CJ CGV 유가증권시장(079160)

SMIC Research Team #4

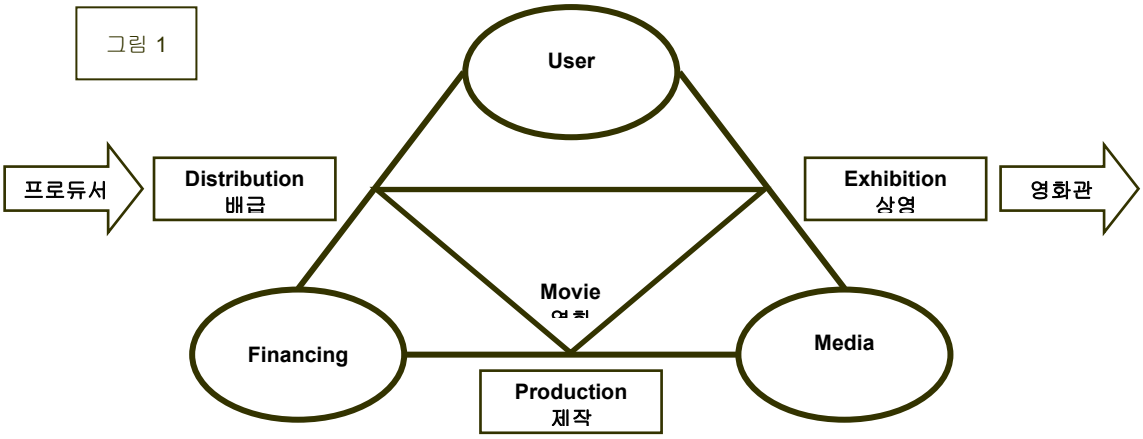
심현수
김인태
이영민
김지호
김재균
최아영

목차

1. 영화 산업에서 영화관은 무슨 역할을 하는가
2. 영화관 산업
2.1 멀티 플렉스 중심으로의 개편
2.2 영화관 산업 성장요인
2.2.1 일인당 관람횟수 증가
2.2.2 이동통신사 할인 폐지
3. 극장산업의 최강자 CGV
3.1. CGV 분석-매출구성
3.2 규모의 경제
3.2-2 전국적인 극장 체인
3.3 경쟁사
3.4 Stock Option
3.5 지분법 평가이익
3.6 중국시장진출
4. 위험 요인
4.1 과잉투자 여부
4.2 영화관 사업, Lock-in 효과가 있는가
4.3 부율문제
5. Valuation
6. 결론

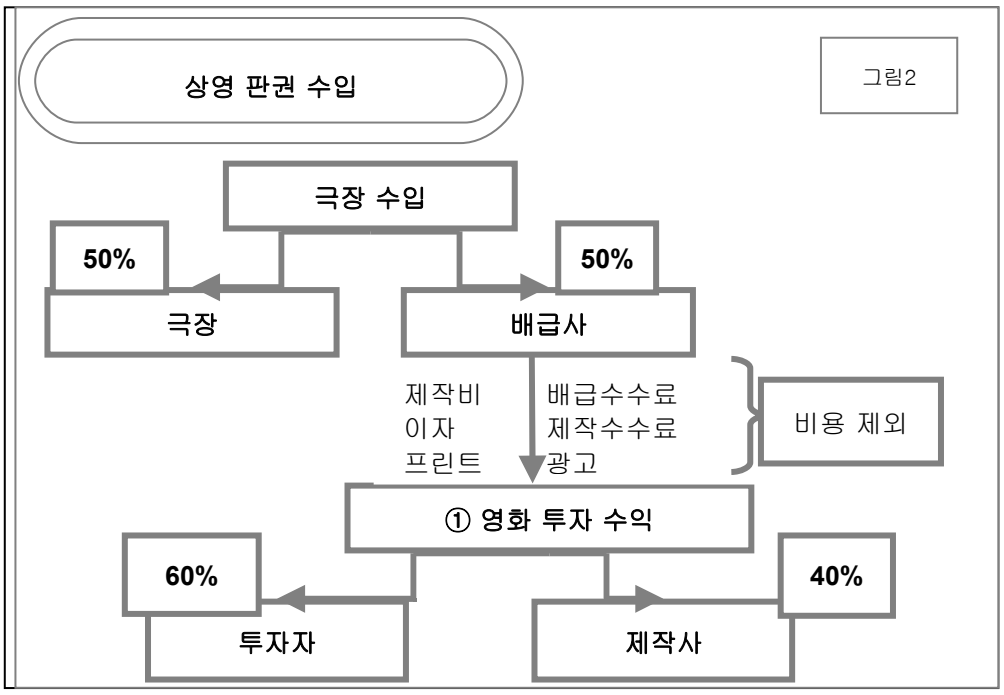
1. 영화 산업에서 영화관은 무슨 역할을 하는가

: 영화 산업의 구조는 그림 1에서와 같이 제작, 배급, 상영의 3 요소를 가진다.



제작(Production)은 영화 제작사, 할리우드 메이저 사 등의 회사들이 컨텐츠를 생산하는 것을 뜻하고 배급(Distribution)은 CJ엔터테인먼트, 시네마서비스 등의 회사들이 생산된 컨텐츠를 극장 혹은 다른 고객접점 경로에 전달해 주는 것을 의미한다. 상영(Exhibition)은 영화관 등의 상영경로를 통해 컨텐츠를 고객에게 전달하는 사업인데 CJ CGV가 이에 속한다.

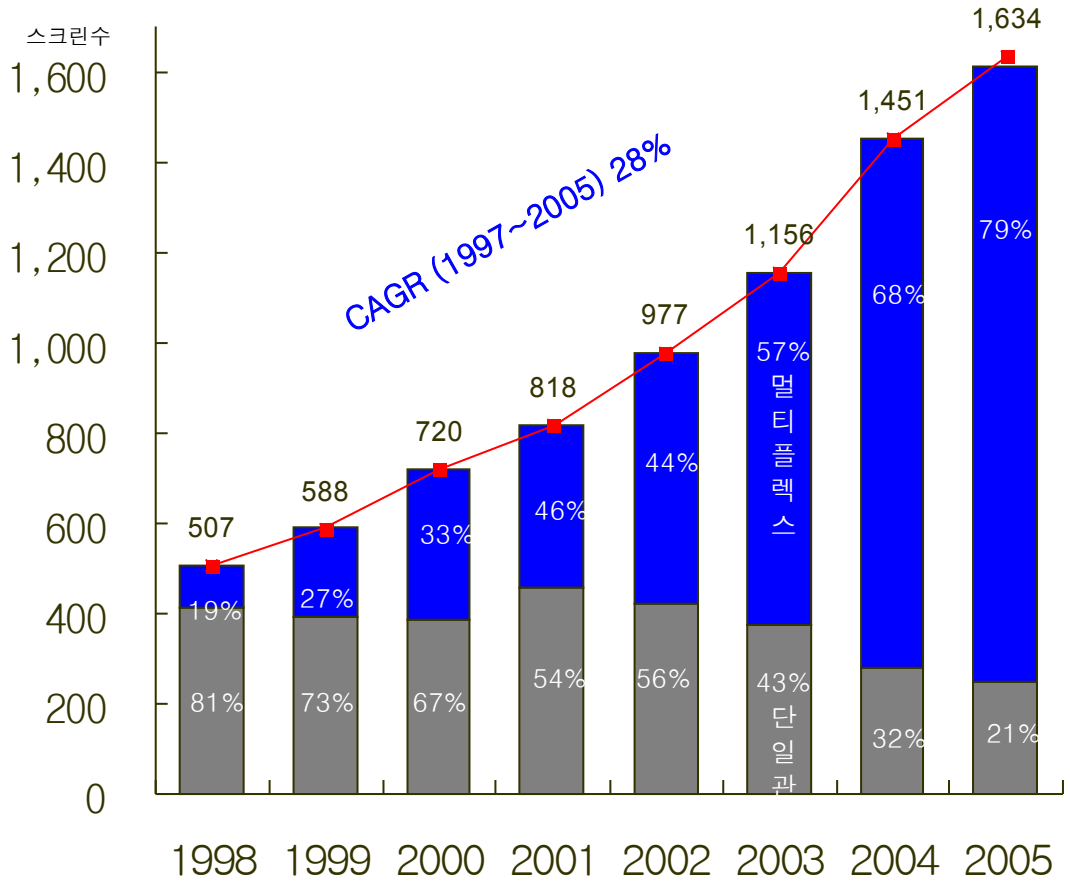
영화 산업의 구조상 CJ CGV같은 영화관은 제작된 영화를 고객에게 보여주고, 고객으로부터 수익을 얻어, 그 수익을 영화산업에 다시 배분하는 역할을 한다. 극장을 통해 얻어진 고객들의 관람료는 표 2와 같은 경로로 분배된다.



즉 사람들이 극장에서 내는 돈의 반은 영화관의 몫이다. 나머지 반을 배급사와 제작사가 일정 비율로 다시 나눈다. 그렇다면 영화산업이 발전함에 따라 영화관 산업은 그 혜택을 크게 받을 수 있지 않을까? 영화관 산업의 최강 플레이어 CGV는 성장하는 한국영화 시장에서 어떤 혜택을 받게 될 것이며 어떤 위협에 노출되어 있는지 CGV의 안과 밖을 살펴보면서 그 물음에 대한 답을 함께 찾아보도록 하자.

