

확장 기조는 지속될 전망이다. 동사는 ‘21년까지 연간 10여개 사이트 오픈 예정(‘17년 15개)이다. 기존 경쟁사 극장(계약만료 시)을 전환 유치하고, 자사 위탁점도 직영 전환한다는 계획이다. 신세계와 파트너십을 기반으로 출점이 이어지고 있어 계획은 가시성이 높다.

출점 증가가 외형 성장과 더불어 수익성 악화(14년 16.4%→16년 8.7%)를 야기한 것은 사실이다. 기존 높은 이익률(15% 이상 vs. 경쟁사 10%)은 메가박스의 강점이었기에, CAPEX 증가와 각 출점 사이트들의 초기 영업 부진은 투자 심리를 악화시킬 수 있다. 관객 성장세가 멈춘 현 시점, 국내 영화 시장 관객 성장성을 높게 보기 어려운 점도 우려스럽다.

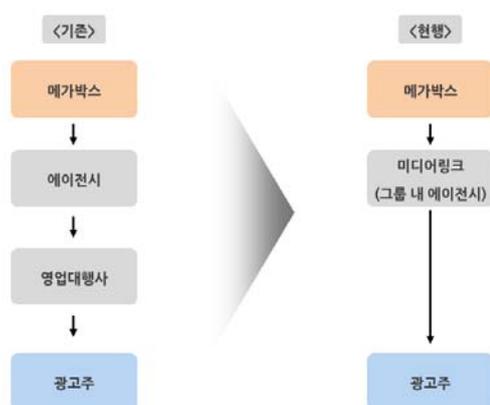
그러나 여전히 전사 차원에서의 장기 계획에 부합한다는 점에 주목한다. 콘텐츠 제작 지원을 위한 이익 규모 증대가 목적인 동사에게 메가박스는 확실한 투자안이다. 단기 수익성 훼손보다 장기 콘텐츠 경쟁력의 상승 신호에 더욱 주목해야 한다.

그림 92. 멀티플렉스 부문 초점 이동: 수익성 → 규모



자료: 제이콘텐츠리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 93. 광고 중개 구조 변경으로 수수료 소폭 효율화 가능



자료: 제이콘텐츠리, 미래에셋대우 리서치센터

방송 사업: 제작-방송-유통 다 있다

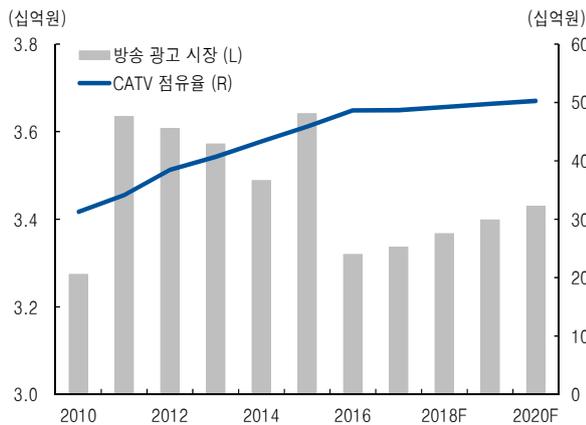
자회사 JTBC콘텐츠허브가 동사 방송사업을 담당한다. 그룹 계열사 채널 JTBC의 프로그램 방영 전(제작)과 후(유통)에 걸쳐 관여한다. 제작부문(드라마하우스, 매출 비중 73%)은 JTBC와 공중과 3사 방송용 프로그램을 제작하고, 제작비를 수취한다. 유통부문(허브, 27%)은 JTBC 방영 콘텐츠를 온라인과 국내외 플랫폼(방송 채널, VOD, 앱방송, N스크린 등 포함) 유통한다. 유통 관련 수익은 방송사 36%, 유통사 24%, 제작사 40%로 각각 나눈다.

방송 실적은 JTBC 성과에 연동되며 전체 방송 광고 시장 규모와도 관련있다. JTBC향 프로그램 제작/유통 비중이 절대적이기 때문이다. 계열사 채널 JTBC는 최근 3년 동사 제작 드라마 14편 전부를 방영했다. 전체 JTBC 드라마 슬랏 중에는 73.7%가 동사 콘텐츠였다.

투자포인트는 JTBC 드라마 편성 확대에 기반한 실적 성장이다. JTBC 채널은 최근 예능과 뉴스 프로그램 경쟁력이 높다. '17년에는 드라마 경쟁력 확보를 꾀하고 있다. 현재 주 1개(금/토)인 드라마 슬랏을 하반기 2-3개로 늘릴 예정이다. 연간 배정 편수로는 7편에서 10편으로 증가한다(8월부터 2개 가정). 동사는 이 중 8편을 제작할 것으로 전망한다.

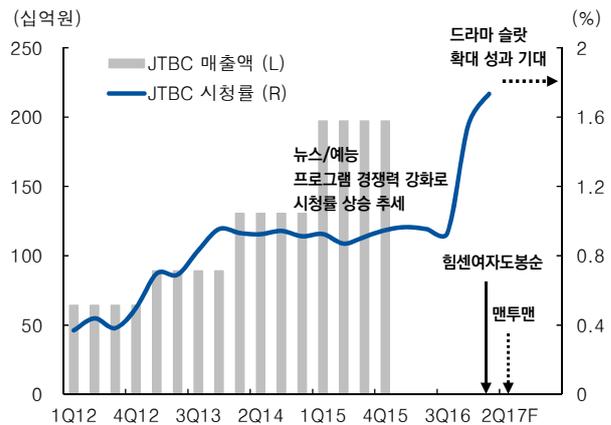
편성 확대는 콘텐츠 유통량을 늘린다. 드라마는 특히 VOD 구매 성향이 높은 장르다. 따라서 제작과 유통을 겸하는 동사에는 외형과 수익성 양면 모두 긍정적이다. 국내외관권 매출액은 JTBC콘텐츠허브에 선 인식 후 방송사와 제작사로 다시 분배되기 때문이다. 즉, 방송사 몫 36%를 제외한 유통과 제작 지분이 모두 동사에 귀속되는 고마진 사업이다.

그림 94. 국내 방송 광고 시장 전망



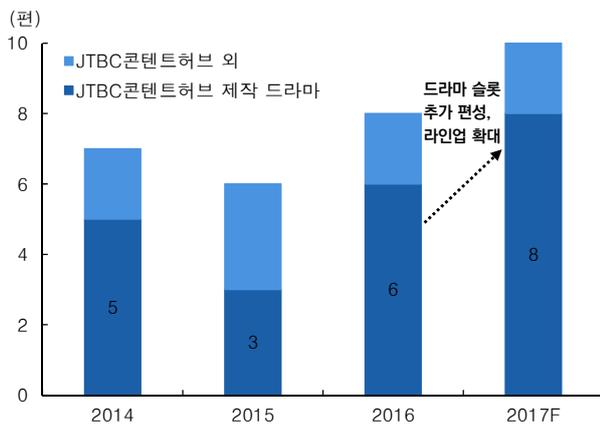
주: CATV에 종합편성채널, SO를 포함
자료: 제일기획, 닐슨미디어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 95. JTBC 사업 성과: 시청률 상승세 지속



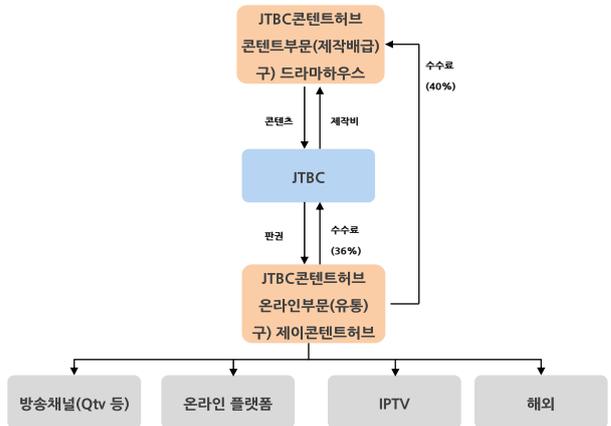
주: JTBC 매출액은 해당연도 연간 매출액
자료: JTBC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 96. JTBC 방영 드라마 중 JTBC콘텐츠허브 제작 작품 수



주: 방영 시작일 기준 / 자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 97. 방송 사업 비즈니스 구조



자료: 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망

2017년 매출액 3,562억원(+ 6.3% YoY), 영업이익 322억원(+ 11.1% YoY)을 전망한다. 멀티플렉스는 매출액 2,699억원(+5.8% YoY), 영업이익 226억원(+ 1.5% YoY)이 예상된다. 전체 매출액의 75.8%, 영업이익의 70.4%에 해당한다. 전국 관람객과 메가박스 관람객은 각각 1.8%, 5.7% 성장을 가정했다. 시장 성장 둔화에도 점유율을 늘리며 외형을 키울 것이다. 방송 사업은 매출액 945억원(+ 13.5% YoY), 영업이익 95억원(+ 13.2% YoY)을 전망한다. JTBC 시청률 상승, 드라마 배정 편수 확대 → 드라마 제작 및 콘텐츠 유통 확대를 고려했다. 2월 24일부터 방영 중인 동사 제작 드라마 ‘힘쎈여자 도봉순’이 4월 15일 종영했다. 시청률 10%를 돌파하며 연초부터 좋은 성과를 보여주었다. JTBC 드라마 강화를 기대한다.

