

목차

I. THAAD : 우려화 현실 사이 1

1. THAAD와 한한령(限韓令)
2. 엔터를 제외한 기타 산업 영향 제한적, 반한(反韓) 감정 조짐 없어
 - 1) 엔터/미디어: 쇼잉 사업에 대한 타격 제일 커
 - 2) 여행: 현재 영향 없음, 향후 규제 우려 존재
 - 3) 중간재: 영향 거의 없음

II. 중국과 보호무역주의 8

1. 중국도 보호무역주의의 피해자
2. 보호무역주의에 대한 중국 대응: 내수시장 육성 및 활성화

III. 투자전략: 13

THAAD 우려보다 중국 내수진작 행보에 주목
 CJ E&M (130960)
 CJ CGV (079160)

중국 시장
최설화 3276-6274
 emily.cui@truefriend.com

미디어/레저
최민하 3276-6260
 mhchoi@truefriend.com

보호무역주의와 중국 (3): THAAD 그 이후

THAAD 이후 중국 탐방기: 내수 진작 행보 가속화

중국이 비관세 장벽을 통해 보호무역주의 압력을 강화하고 있다. 관련해 한국의 THAAD 배치 결정이 이러한 기초를 더욱 강화시킬 것이라는 우려가 확산되고 있다. 우리는 이러한 THAAD의 영향, 나아가서 중국 보호무역주의 현황을 알아보기 위해 2박 3일의 중국 출장을 다녀왔다.

THAAD 배치에 대한 중국인들의 반한(反韓) 감정은 2012년 반일운동 당시만큼 강하진 않다. 엔터테인먼트/미디어 사업을 제외한 기타 영역에서는 아직 THAAD의 영향이 없었다. 그러나 현재 콘텐츠 산업에 대한 중국 감독기관의 규제가 강화되고 있어 THAAD의 영향을 완전히 배제하긴 어려울 전망이다.

다만 이번 탐방에서는 로컬 기업들의 제품과 서비스의 퀄리티가 한국보다 열위에 있음이 재확인됐다. 탐방에서 중국 여행업체들은 한국 여행산업의 발전과 기업들의 수익구조 변화에 대해 우리에게 질문했고, 중국 미디어 업체도 해외(한국) 콘텐츠들이 자국 콘텐츠에 비해 창의성이 좋다고 평가했다. 상하이에 새로 설립된 시내 사후 면세점의 탐방에서도 1) 가격이 여전히 한국에 비해 비싸고 2) 제품 공급이 지속적으로 따라주지 못하는 점들이 확인됐다.

중국 정부가 중국적으로 원하는 것은 자국 내수소비 시장 육성과 활성화이다. 중국 정부는 해외 소비의 내수 전환, 첨단 제조업 육성, 역내 생산 및 국산화를 실현하기 위해 대대적으로 투자를 늘리고 있었다. 상하이에 위치한 시내 사후 면세점과 10대 신성장 산업 육성 등이 대표적인 예다. 향후 중국 로컬업체들의 경쟁력이 제고되기까지 중국 보호무역주의는 지속될 것이나, 일본사례에서 볼 수 있듯이 중간재는 보호무역주의의 영향에서 상대적으로 자유로울 것이다.

중국 상하이에 위치한 중푸(中服) 시내 사후 면세점



- ▶ 구매대상
중국 여권을 소지한 16세 이상의 중국인
- ▶ 구매가능일
입국일부터 180일(6개월)내
- ▶ 구매한도
인당 최대 5,000위안 (약 원화 75만원)
- ▶ 구매횟수
180일 이내 입국 기록 1회당 1회

I. THAAD: 우려와 현실 사이

1. THAAD와 한한령(限韓令)

THAAD 배치 결정 이후
한한령(限韓令) 신조어 탄생,
추가 경제 보복 우려 확대

지난 7월 8일 한미 공동 실무단이 한반도에 사드 배치를 공식 발표한 이후 중국에는 한한령(限韓令)이라는 신조어가 생겼다. 중국의 최대 포털사이트인 바이두 지식백과에서는 이를 하나의 명사로 풀이해 제공했는데, 8월 4일 하루에만 이 단어에 대한 중국인들의 검색 조회수가 9만건을 돌파했다.

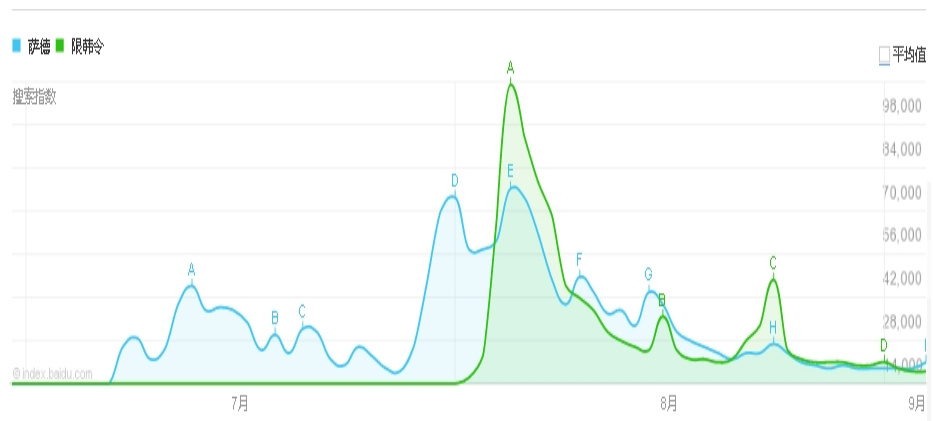
한한령(限韓令)이란 THAAD 배치 결정 이후 중국 정부가 한국 연예인과 예능 프로그램의 방영, 합작 및 한국 연예인의 중국 내 콘서트 등을 제한하는 조치다. 이는 중국 정부의 미디어 감독기관인 광전총국(廣電總局)이 방송국을 비롯한 관련 기업들에게 비공식적으로 전달한 지시 사항으로, 9월 1일부터 전격 시행되는 것으로 알려졌다.

그러나, 9월 1일이 되기도 전인 8월부터 이미 중국 각 방송채널에서는 예능 프로그램에 출연하는 한국 연예인들을 모자이크로 처리하고, 일부 연예인들의 콘서트 행사가 잠정 취소되는 일들이 발생하기 시작했다. 이에 따라 주식시장에서도 엔터테인먼트 관련주의 주가가 큰 폭으로 조정 받았고, 투자자들 사이에서는 향후 있을지도 모를 중국의 경제 보복에 대한 우려가 확산되고 있다.

여러 우려와 분석이 난무하는 가운데, THAAD 배치 결정 이후 실제 현업에서 벌어지는 변화를 직접 살펴보기 위해 2박 3일의 중국 출장을 기획했다. 목적은 한중간 사업에 종사하는 담당자로부터 현업에서 일어나는 변화를 직접 듣고 향후 중국 관련주들에 대한 투자 아이디어를 얻는 것이었다. 특히 THAAD 배치의 영향이 가장 컸던 콘텐츠와 아웃바운드 여행 업체를 중점적으로 탐방했다.

본 보고서는 우리가 탐방했던 기업들과의 미팅 내용을 토대로 작성한 것으로, 사드 배치 결정 이후 현업에서 일어나는 변화들을 사실(Fact) 중심으로 정리했다.

[그림 1] 중국 바이두 포털 사이트에서의 한한령(限韓令) 검색횟수 추이



자료: 바이두, 한국투자증권

2. 엔터를 제외한 기타 산업에 대한 영향 제한적, 반한(反韓) 감정 조짐 없어

THAAD 영향 점검 위해
현지 관련 기업 탐방 진행

우리는 이번 출장에서 미디어, 아웃바운드 여행, 면세점과 현지 증권사 섹터 애널리스트와의 미팅을 진행했고, 한국에서는 중국에 중간재를 수출하는 담당자를 만났다.

엔터테인먼트/미디어 외
기타 산업 영향 제한적

결론적으로, THAAD 배치에 따른 직접적인 영향은 엔터테인먼트/미디어 산업을 제외한 타 산업에서는 아직 나타나지 않고 있다. 엔터테인먼트/미디어 산업도 구체적으로 한국 요소(要素)가 보여지는 엔터테인먼트 산업은 직접적인 영향이 큰 반면 미디어 기업들은 우회적으로 규제를 피할 수 있는 여지가 있어 영향은 제한적이었다. 단, 중국의 미디어, 여행 업체들은 향후 양국의 외교관계 변화에 따라 중국 정부가 추가적으로 대응할 가능성에 대해서는 보수적으로 접근하는 모습을 보였다. 반면 중간재 수출 기업들은 중국의 완제품을 생산하기 위해 필요한 장비 또는 부품들이기 때문에 일시적인 정치 이슈의 영향을 거의 받지 않는다 설명했다.

오히려 중국인들의
반한(反韓) 감정 거의 없었음

한편 THAAD 배치 결정에 대해 대부분의 중국인들은 상대적으로 차분한 반응을 보여 과거 반일운동, 일본제품 불매운동 시기와는 매우 대조적이었다. 8월 초 공격적인 논조가 강했던 중국 CCTV 채널에서도 G20 정상회담 때문인지 THAAD 관련 보도가 없었고, 심지어 9월 1일 한한령 시행 당일에는 아침 경제 뉴스에 관련 내용이 없었다. 무성한 우려에 비해 현실은 차분했다.

보여지는 것과 보여지지 않는
것에 대한 영향 차별화

1) 엔터테인먼트/미디어: 쇼잉(Showing) 사업 타격이 제일 커

사드 배치 결정 이후 가장 큰 타격을 받은 건 엔터테인먼트/미디어 산업이었다. 현지 기업과 애널리스트들은 한한령은 중국 기업들의 선제적인 리스크 관리라기보다 정부가 주도한 비공식적인 제재라는 의견에 수긍하는 분위기였다. 이러한 비공식적인 제재는 향후 관련 기업들의 중국 사업에 리스크로 작용해 당분간 악영향이 불가피하다는 판단이다.

언론에 대한 통제 강화
흐름에서 리스크를
완전 배제하긴 어려워

단, 보다 세분화했을 때 섹터별 영향에 차이가 있었다. 가장 직접적인 영향을 받는 건 한국 연예인이 직접 출연되는 콘서트, 예능 프로그램 등 쇼잉(Showing) 사업이었다. 반면 제작진 등 한국적 요소가 직접 노출되지 않는 것들은 우회적인 방식으로 진행될 수 있어 직접적인 영향은 제한적이라는 것이 지배적이었다.

Interview 1: 중국 대형 영화 제작사 담당자

Q: 사드 결정 이후 한국 콘텐츠에 대한 규제가 강화되고 있는데, 이를 어떻게 생각하십니까? 그리고 향후 전망은?

A: 구두로 전달된 상황이라 정책 문서를 확인할 수 없음. 향후에는 양국간의 외교 관계에 따라 불이익 수위가 달라질 수 있는데, 만약 정치 관계가 악화된다면 영향이 매우 클 것으로 예상됨. 중일 관계가 악화되면서 일본 콘텐츠가 거의 중국 시장에서 찾아보기 힘들다는 점을 생각해 볼 필요가 있음

Interview 2: 중국 대형 영화관 사업 담당자

Q: 최근 개봉한 한국 연예인들이 출연한 영화가 당사의 영화관에 상영되지 않는 것 같은데, 혹시 한한령의 영향 때문인지?

A: 관련 영화를 본 적이 없어 자세한 상황은 잘 모르겠음. 그러나 한한령은 비공식적으로 공개된 내용이고, 중국에서는 가끔 이러한 불가항력적인 리스크들이 동반될 수 있음. 한국인들이 애국심이 강하듯 중국인들도 마찬가지임. 당분간 영향을 피해야 할 것으로 보임

Interview 3: 현지 대형 증권사 미디어 섹터 담당 애널리스트

Q1: 9월 1일부터 한한령이 시행된다고 하는데, 이는 정부의 지시인지 아니면 관련 기업들의 선제적인 대응인지? 만약 사실이라면 구체적으로 어떤 분야들에 대해 규제하는지?