2. 영화관 산업

2.1 멀티 플렉스 중심으로의 개편



위의 표에서 알 수 있듯이 영화관 사업의 규모는 급속하게 성장하고 있다. 그리고 1997년 국내 최초의 멀티플렉스 상영관 강변 CGV가 생긴 이래 극장산업의 구조가 빠르게 멀티플렉스 위주로 개편되고 있다. 멀티플렉스는 일반적으로 고객의 다양한 선호를 충족시켜주기 위해 10여 개의 상영관을 가지고 있고 접근성이 좋은 곳에 위치하고 있으며 다양한 부대시설을 갖추고 있어

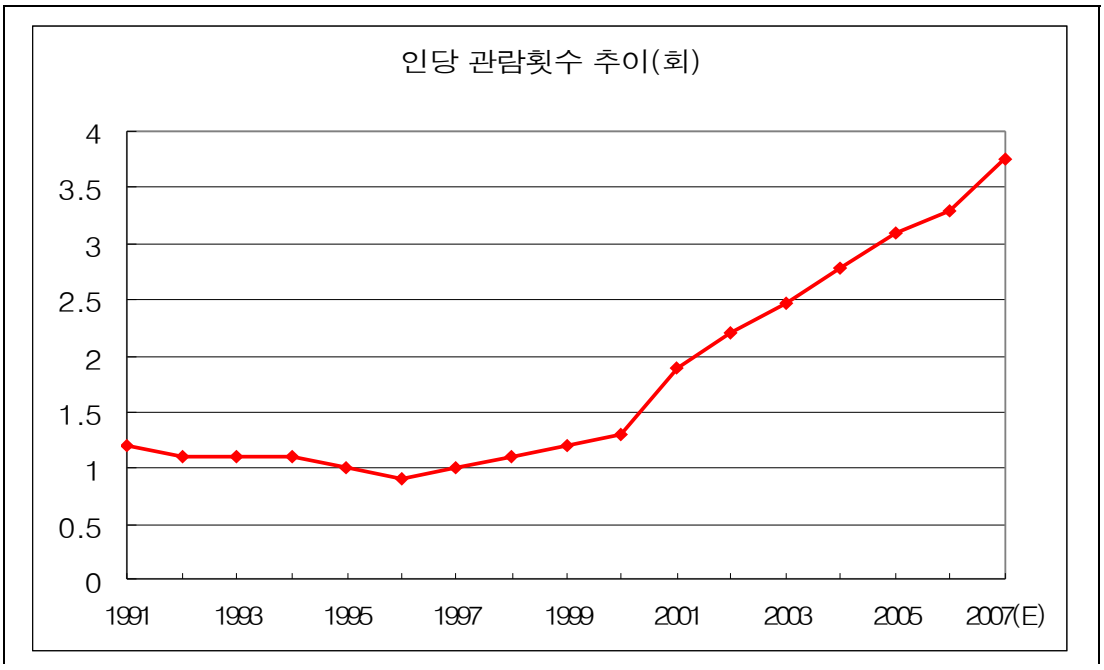
빠르게 성장할 수 있었다. 그리고 그 중심에는 CGV가 있다.

2.2 영화관 산업 성장요인

2.2.1 일인당 관람횟수 증가

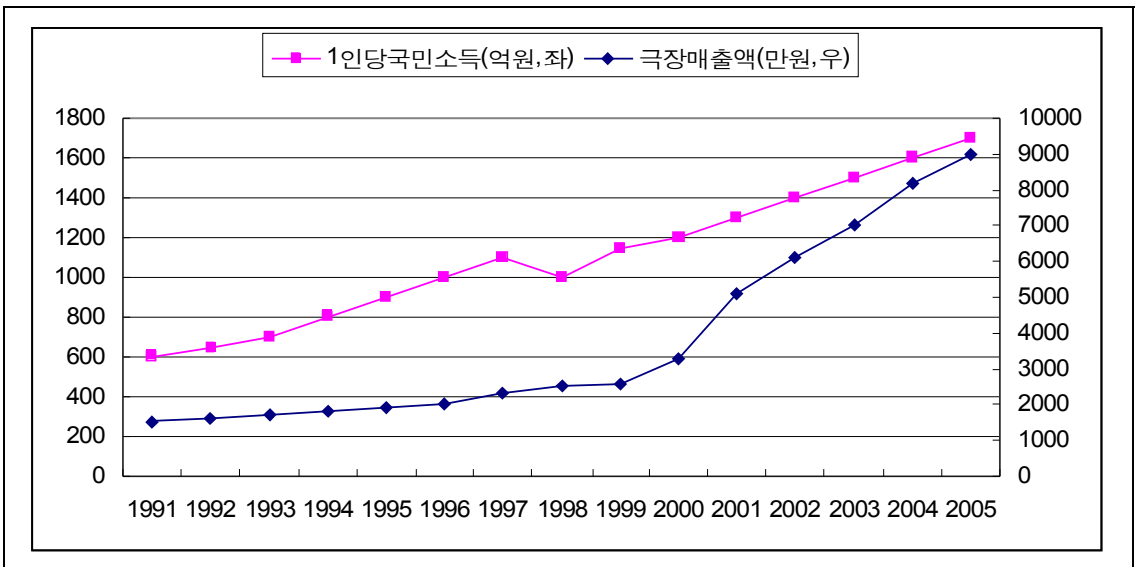
ⅰ)접근성 높은 멀티플렉스의 증가

: 멀티 플렉스의 보급으로 인해 높아진 영화 관람 접근성이 관람횟수의 증가로 이어짐.



ⅱ) GDP의 증가

: 우리나라 과거 데이터뿐만 아니라 많은 나라에서 1인당국민소득과 극장 매출액은 양의 상관관계를 가지고 있다. 향후 몇 년간 우리나라의 GDP가 계속 증가한다면 극장 매출액도 어느 정도 증가할 상관성이 분명히 있다.



iii)주 5일제의 시행

단 계	시행기한	내 용
1단계	2004년 7월	공기업, 금융업, 보험업 및 1000인 이상 사업장
2단계	2005년 7월	300인 이상 사업장
3단계	2006년 7월	100인 이상 사업장
4단계	2008년 8월	20인 이상 사업장
5단계	2011년	20인 미만 사업장

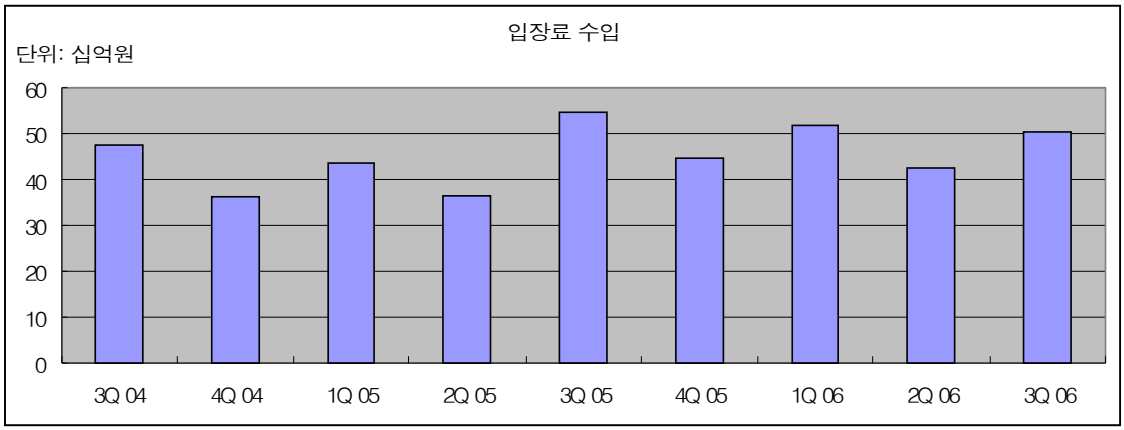
주 5일제의 점진적인 시행으로 여가시간이 점차 증가→영화산업에 우호적 요소로 작용

2.2.2 이통사 할인 폐지

i)이통사 할인폐지에 따른 티켓가격 상승 (5680원 → 0654원: 2006년 3/4분기 기준)

티켓가격의 상승에 따라 관람객 수가 감소하였다. 그러나 티켓가격 상승에 따른 객단가의증가로 매출 감소폭은 축소되었다.

-2006년 3분기 티켓매출 감소 (전년 동기 대비 -7.8%)



2006년 8월 1일부터 서울시내 대부분의 극장과 CGV, 메가박스, 롯데시네마 등 3대 멀티플

렉스 극장의 전국지점에서 이동통신 3사와의 협상 결렬로 재계약 이뤄지지 않아 할인 혜택이 7월 30일로 종료되었다. 이에 멀티플렉스 극장들은 신용카드 할인혜택의 범위를 늘려가는 방안을 추진하여 삼성, LG, BC, 현대카드 등과 계약을 체결하여 혜택을 제공하고 있다.

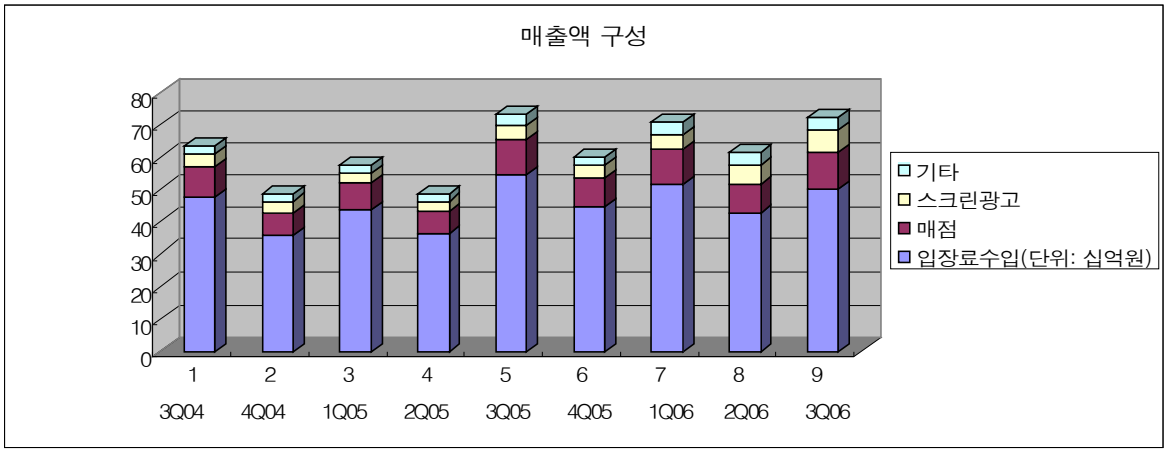
장기적으로 이동통신사 할인폐지는 긍정적으로 보인다. 대부분의 영화 관람객이 이동통신사 할인을 받고 있기 때문에 기존에는 사실상 대부분의 사람들이 할인된 금액으로 영화를 관람하였다. 그러므로 이번 할인폐지는 사실상의 영화 관람료 인상이라고 봐도 무리가 없다.

2006년 3분기의 티켓매출이 감소한 것은 물론 가격인상에 따른 요인도 있겠지만 그것 외에도 영화관 산업의 대목인 추석연휴가 2005년에는 9월에 있어 3분기 입장료 수익이 높았고 2006년에는 10월에 있었기 때문에 3분기 입장료 수익 YOY사 하락한 것이라고 보는 것이 타당하다.

이동통신사 할인의 폐지는 저렴한 문화 공간으로서의 극장에 대한 뚜렷한 대체제가 없는 상황에서 업계 전체의 객단가가 증가하였으므로 시장에서 변화된 가격에 대한 적응이 끝나고 나면 장기적으로 극장매출에 긍정적으로 작용할 것이라고 볼 수 있다.