표 27. 제이콘텐트리 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 백만명, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
매출액	92	80	106	58	76	77	109	99	350	335	361
멀티플렉스	64	51	78	61	60	56	87	67	232	255	270
상영	33	33	49	35	37	34	56	38	143	150	165
매점	10	10	15	11	11	10	17	11	43	45	49
광고	7	7	11	8	8	7	12	8	32	33	36
기타	14	2	4	8	3	5	1	9	14	28	19
방송	19	19	18	26	18	23	24	35	84	83	100
매거진	9	10	10	-28	0	0	0	0	45	1	0
기타(문화사업 등)	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
영업이익	12	2	15	0	6	7	17	8	31	29	39
영업이익률 (%)	13.1	2.2	14.6	-0.4	8.4	9.6	15.7	8.3	9.0	8.6	10.8
멀티플렉스	11	2	15	-7	4	5	15	5	27	22	28
MPP	3	2	2	2	2	3	2	4	4	8	10
매거진	-2	-2	-2	4	0	0	0	0	0	-1	0
기타(문화사업 등)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
세전이익	8	1	15	10	6	7	18	6	28	35	37
당기순이익	7	-1	12	4	5	6	14	4	18	22	29
순이익률 (%)	7.2	-1.2	11.6	7.6	6.1	7.1	13.1	4.3	5.2	6.7	7.9
지배주주순이익	5	-2	11	4	3	3	13	4	11	18	23
YoY											
매출액	14.5	2.5	2.6	-34.6	-16.9	-3.0	2.7	71.1	-11.3	-4.2	7.8
멀티플렉스	21.1	6.3	9.3	3.9	-6.3	9.0	11.3	8.8	-0.1	10.0	5.8
MPP	1.6	-13.1	-21.1	37.7	-4.6	19.9	28.3	32.1	-14.6	-0.5	20.0
매거진	-10.6	-12.9	-2.2	적전	-	-	-	-	-13.1	-97.0	-
기타(문화사업 등)	-	-	-	-	-	-	-	-	-93.9	-	-
영업이익	596.8	-82.2	30.6	적전	-46.6	320.4	10.3	흑전	-9.8	-7.8	34.9
당기순이익	218.8	적전	41.2	1,839.6	-29.5	흑전	15.3	-3.1	41.0	23.6	27.8
주요 가정											
전국 관람객	49.5	45.1	72.4	50.0	52.3	45.1	74.9	48.5	217.3	217.0	220.8
메가박스 관람객	9.0	8.5	13.7	9.5	10.1	8.7	14.6	9.5	38.4	40.7	43.0
메가박스 점유율	18.1	18.8	18.9	19.1	19.2	19.4	19.5	19.7	17.7	18.7	19.5
YoY											
전국 관람객	-2.0	1.2	-0.9	1.7	5.7	0.0	3.5	-3.0	1.0	-0.1	1.8
메가박스 관람객	-0.4	9.8	6.4	7.9	12.2	3.3	6.8	0.0	-2.8	5.8	5.7
메가박스 점유율	0.3	1.5	1.3	1.1	1.1	0.6	0.6	0.6	-0.7	1.1	0.7

자료: 미래에셋대우 리서치센터

Valuation

제이콘텐츠리에 대해 '매수' 의견과 목표주가 5,000원을 제시한다. 멀티플렉스와 방송 사업 부문 각각의 가치를 구해 합산했다.

멀티플렉스는 미국, 캐나다, 영국에서 극장이 평가받는 배수를 참고했다. 국내 영화 시장은 성숙기로 이들 선진 시장과 성장 단계가 유사하기 때문이다. 방송 부문은 JTBC콘텐츠허브와 사업 내용이 유사한 SBS콘텐츠허브의 과거 배수를 참고했다. 이 시기는 동사 방송 부문과 영업이익률이 비슷했던(10-15%) 시기다.

동사 주가 변수는 단기적으로는 멀티플렉스와 방송사업 양 부문의 외형 성장이다. 특히 극장 출점 → 점유율 확대 탄력에 대한 관심이 필요하다. 중장기적으로는 IP 시너지 발생 여부다. IP 투자의 성과물은 드라마 제작 단에서 가장 먼저 나타난다. 현 시점에서는 동사 제작 드라마 흥행 성공률과 유통 매출 성장 탄력이 장기 판단에 단서가 될 수 있다.

표 28. 제이콘텐츠리 적정 가치 산정

(십억원, x)

Valuation - P/E (17F)	세부 내용	
멀티플렉스부문		
메가박스 가치	509.7	
지분을 적용	499.0	동사 지분을 97.9%
17F NP	23.4	
Target P/E	21.8	선진 영화 시장 내 극장 사업자 평균
방송사업부문		
총 가치	100.5	
지분을 적용	42.6	동사 지분을 42.4%
17F 순이익	8.1	
Target P/E	12.3	SBS콘텐츠허브 2011-2013년 평균 P/E
적정 시가총액	541.7	
목표주가	5,000	반올림 적용
상승여력 (%)	25.9	

주: 선진 시장 극장 사업자는 AMC/Regal/CINEMARK(미), CINEPLEX(캐나다), CINEWORLD(영)

자료: 미래에셋대우 리서치센터

제이콘텐츠리 (036420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액	306	335	361	401
매출원가	140	153	172	194
매출총이익	166	182	189	207
판매비와관리비	133	154	151	166
조정영업이익	33	29	39	41
영업이익	33	29	39	41
비영업손익	-3	6	-2	-2
금융손익	-5	-1	11	15
관계기업등 투자손익	2	7	0	0
세전계속사업손익	30	35	37	39
계속사업법인세비용	10	9	8	9
계속사업이익	20	26	29	30
중단사업이익	0	-3	0	0
당기순이익	20	22	29	30
지배주주	11	19	24	25
비지배주주	8	3	5	5
총포괄이익	31	25	29	30
지배주주	23	22	29	31
비지배주주	8	3	0	0
EBITDA	50	43	60	65
FCF	7	-73	47	24
EBITDA 마진율 (%)	16.3	12.8	16.6	16.2
영업이익률 (%)	10.8	8.7	10.8	10.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.6	5.7	6.6	6.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
유동자산	98	136	196	222
현금 및 현금성자산	33	55	57	73
매출채권 및 기타채권	38	38	65	70
재고자산	14	23	40	43
기타유동자산	13	20	34	36
비유동자산	358	414	476	497
관계기업투자등	11	1	1	1
유형자산	137	213	228	241
무형자산	77	76	76	75
자산총계	456	550	672	719
유동부채	313	330	402	414
매입채무 및 기타채무	38	56	96	103
단기금융부채	222	235	239	240
기타유동부채	53	39	67	71
비유동부채	65	96	117	121
장기금융부채	37	66	66	66
기타비유동부채	28	30	51	55
부채총계	378	425	519	535
지배주주지분	62	84	108	133
자본금	57	57	57	57
자본잉여금	-51	-51	-51	-51
이익잉여금	49	69	93	118
비지배주주지분	16	41	46	51
자본총계	78	125	154	184