A: 정부의 실제적인 지시가 있는 것으로 판단함. 물론 공식적인 정책 문서는 없고 구두로 지시한 것으로 파악됨. 대체적으로 방송국에 중한간 콘텐츠 교류를 자제하라는 골자였고, 채널에서 한국 연예인들의 출연을 금지하라는 내용이었음

따라서 한한령의 가장 직접적인 영향을 받는 분야는 한국 연예인이 출연하는 콘서트, 예능 프로그램일 것이고, 향후 관련 IP 수입 승인들이 어려워질 전망이다. 반면 영화, 드라마 등 콘텐츠 제공 기업들의 경우 제작 내역에 한국인들의 이름을 제거하는 등 우회적인 방법으로 대체할 수 있기 때문에 실질적인 악영향은 제한적일 것이라 판단함

전반적으로 현재 광전총국(廣電總局)의 규제가 점차 강화되고 있음. 중국에서 구글, 페이스북 등 해외 미디어 플랫폼들이 모두 제한되어 있는 건 물론 방송국에게는 콘텐츠의 70%를 애국주의를 소재로 하는 내용을 방영할 것을 요구하고 있음. 일전에는 온라인 동영상 기업에 국유기업의 지분투자도 검토하고 있다는 루머가 있을 만큼 언론에 대한 통제가 강화되고 있음. 기타 국가들의 콘텐츠 수입도 감소할 것임

Q2: 사드 때문에 중국인들의 반한 감정이 많이 격화되었는지? 혹시 이번 사태로 중국인들이 한국 콘텐츠를 안 보는지?

A: 국민들의 반한 감정은 크지 않으며 변화 없음

Q3: 최근 한중 미디어 기업들 간의 협력이 활발히 진행되고 있는데, THAAD 때문에 중국 미디어 상장사들은 악영향이 없는지?

A: 영향이 크지 않음. 주로 감독당국이 미디어 산업에 대한 규제를 강화하면서 각 섹터별 선두업체들이 유리함. 신규 진입 업체들은 공격적인 마케팅으로 시장에 존재감을 부각시켜야 하나, 현재 경영환경이 그런 상황이 아님. 반면 선두업체들은 탄탄한 점유율과 노하우를 바탕으로 선두업체로서의 경쟁력이 더욱 강화되고 있어, THAAD에 의한 악영향은 시장에 크게 반영되지 않음

Q4: 한국 콘텐츠의 경쟁력은 무엇이고, 중국과 한국 콘텐츠의 차이가 어느 수준인지?

A: 한국 콘텐츠는 중국에 비해 창의성에서 경쟁력을 보유함. 런닝맨, 무한도전 등 예능 프로그램 방식들은 그 동안 중국에서 볼 수 없었던 창의성을 보여줌. 또한 같은 아시아 문화권에 있고, 일본 콘텐츠에 비해 중국인들이 접수하기 수월하다는 장점을 갖고 있음

중국이 콘텐츠 면에서 한국과의 격차를 줄이려면 최소 3~5년이 소요되어야 한다고 판단. 이유는 1) 한국은 작가, 감독, 연예인, 제작진 등 전체 영화 산업의 체제가 체계적으로 형성되어 있으나 중국은 산업 구조가 아직 미숙하고, 2) 중국의 작가들의 창의력이 부족한데다가 정부의 규제 강화 등으로 제작환경도 열악해 고 퀄리티의 작품을 출품하기엔 긴 시간이 필요함

개인들의 한국 여행 취소 현상
아직 없어, 단 향후 규제 우려
존재

2) 아웃바운드 여행: 현재 영향 없음, 단 향후 규제 우려 존재

사드 배치 결정 이후 한국인들의 중국 비즈니스 비자 신청이 복잡해지면서 일각에서는 중국인들의 한국 관광이 취소되지 않을까 하는 우려가 제기되고 있다. 특히 일부 기업들의 해외연수 프로그램이 취소되면서 이런 우려들이 가중됐다.

그러나 우리의 여행업체 탐방 결론은 우려에도 불구하고 아직 THAAD로 인해 개인 관광객들의 한국 여행 취소 사례가 일어나지 않았고, 중국 정부로부터 아무런 제재 조치를 전달 받은 사항은 없어 영향력이 제한적이라는 것이다. 게다가 현재 중국인들의 반한 감정이 거의 없고, 8월 중국인 관광객수가 대폭 증가한 것을 감안하면 악영향은 제한적일 전망이다.

향후 규제를 실시하더라도
실질적인 영향은 제한적

다만, 현지 기업들은 향후 한중 양국의 관계가 악화될 경우 중국 정부가 제재를 가할 수 있음을 우려했다. 구체적으로는 1) 중국인들의 여권 발급을 제한하거나, 2) 여행사들에게 한국행 여행 패키지 판매를 줄이도록 압박을 가하는 등의 형태로 나타날 전망이다. 물론 영향이 없다고 하긴 어려우나, 근본적으로 최종 입국 비자를 결정하는 건 한국 정부이기 때문에 이 역시 과도하게 걱정할 사항은 아니며, 중국 정부로부터 통행증을 받아야 하는 대만과는 다르게 볼 필요가 있다고 판단한다.

Interview1: 중국 대형 온라인 여행사의 담당자

Q1: 사드 사태 이후 일부 관광객들이 한국행 여행을 취소하고 있다는 소식이 있는데, 실제 현업의 상황은 어떠한지?

A: 현재 일부 기업들의 해외 연수 여행들은 취소됐으나, 개인 관광객들의 패키지 여행 혹은 자유여행에는 큰 영향이 없음. 또한 아직 중국 정부가 한국 비자 발급을 중단하라는 구두 지시도 없어서 전반적으로 실질적인 악영향은 없다는 판단임

Q2: 향후 사드의 영향이 있을 것으로 보는지? 있다면 구체적으로 어떤 분야가 될 것 인지?

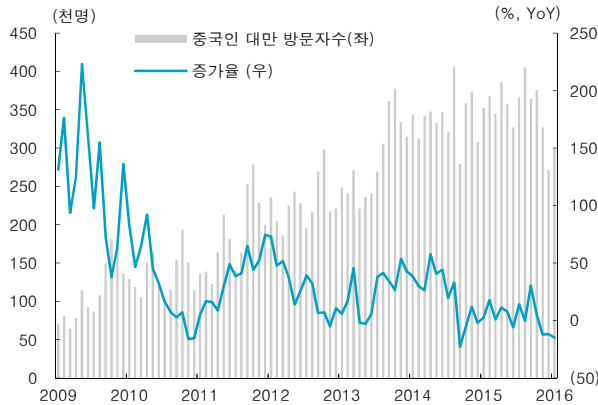
A: 만약 사드로 인한 정치적 이슈가 더욱 불거진다면, 정부가 중국인들의 한국 비자 발급을 중단할 가능성이 있음. 최근 중국과 대만과의 관계가 악화되면서 중국인들의 대만 출국 비자 Quota를 줄임에 따라 대만으로 가는 중국인 관광객수가 줄었음. 또한 과거 필리핀과 관계가 안 좋았을 때 필리핀 비자도 제한한 바 있음. 비록 아직 한국 여행을 제한하는 조치들을 전달 받은 건 없으나, 향후 양국의 관계에 따라 중국 정부가 조치를 취할 가능성은 있다고 생각함

Interview2: 중국 대형 여행 패키지 공급업체 담당자

Q1: 최근 사드 영향으로 중국인들의 한국행 여행을 취소한다는 소식이 있는데, 실제로 그런 현상들이 나타나고 있는지?

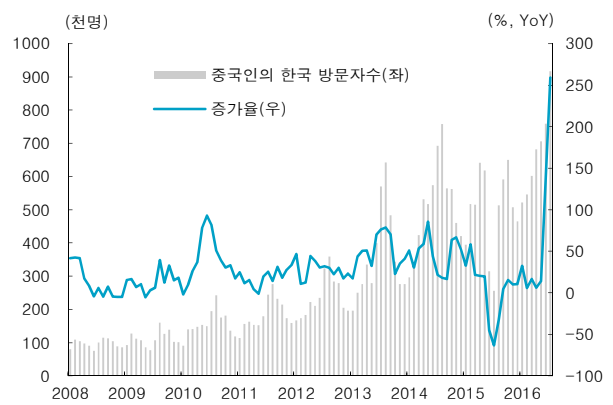
A: 우리 회사에서 아직 한국 여행을 취소하는 현상은 뚜렷하게 없음. 이는 아직 중국인들의 반한 감정이 높지 않고, 당사가 한국 여행패키지 상품을 기타 국가에 비해 적게 취급해서 그럴 수도 있음

[그림 2] 중국인들의 대만 방문자수 및 증가율 추이



자료: 대만 운송 및 교통국, 한국투자증권

[그림 3] 중국인들의 한국 방문자수 및 증가율 추이



자료: 한국관광공사, 한국투자증권

하이테크제품 등 중간재
수출은 거의 영향 없음.
자국의 강력한 수요가 뒷받침

3) 중간재 수출: 영향 거의 없음

중간재는 이번 탐방에서 제일 영향이 없었던 산업이다. 이는 중국이 자국 완성품을 생산하기 위해 필요한 설비, 부품 등을 수입해야 하는 실수요가 뒷받침되고 있기 때문이다. 또한 엔화가 강세 기조인 지금 한국의 제품들이 가성비가 더욱 높아져 THAAD와 같은 정치적인 이슈의 영향은 거의 없는 것으로 파악됐다.

Interview: 하이테크 제품의 중간재 중국 수출 담당자

Q1: 최근 사드로 인해 한중 관계가 악화되고, 중국의 경제보복 대응까지 부각되고 있는 것 같은데, 혹시 실제 현업에서 사드로 인한 불이익이거나 악영향이 있었는지?

A: 메인 사업에 대한 영향은 없음. 저희가 수출하는 중간재는 중국 기업들이 생산 캐파를 확대함에 있어 반드시 필요한 부품이고, 기타 국가 제품에 비해 가성비 높은 매력도가 부각되고 있기에 사드 등과 같은 정치적인 이슈로 받는 영향은 현재까지 없음. 오히려 중국 상무 비자 발급이 예전에 비해 복잡해져 출장 가기가 불편해졌음.

Q2: 시장에서는 향후 중국이 경제적인 보복을 더욱 강화할 수 있을 것으로 보고 있는데, 만약 이렇게 될 경우 중간재 수출 사업도 타격을 받을 수 있지 않을까? 향후 어떻게 전망하는지?

A: 물론 한중 양국 간의 외교 협상 등 관계에 따라 중국의 경제제재 수위가 달라질 순 있겠지만, 크게 영향을 받지 않을 것으로 판단함. 이유는 중국은 <중국제조 2025> 등 첨단 제조업 육성 목표를 달성하기 위해 해외로부터 첨단 제품 생산에 필요한 생산설비, 부품 등 중간재를 수입해야 함. 아직 반도체, 디스플레이, 선박 등 고부가가치의 제조업을 형성하기에는 해외에 비해 기술력이 뒤떨어지기 때문에 수입을 할 수 밖에 없는 상황임. 즉 중국은 아직 수요 우위의 시장이고 정부의 육성 목표가 뚜렷하기 때문에 정치적인 이슈에 따른 악영향은 크지 않을 것으로 판단됨

사실 2012년 중국이 반일 활동을 강하게 진행할 때에도 일본의 중간재 수출은 타격이 크지 않았음. 게다가 현재 분위기는 2012년의 반일 활동에 비해 매우 차분하기 때문에 그러한 영향은 제한적일 것으로 판단함

오히려 가격이 더욱 중요한 변수임. 한국 제품은 가성비가 높은 것으로 생각하고 있는데, 최근 엔화가 강세로 가면서 한국과 일본 제품 간에 가격 차이가 벌어지면서 한국이 수혜를 보고 있음. 게다가 Flexible OLED에서는 한국의 기술이 일본을 앞섰기 때문에 많은 중국 기업들이 찾아오는 현상이 과거에 비해 보다 뚜렷해지고 있음

2차례의 일본 사례에서도
비슷한 흐름 보아낼 수 있어

실제 일본의 사례를 보더라도 그렇다. 2008년 이후 중국과 일본은 센카쿠를 중심으로 날카롭게 대립해왔다. 특히 2012년에 발생한 중국 시민들의 반일운동과 일본 제품 불매운동 수준은 상상을 초월했고 중국 학교에서는 일본 학생들의 등교를 중단하기도 했다. 당시 가장 큰 타격을 받았던 업종은 일본의 자동차 산업이었다.