3. 극장산업의 최강자 CGV

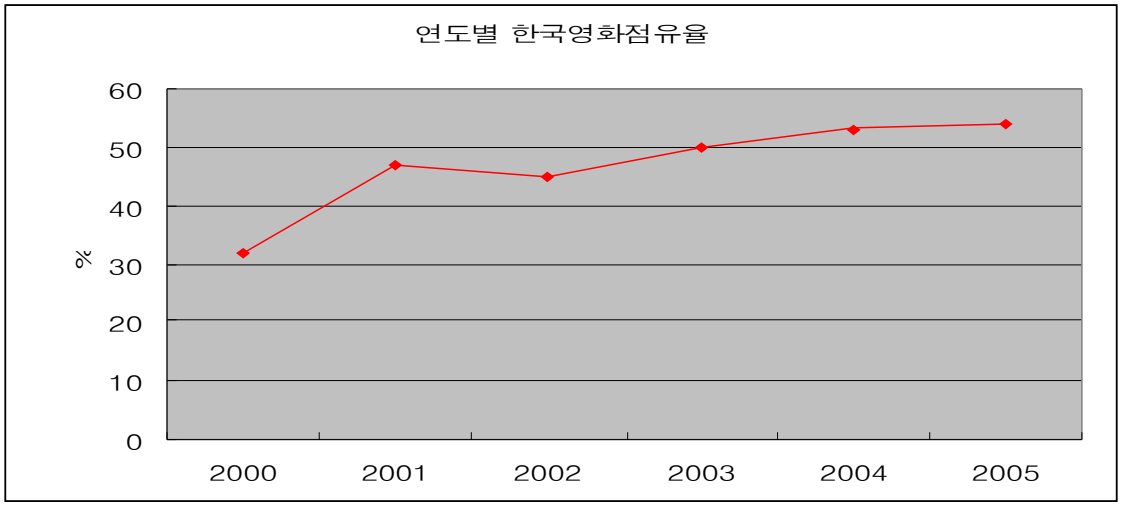
3.1 CGV 분석-매출구성



1. 입장료수입

ⅰ) 수익구조

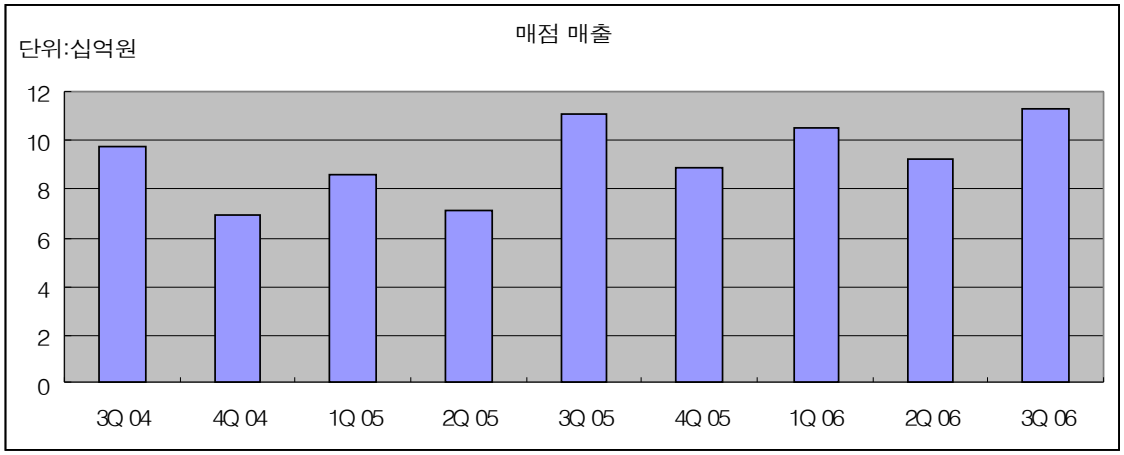
영화산업의 매출의 원천은 흥행수입(관람객수X관람료)이다. 흥행수입은 1차적으로 극장과 배급사가 나누어 갖게 되는데 이 때의 비율을 부율 이라고 한다. 일반적인 배급사 대 극장 비율은 한국영화의 경우 50:50, 외국영화는 60:40이다. 이런 구조 때문에 최근 몇 년 동안 한국영화 컨텐츠가 흥행에 성공하면서 영화관 사업자들은 보다 많은 이익을 얻었다.



☞관객수 X (입장료-부가세) X (1-부율) - 극장관리비용 = 영업이익

**(입장료-부가세) = 관람료

2. 매점매출



ⅰ) 매점 사업은 극장 업의 핵심 부문으로 수익의 절반 가까이 차지한다. 영화상영이 주요 영업활동이지만, 영업이익부문에서는 매점매출의 비중이 가장 크다. 매점매출은 영화관람객 수에 직접적인 영향을 받고 있으며 총매출에서 차지하는 비중은 약15% 정도이다. 주요 영업활동인 상영부문의 매출원가율이 55~56%대를 유지하고 있는데 반해, 매점매출의 경우 매출 원가율이 비교적 낮아 손익 기여도가 큰 편이다.

CJ CGV의 최근 공시에 따르면 전체 매출액 1322억 원 중 영화상영이 75%, 매점운영이 15%, 스크린광고가 6%를 차지했다. 그러나 실제 영업이익을 살펴보면, 매점운영이 46%로 가장 많다. 영화 입장료는 제작자와 극장이 나눠 가져야 하는 반면, 매점 운영 등은 원가가 적고 판관비가 상대적으로 낮기 때문이다. 가격은 극장 마음대로 책정 가능하고 외부음식을 통제하기 때문에 독점적 수익이다. 또한 대부분 현금 장사인 만큼 이익률적 측면에서 매력적이다.

3. 스크린광고 수입

ⅰ)2006년 2분기

-디지털화에 따른 스크린광고의 폭발적 성장세(YoY: 96.6%)

-상영업 수익구조 상 성장동력으로 발전 중

-매출액 기여도 급상승

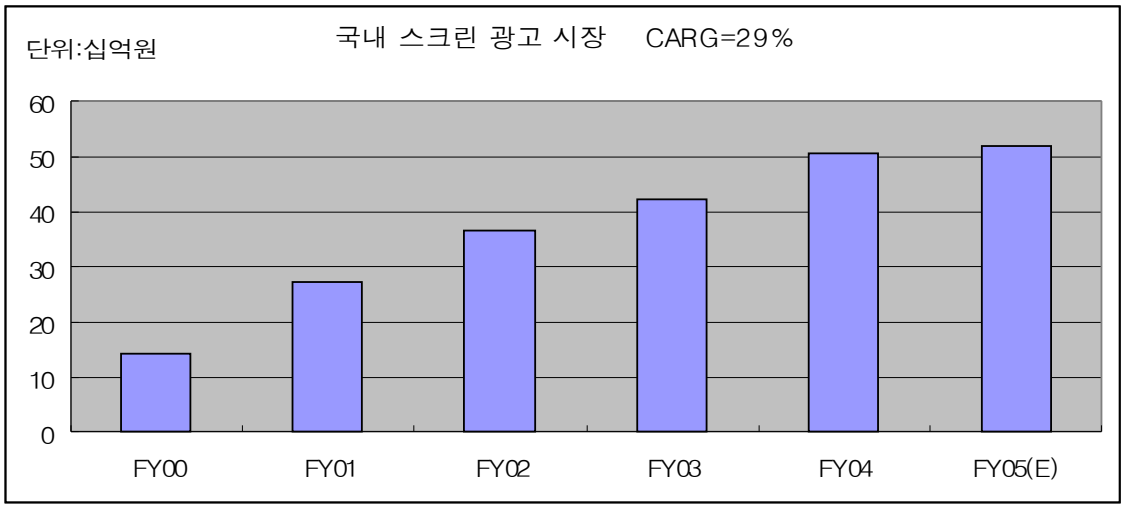
ⅱ)2006년 3분기

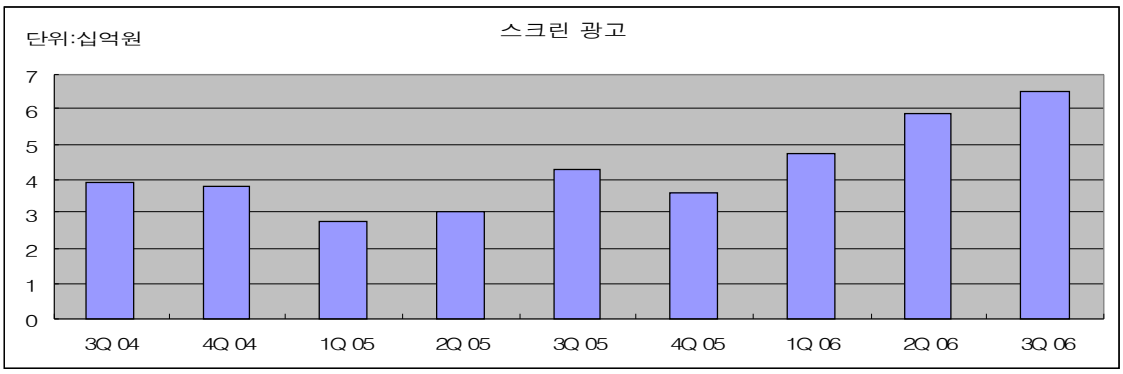
-스크린 광고의 지속적인 성장세(YoY: 45.1%)

-디지털화에 따른 전년 대비 광고단가 상승 및 광고량 증가

-스크린광고 사업은 디지털로 전환이 완료된 후 광고주들의 큰 관심을 받고 있다. 2005년에 연간 매출 138억 원을 거두었고, 올해 약 220억 원의 매출을 목표로 하고 있다. 전년 동기 대비 100%, 분기별 28%의 성장률을 보이고 있다.