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	23	18	83	60
당기순이익	20	22	29	30
비현금수익비용가감	38	16	10	9
유형자산감가상각비	12	13	21	23
무형자산상각비	5	1	1	0
기타	21	2	-12	-14
영업활동으로인한자산및부채의변동	-22	-5	33	6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	8	-7	-22	-4
재고자산 감소(증가)	-5	-10	-17	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-11	26	7	1
법인세납부	-8	-12	-8	-9
투자활동으로 인한 현금흐름	-15	-44	-85	-45
유형자산처분(취득)	-16	-91	-36	-36
무형자산감소(증가)	-4	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	7	10	-49	-9
기타투자활동	-2	38	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-26	48	5	1
장단기금융부채의 증가(감소)	70	40	5	1
자본의 증가(감소)	-75	0	0	0
배당금의 지급	-5	0	0	0
기타재무활동	-16	8	0	0
현금의 증가	-18	23	2	16
기초현금	51	33	55	57
기말현금	33	55	57	73

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16	12/17F	12/18F
P/E (x)	43.9	22.9	18.9	18.1
P/CF (x)	8.6	11.4	11.8	11.5
P/B (x)	9.5	5.0	4.0	3.3
EV/EBITDA (x)	17.6	16.9	12.3	11.3
EPS (원)	128	169	211	220
CFPS (원)	650	340	339	345
BPS (원)	592	780	991	1,211
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-17.1	9.5	7.8	11.1
EBITDA증가율 (%)	-13.8	-14.0	39.5	8.3
조정영업이익증가율 (%)	-8.3	-12.1	34.5	5.1
EPS증가율 (%)	-	32.0	24.9	4.3
매출채권 회전을 (회)	7.1	10.2	8.5	7.2
재고자산 회전을 (회)	28.3	17.8	11.4	9.7
매입채무 회전을 (회)	9.1	14.6	12.1	10.5
ROA (%)	4.2	4.5	4.7	4.4
ROE (%)	15.0	26.3	25.1	20.8
ROIC (%)	10.1	8.2	10.0	10.8
부채비율 (%)	482.9	340.1	337.5	290.7
유동비율 (%)	31.4	41.4	48.8	53.6
순차입금/자기자본 (%)	283.9	193.6	158.0	123.4
조정영업이익/금융비용 (x)	3.4	3.1	5.5	5.7

자료: 제이콘텐츠리, 미래에셋대우 리서치센터

쇼박스 (086980)

흥행도 습관

미디어

(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	6,300
현재주가(17/04/14, 원)	5,220
상승여력	21%

영업이익(17F, 십억원)	16
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	22
EPS 성장률(17F, %)	6.0
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.8
P/E(17F, x)	23.0
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSDAQ	618.24

시가총액(십억원)	327
발행주식수(백만주)	63
유동주식비율(%)	42.2
외국인 보유비중(%)	3.0
베타(12M) 일간수익률	1.66
52주 최저가(원)	4,515
52주 최고가(원)	8,570

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.1	-21.6	-27.6
상대주가	-2.7	-15.7	-18.8



영화산업 중심에서 시장과 함께 커왔다

‘99년 설립된 쇼박스는 오리온 그룹 계열 영화 투자배급사다. 사업 시작은 대기업 자본 기반의 멀티플렉스였다. ‘02년부터는 자회사(‘04년 본사와 합병)를 통해 투자배급업을 개시했다. ‘07년 상영관 사업을 매각하고 현재까지 콘텐츠 사업에 역량을 집중하고 있다. 영화 산업 밸류체인 전반(상영관/배급/투자/제작)에서 장기간 동안 영향력과 존재감을 키워왔다.

‘습관적’ 흥행의 이유

동사는 밸류체인 내에서 변동성 노출이 가장 큰 영화투자배급업만을 영위한다. 경쟁사들(타매체/상영관 겸업) 대비 개별 영화 성패에 실적이 민감한 사업 구조다. 그럼에도 동사는 안정된 실적을 유지해왔다. ‘12년 이후 배급 영화 **편당 관객 수 1위를 꾸준히 유지** 중이다.

1) **메인투자배급 영화에 대한 집중력**이 주효했다. 타사 대비 소수의 라인업을, 메인영화 위주로 구성해 성공률을 높였다. 2) 자체 감독/제작 채널로 **프로젝트 수급을 체계화**했다. 채널 구성원들은 작품 기획물(시나리오 등)을 동사에 처음으로 공개할 의무를 진다. 우량 자원에 대한 높은 접근성을 구조화했고, 이를 바탕으로 동사는 프로젝트 소싱의 양과 질을 잡았다.

이종 IP 활용한 영화 많아질 전망, 흥행 습관은 안바뀐다

웹툰을 비롯한 **이종 IP들의 영화화 빈도가 높아지고** 있다. 고예산 영화 비중이 증가하는 현 추세에서 실패 가능성을 줄이는 실효성 있는 방법이다. 이는 1) 원천 콘텐츠 공급 저변 확대, 2) 제작 지분 확보를 통한 수익성 상승 양 측면에서 **투자배급업계에 긍정적인 흐름**이다.

업계 내에서는 **쇼박스에 특히 유리**하다. 선제적 투자의 결과 동사는 1) 가용 IP 자원이 많다. 웹툰 제작사와의 공동 기획, 자체 공모전을 통해서도 IP 추가 확보 노력을 지속 중이다. 또한, 2) 외부 IP 중심의 신규 프로젝트를 기획할 역량도 뛰어나다. 이 경우 배급사에 요구되는 역할이 커지며, 단계별 주체들에 대한 접근성(네트워크)과 흥행 경험은 재부각될 가치다.

Valuation 및 실적 전망: 탄탄함은 어려울 때 빛난다

쇼박스에 대해 ‘매수’ 의견, 목표주가 6,300원을 제시한다. 2017년 예상 EPS에 P/E 28배를 적용했다. ‘15년 중국법인 설립 전 P/E의 중간 값이다. 설립 전보다 국내 지배력은 강해졌지만, 대중국 기대감 저하를 감안해 보수적인 수치를 적용했다. 대중국 불확실성은 통제 불가능의 변수이나 영속하지 않을 것으로 본다. 따라서 **국내 사업에서의 ‘버티기’가 중요해지는 국면**이다. 불확실한 업종에서 **안정성을 시스템화한 동사의 펀더멘탈이 빛을 발할** 시기다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	108	72	142	126	135	141
영업이익 (십억원)	6	2	14	15	16	18
영업이익률 (%)	5.6	2.8	9.9	11.9	11.9	12.8
순이익 (십억원)	5	-1	11	13	14	16
EPS (원)	83	-12	183	214	226	253
ROE (%)	5.1	-0.7	10.4	11.0	10.8	11.0
P/E (배)	38.0	-	40.4	26.4	23.0	20.6
P/B (배)	1.9	2.8	4.0	2.8	2.4	2.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.7	0.9	1.0	1.0

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

‘습관적’ 흥행의 이유

동사는 ‘10년 이후 연평균 8.6편의 국내 영화를 배급했다. 4대 배급사 평균인 11.6편에 비해 적다. 그러나 **편당 관객 수는 가장 높다. 전체 영화 기준으로는 차이가 월등(+65%)**하고, **메인 영화 기준으로는 약 +10%의 차이가 있다.** 최근 5년간 큰 변동 없이 나타난 현상이다.

메인투자: 가장 큰 지분(20-30%)을 투자, 프로젝트 전 과정(기획-투자유치-제작-상영-정산)의 중심이 됨

부분투자: 재무적 투자, 프로젝트 개입도가 낮음

배급대행: 배급 의뢰에 대한 수수료만을 수취, 제작비 전액은 외부 투자사가 집행

성공 불투명의 특이상품을 다루는 특성은 업계가 공유하는 어려움이다. 그럼에도 다른 결과가 나타난 이유는 두 가지다. 1) **타사 대비 메인투자 영화 비중이 높다.** 쇼박스는 5년 간 메인 비중이 73%다. 전체 배급 9.4편 중 메인 투자 영화는 6.8편으로 파악된다. 반면 경쟁사들은 50%가 안된다. 동사는 배급 대행과 부분 투자로 자살한 수입원을 늘리는 대신 7-8편의 메인 영화에 리소스를 집중한다. 주요 변수인 스케줄 면에서 유연한 조정이 가능해진다.