Case 1: 장관급 교류 중단, 희토류 수출 중단 등 압박카드 사용

2010년 9월, 중국 어선이 센카쿠열도에 진입하자, 일본이 영해를 침범했다는 이유로 중국 어선의 선장을 나포하면서 갈등이 정점으로 치달았다. 여러 번의 시도에도 불구하고 잘 풀릴 기미가 보이지 않자 중국 정부는 對 일본 희토류 수출 중단 등 강경 대응을 취했다(중국 정부는 희토류 수출 금지를 공식적으로 승인하지 않음). 당시 일본은 중국으로부터의 희토류 수입 의존도가 높아 중국 어선 선장을 석방하는 백기를 들었다.

Case 2: 군중들의 일본제품 불매운동, 자동차 타격이 큰 반면 중간재 수출 영향 제한적

2012년 여름 일본 정부가 중국과 영유권 마찰을 빚어온 센카쿠 열도를 국유화하자 중국에서는 대대적인 반일 시위가 벌어졌고, 시민들은 중국에 진출한 일본 기업과 상품에 대한 무차별적인 공격을 진행해왔다. 시민들은 주중 일본대사관 앞에서 대규모 시위를 벌이고, 일본 할인점 매장을 마구 때려 부셨으며 일본산 자동차를 불태웠다. 군중들의 이러한 반일 운동으로 당시 중국에서 일본 자동차의 시장점유율은 2012년 6월의 20.2%에서 7.6%로 대폭 하락했다.

[그림 4] 북경 주중 일본대사관 앞에서 중국인들의 국유화 반대 시위



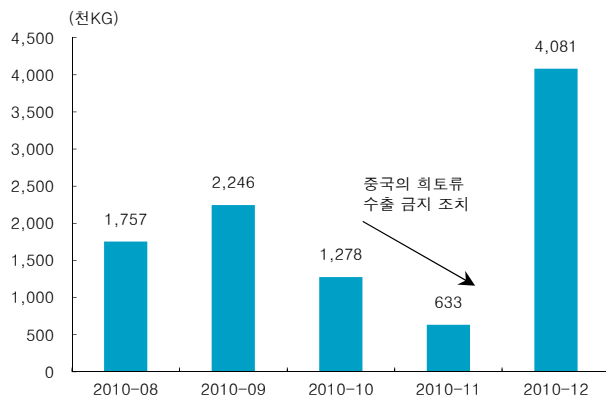
자료: 한국투자증권

[그림 5] 칭다오시 일본이 투자한 쇼핑몰에서 시민들의 무분별 부수기



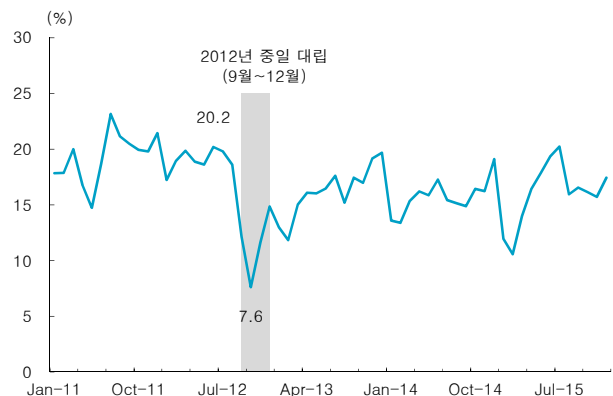
자료: 한국투자증권

[그림 6] 2012년 8~12월 일본의 중국으로부터의 희토류 수입량 추이



자료: 일본 재무성, 한국투자증권

[그림 7] 중국 내 일본 브랜드 자동차의 시장점유율 추이



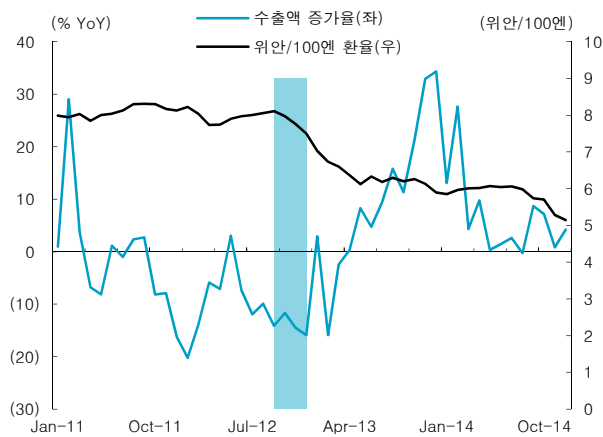
자료: CEIC, 한국투자증권

2012년 일본 제품 불매운동
에도 반도체 등 중간재 수출은
거의 영향 없었음

그러나 흥미로운 것은 반일운동이 정점에 치솟았음에도 불구하고, 당시 일본으로부터의 중간재 수입은 큰 영향을 받지 않았다는 점이다. 사건이 발생한 2012년 9월 일본의 對 중국 수출액은 9,534억엔으로 전년동기대비 14% 감소하면서 다소 영향을 받는 듯 했으나, 엔화가 9월을 고점으로 지속 절하되면서 對 중국 수출은 오히려 반등하는 모습을 보였다.

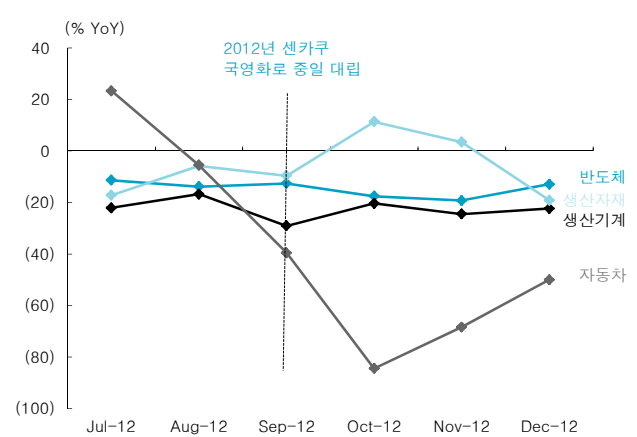
품목별로는 철강 등 생산자재와 완제품인 자동차 수출이 급감한 반면 반도체와 생산기계 등 중국에서 자국 완성품을 생산하기 위한 핵심 장비 및 부품의 수출은 그 영향이 제한적이었다. 결국 중국도 자국의 실리에 도움이 되는 분야는 정치적인 이슈의 영향을 받지 않는다는 결론이다. 한국의 중간재 역시 일본과 비슷한 경과를 거칠 것으로 예상된다.

[그림 8] 2011~2014년 일본의 대중국 수출액 추이



주: 음영부분은 2012.9월~12월.
자료: 일본 재무성, 한국투자증권

[그림 9] 일본의 대 중국 수출 중 품목별 수출액 증가율 추이



자료: 일본 재무성, 한국투자증권

II. 중국과 보호무역주의

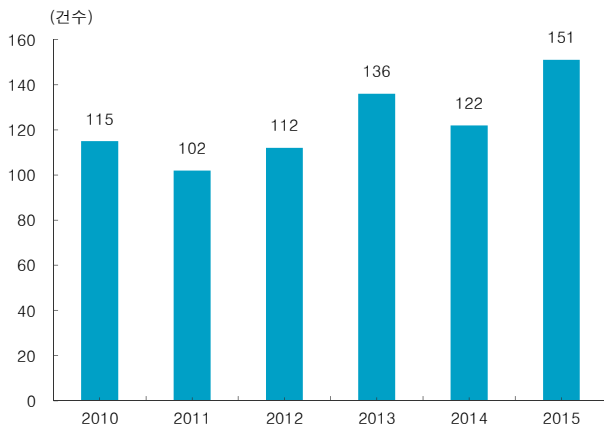
1. 중국도 보호무역주의의 피해자

글로벌 보호무역주의 기조
하에 중국 역시 피해자,
경기에서 수출 기여도 하락

중국 역시 글로벌 보호무역주의의 피해자다. 중국은 2001년 WTO에 가입하면서 수출과 투자 중심으로 발전하면서 전 세계 최대 수출국으로 성장했다. 그러나 2008년 금융위기 이후 세계 무역과 투자는 회복되지 못했고, 글로벌 교역증가율이 4년 연속 3%를 하회하면서 글로벌 보호무역주의가 다시 부각되기 시작했다. 최대 수출국인 중국 역시 이러한 글로벌 교역량 감소의 영향에서 자유로울 수 없다.

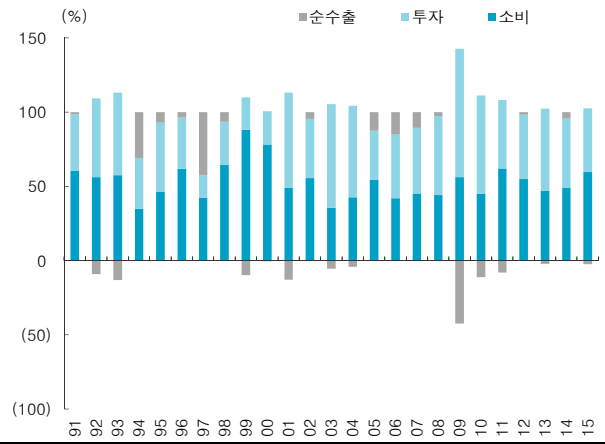
중국 상무부의 통계에 따르면, 올해 상반기 중국의 수출 제품들은 17개 국가로부터 65건의 무역구제 조사를 받았다. 이는 전년동기대비 66.7% 증가한 수준이다. 또한 G20 국가로부터 받은 반덤핑 조사 건수는 전체의 84%를 차지했는데, 지역별로는 인도가 19.4%로 가장 크고 다음으로 미국(14.1%), 유럽(13.8%)의 순이다. 중국 수출 역시 2008년 이후 회복 속도가 빠르지 못해 전체 GDP에서 차지하는 순수출의 공헌도는 2008년 이전에 비해 크게 감소했다.