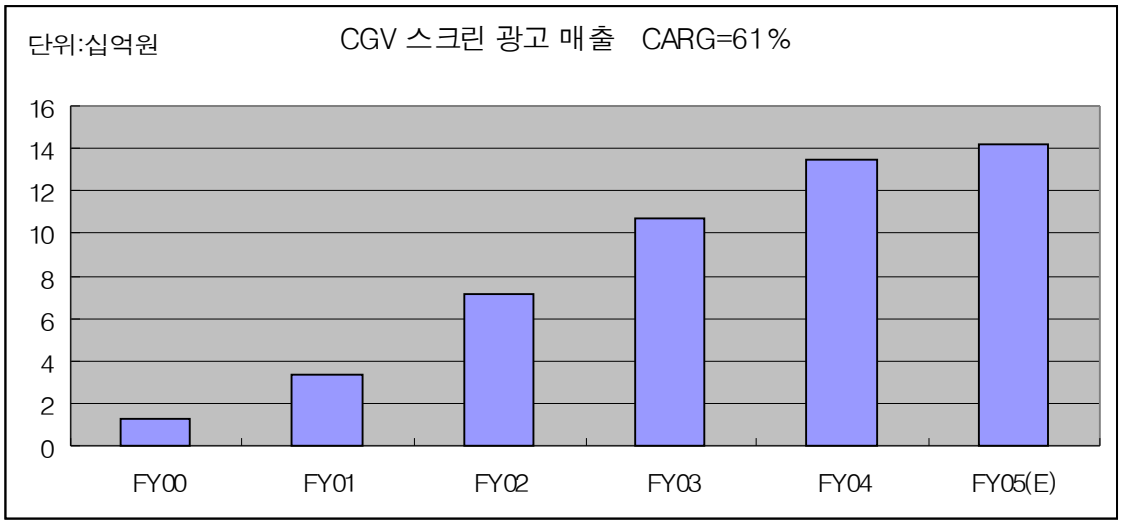
영화를 기다리는 관객들로 하여금 선택의 여지 없이 광고를 보도록 유도하는 효과가 있고, 연간 1억 5000만~1억 6000만 명을 대상으로 광고한다. 무엇보다도 광고주들 입장에서는 자신의 목표시장 고객을 선별하여 광고할 수 있다는 점에서 효용이 높아 스크린 광고는 향후 CGV의 가장 큰 성장 동력이라고 볼 수 있다.

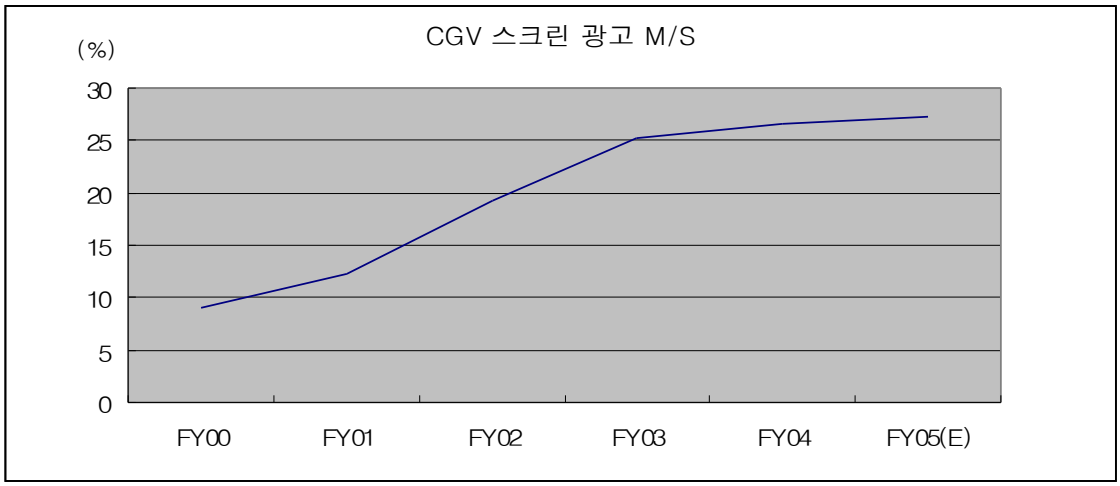




1) 2005년 4/4분기부터 디지털 스크린 광고 본격 시행

[기존의 아날로그 스크린 광고]	[현재의 디지털 스크린 광고]
-수작업 편집에 따른 광고주의 다양한 기대 미 충족 -광고 제작 및 물류 비용 과다 (아날로그 포맷을 위한 제작비 발생) : Digital기반의 광고→35mm 필름 변환 비용 광고 필름의 오프라인 배송 비용 -저급한 화질, 음향으로 관객 호응도 저조	-광고 전달효과 극대화 : HD급의 영상, 5.1채널의 오디오 등 최상품질 편집의 용이성을 이용한 Target marketing, 광고주의 만족 극대화 -전 지점 네트워크화로 전국단위 광고 가능 -35mm 필름 변환비용 및 물류 비용 제거





2) 스크린광고 수입 확대 예상

-아직까지 광고주들에게 널리 알려지지 않았고, 광고주들도 그 효과에 대해 아직까지 충분히 인식하지 못하고 있기 때문에 성장잠재력이 높다.

-광고주들에게 광고 효과를 어필하고, 광고주들의 호응이 높아지면 단가 상승 압력이 올라갈 것으로 기대한다.

-광고단가는 현재 보다 2배 가량의 인상 여력이 있는 것으로 추정된다.

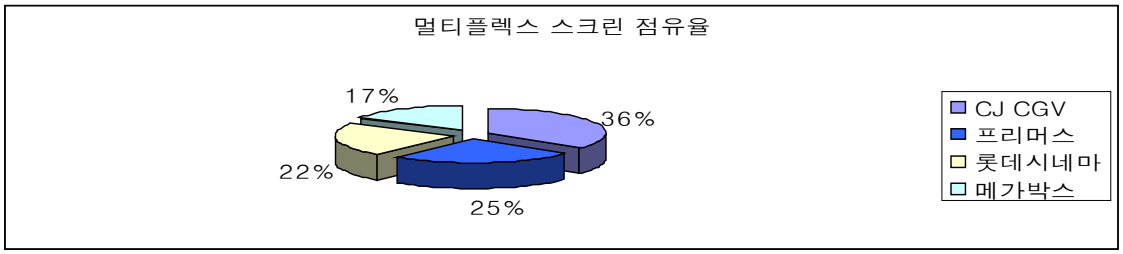
-한편 재원대비 광고 판매율은 50~60% 수준. 판매율도 100%까지 현재보다 2배 가량의 여유가 있다.

-단가 인상 여력과 광고판매율을 볼 때, 매출이 현재보다 4배 가량 확대할 여지 있다.

3) 높은 영업기여도

: 스크린 광고는 초기 투자비 외에 운영비가 거의 들지 않는 고부가가치 사업이다. 따라서 매출의 대부분이 영업이익으로 귀속되고, 매출 기여도는 작으나 영업이익 기여도는 높다.

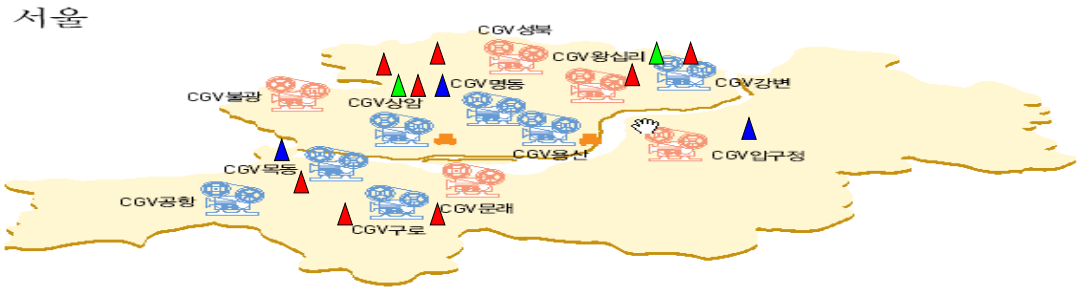
3.2 규모의 경제



전국 멀티플렉스 스크린 수에서 CGV는 36%를 차지하면서 업계 MS 1위를 지키고 있으며 80%의 지분을 가지고 있는 프리머스를 합치면 61%의 MS를 가진다.

사실 CGV의 공격적인 확장 정책에 힘 입어 확장이 끝나는 2008년에 이르면 CGV와 프리머스를 합한 전체 시장 점유율이 50%를 넘을 것으로 예상된다. CGV 내부적으로 그 때를 대비해서 3년 전부터 독과점으로 간주되는 것을 준비해오고 있을 만큼 멀티플렉스 극장 시장에서 CGV의 입지는 절대적이다

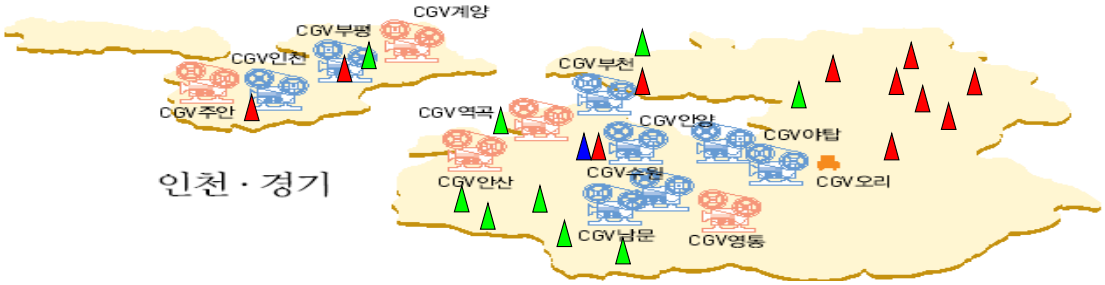
3.2.1 전국적인 극장 체인



-프리머스(노원, 독산, 신림, 영등포, 장안), 3개 예정(홍대, 등촌, 연신내)

-메가박스(코엑스, 목동, 신촌)

-롯데시네마(명동, 영등포, 노원)

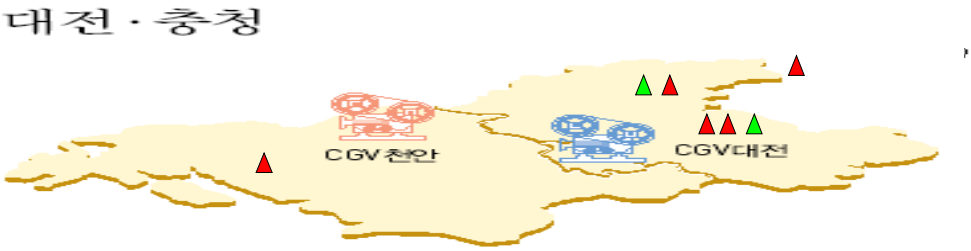


-프리머스(부천, 오산, 화정, 평촌, 평택, 광명, 오산, 주안),

-4개예정(이천, 상동, 수원, 부평)

-메가박스(수원)