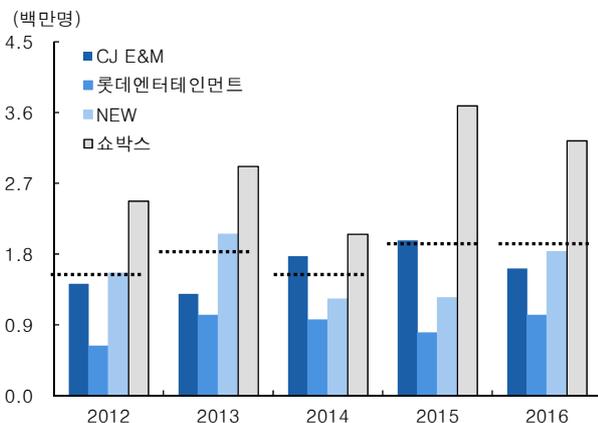
2) **자체적으로 ‘감독, 제작 채널’을 형성해 프로젝트 수급을 체계화했다.** 일부 감독 및 제작사를 동사의 독점 풀로 구성했고 이들의 창작물(시나리오 등)을 선제적으로 확보하는 구조를 만들었다. 네트워크에 기반한 기존 소싱 프로세스에 일종의 강제성이 부여됐다. 여전히 개별 건 단위로 프로젝트를 진행하는 경쟁사들에 비해 우량 기획 확보 가능성이 높아졌다.

이는 **수익성 측면에서도 긍정적**이었다. 자체 채널을 통해 소싱한 프로젝트에서는 제작 단계에도 개입했고, 이에 따라 **제작 지분을 일부 할당** 받았기 때문이다. 2016년 동사의 감독 채널 활용도 증가는 매출총이익률 개선(17% → 20%)을 이끌어냈다. 이익 구간에서의 원가율은 메인 투자배급사가 부분 투자자 및 제작사에 배분하는 금액과 관련이 크다.

‘채널링’ 시스템은 과거(1950년대 이전) 할리우드의 운영 방식(스튜디오 시스템)과 유사하다. 스튜디오 시스템 하에서 감독과 배우는 ‘프리랜서’가 아닌 ‘직원’으로 정의되었다. 작품을 건별로 선택하는 대신, 계약 기간 동안 소속 회사 제작 작품에 의무로 출연했다. **체계화된 고용 관계는, 제한 리소스로 빠르게 작품 제작 수를 늘리는 기반이 되었다.**

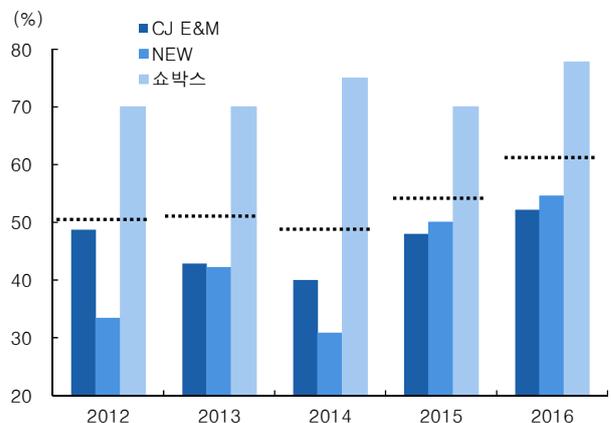
채널링에 기반한 동사의 높은 흥행력은 구조적인 강점이며 향후에도 지속될 포인트라 판단한다. 과거 할리우드와 제작 환경은 다르지만, 콘텐츠 수급의 중요성이 커진다는 점이 유사하기 때문이다. 제작비 상승과 텐트폴 의존 심화는 현재 국내 영화 제작 단에서 나타나는 명확한 흐름이다. 자연스럽게 개별 작품이 전사 실적에 미치는 영향력이 증가한다. 위험 분산과 계획성 있는 라인업 운용을 위해 탄탄한 콘텐츠 수급 구조의 가치가 부각될 것이다. **한국 영화 산업의 흐름은, 우수 콘텐츠에 대한 접근성과 인적 네트워크 활용을 체계화한 동사에 유리하다.**

그림 98. 경쟁사 대비 높은 관객 수(편당)를 유지 중인 쇼박스



자료: 각 사, KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 99. 선택과 집중: 타사보다 메인 영화 비중이 높음



자료: 각 사, KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

이중 IP 결합이 향후 한국 영화 주류, 쇼박스의 흥행 습관은 유지할 것

인터넷 기업들 사이에서 웹툰 비즈니스 활성화 조짐이 나타나고 있다. 2016-2017년, 카카오와 NAVER는 각각 웹툰사업부문의 분사를 결정했다. 유명 작품의 IP를 활용해 드라마/영화화 판권 및 캐릭터 라이선스 사업을 본격화하려는 준비 과정이며 의지 표현이다.

이들의 웹툰 비즈니스 활성화를 계기로, 영화업계-이중 IP 결합 사례는 증가할 전망이다. 불확실성 해소는 투자배급업의 숙원이고, IP 활용은 해법 중 하나이기 때문이다. 예측 가능성이 중요해진 현재 영화업계 상황과도 맞아 떨어진다. 이중 IP 영화화는 투자배급업계에 호재다. 기존보다 작품 소싱 저변이 넓어지고, 제작 관여도가 깊어질 수 있어서다. '소싱 저변 확대 → 콘텐츠 안정적 공급', '제작 관여 → 흥행 가능성과 수익성 향상'의 가능성이 높다.

결합은 1) 투자배급사가 직접 IP를 보유해 이를 기반으로 영화 프로젝트를 기획하거나, 2) 외부 IP 중심으로 투자배급사가 파트너십을 결성해 제작을 기획하는 방식으로 일어날 가능성이 높다. 후자일 경우 제작 단부터 배급사가 중심이 되어 프로젝트를 리드하게 된다.

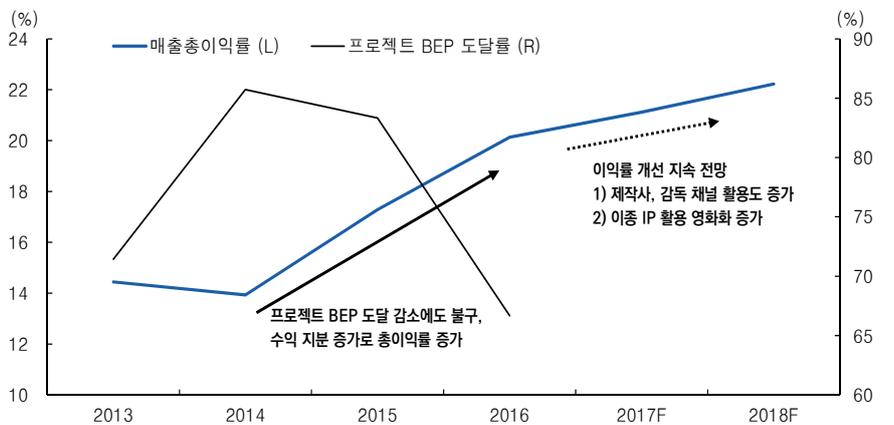
따라서 1) 활발한 IP 투자로 영화화할 '재료'를 많이 가진 투자배급사와 2) 업계 내 주체들을 적극적으로 '엮어낼' 경쟁력을 갖춘 업체들이 수혜주다.

1) 동사는 업계 내에서 IP 확보를 위한 투자가 잦은 편이다. IP 직접 확대를 위해 동사는 다방면으로 노력 중이다. '16년 10월 웹툰 제작사 스토리컴퍼니와 웹툰 공동제작 계약을 체결했다. 2년간 웹툰 10편을 개발할 예정이며, 동사는 영화/드라마 영상화를 포함한 2차 저작물 관련 독점권을 갖는다. 각종 공모전(자체 및 공동)을 개최해 다양한 장르의 이야기를 공급받기도 한다. 한편 소설, 드라마 콘텐츠 관련 판권 확보에도 꾸준히 나서고 있다.

2) 배급사에게 요구되는 '패키징' 능력 또한 동사의 장점이다. 동사의 과거 흥행 레코드는 기획력과 패키징 역량에 대한 시장의 증명이다. 또한 감독/제작사 채널을 보유해 콘텐츠와 작가, 감독 등 시장 참여자들에 대한 접근성이 좋다. '은밀하게 위대하게', '내부자들' 등 인기 웹툰 원작 영화의 투자 배급을 통해 원천 콘텐츠로서 웹툰의 가능성도 미리 경험했다.