[그림 10] 기타 국가가 중국에 대한 무역구제 조사 건수



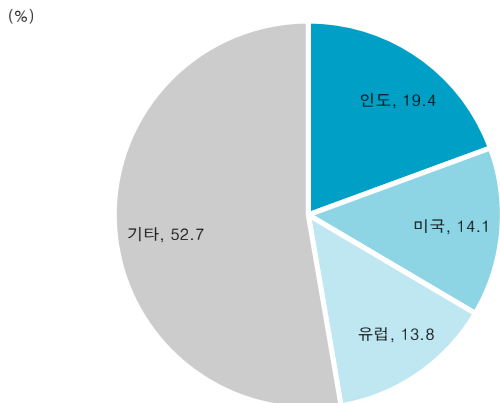
자료: WTO I-TIP, 한국투자증권

[그림 11] 중국 GDP에서 항목별 공헌을 추이



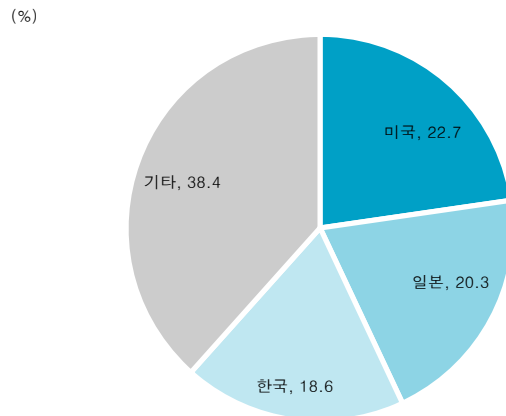
자료: 중국 통계국, 한국투자증권

[그림 12] G20 국가들이 중국에 대한 반덤핑 조사 비중



주: 1995년~2013년 누적 건수 기준
자료: 중국 상무부, 한국투자증권

[그림 13] 중국 대 G20 국가 들에 대한 반덤핑 조사 비중

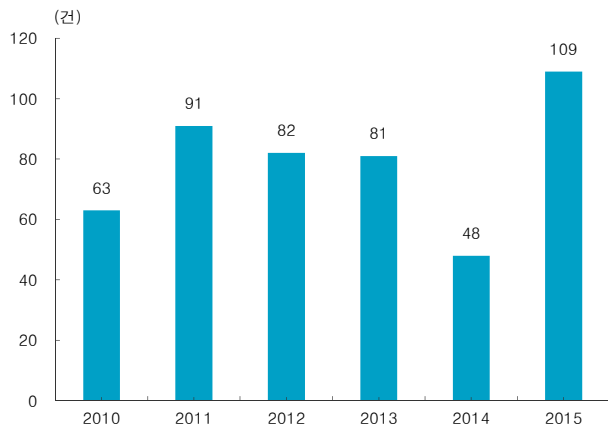


주: 1995년~2013년 누적 건수 기준
자료: 중국 상무부, 한국투자증권

자국 신성장 산업 육성을 위해
최근 비관세 장벽을 통한
보호무역주의 강화 움직임

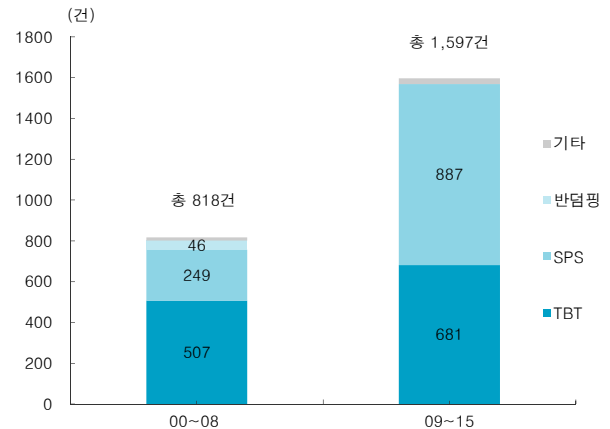
이에 따라 중국 국내에서 글로벌 보호무역주의 강화에 대한 우려의 목소리가 높아지고 있고, 반격 조치의 일환으로 비관세 장벽을 높이고 있다. 2015년 중국의 비관세 장벽 조치는 주로 1) 위생 및 식물위생(SPS), 2) 기술장벽(TBT)의 형태로 나타나고 있으며 이는 전체의 59%, 36%를 차지했다. 특히 최근 신성장 산업 육성과 더불어 기술장벽(TBT)에 의한 보호무역주의가 확대되는 모습이다.

[그림 14] 중국의 TBT 비관세 장벽 현황



자료: WTO I-TIP, 한국투자증권

[그림 15] 중국 대 한국 비관세 장벽 현황



자료: WTO I-TIP, 한국투자증권

한편으로는 보호무역주의에
타파에 대한 글로벌 정책 공조
호소

그러나 보호무역주의에서는 승자가 없다. 선진국들은 사회 비용이 높아지게 될 것이고 신흥국들은 이에 따른 경제적인 타격이 불가피하다.

중국은 9월 4일~5일 항저우에서 열린 G20 정상회의에서 글로벌 보호무역주의 타개, 자유주의 무역을 제창했다. 시진핑 국가 주석은 글로벌 보호무역주의에 대비해 무역의 편리화를 추진하고, 글로벌 무역의 원가를 낮추며 무역장벽을 해소할 것을 제안했다. 또한 보호무역주의 동결과 철폐에 대한 약속을 2018년까지 연장하기를 주장했다.

<표 1> 2016년 G20 정상회담에서 보호무역주의 내용

2016년 G20 항저우 정상회담에서 보호무역주의 관련 합의내용 정리

- 1) 보호무역조치를 동결하고 철폐하는 약속을 2018년까지 연장, 이에 대한 이행결의 재확인하기로 결정
- 2) WTO를 중심으로 하는 다자간 무역체제 유지
- 3) 보호무역주의 조치 모니터링에 있어 WTO, UNCTAD, OECD의 작업을 지지
- 4) 개방적인 세계 경제 구축할 것

자료: 중국 언론, 한국투자증권

중국의 해결법은 내수시장
육성 및 활성화, 해외소비의
내수 전환, 첨단제조업 육성을
통한 로컬산 추진

해외소비의 내수 전환 행보
가속화, 시내 사후 면세점
발전에 주목

2. 보호무역주의에 대한 중국 대응: 내수시장 육성 및 활성화

사실 중국이 글로벌 보호무역주의에 대응할 수 있는 가장 근본적인 방법은 내수 소비시장을 육성하고 활성화하는 것이다. 브렉시트, 미국의 금리인상, 미국 대선 등으로 대외 환경이 더욱 복잡해지고 불확실성이 커지고 있다. 또한 전 세계가 중국이 G2 국가에 걸 맞는 행동을 취할 것을 요구하고 있어 보호무역주의를 강화하기도 어려울 것이다.

반면 경제 발전과 더불어 중국인들의 구매력은 상당히 제고되었고 중국 소비시장의 잠재력은 매우 크다. 중국의 최대이자 세계 5대 음료업체인 와하하(哇哈哈) 회장 쑹친허우(宗庆后)는 글로벌 보호무역주의에 대비해 ‘중국 기업은 여전히 국내 내수시장에 입각해야 한다’고 밝히면서 ‘1억여명의 중국인 중산층들의 구매력은 매우 왕성해, 이들이 해외 여행을 가는 곳마다 그 지역의 소비시장이 크게 성장한다’고 덧붙였다.

1) 해외소비의 내수 전환 행보 가속화

내수 소비시장을 육성하기 위한 중국 정부의 행보는 예상보다 빨랐다. 2015년부터 중국인들의 해외 소비를 국내로 전환하기 위한 다양한 노력들이 시행되고 있다. 2015년 4월 국내 소비자들의 수요가 많은 해외 일용품의 관세 인하, 12월에는 13개의 입국 공항면세점과 6개의 항공면세점 증설 허용, 2016년 4월에는 행우세(行邮税)를 개정해 해외 품목들의 다이공(代购)을 제한했다. 또한 올해 8월에는 상해에 처음으로 시내 면세점인 중푸(中服) 면세점을 설립해 출국 후 입국한 중국인들이 6개월 안에 해당 면세점에서 물품을 살 수 있도록 허용해주었다.

〈표 2〉 2015년 이후 해외소비 내수 전환을 위한 노력

정책 일자	주요 내용	한국에의 영향
2015.04	해외 일용품들의 관세 인하	중국인들의 전반적 소비 감소 가능성
2015.12	19개의 입국 면세점 증설 허용	한국 면세점에 중기적 위협
2016.04	행우세(行邮税) 세율 인상	다이공 제한, 저가 화장품 매출에 타격
2016.08	시내 사후 면세점인 중푸면세점 설립	한국 면세점에 중기적 위협

자료: 현지 언론, 한국투자증권

우리는 올해 8월에 오픈된 상하이 시내 사후 면세점의 영향력을 가늠해 보고자 현지를 방문했다. 1~2층으로 구성된 중푸(中服)면세점은 상하이시 중심에 있는 종합 쇼핑몰의 1층에 위치해있어 접근성이 용이했다. 1층에는 화장품, 시계, 가방 등의 상품들이, 2층에는 전기밥솥, 의류, 초콜릿 등이 진열되어 있었다.

우리의 탐방시간이 수요일 오후 6시였음에도 불구하고 매장에는 예상보다 사람이 많았다. 특히 일부 화장품 브랜드의 대표 제품들은 이미 재고가 없어 판매가 중단됐다. 중푸 면세점의 판매자는 ‘오늘이 평일이고 대부분 인기 있는 제품들이 지난 3주간에 판매가 완료되어서 방문자수가 적은 것’ 같다고 설명했다.

중푸 면세점은 가격 면에서 중국의 시중 백화점이나 쇼핑몰에 비해 적게는 10%, 많게는 30%까지 저렴했으나, 한국 면세점에 비해서는 전반적으로 가격이 다소 높았다. 해외 출국이 빈번하지 않은 중국인들이 자주 방문할 수 있겠다는 생각이 들었다.

그러나 시내 면세점은 중국의 입국 면세점과 달리 술과 담배를 팔지 못하고, 해외 면세점에 비해 가격이 여전히 비싸 단기간 내 해외 면세점을 대체하기는 어려울 것이라 판단이다.

<표 3> 중푸면세점 구매 조건

구분	내용
구매 허용대상	- 중국 여권을 소지한 16 세 이상의 중국인
구매 가능일	- 입국일로부터 180 일 이내
구매한도	- 인당 최대 5,000 위안
구매횟수	- 180 일 이내의 입국 기록 1 회당 1 회, 재 방문인 경우 15 일 경과 후 재구매 가능
비고	- 주류, 담배는 판매하지 않음(중국의 시내 면세점 규정) - 일부 항목은 인당 구매개수를 1 개로 제한

자료: 한국투자증권

[그림 16] 중푸면세점 전경



자료: 한국투자증권

[그림 17] 중푸 면세점 내 화장품 코너



자료: 한국투자증권

[그림 18] 중푸 면세점 내 한국 브랜드 제품들



주: 한국 롯데면세점에서 쿠첸 판매가 3,600위안, 상해 사후 면세점에서는 4,280위안
자료: 한국투자증권

2) Made in China 2025

신 성장동력 10대 산업 육성, 관련 투자 적극 진행

내수 시장을 활성화하기 위한 또 다른 방안은 ‘중국제조 2025(Made in China 2025)’ 실현을 통해 제조업의 로컬화(Localization)을 실현하는 것이다. 중국은 향후 성장동력이 될 10대 산업을 선정해 전략적 산업으로 육성할 계획이다.

선정된 10대 산업은 차세대 정보기술, 고정밀 수치제어 및 로봇, 항공우주장비, 해양장비 및 첨단기술선박, 선진궤도교통설비, 에너지 절약 및 신에너지 자동차, 전력설비, 농업기계장비, 신소재, 바이오의약 및 고성능 의료기기 등이다.

이 가운데 차세대 정보기술(반도체 및 OLED), 해양장비 및 첨단기술선박, 바이오 의약 등의 산업은 한국이 중국보다 앞서 있어 중국 기업들의 설비투자 확대 수혜가 지속될 것으로 예상된다. 지난 9월 5일 당사 박소연 연구위원이 ‘보호무역주의와 한국(1): 중간재의 기회’에서 하이테크제품, 신소재 등 중간재를 추천하는 이유다.