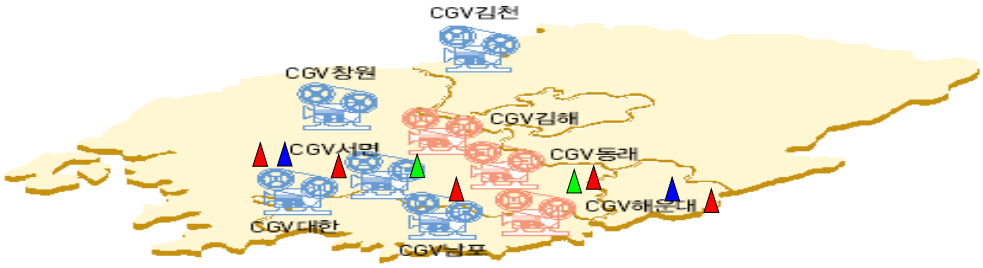
-롯데시네마(일산, 안양, 송탄, 아산, 성남, 부평, 구리, 병점, 검단)



-프리머스(공주, 대전, 청주), 2개 예정(아산, 대전)

-메가박스

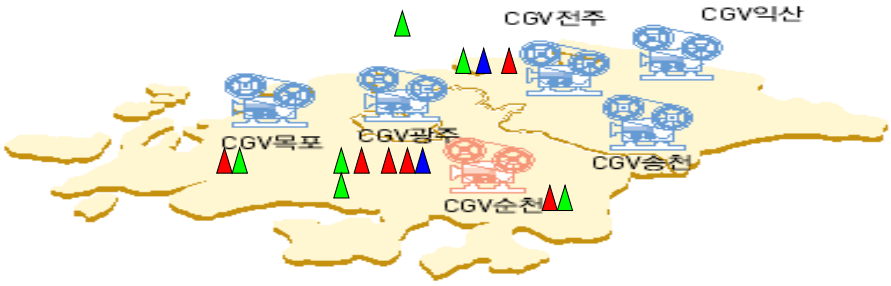
-롯데시네마(대전, 공주)



부산·경남

-프리머스(안동, 경주, 포항, 김천, 대구2, 부산3, 진주, 김해),
10개 예정(경주, 칠곡, 대구, 부산2, 김해, 창원, 용호, 통영, 양산)
-메가박스(서면, 해운대)
-롯데시네마(구미, 대구, 울산, 창원, 진주, 사상, 성서, 구미, 마산, 경산)

호남



-프리머스(순천, 목포, 광주, 전주), 2개 예정(광주2)
-메가박스(광주, 전주)
-롯데시네마(전주, 광주, 목포, 군산, 순천, 첨단)
기타지방
강원도: 프리머스 3개, 롯데시네마 1개
제주도: 프리머스, 롯데시네마 1개씩
☞영화관은 영화를 보여주는 곳이다. 멀티 플렉스는 여러 개의 상영관이 있기 때문에 기본적으로 같은 컨텐츠를 공급한다고 볼 수 있다. 다른 서비스 수준이 같다고 봤을 때 접근성은 굉장히 중요한 경쟁우위가 될 수 있다. CGV와 프리머스를 합하면 그 규모는 앞서 언급했듯이 61% 이른다. 그럴 경우 배급사와의 관계, 매점의 원재료 공급자, 광고주와의 관계에서 협상력을 가질 수 있으며 원재료 가격인하를 받을 가능성도 높아진다. 극장산업에서도 일종의 규모의 경제가 성립하는 것이다.

그리고 지도에서 볼 수 있듯이 CGV와 프리머스의 현 극장과 설립예정 극장을 합하면 전국의 시장성이 있는 대부분의 지역을 커버할 수 있게 된다. 시장성이 매우 높은 수도권이나 인구 밀집 지역 외에는 경쟁자가 진출할 유인이 매우 적으므로 이에 따른 선점효과가 있을 것이다.

3.3 경쟁사

⊙롯데 시네마: 롯데 시네마는 사실 전국의 요지에 자리잡고 있는 롯데 백화점 체인과 풍부한 자금력을 생각해 봤을 때 강력한 경쟁자라고 볼 수 있다. 하지만 CGV가 시설확장을 끝내는 2008년 까지 롯데 시네마가 공격적인 증축 계획이 없기 때문에, 국내 영화관 사업이 포화국면을 향해 가고 있는 현재의 상황을 봤을 때 롯데 시네마가 향후 CGV의 강력한 경쟁자가 되지는 않을 것이라고 생각한다. 물론 전국 기준으로 봤을 때 메가박스보다는 강한 경쟁자임에는 분명하다. 롯데 시네마가 충분한 자금력과 좋은 입지를 가지고 있으면서도 공격적인 투자를 하지 않은 이유로는 롯데 시네마가 그룹 차원에서 갖는 중요성이 백화점 산업의 보조 역할 정도로 밖에는 인식되지 않고 있기 때문이라고 본다.

또한 설사 롯데가 현재부터 전략을 바꾼다고 해도 즉각적인 결과를 보기는 어려운 실정이다. 영화관은 건물의 착공 시점부터 영화관을 위한 구조가 필요하고, 이런 이유 때문에 일반적으로 계획부터 완공시점까지 2년을 잡는다. 그래서 설사 롯데가 확장을 원하고, 현재 좋은 입지에 백화점이 들어서 있더라고 이 백화점들을 영화관으로 용도변경하기 위해서는 공사기간 동안 백화점의 여러 가지 질적 측면을 희생해야 하기 때문에 이것 역시 부담이 될 수 있다. 롯데 시네마는 잠재력이 있기 때문에 향후 어떤 전략을 취하는 지 봐야 할 필요는 있겠지만 현재로서는 CGV에 큰 위험요소라고 보기 어렵다.

⊙메가 박스: 코엑스 메가박스 때문에 일반 서울시민의 머리 속에 강하게 인식되어 있는 체인이지만 실재로 전국시장에서 CGV의 경쟁자라고 하는 데에는 규모 면에서 무리가 있다. 메가 박스의 전략은 확장보다는 현재 가진 극장 체인의 객석 점유율을 높이는 것이고 코엑스 메가박스를 보면 이를 잘 수행하고 있다고 볼 수 있다. 하지만 메가박스가 이런 전략을 취사선택한 것은 전략적 선택이라기 보다는 그룹 내 자금적인 부담 때문에 강요된 상황이라고 보는 것이 합당하다. 실재로 코엑스 메가박스 외의 다른 전국 체인을 합쳤을 때에는 공격적인 확장을 하고 있는 CGV 전체 체인의 객석 점유율보다 오히려 떨어진다고 한다. 그러므로 전국 수준에서는 메가박스가 CGV에 위험요소가 아니고 향후에도 메가박스는 현재 선점하고 있는 site를 지키고 그 객석 점유율을 증가시키는 방향으로 사업을 진행할 것이기 때문에 크게 문제될 것이 없다고 생각한다.

3.4 Stock Option

	현재주식수	07 년 3 월 스탁옵션 (행사가: 25700)	07 년 6 월 스탁옵션 (행사가: 27300)	평균행사가	스탁옵션주식수
박동호 대표이사	35,000	4,400	17,000	27,000	21,400
김강용		1,130		25,700	1,130
김홍성	13,800		7,900	27,300	7,900
김종현			6,900	27,300	6,900

11월 10일 현재 23,200원인 주식 가격에 비추어 봤을 때 경영층이 가지고 있는 Stock option의 행사가 가 매우 낮다. 대부분의 스탁옵션이 2007년 6월 이후가 행사 가능 시기인데 현재 주

가보다 20%정도는 높아져야 행사가에 도달한다. 더 많은 이익을 얻기 위해 경영진이 기업의 수익성 개선에 힘쓸 유인이 높다. 그리고 또 2007년 하반기는 CGV에서 국내 극장산업의 포화 시점으로 보고 있는 시기이다. 즉 해당 시기에 지금까지 매우 공격적으로 펼쳐오고 있는 사업확장을 멈출 가능성이 있다.

3.5 지분법 평가이익

80%의 지분 인수한 프리머스의 흑자전환

단위: 천원	2005	2004	2003	2002
당기순이익(순손실)	895,576	-3,209,632	-825,714	1,886

2005년 흑자 전환 후 지분법 평가이익이 발생하였다. 이는 프리머스 영화관 사업이 본 궤도에 올라 섰다고 해석된다. 영화관 사업은 영화에 따른 부침은 있지만 자리를 잡은 영화관이 갑자기 상황이 안 좋아지는 경우는 많지 않기 때문에 과도한 추가시설투자만 없다면 앞으로도 지속적으로 CGV에 지분법 평가이익을 가져다 줄 것으로 기대한다.

3.6 중국시장진출

⊙10 월 22 일 중국 상해에 1 호점 개관(상영 영화관)

- 상해영화그룹회사(SFG)와 50:50 의 공동출자(중국의 사업 Liscence 제약 때문)
- VIP 상영관을 포함한 총 6 개 상영관, 1000 여 석 규모로 5 성급 영화관 인증
- 풍물패공연, 한국음식페스티벌, 한복패션쇼 등 다양한 행사로 한국문화소개의 장 마련
- 한국 자체 브랜드를 내건 해외 첫 번째 영화관으로 한류문화 확산의 플랫폼 역할 기대

상영 영화관이 입지한 중국의 다닝국제상업광장은 상해시 푸시지역의 교통의 요지로 대학가와 와이탄, 난징루 등 핵심상권이 인근에 있어 최적의 상권을 형성하고 있는 지역이며 대형 할인점, 최고급 호텔, 디지털 전문 매장, 쇼핑센터 등 다양한 서비스, 문화, 엔터테인먼트 시설을 포함한 건축물들이 하나의 파크를 형성하고 있어 영화관람과 함께 쇼핑, 외식, 레저 등을 한번에 즐길 수 있는 원 스톱 엔터테인먼트가 가능한 곳이다.

1 개의 VIP 상영관을 포함한 총 6 개 상영관, 1000 여 석 규모의 '上影 CGV'는 영화관은 호텔처럼 등급이 매겨지는 중국에서 영화관 최고 등급인 5 성급 영화관으로 인정받았다. VIP 상영관은 국내 골드클래스와 유사한 총 38 석의 프리미엄 상영관이다.

국내 영화관 시장이 포화국면으로 접어들 것이 예상되기 때문에 향후 성장성을 확보하기 위해 중국 시장에 진출한 것은 긍정적으로 보인다. 중국의 영화 관람시장이 연 30%의 성장을 보이고 있고, 상영 영화관이 입지한 상해의 경우 소비자 성향이 질 좋은 멀티플렉스에 대해 긍정적으로 반응할 가능성이 높기 때문에 향후 좋은 결과가 기대된다. 일반적으로 영화관이 본 궤도에 이르는 데(정상화 되는 데)까지 걸리는 시간이 6개월에서 1년 정도 걸리는 것으로 봤을 때 아직 성공 여부를 점치기는 어려운 측면이 있으나 국내 서울에 멀티 플렉스를 하나 신축하는데 드는 비용이 100억인데 반해 상영영화관에는 20억이 투입되었기 때문에 설사 실패한다고 하더라고 크

게 위험 요인이 아니라고 보인다.