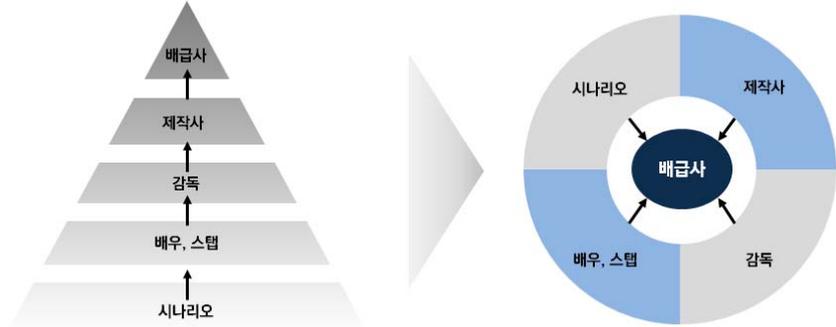
IP 결합 트렌드 하에서는 제작 헤게모니가 배급사에 귀속될 가능성이 높다. 이 경우 기존 작품들의 흥행률이 높고, 업력에 기반한 네트워크를 가진 대형 배급사의 경쟁력은 더욱 높다. 영화 산업은 과거에 거둔 공동 성공의 경험이 경제적 대가에 우선하는 측면이 존재하기 때문이다. 동사가 가진 채널과, 그래서 비롯되는 패키징 능력의 가치가 부각될 것이다.

그림 100. IP 결합 → 배급사의 제작 개입 → 제작 지분 확보 → 수익 지분 증가 → 이익률 개선 예상



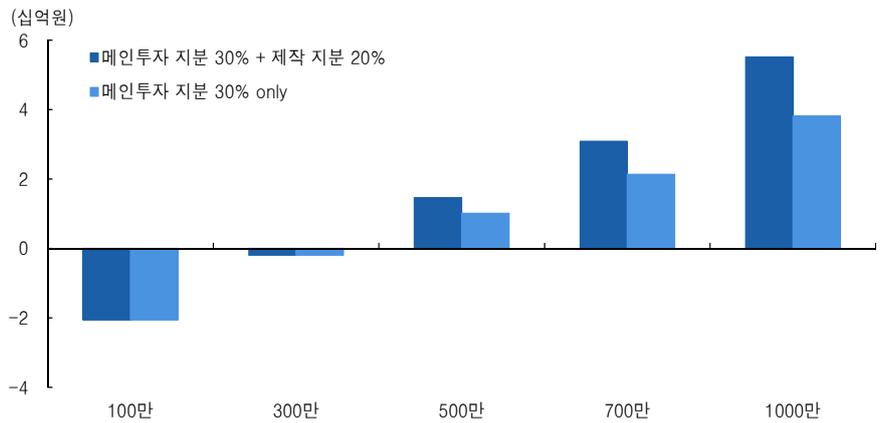
주: 매출총이익률은 국내 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 101. 영화 산업 내 배급사의 역할 확대: 기획-제작-유통 전반에 관여



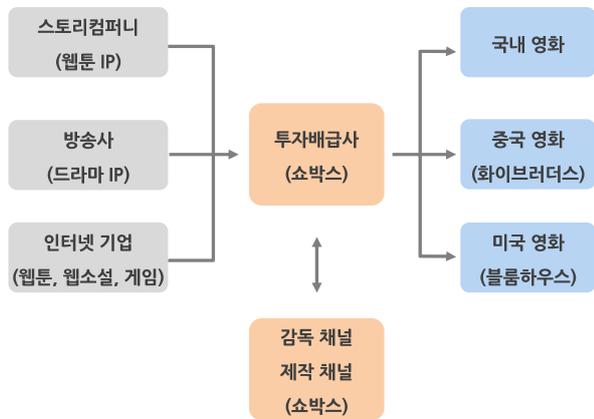
자료: 쇼박스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 102. 배급사의 제작 지분 확보 여부와 극장 관객 수에 따른 투자 수익 비교



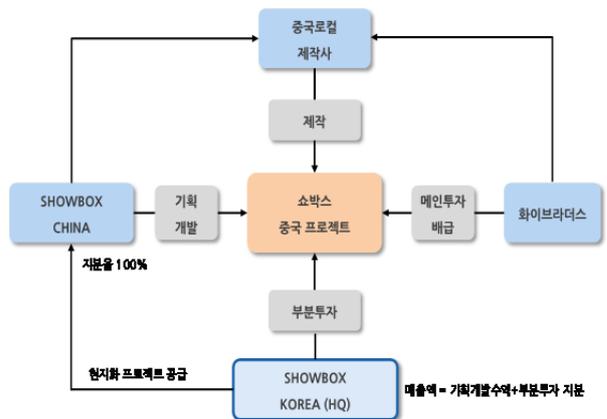
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 103. 다양한 IP 확보 경로가 중요해지는 시점



자료: 쇼박스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 104. 쇼박스 중국 사업 구조



자료: 쇼박스, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망

쇼박스의 2017년 연결 매출액을 1,354억원(+7.5% YoY), 영업이익을 156억원(+1.9% YoY)으로 각각 전망한다. 여전히 감독 채널 활용도는 높다. 개별작 흥행과 제작지분 일부 확보를 가정해, 지난해 높아진 12.1%의 이익률(15년 9.9%) 레벨을 유지하리라 전망한다.

연간 예상 메인 작품 수는 7개로 전년과 같을 것으로 예상된다. 2017년에도 3분기 작품의 전력이 강하다. 주요 라인업은 시사성 있는 소재와 범죄/느와르 장르 중심이다. 소재와 주연배우 티켓파워 면에서 2016년보다 2015년에 가까운 라인업으로 평가한다. 2015년은 동사 배급 영화 관객이 역대 최대치를 기록한 해다. 흥행 기대감이 유효하다.

1) 1분기는 ‘프리즌’을 제외하고는 개봉 영화가 없었다. 라인업 공백을 고려해 매출액 84억원(-80.7% YoY), 영업손실 -17억원(YoY 적진)을 전망한다. 3월 23일 개봉한 프리즌의 극장 매출액 외로는, 전분기 개봉한 ‘럭키’ 부가판권 매출액 등이 인식될 전망이다.

2) 여름 성수기(7-8월) 텐트플 ‘택시운전사’(송강호)가 최대 기대작이다. 경쟁사 ‘옥자’(NEW), ‘군함도’(CJ E&M), ‘신과함께’(롯데) 등이 비슷한 시기에 개봉 예정이다. 스케줄 선정이 중요하다. 동사는 경쟁사 대비 라인업 숫자가 여유 있어 조정에 다소 유리하다. 4월 ‘특별시민’(최민식), 10월 ‘꾼’(현빈, 유지태)의 성과도 기대된다. 2-3분기 실적이 관건이다.

3) 중국 화이브러더스와 공동 제작된 ‘미호적의외’(Beautiful Accident) 실적은 ‘17년 3분기에 반영했다. 외교 불확실성 때문에 개봉일이 여러 차례 지연되고 있다. 당초 ‘16년 8월에서 ‘17년 3월로 한 차례 연기되었던 개봉이 최근 또다시 밀렸다. 추가 변동 가능성을 배제할 수 없다. 미호적의외 흥행 성적으로는 670만명을 가정했다. 동 수치는 흥행 실패 사례로 평가 받는 동사의 ‘미스터고’(250만)와 비교적 성공했다고 인정되는 CJ E&M의 ‘20세여 다시 한번’(1,100만)의 평균 값이다.