〈표 4〉 중국제조 2025 주요 내용 정리

산업 대분류	산업 소분류	주요내용
차세대 정보기술	반도체	반도체 설계 수준을 향상. 지식재산권(IP)을 보유한 핵심 설계설비 확대, 국가정보 및 인터넷 보안 유지, 전자제품 산업 발전에 필요한 핵심 칩 국산화 사용 확대. 고밀도 패키징 및 3D 마이크로 패키징 기술을 개발하여 패키징 산업 발전과 테스트 역량 강화를 도모. 핵심 제조설비를 안정적으로 공급
	정보통신	신형 PC, 초고속 인터넷, 첨단메모리, 체계적인 보안시스템 등의 핵심 기술을 개선하여 5세대 모바일통신기술, 첨단 라우팅기술, 초고속 대용량 스마트 광전송기술 등을 발전, 첨단서버, 대용량 메모리, 신형 라우팅, 신형 스마트 단말기, 차세대 기지국, 인터넷 보안 장비 등을 개발
	OS 및 산업용 S/W	보안 관련 OS 등 산업용 S/W를 개발. 스마트 디자인 및 시뮬레이션 설비, 사물인터넷, 산업용 빅데이터처리 등 첨단 산업용 S/W 기술을 발전. 첨단산업 S/W 플랫폼과 응용 어플리케이션을 개발. 산업용 S/W 통합표준과 보안 테스트 시스템을 구축
고정밀 수치제어 및 로봇	고정밀 수치 제어	고정밀, 고속, 고효율 수치제어, 기초 생산설비 및 통합생산시스템을 개발. 고정밀 수치제어, 적층가공(Additive Manufacturing) 등 첨단기술 및 설비 R&D 강화. 고정밀 수치제어 시스템, 서보모터, 베어링, 래스터 등 주요 기능성 부품과 응용 어플리케이션을 개발 및 상용화. 사용자 프로세스 인증 역량을 강화
	로봇	자동차·기계·전자·위험물 제조·국방·화학공업·경공업 등의 산업용 로봇과 헬스케어·가사·교육·엔터테인먼트 등의 특수용 로봇의 신제품 개발을 확대. 로봇의 표준화 및 모듈화 발전을 추진. 로봇의 응용범위 확대. 로봇 본체, 감속기, 서보모터, 제어기, 센서, 구동기 등 핵심 부품 및 시스템 통합설계 제조 등을 발전
항공우주 장비	항공장비	대형 항공기 및 기체확장형 기종을 연구·생산. 중형 헬리콥터 생산을 위해 국제협력을 강화. 간선 및 지선 항공기, 헬리콥터, 무인기 등의 상용화를 도모. 고추진력중량비, 첨단터보 프롭 엔진, 고바이패스비 터보팬 기술을 개발, 항공기 탑재장비 및 시스템을 개발. 자체 생산이 가능한 항공산업 사슬을 구축
	우주장비	차세대 탑재로켓, 중형 우주발사체를 개발하는 등 우주비행산업 경쟁력을 제고. 인공위성, 페이로드, 초고속 인터넷망 등 인프라를 구축하고 원격탐사위성, 통신, 네비게이션 등 항공정보역량을 강화. 유인 우주비행 및 달 탐사 프로젝트를 추진하고 심우주 탐사를 실시. 우주비행기술의 상용화 및 우주기술 응용을 확대
해양장비 및 첨단기술 선박		심해탐사, 자원 개발·이용, 해양 안전장비 및 시스템 발전을 추진. 해저정거장, 대형 부유식 구조물 구축, 해양플랜트 설비 테스트, 모니터링, 검측 역량을 강화하고 해양자원의 개발 및 이용 수준을 제고. 크루즈선 설계·건조 기술 수준 향상. LNG 선박 등 최첨단 선박의 글로벌 경쟁력을 강화. 보조 장비 통합, 지능화, 모듈화 관련 기술을 확보
선진 궤도교통설비		신소재, 신기술, 신공법을 응용. 보안시스템, 에너지 절감 및 환경보호, 디지털 및 스마트 네트워크 기술을 발전. 친환경, 스마트, 고속 대용량 궤도교통설비 시스템을 구축. 궤도 교통산업을 세계적인 수준으로 발전
에너지절약 및 신에너지 자동차		전기 자동차, 연료전지 자동차를 지속적으로 발전. 자동차의 저탄소·정보화·스마트화 기술을 보유. 동력전지, 모터드라이브, 고효율 내연기관, 첨단 변속기, 경량소재, 스마트 제어 등 핵심 기술 상용화를 추진, 핵심 부품등을 포함한 완성차 생산시스템을 완비. 중국산 에너지절약 및 신에너지 자동차 수준을 글로벌 수준으로 제고
전력설비		대규모 고효율·정정 화력발전의 상용화 및 시범응용을 추진. 대용량 수력발전, 원자력발전, 중형 가스터빈 제조 수준을 제고. 신재생에너지설비, 첨단 에너지저장장치(ESS), 스마트그리드 송전·변전 등을 발전. 고성능 전력전자부품, 고온 초전도소재 등 핵심소재 및 부품의 응용기술을 향상시키고 상용화를 추진
농업기계장비		곡물·목화·기름·설탕 등의 식량, 경제작물의 파종·재배·수확·운반·저장 등 주요 생산과정에서 쓰이는 농업기계를 발전. 대형 트랙터, 복합 작업기, 대형 수확기 등 첨단 농업기계장비 및 핵심 부품의 발전을 추진. 농업기계장비에 대한 정보수집, 의사결정, 정밀작업 역량을 강화하고 농업 생산성 증대를 위한 정책을 마련
신소재		특수금속 기능성소재, 고성능 구조재료, 기능성 고분자소재, 특수무기질 비금속재료, 첨단복합소재를 중점적으로 발전. 최첨단 정련·응고·성형기술, 기상증착, 소재가공, 고효율 합성 등 신소재 생산에 필요한 기술 및 설비를 개발. 기초연구 기반 강화 및 상용화 확대. 군·민용 특수신소재를 개발, 상호 기술이전을 촉진하여 신소재산업의 군·민 융합발전을 추진. 초전도소재, 나노소재, 그래핀, 바이오 기초소재 등 전략적 최첨단소재를 개발하여 기초소재 경쟁력을 강화
바이오의약 및 고성능 의료기기		중증질환을 대상으로 한 화학의약품, 중의약품, 바이오의약품을 개발. 의료기기 혁신성 및 상용화 수준을 제고. 영상장비·의료용 로봇 등 고성능 진료장비 및 혈관 내 완전분해 스텐트 등 고부가가치 의료용 소모품을 개발. 웨어러블, 원격 진료 등 모바일 의료서비스에 필요한 제품을 개발. 바이오 3D 프린터 등 첨단기술을 개발 및 응용 확대

자료: 중국 국무원, 산업연구원, 한국투자증권

III. 투자전략

THAAD 우려보다는 중국 내수진작 행보의 가속화에 주목

THAAD에 대한 현지 분위기
예상보다 침착

이번 탐방은 중국의 보호무역주의가 심화되는 배경에서 THAAD 배치로 이러한 기조가 더욱 확대되지 않을까 하는 우려에서 현지의 분위기와 현업에서 발생하는 변화들을 알아보기 위해서였다.

결과적으로 THAAD에 대한 중국인들의 반한감정이 2012년의 반일운동만큼 강하지 않았고, 엔터테인먼트 사업을 제외한 기타 산업에서는 아직 후폭풍 우려들이 감지되지 않았다. 다만 전반 콘텐츠 산업에 대한 중국 감독기관의 전반적인 규제가 강화되고 있다는 큰 방향 속에서 THAAD의 영향을 완전히 배제하긴 어려웠다.

오히려 로컬 기업 서비스와 제품
퀄리티가 약한 점, 중간재
수입 수요 견고하다는 점들이
탐방에서 확인

오히려 로컬 기업들의 서비스와 제품의 퀄리티가 중국 소비자들의 구매력을 만족시켜 주지 못한다는 점들이 재 확인됐다. 상하이에 새로 설립된 시내 사후 면세점의 가격이 한국에 비해 여전히 높았고 제품 공급이 꾸준히 따라주지 못한다는 점, 로컬 여행사들이 한국의 하나투어의 성장 방식을 스테디 하고 있다는 점들이 이런 차이를 반증해주고 있었다. 이런 점에서 사드 배치 결정 이후 후폭풍으로 소비재주들의 주가가 과도하게 조정되었다는 점에 동의한다.

또한 '중국 제조 2025'를 실현하기 위해 중국 정부 및 기업들은 대대적인 투자를 늘리고 있고, 이에 필요한 핵심 부품, 장비들을 해외로부터 수입하고 있다. 이번 탐방에서 한국의 하이테크제품들의 수출이 THAAD 배치 이후에도 전혀 영향이 없었음이 확인된 것도 이러한 맥락일 것이다.

다만 THAAD보다는 중국의
내수 진작 행보가 가속화되고
있다는 점에 주목해야 할 때

다만, 글로벌 보호무역주의가 확대되고 있는 흐름 속에서 중국 정부의 내수소비시장 육성 과 활성화 행보가 빠르게 움직이고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 하드웨어에서는 중국 정부를 필두로 기업들의 대대적인 투자들이 일어나고 있고, 소비재 기업들은 전후방 산업들의 M&A를 통해 경쟁력을 강화하고 있다. 이번 탐방에서도 이러한 추세들이 보다 명확하게 확인됐으며, 추후 지속적인 모니터링이 필요한 것으로 보인다.

<표 5> 중국 산업별 동향 정리

섹터	동향 및 이슈
엔터테인먼트	- 한한령(限韩令)의 직접 영향이 가장 큼 - 중국 정부의 콘텐츠 산업에 대한 규제 지속될 전망
미디어	- 한한령(限韩令)의 직접적인 영향은 제한적 - IP 수출 중심 및 현지화는 중국 정부 규제를 우회적으로 피해갈 여지 있음
면세점/레저	- 중국인들의 반한 감정이 크지 않아 한국 여행 취소할 가능성이 낮음 - 단, 기타 아시아 대체 국가에 비해 관광자원이 적다는 구조적 문제는 남아 있음
화장품	- 단기간 한국 화장품을 대체할 수 있는 로컬 기업 부재 - 해외 화장품에 비해 한국 화장품의 가성비 매력 부족
2차전지	- THAAD로 인해 한국 업체들의 중국 인증 지연 가능성 있음 - 단, 중기적으로 로컬기업들의 양산 시작, 중국 전기차 시장 확대에 따른 수요 해소를 위해 인증 규제를 점차 완화할 것
반도체/관련 장비	- <중국제조 2025>의 핵심 산업으로서 투자 확대에 따른 장비 및 부품 수입 지속
디스플레이	- 한국기업들이 OLED 관련 기술이 전세계 선두 위치에 있어 생산 장비 및 부품 수입 지속

자료: 한국투자증권

CJ E&M(130960)

매수(유지) / TP: 95,000원(유지)

주가(9/6, 원)	68,400
시가총액(십억원)	2,649
발행주식수(백만)	39
52 주 최고/최저가(원)	95,000/61,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	19,000
유동주식비율(%)	56.7
외국인지분율(%)	19.0
주요주주(%)	CJ 외 5인
	국민연금
	5.1

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2014A	1,233	(13)	225	5,821	4,244.0	290	6.6	4.7	1.0	16.4	-
2015A	1,347	53	54	1,409	(75.8)	373	57.2	8.2	2.0	3.6	0.2
2016F	1,499	66	92	2,393	69.8	374	29.2	7.0	1.7	5.8	0.3
2017F	1,655	102	98	2,547	6.4	419	27.4	6.2	1.6	5.9	0.4
2018F	1,778	130	130	3,370	32.3	449	20.7	5.7	1.5	7.3	0.4

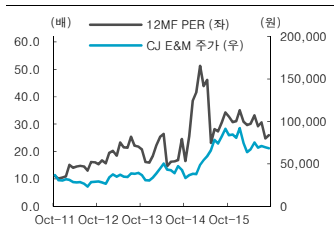
주: 순이익은 지분법적용 순이익

성공의 key는 콘텐츠 현지화

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.1	(6.7)	(12.9)
상대주가(%p)	9.7	(12.4)	(22.4)

12MF PER 추이



매수와 목표주가 95,000원 유지: 종합 콘텐츠 선도 기업 CJ E&M에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 95,000원(SOTP 방식 적용)을 유지한다. CJ E&M은 경쟁력 있는 콘텐츠를 바탕으로 국내외 수요 증가를 견인하고 있다. 1) 금년 5월 분사해 설립한 자회사 ‘스튜디오 드래곤’을 통해 국내외에서 경쟁력 있는 드라마 제작이 가속화될 것이다. 2) tvN, Mnet 등 주요 방송 채널에서 광고 단가가 올라 방송 광고 매출 증가 추세가 지속될 전망이다. 3) VOD, PIP, MCN 등 다각화된 플랫폼에 기반한 디지털 방송 및 광고 판매 증대는 새로운 성장의 활로가 되고 있다. 4) 현지화 전략에 기반해 해외 성과의 이익 기여도도 높아질 것이다.