⊙중국 영화관 시장의 차이점

-매당제: 우리나라의 스크린 쿼터와 유사한 제도로 이 매당제의 제약으로 중국에서 영화관 사업자는 연 총 20편의 외화만을 상영할 수 있다. 외국의 컨텐츠 제공자의 입장에서는 이 20편의 영화 안에 들어야 고수익을 누릴 수 있기 때문에 경쟁이 치열하다. 헐리우드 영화와도 경쟁을 해야 하기 때문에 쉽지 않은 상황인데 한국영화계는 그 대안으로 무극, 중천 등의 한중 합작영화 제작을 증가시킬 것으로 보인다.

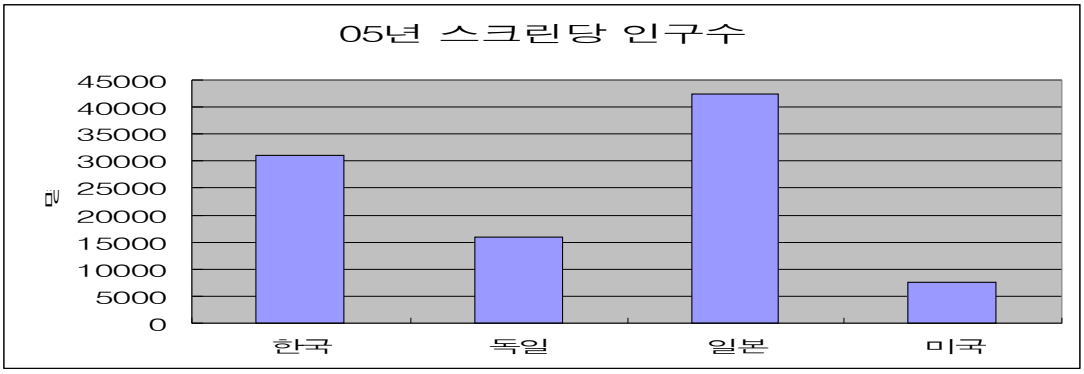
-분당제: 이것은 외국 영화에 대한 판권을 중국 국내 배급사가 구입한 후, 중국 내에서의 영화 상영에 대한 모든 이익을 갖는 것을 의미한다. 매당제의 20편 안에 들지 못한 영화들은 싼 값에 중국 국내 배급사에게 판권을 넘기게 되는데, 이 때 많은 수익을 얻을 수 없기 때문에 또한 매당제에 들어가기 위한 경쟁이 치열한 것이다.

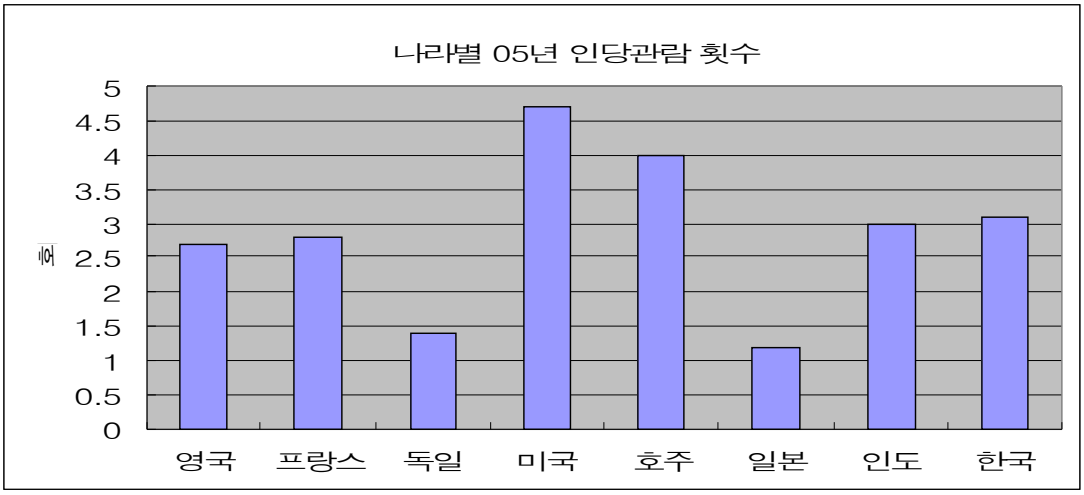
4. 위험 요인

4.1 과잉투자 여부

많은 멀티 플렉스의 설립으로 스크린당 인구수는 꾸준히 감소하는 추세이며 05년 기준으로 1관당 3만 명이다. 2007년에도 전국에 걸쳐 30개 정도의 멀티 플렉스가 증축될 예정이다. 현재 독일이나 미국보다는 스크린당 인구수가 많지만 지속적으로 감소는 추세이다.

한국시장에서 적절한 스크린당 인구수는 말 하기 어렵다. 또한 시설투자도 수요만 뒷받침 된다면 위험요소가 아니라 매우 긍정적인 것이다. 그렇다면 과연 한국의 수요가 현재 CGV의 공격적인 시설투자를 부양할 만큼 증가할 것인가에 대해 살펴보자.