표 29. 쇼박스 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 백만명, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
매출액	43.6	8.9	34.1	39.3	8.4	30.3	46.6	50.1	142.0	125.9	135.4
영화관	39.5	0.8	32.6	27.3	5.7	25.3	44.2	32.4	121.8	100.1	107.6
부가판권	4.0	8.0	1.5	12.0	2.6	4.8	2.3	17.6	19.7	25.5	27.4
기타(임대 등)	120.9	61.6	66.8	86.8	101.9	99.1	96.1	91.4	479.0	336.1	388.5
중국법인	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2	0.0	0.0	0.0	3.2
영업이익	6.8	0.2	5.3	2.9	-1.6	6.3	6.1	5.5	14.1	15.3	16.2
영업이익률 (%)	15.6	2.8	15.6	7.4	-19.1	20.7	13.1	11.0	9.9	12.1	12.0
세전이익	7.1	0.8	5.8	2.2	-1.4	6.8	6.6	4.7	12.5	15.9	16.8
당기순이익	5.3	1.1	4.2	2.7	-1.4	5.4	5.2	3.8	11.5	13.4	13.0
순이익률 (%)	12.2	12.7	12.3	6.9	-16.4	17.8	11.2	7.5	8.1	10.6	9.6
YoY											
매출액	84.2	-33.2	-48.4	1.2	-80.7	240.4	36.5	27.4	97.2	-11.3	7.5
영화관	77.4	-90.5	-48.1	-3.4	-85.6	3,003.9	35.7	18.8	125.8	-17.8	7.5
부가판권	211.5	75.2	-55.0	13.5	-34.2	-39.5	54.1	47.1	9.0	29.1	7.5
기타(임대 등)	-2.8	-49.9	-49.9	-11.7	-15.7	60.8	43.9	5.3	40.7	-29.8	15.6
영업이익	226.1	-20.5	-38.2	-4.0	적진	2,438.8	14.1	88.8	694.8	8.8	6.2
당기순이익	136.7	흑전	-54.5	2,063.6	적진	375.7	24.5	37.6	흑전	16.6	-2.8
주요 가정											
전국 관람객	49.5	45.1	72.4	50.0	52.3	45.1	72.4	50.0	217.3	217.0	219.8
쇼박스 관람객	12.5	0.3	9.0	7.5	1.7	7.7	12.0	9.0	36.9	29.2	30.4
쇼박스 점유율	25.2	0.6	12.4	14.9	3.3	17.0	16.6	18.0	17.0	13.4	13.8
YoY											
전국 관람객	-2.0	1.2	-0.9	1.7	5.7	0.0	3.5	-3.0	1.0	-0.1	1.3
쇼박스 관람객	66.9	-90.2	-50.6	-13.0	-86.0	2,899.4	33.6	20.5	124.8	-20.9	4.3
쇼박스 점유율	10.4	-5.3	-12.5	-2.5	-21.8	16.4	4.2	3.1	9.3	-3.5	0.4

자료: 미래에셋대우 리서치센터

Valuation

쇼박스에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 6,400원으로 분석을 개시한다. 2017년 예상 EPS에 Target P/E 28x를 적용했다. 쇼박스의 중국법인 설립 이전 valuation의 중간 값이다.

중국향 콘텐츠 공동 제작 기대감이 반영되기 전 동사 주가는 약 24-32배 수준이었다. ‘15년 상반기(현지법인 설립, 하이브리더스와의 파트너십 체결) 이후 1년 간은 30-43배 수준이었다. 현 시점은 1) 쇼박스 차이나 설립 전(2014-2015년)보다 국내 비즈니스 경쟁력이 더욱 강해졌다. 반면 2) 설립 후 기대감 본격화 시기(2015-2016년 상반기)에 비해 중국 사업은 불투명하다. 긍정과 부정이 혼재한다. 그러나 보수적인 투자 심리를 고려해 공동 제작 기대감 반영 전 중간값(27배)을 타겟으로 정했다. 향후에도 중국이 밸류에이션 드라이버다.

중국 시장에 대한 장기 관점은 긍정적이다. 지속 가능한 영화 시장 성장을 위해 중국 입장에서 콘텐츠 다양성이 필요하다. 문화적으로 친숙하면서도 질적으로 우수한 한국 콘텐츠를 대체할 만한 것은 없다. 중국은 다시금 한국 콘텐츠의 수요처로 복귀할 가능성이 크다.

외교 불확실성이 영속되지 않는다 가정하면, **시장 정상화 시점까지 기존 사업 실적을 안정적으로 유지하는 업체들의 가치가 부각될** 전망이다. 동사는 콘텐츠 수급을 체계화해 국내 최고 수준의 흥행률을 지속 중이다. **이종 IP 결합, 배급사 역할 확대 등 영화산업 트렌드도 동시에 유리하다.** 비우호적인 대외 환경이지만 동사 주가 하방은 제한적일 것으로 본다.

표 30. 쇼박스 적정 가치 평가

Valuation - 17F P/E	
현재 시가총액 (십억원)	324.3
적정 시가총액 (십억원)	394.1
17F 순이익	14.2
Target P/E (x)	28.0
목표주가 (원)	6,300
상승여력 (%)	21.6

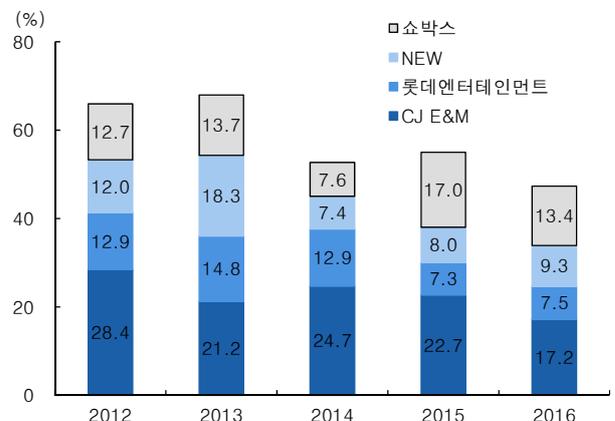
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 105. 쇼박스 연결 실적 기준 12개월 Forward P/E 추이



주: 컨센서스 실적 기준
자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 106. 4대 배급사 관객 점유율



자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

미디어
영화산업, 다시 극장이다

쇼박스 (086980)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액	142	126	135	141
매출원가	117	101	107	111
매출총이익	25	25	28	30
판매비와관리비	10	10	12	13
조정영업이익	14	15	16	18
영업이익	14	15	16	18
비영업손익	-1	1	1	1
금융손익	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	13	16	17	19
계속사업법인세비용	1	2	3	3
계속사업이익	11	13	14	16
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	11	13	14	16
지배주주	11	13	14	16
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	11	13	14	16
지배주주	11	13	14	16
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	89	66	63	66
FCF	85	-6	67	65
EBITDA 마진율 (%)	62.7	52.4	46.7	46.8
영업이익률 (%)	9.9	11.9	11.9	12.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.7	10.3	10.4	11.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
유동자산	172	153	178	193
현금 및 현금성자산	57	102	113	126
매출채권 및 기타채권	17	6	8	8
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	98	45	57	59
비유동자산	44	44	50	50
관계기업투자등	12	12	15	15
유형자산	2	2	1	1
무형자산	0	1	0	0
자산총계	216	197	228	244
유동부채	99	70	90	93
매입채무 및 기타채무	46	38	48	50
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	53	32	42	43
비유동부채	0	1	1	1
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	0	1	1	1
부채총계	100	71	90	94
지배주주지분	116	126	137	150
자본금	31	31	31	31
자본잉여금	36	36	36	36
이익잉여금	49	60	71	83
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	116	126	137	150

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	87	-6	67	65
당기순이익	11	13	14	16
비현금수익비용가감	80	54	49	50
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	75	50	47	48
기타	5	4	2	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-5	-73	6	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	11	-2	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	40	-10	9	1
법인세납부	0	-1	-3	-3
투자활동으로 인한 현금흐름	-53	54	-50	-49
유형자산처분(취득)	-2	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-46	-48
장단기금융자산의 감소(증가)	-52	56	-4	-1
기타투자활동	1	-2	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	0	-3	-3	-3
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-3	-3	-3
기타재무활동	0	0	0	0
현금의 증가	34	45	11	13
기초현금	24	57	102	113
기말현금	57	102	113	126

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16	12/17F	12/18F
P/E (x)	40.4	26.4	23.0	20.6
P/CF (x)	5.0	5.2	5.2	4.9
P/B (x)	4.0	2.8	2.4	2.2
EV/EBITDA (x)	3.9	3.8	3.4	3.0
EPS (원)	183	214	226	253
CFPS (원)	1,467	1,074	1,012	1,060
BPS (원)	1,860	2,021	2,198	2,401
DPS (원)	50	50	50	50
배당성향 (%)	27.2	23.3	22.0	19.7
배당수익률 (%)	0.7	0.9	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	97.2	-11.3	7.1	4.4
EBITDA증가율 (%)	74.5	-25.8	-4.5	4.8
조정영업이익증가율 (%)	600.0	7.1	6.7	12.5
EPS증가율 (%)	-	16.9	5.6	11.9
매출채권 회전을 (회)	13.7	11.6	20.9	19.2
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	5.4	2.8	3.0	2.7
ROA (%)	6.4	6.5	6.7	6.7
ROE (%)	10.4	11.0	10.8	11.0
ROIC (%)	95.4	-112.3	-316.7	-187.7
부채비율 (%)	85.8	56.2	65.8	62.4
유동비율 (%)	173.4	217.9	198.7	208.2
순차입금/자기자본 (%)	-96.7	-81.3	-82.7	-84.2
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 쇼박스, 미래에셋대우 리서치센터