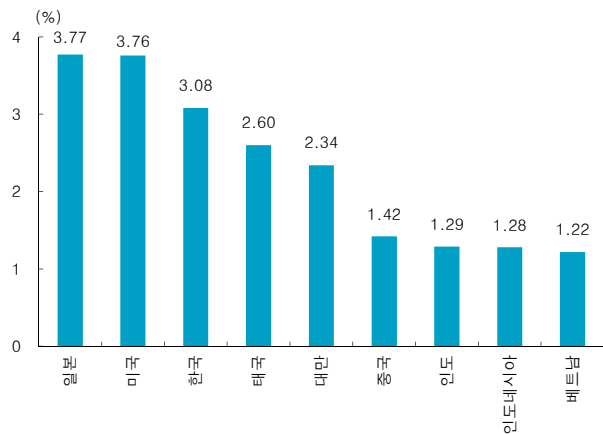
현지화 전략이 해외 시장에서 빛을 발할 시점: CJ E&M은 퀄리티와 흥행성을 갖춘 콘텐츠 제작능력을 바탕으로 국내 입지를 탄탄히 다진 후 해외 사업 확대에 나섰다. 흥행 콘텐츠의 판권 판매뿐 아니라 성공한 콘텐츠를 기반으로 각 국가의 문화와 취향을 반영, 현지화하는 ‘원소스 멀티유즈(OSMU, One Source Multi Use)’ 전략에 기반한 사업 모델을 구축했다. 중국 현지 업체와 합작 형태로 진출해 CJ E&M이 보유한 IP의 강점을 살리고 흥행 가능성(Hit ratio)을 높이며 현지 시장 침투율을 끌어올리고 있다. 제작능력과 달리, IP에 기반한 경쟁력은 CJ E&M이 다수의 경험을 통해 확보한 노하우에 기반하고 있어 향후에도 경쟁 우위가 지속될 것이다. 현지화(Localization)에 중점을 두고 사업을 영위하는 경우 중국 현지의 콘텐츠 다양화, 양질화에 기여하고 있어 정치적 이슈 등으로 규제가 불거진다면 할지라도 그 영향은 제한적일 수 있다.

경쟁력 있는 콘텐츠 제작능력 제고: CJ E&M은 금년 5월, 글로벌 콘텐츠 제작 역량을 강화하기 위해 드라마 제작 부문을 분사해 ‘스튜디오 드래곤(Studio Dragon)’을 자회사로 설립했다. 스튜디오 드래곤은 ‘태양의 후예’의 김은숙 작가가 속한 화앤픽처스, ‘별에서 온 그대’의 박지은 작가를 보유한 문화창고를 자회사로 두고 있다. 1) 스타 작가의 역량에 힘입은 방송 매출 증대, 2) 자사 채널뿐 아니라 지상파 등으로의 유통 채널 확대를 통한 성과 개선, 3) 더 나아가 해외 시장에서의 수익화 기여 등으로 방송 부문의 실적이 개선될 것으로 예상된다.

방송 부문 이익 개선 본격화: 방송 부문은 광고 단가 상승 등으로 시장을 상회하는 외형 확대가 지속됐으나 드라마 판권의 상각연수 변경으로 무형자산 상각비가 늘어나 이익 개선세가 더뎠다. 금년 하반기부터 상각비 부담이 줄어 3분기, 4분기 방송 부문 영업이익은 각각 23%, 73% 증가하고 2017년 영업이익은 51% 늘어날 전망이다.

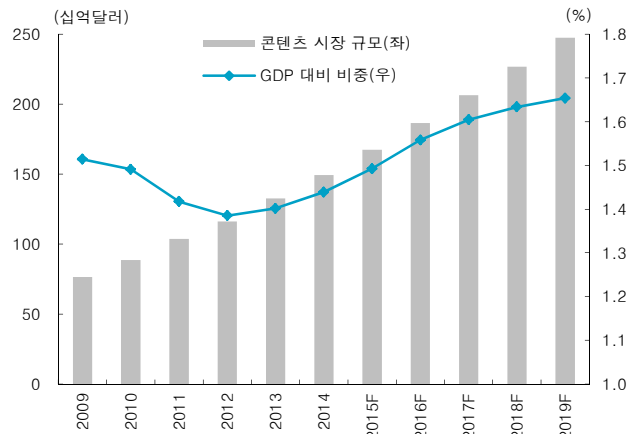
최민하 3276-6260
mhchoi@truefriend.com

[그림 19] 주요 국가별 GDP 대비 콘텐츠 시장 비중



주: 2014년 기준
자료: KOCCA, 한국투자증권

[그림 20] 중국 콘텐츠 시장 전망



자료: KOCCA, 한국투자증권

<표 6> 16년 하반기~17년 국내 사업 전략

	3Q16	4Q16	2017
방송	tvN: <굿와이프>, <k2>, <혼술남녀>, <삼시세끼-고창편> OCN: <38 사기동대> Mnet: <언프리티랩스타 3>	tvN: <안투라지>, <도깨비>, <소사이어티 게임> SBS: <푸른바다의 전설> MBC: <캐리어를 끄는 여자> KBS: <공항 가는 길>	우수작가, PD 확보 등 제작 역량 강화 핵심 IP 개발, 디지털 및 글로벌 확대
영화	<인천상륙작전>, <고산자, 대동여지도>, <아수라>	<조작된 도시>, <형>, <마스터>	기획, 제작, 마케팅 역량 강화 <공조>, <군함도>, <남한산성> 등
음악/공연	<에릭남>, <박재범> 음반/음원, <싸우자 귀신아> 및 <굿와이프> OST 뮤지컬 <브로드웨이 42번가>	음반/음원: <언프리티랩스타 3>, <슈퍼스타 K8> OST: <안투라지>, <도깨비> 뮤지컬: <킹키부츠>, <보디가드>	IP 확보 및 자체 아티스트 영역 확대 제작/매니지먼트 역량 강화 자체 공연 IP 기획개발 지속

자료: CJ E&M, 한국투자증권

<표 7> 16년 하반기~ 17년 해외 사업 전략

	3Q16	4Q16	2017
방송	중국: <또 오해영>, <소년 24> 미국: <꽃보다 할배>	중국: <안투라지>, <푸른 바다의 전설> 글로벌 OTT 론칭	중국 화책미디어, 태국 트루비전 등 글로벌 합작 tvN ASIA 채널 강화 및 사업 확대 tving 글로벌 진출, OTT 서비스 확대
영화	중국: <화양주신> 베트남: <하우스메이드>	베트남: <사이공 보디가드> 태국: <수상한 그녀> 인도네시아: <차도차도>	글로벌 작품 기획, 투자, 합작 확대 중국: <베테랑>, <콩푸로봇>, <써니> 베트남: <The Girl From Yesterday>, <Wanted>
음악/공연	아시아 콘서트: <블락비>, <방탄소년단>	중국 뮤지컬: <쓰릴미>	자체 IP 및 해외 라이선싱 확대

자료: CJ E&M, 한국투자증권

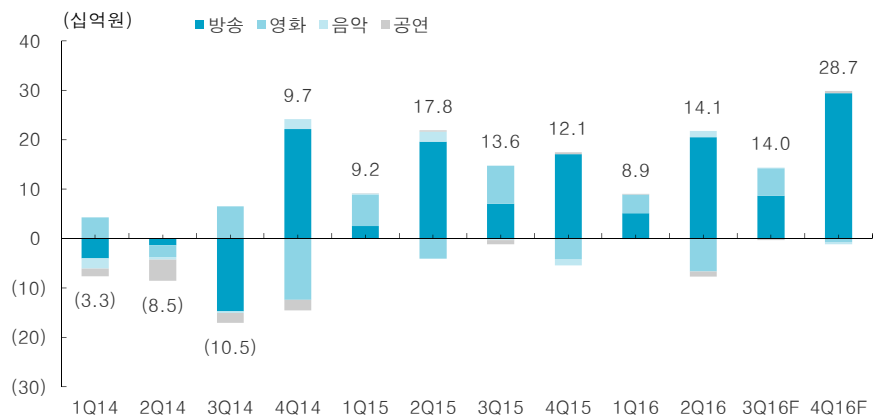
<표 8> 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	293.1	299.2	370.0	385.0	313.5	357.3	387.2	440.8	1,347.3	1,498.8	1,655.0
방송	177.9	223.5	227.6	280.5	225.4	268.4	271.9	324.9	909.5	1,090.5	1,214.1
영화	65.9	31.5	93.1	47.8	40.3	40.6	63.1	56.0	238.3	200.1	221.2
음악	41.9	43.2	48.5	50.5	44.6	47.2	51.4	53.3	184.1	196.6	207.7
공연	7.4	1.0	0.8	6.2	3.3	1.1	0.8	6.5	15.4	11.6	12.0
매출원가	227.2	218.8	286.5	286.9	236.7	269.8	296.4	319.5	1,019.4	1,122.4	1,219.7
매출원가율(%)	77.5	73.1	77.4	74.5	75.5	75.5	76.5	72.5	75.7	74.9	73.7
매출총이익	65.9	80.4	83.5	98.1	76.8	87.4	90.9	121.3	327.9	376.4	435.3
매출총이익률(%)	22.5	26.9	22.6	25.5	24.5	24.5	23.5	27.5	24.3	25.1	26.3
판매비	56.7	62.6	69.9	86.0	67.9	73.3	76.9	92.6	275.2	310.6	333.4
판매비 비중(%)	19.4	20.9	18.9	22.3	21.7	20.5	19.8	21.0	20.4	20.7	20.1
영업이익	9.2	17.8	13.6	12.1	8.9	14.1	14.0	28.7	52.7	65.7	101.9
영업이익률(%)	3.1	6.0	3.7	3.1	2.8	4.0	3.6	6.5	3.9	4.4	6.2
방송	2.5	19.6	7.0	17.0	5.1	20.5	8.7	29.4	46.2	63.7	96.3
영화	6.5	(4.1)	7.7	(4.1)	3.8	(6.6)	5.5	(0.7)	6.0	1.9	5.2
음악	0.2	2.1	(0.3)	(1.3)	(0.1)	1.3	0.1	(0.4)	0.7	0.9	1.0
공연	0.1	0.2	(0.9)	0.4	0.1	(1.0)	(0.3)	0.5	(0.2)	(0.8)	(0.6)
세전이익	105.1	21.1	33.1	(100.0)	14.6	47.6	18.4	25.8	59.3	106.5	123.4
지배주주순이익	91.2	13.3	27.8	(77.9)	13.2	43.2	14.9	21.0	54.3	92.3	98.2
(% YoY)											
매출액	10.6	5.5	7.8	12.9	7.0	19.4	4.7	14.5	9.3	11.2	10.4
방송	4.4	6.9	11.2	16.0	26.7	20.1	19.5	15.8	10.1	19.9	11.3
영화	32.5	4.5	(0.2)	25.6	(38.9)	28.8	(32.2)	17.3	12.8	(16.1)	10.6
음악	3.3	1.8	16.5	(9.9)	6.3	9.4	6.0	5.6	1.9	6.8	5.6
공연	68.2	(42.8)	(79.0)	25.0	(55.7)	3.0	6.0	5.0	4.4	(24.3)	3.2
매출원가	8.0	(1.9)	0.6	10.8	4.2	23.3	3.4	11.4	4.3	10.1	8.7
매출원가율(%p)	(1.9)	(5.5)	(5.6)	(1.4)	(2.0)	2.4	(0.9)	(2.0)	(3.6)	(0.8)	(1.2)
매출총이익	20.5	32.8	43.4	19.7	16.5	8.7	8.9	23.6	28.4	14.8	15.7
매출총이익률(%p)	1.9	5.5	5.6	1.4	2.0	(2.4)	0.9	2.0	3.6	0.8	1.2
판매비	(2.2)	(9.4)	1.7	19.0	19.7	17.1	10.0	7.6	2.7	12.9	7.3
판매비 비중(%p)	(2.5)	(3.4)	(1.1)	1.1	2.3	(0.4)	1.0	(1.3)	(1.3)	0.3	(0.6)
영업이익	na	na	na	24.6	(2.9)	(20.8)	3.0	137.6	na	24.8	55.0
영업이익률(%p)	4.4	9.0	6.7	0.3	(0.3)	(2.0)	(0.1)	3.4	4.9	0.5	1.8
방송	na	na	na	(23.2)	105.6	4.4	23.2	72.5	2,048.9	37.9	51.2
영화	50.5	na	18.1	na	(41.8)	na	(28.6)	na	na	(68.0)	171.9
음악	na	na	na	na	na	(37.5)	na	na	na	32.0	13.4
공연	na	na	na	na	109.0	na	na	5.0	na	na	na
세전이익	na	na	na	na	(86.1)	126.2	(44.5)	na	na	79.4	16.0
지배주주순이익	na	na	(90.1)	na	(85.6)	225.2	(46.3)	na	(75.8)	69.9	6.4

자료: CJ E&M, 한국투자증권

[그림 21] 부문별 영업이익



자료: CJ E&M, 한국투자증권

〈표 9〉 목표주가 산정방식

(단위: 십억원, 배)

	NOPLAT	Multiple	가치	설명
영업가치(a)			2,237	
방송	72.8	30	2,156	17년 세후영업이익
영화	3.9	20	78	17년 세후영업이익
음악/공연	0.3	10	3	17년 세후영업이익
게임(b)			1,352	넷마블 게임즈 지분 27.6% 보유
사업가치			3,589	
순차입금(c)			(125)	
적정가치			3,714.6	=(a)+(b)-(c)
주식수(천주)			38,574	자사주 차감
목표주가(원)			96,297	

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

CJ E&M은 2011년 3월 온미디어, 씨제이미디어, 씨제이인터넷, 엠넷미디어, 씨제이엔터테인먼트 등 그룹내 미디어/엔터테인먼트 계열 5개사가 합병돼 탄생했다. 14년 3월 게임 사업부문 역량 강화를 위해 텐센트와 투자 유치 계약을 체결하고 같은 해 10월 물적분할한 CJ넷마블과 CJ게임즈를 합병해 넷마블게임즈가 출범하며 게임부문은 연결대상에서 제외됐다. CJ E&M은 현재 넷마블게임즈의 지분 27.6%를 갖고 있다. CJ E&M은 방송, 영화, 음악, 공연 사업 등을 영위하고 있다. 최대주주는 CJ로 보유 지분은 39.4%다.