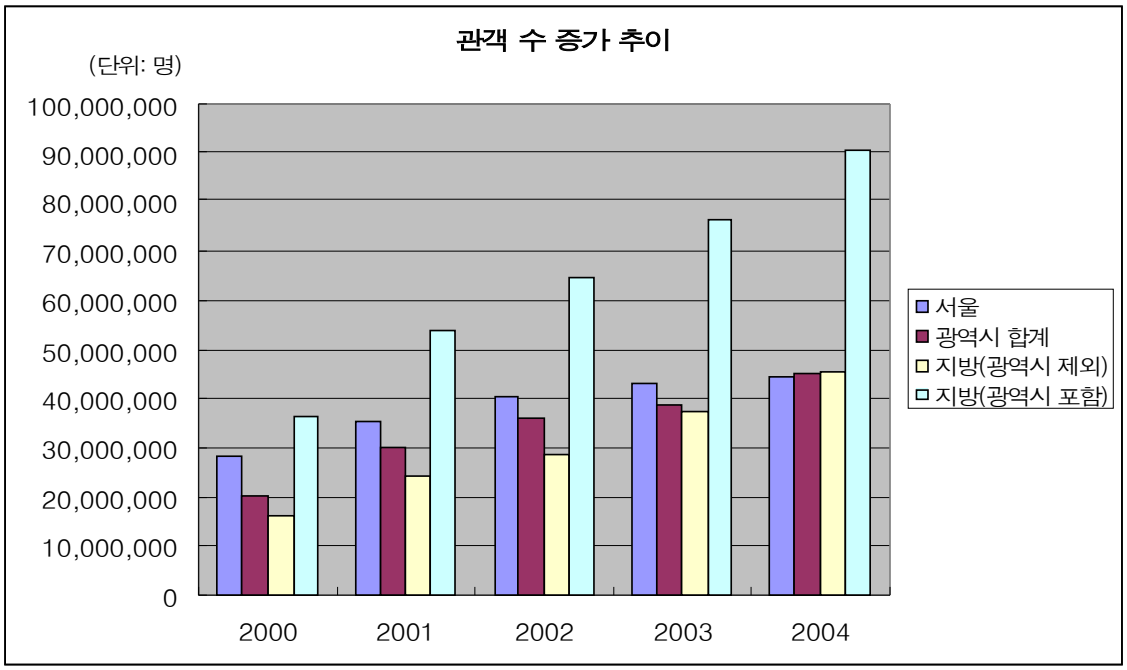


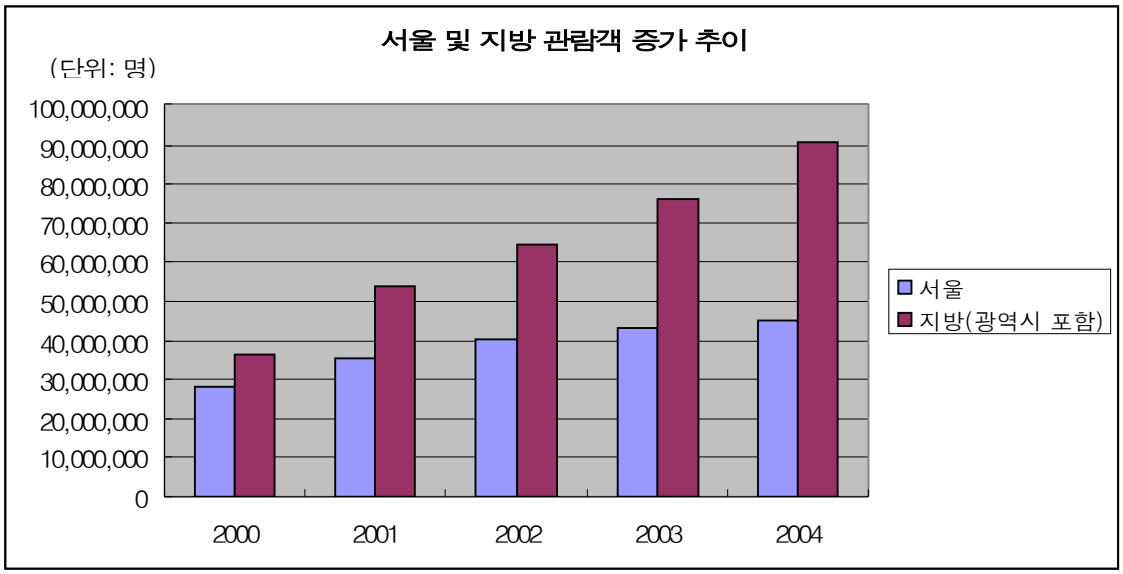


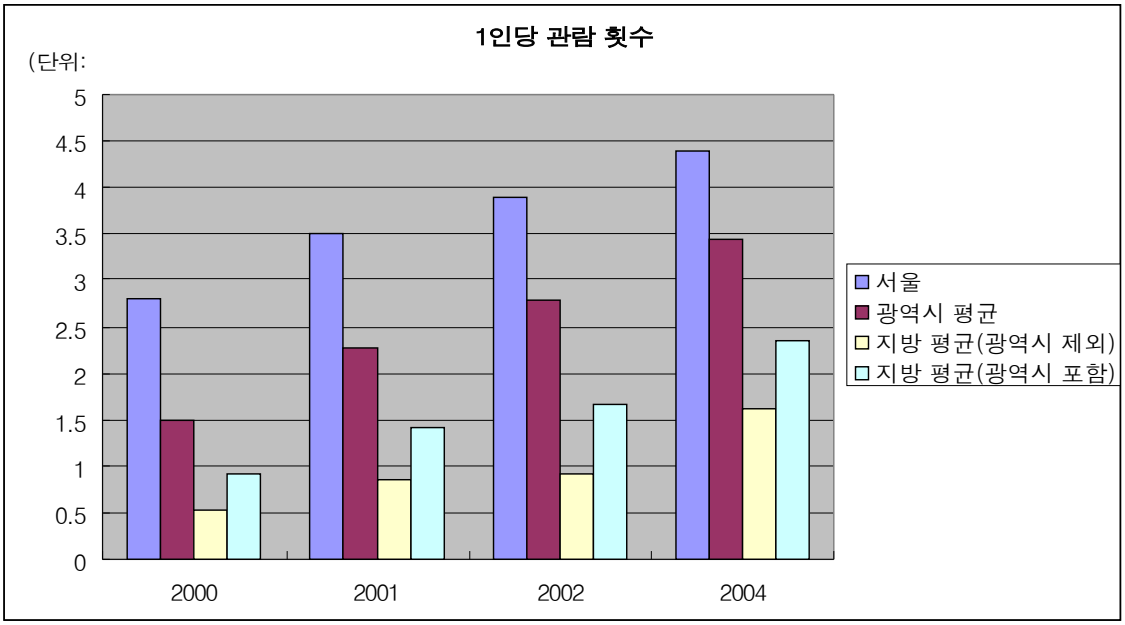
현재 우리나라의 1인당 관람 횟수는 3.1회이다. 프랑스나 인도와 비슷한 수준인데 이웃나라인 일본보다는 2배 이상 높은 수치이다. 향후 인당 관람 횟수가 어떻게 변할지는 알기 어렵지만 한국영화 컨텐츠의 질이 현재 수준, 혹은 그 이상으로 유지된다면 자국 영화 시장에 대한 내수수요가 많은 프랑스나 인도 정도의 인당 횟수를 기록할 것으로 보인다. 그런 측면에서 CGV가 내부적으로 예측하고 있는 인당 3.6회가 근거 없는 것은 아니지만 세계 기준으로 현재 한국의 3.1회도 꽤 높은 편이라는 점에서 장담할 수는 없다.

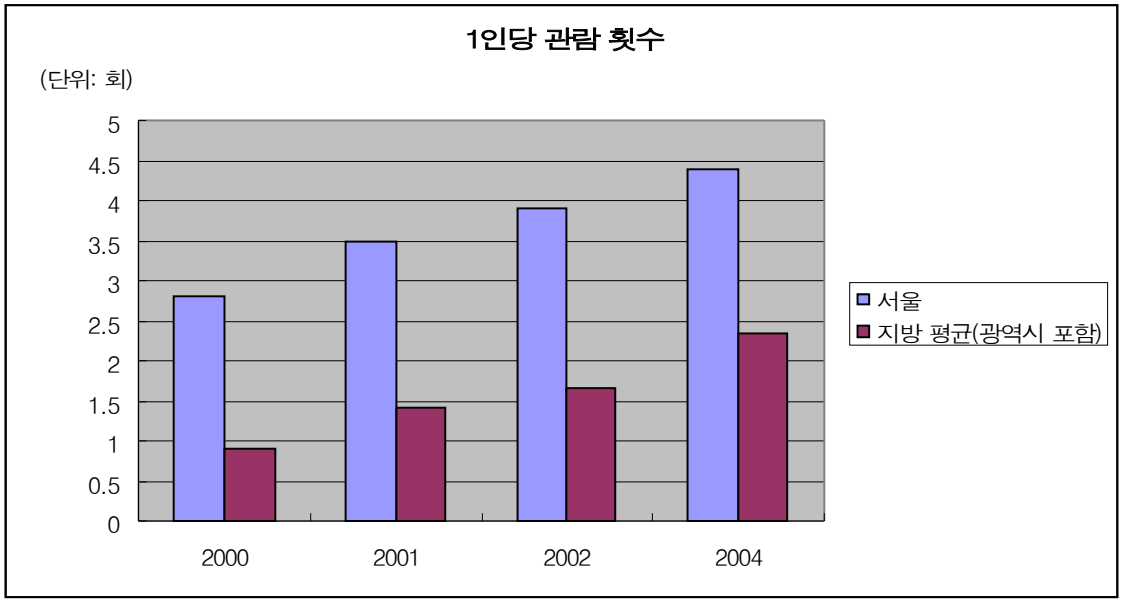
4.1.1정말 과잉투자인가?

1. 지방 위주의 확장




서울 및 지방 관람객 증가 추이
(단위: 명)
100,000,000
90,000,000
80,000,000
70,000,000
60,000,000
50,000,000
40,000,000
30,000,000
20,000,000
10,000,000
0
2000
2001
2002
2003
2004
서울
지방(광역시 포함)


1인당 관람 횟수
(단위:
5
4.5
4
3.5
3
2.5
2
1.5
1
0.5
0
2000
2001
2002
2004
서울
광역시 평균
지방 평균(광역시 제외)
지방 평균(광역시 포함)



현재 CGV가 공격적으로 확장을 하고 있는 지역은 강남의 스타플렉스를 제외하면 전부 지방이다. 그렇기 때문에 과잉투자 여부를 확인하기 위해 서울과 지방의 관람객과 관람횟수를 분리하여 분석 할 필요가 있다. 지방의 관람객 증가는 서울의 증가세가 매우 완만해진 2002년 이후에도 빠르게 증가하고 있다. 멀티플렉스의 확산에 따라 국내 영화관람이 폭발적으로 증가한 것에 비추어 볼 때, 지방도 멀티플렉스의 신축으로 접근성이 확보되고 나면 서울(현재 6회)에 가까운 관람횟수가 나올 가능성이 없지 않다. 서울과 지방의 소득격차를 고려해봐도 서울의 절반 이상수준까지는 도달할 가능성이 충분하다고 본다. 보다 보수적으로 생각해봐도 현재 3.1회인 일인당 관람횟수가 지방의 관람횟수 증가로 인해 더 증가할 여지는 충분히 있다고 보기 때문에 현재 지방을 중점으로 한 CGV의 확장은 과잉투자가 아니라고 본다.

2. 위탁경영을 통한 위험 관리

CGV에서 영화관을 운영하는 방식은 크게 직영과 위탁으로 나뉜다. 현재 전국 에 44개의 site가 있는데 이중 직영이 26개이고, 위탁이 18개이다. CGV의 과잉투자 여부를 생각할 때 고려해야 할 점 중 하나가 CGV 체인에는 직영과 위탁 방식이 있다는 것이다.

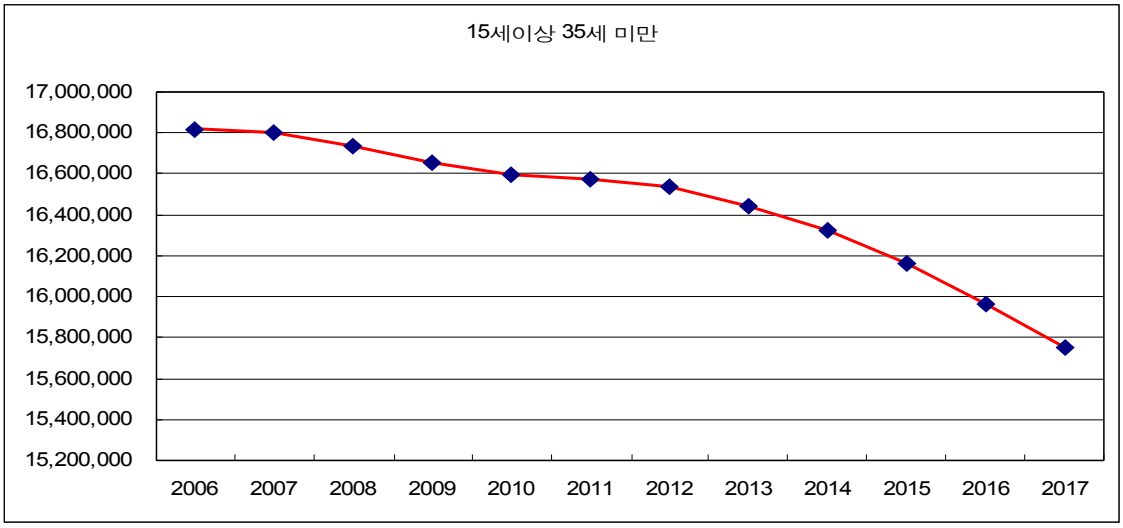
	CGV	
	직영	위탁
06 년	5	1
07 년	8	5

위의 표를 보면 향후 확장 될 영화관 site중 6개가 위탁 방식인데 이 6개의 영화관에 대해서 CGV에서 가지는 RISK는 없다고 봐도 무방하다. 위탁 방식인 경우 영화관 운영의 Know-how만 전수해주고 그 외의 모든 비용은 영화관주가 부담한다. 그리고 총 수익의 7%를 CGV에 로열

티 형식으로 지불하게 되어 있다. 현재 빠르게 성장하고 있으며, 영화관 사업의 차세대 수익원으로 각광받고 있는 스크린 광고에 대해서는 100% 수입을 CGV에서 가져간다. 즉 CGV입장에서 위탁 영화관은 큰 RISK 없이 적절한 수익을 얻을 수 있는 안전한 운영 방식이며 이러한 방식으로 이루어진 확장은 물론 과잉투자가 아닌 것이다.

☞인구구조의 변화

아래의 표는 영화의 주 소비 연령층인 15세에서 35세의 인구 수를 예측한 것이다. 이를 보면 향후 십 년 동안 이 연령대의 인구가 백만 명 정도 줄어들게 된다. 현재 시장확보, 선점효과를 위해 적극적인 시설투자를 하고 있는 CGV의 입장에서 이 부분은 치명적일 수 있다. 인당 관람 횟수가 증가할지 여부도 장담할 수 없는 상황에서 인구의 절대수가 줄어드는 것은 분명한 사실이기에 장기적으로 확실한 위험요소이다.