NEW (160550)

특색 있는 종합 엔터테인먼트 기업

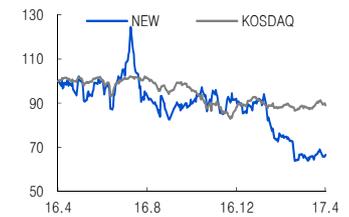
미디어

(-) Not Rated	
목표주가(원, 12M)	0
현재주가(17/04/14, 원)	8,280
상승여력	-

영업이익(17F, 십억원)	6
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	9
EPS 성장률(17F, %)	-5.7
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.8
P/E(17F, x)	54.8
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSDAQ	618.24

시가총액(십억원)	227
발행주식수(백만주)	27
유통주식비율(%)	62.2
외국인 보유비중(%)	14.3
베타(12M) 일간수익률	1.67
52주 최저가(원)	7,960
52주 최고가(원)	15,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.7	-26.1	-33.5
상대주가	0.1	-20.5	-25.4



수익성 위주의 알짜 투자배급사

NEW는 '08년 이후 영화투자배급업을 시작했다. 창업자와 주요 경영진은 쇼박스과 메가박스 출신들이다. 맨과위에 힘입어, 경쟁사에 비해 짧은 업력에도 높은 점유율(최근 5년 평균 11%)을 유지해 '4대' 배급사 체제를 구성한다. '부산행'(16, 1,157만명), '7번방의 선물'(13, 1,281만명), '변호인'(13, 1,137만명)이 대표작이다. **비 대기업 계열, 작은 조직인 동사가 선택한 시나리오인 특색 있다.** 의외성 있는 시도, 독특한 소재로 흥행에 성공한 사례가 많다.

종합 엔터테인먼트 기업으로 확장

본업인 투자배급사업의 색깔이 일부 변했다. '15년 이후 **연간 고예산 영화 편성이 늘고 있다.** 중예산(60억원 전후) 영화, 비교적 낮은 지분(20-25%) 투자 중심인 점은 여전하다. 그러나 메인 영화 수가 유지되는 가운데 대작 비중이 커졌다('15년 1편, '16년 2편, '17F 3편). 대작 중에는 '부산행'과 '대호'로 각각 큰 성공과 실패를 경험했다. 대작 영화에서도 점차 동사의 색깔을 찾아가고 있다. **특색 있는 선정으로 '머니 게임'(배급사 제작비 경쟁)을 어느 정도 피할 수 있다는 점을 긍정적으로 본다.** 하반기에는 웹툰 원작인 '강철비'를 기대할 만하다.

사업 확장이 다양하고 빠르게 일어나고 있다. 종합 엔터사로 변모하려는 의지가 드러난다. 1) **드라마로 콘텐츠 범위 확장을 시도 중이다.** 자회사 스튜디오앤뉴를 통해 '조들호2'와 '뷰티인사이드' 드라마 제작 및 하반기 방영이 예정된 상태다. 드라마 사업은 동사 밸류체인 내 시너지 발생 잠재 요소가 많다. **부가판권 유통량 증가(콘텐츠판다), 영화/웹툰 IP를 활용한 드라마화 가능성이 동사에 기대되는 영역간 시너지다.**

2) **영화관 사업도 진행한다.** 연내 5개 사이트 오픈 예정이다. 외형 확장보다는 **현금 흐름 변동성 안정화를 목표한 결정으로 본다.** 경쟁 상황이 비교적 여유 있는 중소도시 중심 출점이 계획되어 있다. 규모를 위한 투자가 아닌 만큼, 확장 속도는 초기 사이트 성과에 따라 변동 여지가 크다. '19년 BEP 달성을 전망한다. **향후 배급사업과의 시너지도 가능하다.** 3) 음원, 스포츠 사업도 순조롭다. 음원은 투자/매니지먼트 사업을 축소하고, 음원 유통에 집중하면서 수익성이 좋아졌다. 스포츠 사업은 중계권 유통과 매니지먼트를 병행한다.

단기 모멘텀은 제한적, 장기 콘텐츠 시너지에 집중

특색 있는 콘텐츠 취향을 기반으로, 사업을 넓히고 있다. 콘텐츠 범위 확장에 이은 투자-제작-판권 시너지와, 다각화로 실적 변동성이 완화되는 점은 장기적으로 좋다. 그러나 가장 큰 매력이었던 한중 합작영화 기대에 보수적인 상황이다. 투자 판단은 유효하다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	126	62	83	126	134	155
영업이익 (십억원)	19	6	-3	7	6	9
영업이익률 (%)	15.1	9.7	-3.6	5.6	4.5	5.8
순이익 (십억원)	19	3	1	4	4	6
EPS (원)	1,125	153	50	160	151	226
ROE (%)	89.3	3.8	1.1	3.3	3.0	4.3
P/E (배)	-	59.2	208.2	69.6	54.8	36.6
P/B (배)	-	1.9	2.2	2.3	1.6	1.6
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

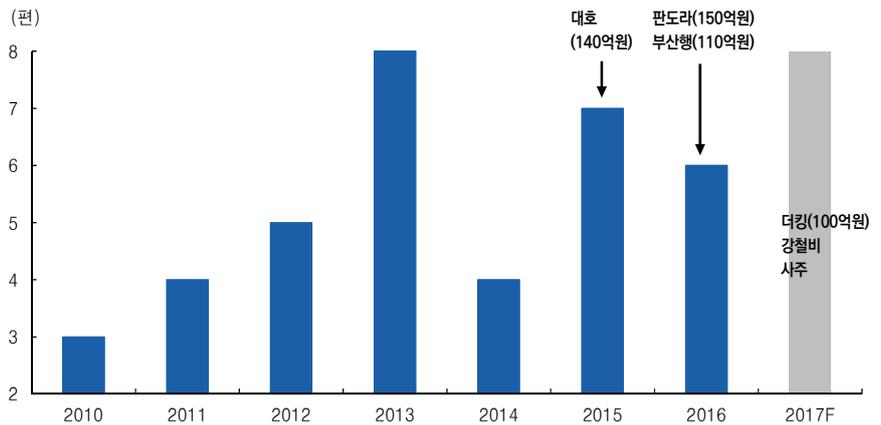
표 31. NEW 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	62	83	126	134	155
본사	50	77	104	113	133
영화	49	69	89	103	111
극장상영	0	56	67	68	77
부가판권	0	13	22	34	34
드라마	0	7	14	7	12
상영권	0	0	0	2	9
기타	0	0	1	4	10
자회사	13	6	22	21	22
영화	3	4	11	7	7
음악	4	2	10	12	13
기타	5	1	1	2	2
영업이익	42	-3	7	6	9
영업이익률	67	-3	5	4	6
세전이익	-1	-1	9	8	12
당기순이익	-1	1	4	6	9
순이익률	-2	1	3	5	6
YoY					
매출액	-	33.2	52.2	6.8	15.1
본사	-	54.5	35.8	8.8	17.4
영화	-	39.8	29.3	15.3	8.0
드라마	-	-	87.5	-50.6	77.8
기타	-	37.8	243.7	197.7	171.5
자회사	-	-52.3	261.9	-2.8	2.7
영업이익	-	적전	흑전	-15.6	65.7
당기순이익	-	흑전	288.7	74.1	49.9

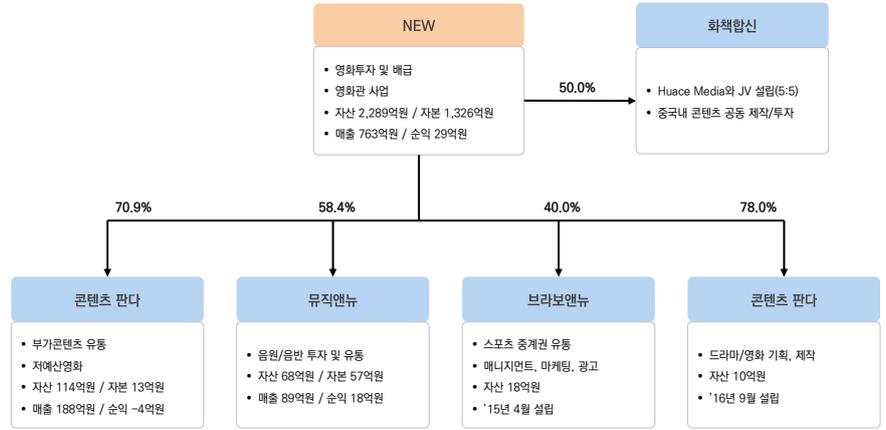
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 107. NEW 연간 메인 투자 영화 중 대작 영화 증가