- PPL(Product Placement): 간접광고의 하나. 영화, 드라마 등에 소품으로 등장하는 상품 등의 브랜드, 이미지 등을 노출시켜 관객들에게 홍보하는 일종의 광고마케팅 전략.
- CPI(Content Power Index): 뉴스 구독 순위(화제성), 직접 검색 순위(관여도), 버즈 순위(몰입도) 등을 통합해 지상파 3사와 케이블 방송의 콘텐츠 파워를 측정하는 수치로 화제성과 인기를 가늠하는 지표
- 킬러 콘텐츠(Killer Contents): 시장에 상당한 영향을 미치는 방송, 애니메이션, 영화, 음악 등 콘텐츠를 의미

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,039	940	1,057	1,181	1,265
현금성자산	34	47	52	63	75
매출채권및기타채권	372	434	492	545	587
재고자산	5	4	4	5	5
비유동자산	1,318	1,425	1,484	1,560	1,607
투자자산	475	603	656	700	734
유형자산	88	77	78	79	80
무형자산	695	653	649	670	673
자산총계	2,357	2,365	2,542	2,741	2,872
유동부채	581	642	731	839	858
매입채무및기타채무	363	418	473	531	588
단기차입금및단기사채	45	55	50	50	35
유동성장기부채	102	121	141	151	201
비유동부채	271	162	169	176	173
사채	150	100	100	100	90
장기차입금및금융부채	103	32	32	32	32
부채총계	852	805	899	1,015	1,031
지배주주지분	1,509	1,552	1,635	1,721	1,839
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	973	973	973	973	973
기타자본	28	16	16	16	16
이익잉여금	316	370	455	541	660
비지배주주지분	(4)	9	7	5	2
자본총계	1,506	1,560	1,642	1,726	1,841

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	195	295	320	382	319
당기순이익	233	53	91	96	128
유형자산감가상각비	19	14	13	13	13
무형자산상각비	284	306	295	304	306
자산부채변동	(102)	(42)	(5)	24	(57)
기타	(239)	(36)	(74)	(55)	(71)
투자활동현금흐름	(640)	(189)	(324)	(372)	(323)
유형자산투자	(19)	(8)	(15)	(15)	(15)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(298)	162	23	15	38
무형자산순증	(327)	(331)	(290)	(326)	(309)
기타	3	(12)	(42)	(46)	(37)
재무활동현금흐름	146	(94)	9	0	16
자본의증가	138	3	0	0	0
차입금의순증	14	(96)	15	10	25
배당금지급	0	0	(8)	(8)	(12)
기타	(6)	(1)	2	(2)	3
기타현금흐름	(0)	2	0	0	0
현금의증가	(299)	14	5	10	12

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	1,233	1,347	1,499	1,655	1,778
매출원가	977	1,019	1,122	1,220	1,296
매출총이익	255	328	376	435	482
판매관리비	268	275	311	333	352
영업이익	(13)	53	66	102	130
금융수익	15	19	16	17	18
이자수익	10	9	8	9	10
금융비용	23	21	28	30	32
이자비용	15	14	12	13	13
기타영업외손익	(39)	(120)	(23)	(25)	(24)
관계기업관련손익	10	129	76	60	73
세전계속사업이익	(50)	59	106	123	164
법인세비용	7	6	16	27	37
연결당기순이익	233	53	91	96	128
지배주주지분순이익	225	54	92	98	130
기타포괄이익	(5)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	228	52	90	95	127
지배주주지분포괄이익	221	54	91	97	129
EBITDA	290	373	374	419	449

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	5,821	1,409	2,393	2,547	3,370
BPS	39,100	40,188	42,349	44,563	47,597
DPS	0	200	200	300	300
성장성(% YoY)					
매출증가율	3.7	9.3	11.2	10.4	7.4
영업이익증가율	NM	NM	24.8	55.0	27.8
순이익증가율	4,336.0	(75.8)	69.9	6.4	32.3
EPS 증가율	4,244.0	(75.8)	69.8	6.4	32.3
EBITDA 증가율	(13.2)	28.6	0.3	12.3	7.1
수익성(%)					
영업이익률	(1.0)	3.9	4.4	6.2	7.3
순이익률	18.2	4.0	6.2	5.9	7.3
EBITDA Margin	23.5	27.7	24.9	25.3	25.3
ROA	10.2	2.2	3.7	3.6	4.5
ROE	16.4	3.6	5.8	5.9	7.3
배당수익률	-	0.2	0.3	0.4	0.4
배당성향	0.0	14.2	8.4	11.8	8.9
안정성					
순차입금(십억원)	(113)	(52)	(80)	(125)	(147)
차입금/자본총계비율(%)	26.7	19.8	19.7	19.2	19.4
Valuation(X)					
PER	6.6	57.2	29.2	27.4	20.7
PBR	1.0	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	4.7	8.2	7.0	6.2	5.7

CJ CGV(079160)

매수(유지) / TP: 120,000원(유지)

주가(9/6, 원)	85,100
시가총액(십억원)	1,801
발행주식수(백만)	21
52 주 최고/최저가(원)	138,500/80,300
일평균 거래대금(6 개월, 백만원)	18,375
유동주식비율(%)	60.9
외국인지분율(%)	20.3
주요주주(%)	CJ 외 1 인 39.0
	국민연금 10.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2014A	1,039	52	17	787	28.4	135	68.6	11.1	3.0	4.4	0.6
2015A	1,194	67	52	2,455	211.9	176	51.3	17.6	6.3	12.9	0.3
2016F	1,514	81	47	2,210	(10.0)	433	38.8	6.1	3.7	10.2	0.4
2017F	1,867	138	75	3,542	60.3	481	24.2	5.4	3.3	14.3	0.4
2018F	2,128	171	94	4,431	25.1	515	19.4	4.9	2.8	15.7	0.5

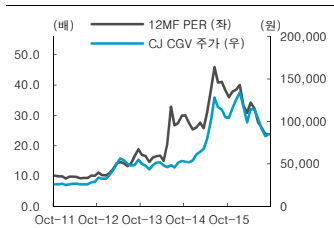
주: 순이익은 지분법적용 순이익

중국 내 문화 내수 시장을 공략하라

주가상승률

	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가(%)	6.0	(27.6)	(20.1)
상대주가(%p)	3.6	(33.2)	(29.7)

12MF PER 추이



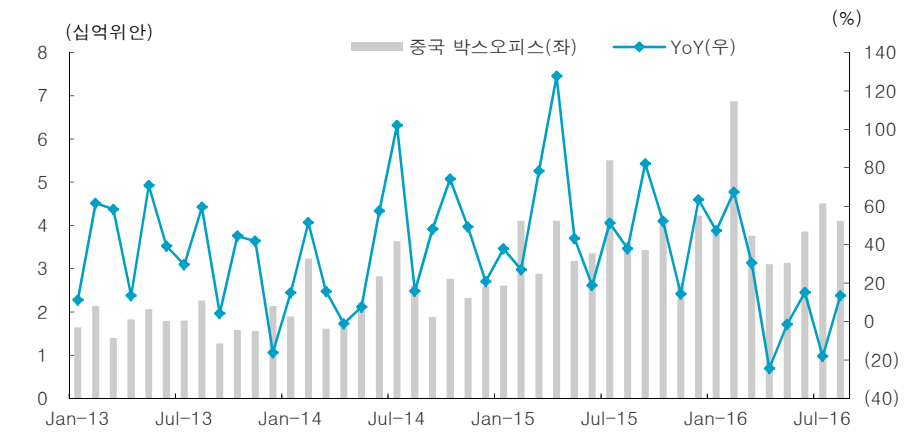
매수 의견과 목표주가 12만원 유지: CJ CGV에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 12만원 (SOTP 방식 적용)을 유지한다. 기업가치는 국가별 산업 성숙도 및 성장성을 감안해 국내 부문, 해외법인 및 4DX의 가치를 각각 산정, 합산해 산출했다. 1) 중국 영화관 시장은 영화관과 관람객 수가 동시에 증가하는 성장 국면에 있다. CJ CGV는 현지 플랫폼 사업자로서 적극적인 상영관 확장 전략으로 입지를 강화하고 있어 이익 증대가 예상된다. 2) 중국, 베트남, 인도네시아, 터키 등 글로벌 사업 확장에 박차를 가해 중장기 성장 전망이 밝다. 3) 캐시카우인 국내 박스오피스 시장은 2분기를 바닥으로 부산행, 터널, 인천상륙작전 등이 잇달아 흥행에 성공하는 호조를 보여 국내 사업은 하반기 턴어라운드가 확실시된다.

중국 내 6위 영화관 사업자: CJ CGV는 2006년 중국 1호점 CGV 상하이 따닝을 오픈하며 해외 사업을 본격화했다. 2016년 9월 현재, 중국 현지에서 74개의 영화관을 운영하는 6위 사업자로 거듭났다. CJ CGV는 중국에 거점을 두고 각지에 플랫폼을 확대하며 현지 사업자와 동일하게 문화 내수 시장을 공략하고 있다. 중국 내에서 정치적 이슈가 불거진다 하더라도 현지 고용 창출을 통해 경기 부양과 여가 문화 활성화에 기여하는 현지 사업자로 인정받고 있어 그 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 중국 시장은 금년 영화 라인업이 약해 다소 부진했으나 구조적인 성장 국면에 있어 금년에는 18%, 향후 3년간 연평균 20%대 성장할 것으로 예상된다. CJ CGV는 적극적인 사이트 확장으로 중국 사업 영업이익(연결과 JV 실적 합산)은 금년 턴어라운드 하고 매출액은 향후 4년간 연평균 126% 증가해 2020년에는 780억원에 달할 것이다.

살아나는 국내 박스오피스 시장: CJ CGV의 전사 실적에서 국내 영화관(본사) 사업의 이익 기여도는 금년 기준 82%로 절대적이다. 상반기 영화 시장은 다소 아쉬웠으나 7월 개봉한 부산행(9월 현재 누적관객수 1,154만명)을 기점으로 인천상륙작전(704만명), 덕혜옹주(554만명), 터널(698만명) 등의 연이은 흥행으로 7~8월 누적 관객수는 전년동기의 높은 기저에도 불구하고 3.4% 증가했다. 연말까지 고산자, 대동여지도(9월 7일 개봉), 밀정(9월 7일), 아수라(9월 28일), 마스터(4분기), 더킹(4분기) 등 흥행 기대작이 준비해 안정적인 실적 개선이 가능할 전망이다. 3분기와 4분기 국내 영화관 사업 영업이익은 전년동기 대비 각각 17%, 31% 증가할 전망이다.