4.2 영화관 사업, Lock-in 효과가 있는가

CGV가 공격적인 투자를 하는 것은 분명 영화관 사업에 선점효과가 존재한다는 전제가 있기 때문이다. 이제 이 전제에 대해 의문을 제기해 본다. 초기 E-mart 등 유통업자들은 선점지역의 시장은 장악할 수 있다는 믿음을 가지고 적극적인 투자를 통해 시설을 확보했다. 하지만 이미 한 유통업자가 들어와 있는 지역에 다른 업자가 들어오면서 가격 출혈경쟁을 하게 되어 피해를 본 사례도 있다. 소비자들은 물건만 싸게 사면 되었기 때문에 기존에 이용하던 대형 할인점에 대해 lock in 현상이 없었던 것이다.

영화관 사업은 기본적으로 같은 컨텐츠를 제공하는 서비스이다. CGV에서 상영하는 대부분의 영화는 Megabox에서도 상영된다. 그렇다면 Lock-in 효과는 없을 수 있다. 어떤 지역에 이미 기존 멀티플렉스가 있었어도 보다 시설이 좋은 영화관이 생긴다면 고객들은 분명히 선호를 바

꿀 것이다. CGV가 선점한 지역이라도 향후에 다른 사업자가 들어온다면 소비자들이 새 사업자를 선택할 가능성이 있다는 뜻이다.

차별화 포인트가 많지 않다는 것은, 다시 생각해보면 유사한 수준의 만족스런 서비스를 제공 한다면 기존의 고객이 또 굳이 영화관을 바꿀 이유가 없다는 것이기도 하다. 고객의 이동을 막기 위해 CGV가 사용하는 방법은 멤버쉽 카드의 포인트 제도이다. 물론 이것 역시 다른 경쟁자들이 다 사용하는 방법이지만 멤버쉽 카드와 포인트 제도는 분명 고객을 붙잡아 둘 수 있는 요인이다. 만약 서비스나 가격, 주변 부대시설의 수준 등의 변인이 통제된다면 분명히 멤버쉽 제도하의 고객들은 이용극장을 바꾸지 않을 것이다.

결론적으로 영화관 사업은 차별화 요소가 크지 않고 가격의 자체결정 요소도 상대적으로 떨어진다. 즉 경쟁우위의 두 가지 원천 모두 사용하기 용이하지 않다는 것이다. 컨텐츠를 공급하는 경로를 제공한다는 점에서는 SO 사업자 같은 Platform 사업자와 유사하다고도 볼 수 있다. 먼저 인프라를 갖추어 두면 경쟁사에서 해당지역에 진입하기가 쉽지 않은 부분은 분명이 있지만, 진입했을 경우 경쟁사와 접근성이 같다면 Lock-in 효과가 떨어지는 편이고, 선점효과가 기대만큼 크지 않을 요소는 충분히 있다.

4.3 부율 문제

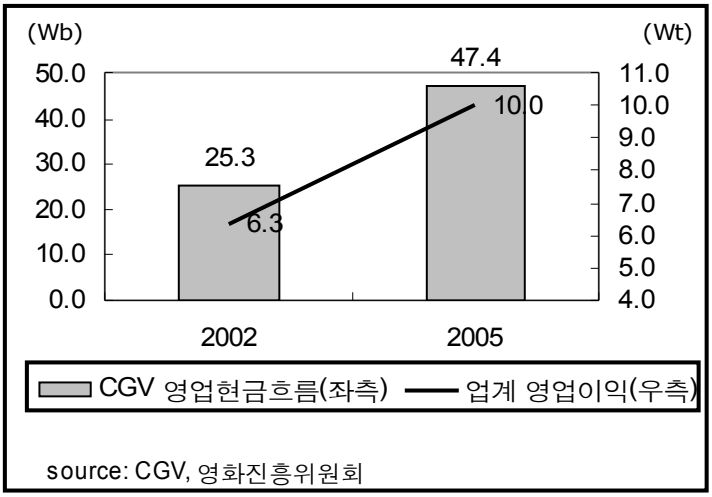
제작사와 극장 간 부율 관련 입장 차이가 매우 크다. “재주는 한국영화가 넘고 돈은 멀티플렉스 영화관이 챙겼다. 한국영화 수익률은 마이너스, 영화관 수익은 113%” 라는 기사가 날 정도로 영화 산업 안에서의 권력 불균형이 존재하고 있다.

지난 17일 정무위소속 열린우리당 김영주 의원은 공정거래위원회 국정감사에서 절대적인 영향력을 행사하고 있는 CJ, 오리온, 롯데 등 '소위 빅 3'가 절대적인 영향력을 행사해 시장지배력을 강화시키고 있다며 ‘영화시장의 불공정거래 행위’라고 지적했다.

제작사측 입장	외화는 6:4로 극장 측이 입장수입을 적게 가지는데, 한국영화만 5:5로 제작사에게 불리한 조건을 강요하고 있다. 한국영화도 당연히 제작사가 6을 가져가야 한다.
극장 측 입장	스크린쿼터로 외화가 불리한 조건이었을 때 일종의 프리미엄으로 혜택을 줬던 것인 만큼, 이제는 외화도 5:5의 비율로 나누는 것이 옳다. 실제로 미국이나 프랑스에서도 자국영화와 외화 모두 5:5의 비율로 수익을 분배하고 있다.

☞ 현재 진행중인 이슈로 어떤 결과가 나올지는 모른다. 하지만 만약 제작사측의 입장이 받아들여지게 된다면 극장 측으로서는 결코 적지 않은 10%의 수익을 잃어버리게 되는 것이므로 주가에 부정적인 요소로 작용할 것이다.

5. Valuation



CGV의 적정가치를 추정하기 위해서 우리는 DCF법을 이용하였다. 이는 주지하다시피 기업의 현금흐름이 일정할 것이라는 가정에 의한 것인데 우리는 DCF 모델에 필요한 CGV의 현금흐름을 '영업활동으로부터의 현금흐름'으로 보았다. FY02부터 FY05까지 CGV의 영업현금흐름은 연평균(CAGR) 17.07% 상승하였고 국내 극장업 영업이익 합계는 2002년부터 2005년까지 연평균 15.7%, 1998년부터 2005년까지는 연평균 19.7% 증가하였다. 이에, 앞에서 언급한 국내 15세에서 35세 사이의 인구 변화 예측에 의하면 2006년부터 2008년까지 인구 감소율은 연평균 -15bp수준이므로, CGV의 연평균 영업현금흐름 증가율이 추세와 같이 15.7%이고 연평균 인구 감소율이 비례적으로 영업현금흐름에 부의 효과를 준다고 할 때 추정 연평균 영업현금흐름성장률을 15.5%(5bp 절사)로 가정하였다.

당사의 자본투자가 2008년까지 배분된다는 것을 감안할 때 우리는 15.5%성장하는 현재의 추세가 FY08까지 지속되고 그 이후에는 CGV의 현금흐름이 영구적으로 실질 GDP 증가율을 상회하는 5%로 지속될 것이라고 가정하였다. CGV의 영업현금흐름이 예상 GDP 증가율을 상회할 것이라고 보는 근거는 시장 점유율 1위 기업으로서의 영업력이라는 기업적 측면과 국내에서 꾸준하게 성장하고 있는 산업으로서의 영화라는 측면을 모두 고려한 것이다.

한편 CGV의 미래현금흐름 할인률은 15%로 잡았으며 이러한 가정 하에 도출된 현재 목표 주가는 27,220원(2006년 말 기준)으로써 현재 17%의 upside가 있는 것으로 추정되어 buy의견을 제시한다.

6. 결론

ⅰ)한 순간의 이익 모멘텀이 기대된다.

: 전국적인 인프라와 시장 지배력을 갖추기 위해 공격적인 시설투자를 하고 있는 CGV는 현재 이러한 투자 때문에 적은 순이익을 기록하고 있다. 하지만 CGV 스스로 가까운 미래에 국내 시장의 포화가 올 것이라고 예상하고 있다는 점과 해외 거점 마련을 준비하고 있다는 점을 종합해

봤을 때 시설투자를 멈추는 시점이 분명히 올 것이다. 그렇게 되면 그 때부터는 운영 고정비를 제외하고는 특별한 비용이 없게 되고 원가 비율이 낮은 매점과 스크린 광고가 지속적으로 성장해 주고 있는 점까지 고려하면 투자를 멈추는 시점에 이익 모멘텀이 있을 것이다.

ii)장기적으론 기 투자된 시설이 부담

: 앞서 위험요인에서 언급했듯이 영화의 주 소비층인 15~35세 인구가 향후 지속적으로 감소할 것이기 때문에 현재 인구수준을 기초로 1인당 3.6회의 연 관람횟수를 기준으로 보고 시설을 확충한 CGV의 입장으로서는 향후 영화관 수익성을 유지시키는데 어려움이 있을 수 있다.

iii)GDP와의 양의 상관관계

: 앞서 보았듯이 극장매출과 GDP는 양의 상관관계가 있지만 GDP가 어느 수준 이상 증가하면 문화 컨텐츠로서의 영화가 일종의 열등재로 취급되어 더 비싼 연극이나 뮤지컬 등의 공연 문화 컨텐츠로 수요가 옮겨 가면서 극장 수요가 감소할 가능성도 있다.

☞ 향후 2~3년 안에 CGV와 프리머스의 시설투자가 정지하는 시점이 올 것으로 예상한다. 그리고 그때가 이익 모멘텀이 될 것이라고 생각한다. 그 시기는 경영진의 Stock Option 행사 가능 시기인 2007년 하반기 이후가 될 것이다.

하지만 매우 장기적인 관점에서는 여러 가지 부정적인 요소가 있다. 그리고 CGV의 장기전망을 하기 위해서는 무엇보다 CGV에서 차세대 목표시장으로 보고 있는 중국에서의 성공여부를 알아야 하는데 이제 막 사업을 시작했기 때문에 앞으로 어떤 변화가 있을지 예측하기 어렵다.

이런 이유로 향후 2~3년을 보고 투자한다면 조심스럽게 매수를 추천한다. 더 단기적으로 보면 9월 중순에 27,200원의 고점을 찍은 후 지속적으로 하락하여 현재 23,100원이 된 주가도 매력적이라고 본다. 기본적인 펀더멘탈의 변화가 없는데도 주가가 지속적으로 하락한 것은 3분기 실적YoY가 마이너스였고, 시장 기대치를 한참 밑 돌았기 때문이다. 오는 4분기에는 10월의 추석대목 수익이 실적으로 잡혔을 것이기 때문에 YoY 비율도 높아질 것이고 좋은 분기 실적이 나올 것으로 기대한다.