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 108. 주요 계열사 현황



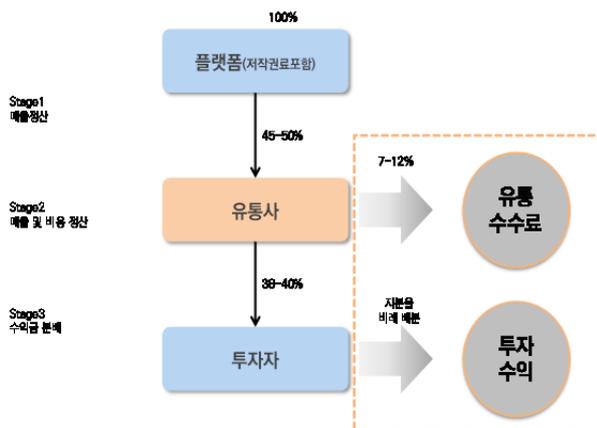
자료: NEW, 미래에셋대우 리서치센터

그림 109. 드라마 사업 확대 지속 계획



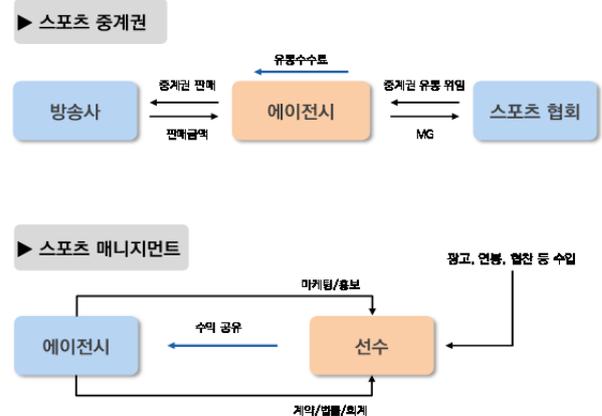
자료: NEW, 미래에셋대우 리서치센터

그림 110. 음악 비즈니스 수익 구조: 유통권 확보 중심



자료: NEW, 미래에셋대우 리서치센터

그림 111. 스포츠 사업 수익 구조: 유통수수료 + 선수 수익 RS



자료: NEW, 미래에셋대우 리서치센터

미디어
영화산업, 다시 극장이다

NEW (160550)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액	83	126	134	155
매출원가	74	100	112	127
매출총이익	9	26	22	28
판매비와관리비	11	19	17	19
조정영업이익	-3	7	6	9
영업이익	-3	7	6	9
비영업손익	2	2	2	3
금융손익	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	-1	3	0	0
세전계속사업손익	-1	9	8	12
계속사업법인세비용	-2	6	2	2
계속사업이익	1	4	6	9
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1	4	6	9
지배주주	1	4	4	6
비지배주주	0	-1	2	3
총포괄이익	1	3	6	9
지배주주	1	4	4	6
비지배주주	0	-1	2	3
EBITDA	-2	8	14	32
FCF	-19	-18	-51	11
EBITDA 마진을 (%)	-2.4	6.3	10.4	20.6
영업이익률 (%)	-3.6	5.6	4.5	5.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.2	3.2	3.0	3.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
유동자산	168	151	94	96
현금 및 현금성자산	77	58	9	22
매출채권 및 기타채권	12	30	22	19
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	79	63	63	55
비유동자산	33	79	146	174
관계기업투자등	10	14	14	14
유형자산	1	42	109	136
무형자산	1	2	2	1
자산총계	200	231	241	269
유동부채	58	55	58	72
매입채무 및 기타채무	15	13	14	17
단기금융부채	11	6	6	6
기타유동부채	32	36	38	49
비유동부채	10	39	40	46
장기금융부채	9	18	18	18
기타비유동부채	1	21	22	28
부채총계	67	94	98	117
지배주주지분	131	136	140	146
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	86	86	86	86
이익잉여금	31	36	40	46
비지배주주지분	2	1	3	6
자본총계	133	137	143	152

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	-19	4	24	61
당기순이익	1	4	6	9
비현금수익비용가감	-3	5	9	25
유형자산감가상각비	0	1	8	23
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-3	4	1	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-21	-2	9	28
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-6	-20	8	4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	-2	0	2
법인세납부	0	-4	-2	-2
투자활동으로 인한 현금흐름	-21	-27	-72	-47
유형자산처분(취득)	0	-22	-75	-50
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-18	-2	3	3
기타투자활동	-3	-3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	10	4	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	7	4	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	3	0	0	0
현금의 증가	-30	-19	-49	13
기초현금	107	77	58	9
기말현금	77	58	9	22

예상 주당가치 및 valuation (요약)

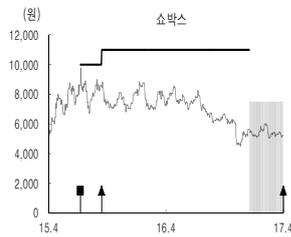
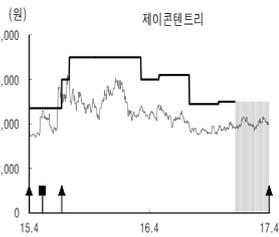
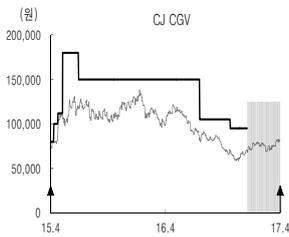
	12/15	12/16	12/17F	12/18F
P/E (x)	208.2	69.6	54.8	36.6
P/CF (x)	-	35.8	15.1	6.7
P/B (x)	2.2	2.3	1.6	1.6
EV/EBITDA (x)	-	34.2	16.9	7.0
EPS (원)	50	160	151	226
CFPS (원)	-61	312	550	1,243
BPS (원)	4,783	4,940	5,091	5,318
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	33.9	51.8	6.3	15.7
EBITDA증가율 (%)	-	-	75.0	128.6
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-14.3	50.0
EPS증가율 (%)	-67.3	220.0	-5.6	49.7
매출채권 회전을 (회)	9.8	6.6	5.8	9.0
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	37.8	23.6	18.3	17.9
ROA (%)	0.5	1.7	2.6	3.6
ROE (%)	1.1	3.3	3.0	4.3
ROIC (%)	10.6	5.0	4.4	5.6
부채비율 (%)	50.8	68.7	68.4	77.0
유동비율 (%)	289.6	274.0	162.5	133.7
순차입금/자기자본 (%)	-54.0	-36.4	1.3	-5.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-5.5	14.7	61.5	101.9

자료: NEW, 미래에셋대우 리서치센터

미디어
영화산업, 다시 극장이다

투자 의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)	종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)
CJ CGV(079160)	2017.04.17	매수	120,000원	쇼박스(086980)	2016.08.17	매수	4,900원
		분석 대상 제외			2016.05.17	매수	6,200원
	2016.11.09	매수	95,000원		2016.03.23	매수	6,000원
	2016.08.04	매수	105,000원		2015.08.18	매수	7,000원
	2015.07.16	매수	150,000원		2015.07.26	매수	6,000원
	2015.05.26	매수	180,000원		2015.05.28	Trading Buy	4,700원
	2015.05.11	매수	112,000원		2014.11.26	매수	4,700원
	2015.04.28	매수	100,000원		2017.04.17	매수	6,300원
	2015.02.06	매수	80,000원			분석 대상 제외	
제이콘텐트리(036420)	2017.04.17	매수	5,000원	2015.09.30	매수	11,000원	
		분석 대상 제외		2015.07.26	Trading Buy	10,000원	
	2016.11.14	매수	5,000원				



투자 의견 분류 및 적용기준

기업

- 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
- Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
- 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
- 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

- 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
- 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
- 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.86%	15.58%	11.56%	0.00%

* 2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 CJ CGV(를) 기초자산으로 하는 주식선물에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 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.