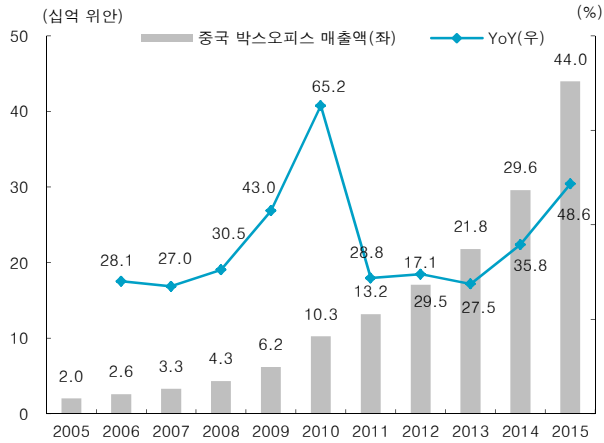
최민하 3276-6260
mhchoi@truefriend.com

[그림 22] 월간 중국 박스오피스 매출액



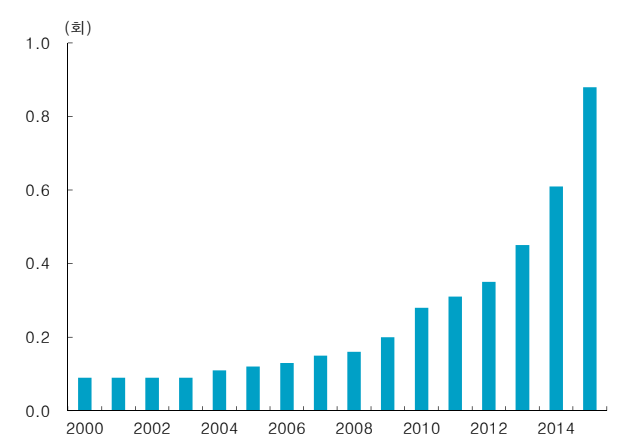
자료: CBO, 한국투자증권

[그림 23] 중국 영화 시장 규모와 성장률



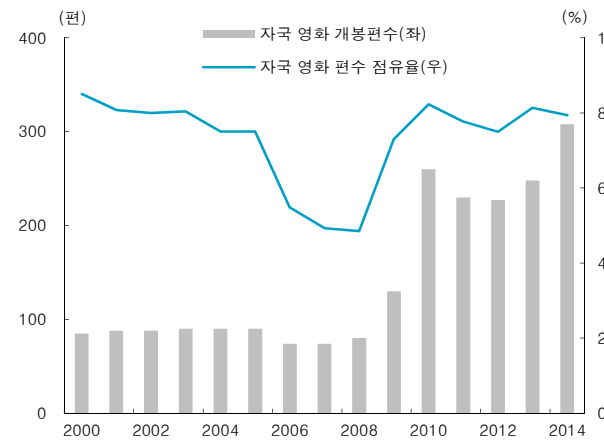
자료: 영화진흥위원회, 한국투자증권

[그림 24] 중국, 연간 영화 관람 횟수 여전히 낮아 성장 여력 충분



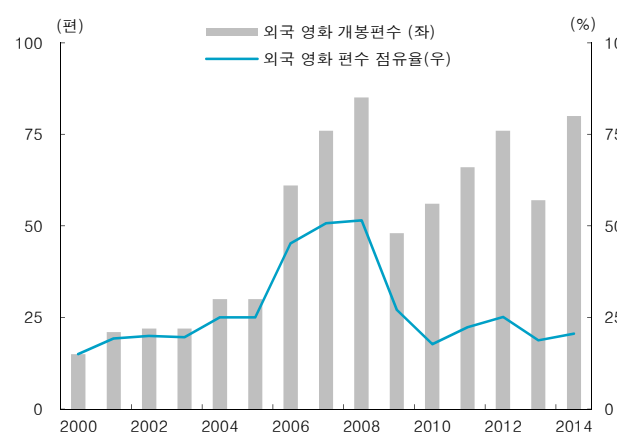
자료: 영화진흥위원회, Entgroup, 한국투자증권

[그림 25] 중국 영화 시장, 자국 영화 개봉편수 및 점유율



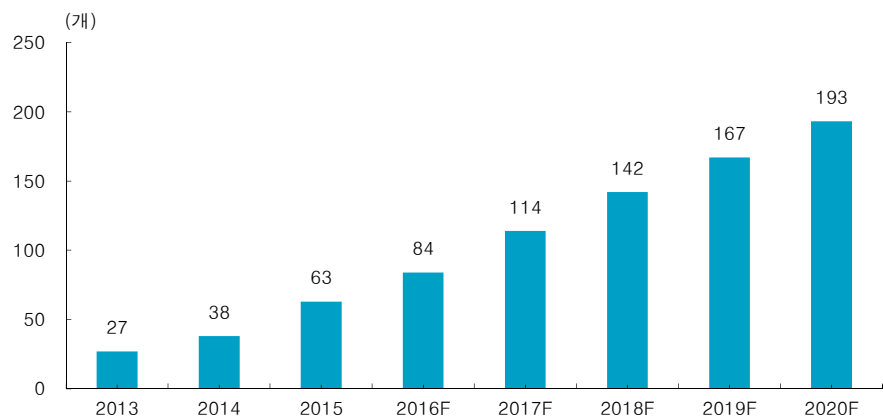
자료: 영화진흥위원회, IHS, 한국투자증권

[그림 26] 중국 영화 시장, 외화 개봉편수 및 점유율



자료: 영화진흥위원회, IHS, 한국투자증권

[그림 27] CJ CGV의 중국 사이트



자료: CJ CGV, 한국투자증권

<표 10> 연결 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	257.5	278.4	358.1	299.5	314.3	314.6	441.3	443.3	1,193.5	1,513.5	1,866.6
매출원가	127.0	144.7	175.2	148.0	155.4	148.5	199.0	219.4	594.8	722.2	846.3
매출총이익	130.6	133.7	182.9	151.5	158.9	155.6	242.3	234.5	598.7	791.3	1,020.3
판매비	116.1	125.1	143.9	146.7	141.2	154.8	195.6	218.6	531.8	710.1	882.5
영업이익	14.5	8.6	39.0	4.8	17.7	0.8	46.8	15.8	66.9	81.2	137.8
영업이익률	5.6	3.1	10.9	1.6	5.6	0.3	10.6	3.6	5.6	5.4	7.4
영업외	0.2	7.9	6.5	(8.7)	0.4	7.8	(10.1)	(4.7)	5.9	(6.6)	(26.1)
세전이익	14.6	16.5	45.5	(3.9)	18.1	8.7	36.6	11.2	72.8	74.6	111.7
지배주주순이익	9.3	11.3	34.4	(3.1)	13.3	5.2	28.2	6.5	51.9	46.8	75.0
(% YoY)											
매출액	4.3	23.5	16.3	15.6	22.0	13.0	23.2	48.0	14.8	26.8	23.3
매출원가	1.0	21.2	17.0	12.0	22.4	2.6	13.6	48.2	12.9	21.4	17.2
매출총이익	7.7	26.0	15.7	19.4	21.7	16.4	32.5	54.7	16.8	32.2	28.9
판매비	4.0	21.6	15.9	20.7	21.6	23.7	35.9	49.0	15.5	33.5	24.3
영업이익	50.8	167.3	15.0	(10.2)	22.4	(90.1)	19.9	228.8	28.4	21.3	69.8
영업이익률(%p)	1.7	1.7	(0.1)	(0.5)	0.0	(2.8)	(0.3)	2.0	0.6	(0.2)	2.0
영업외	(93.1)	na	(70.2)	na	125.4	(0.9)	na	na	na	na	na
세전이익	135.2	2,586.4	38.3	na	23.5	(47.5)	(19.5)	na	110.6	2.4	49.9
지배주주순이익	149.5	10,196.2	44.2	na	42.5	(54.3)	(18.0)	na	211.8	(10.0)	60.3

주: 2016년 6월부터 터키 '마르스 엔터테인먼트' 실적이 연결 계상
 자료: CJ CGV, 한국투자증권

<표 11> 국내 부문 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	204.0	202.1	276.9	213.7	204.1	201.8	296.4	216.8	896.8	919.1	966.2
상영	134.4	133.3	189.9	136.0	136.0	134.1	204.6	140.7	593.5	615.3	643.3
매점	35.6	33.2	50.0	35.0	36.7	34.5	53.5	36.1	153.8	160.8	168.3
광고	19.9	21.6	24.6	27.1	20.2	22.4	24.5	24.8	93.3	91.9	101.0
기타	14.1	14.1	12.4	15.6	11.3	10.8	13.8	15.2	56.1	51.0	53.6
매출원가	97.0	102.1	130.4	102.4	95.6	96.9	136.4	104.6	431.9	433.4	454.8
부금	66.5	62.2	94.2	63.9	65.2	66.6	98.3	67.8	286.8	298.0	311.6
감가상각비	11.4	11.6	12.0	12.0	11.3	12.6	11.9	12.1	47.1	47.9	49.2
기타	19.1	28.3	24.2	26.4	19.1	17.7	26.1	24.6	98.0	87.5	94.0
매출총이익	107.0	100.0	146.5	111.4	108.6	104.9	160.1	112.2	464.9	485.7	511.4
판관비	86.9	93.2	108.7	104.5	98.5	101.6	116.0	103.3	393.4	419.4	429.7
영업이익	20.1	6.8	37.8	6.8	10.0	3.3	44.1	8.9	71.6	66.3	81.7
<i>영업이익률</i>	<i>9.8</i>	<i>3.4</i>	<i>13.7</i>	<i>3.2</i>	<i>4.9</i>	<i>1.6</i>	<i>14.9</i>	<i>4.1</i>	<i>8.0</i>	<i>7.2</i>	<i>8.5</i>
세전이익	20.5	12.4	41.7	2.1	10.3	11.3	41.3	6.6	76.8	58.9	68.5
순이익	15.5	8.7	31.7	1.7	9.3	8.7	31.3	5.0	57.7	44.6	51.9
(% YoY)											
매출액	(3.0)	12.3	4.0	2.8	0.1	(0.2)	7.0	1.4	3.7	2.5	5.1
상영	(5.1)	11.4	3.2	(0.3)	1.2	0.6	7.7	3.5	2.1	3.7	4.5
매점	(1.2)	12.7	7.4	(0.1)	2.8	4.1	7.1	3.1	4.6	4.6	4.7
광고	17.7	10.8	8.0	25.9	1.3	3.6	(0.5)	(8.5)	15.5	(1.5)	9.9
기타	(10.6)	22.1	(4.8)	4.3	(20.0)	(23.4)	11.5	(2.7)	1.6	(9.1)	5.0
매출원가	(6.7)	12.3	2.6	0.4	(1.5)	(5.1)	4.6	2.1	1.9	0.4	4.9
부금	(2.1)	5.7	3.6	4.5	(1.9)	7.1	4.4	6.1	2.9	3.9	4.6
감가상각비	1.6	4.3	5.5	4.9	(1.3)	8.5	(1.3)	0.8	4.1	1.7	2.6
기타	(23.1)	34.8	(2.2)	(10.0)	(0.3)	(37.5)	8.1	(6.7)	(1.9)	(10.7)	7.4
매출총이익	0.7	12.3	5.2	5.1	1.5	4.9	9.2	0.8	5.5	4.5	5.3
판관비	(2.1)	13.9	7.6	7.2	13.4	9.0	6.7	(1.2)	6.6	6.6	2.4
영업이익	14.7	(6.3)	(1.0)	(19.2)	(50.0)	(51.7)	16.5	30.5	0.2	(7.3)	23.3
<i>영업이익률 (%)</i>	<i>1.5</i>	<i>(0.7)</i>	<i>(0.7)</i>	<i>(0.9)</i>	<i>(4.9)</i>	<i>(1.7)</i>	<i>1.2</i>	<i>0.9</i>	<i>(0.3)</i>	<i>(0.8)</i>	<i>1.2</i>
세전이익	42.5	192.7	18.0	(191.3)	(49.5)	(8.6)	(1.2)	209.6	48.7	(23.3)	16.3
순이익	32.9	134.9	18.5	(119.3)	(39.8)	(0.5)	(1.4)	192.1	73.4	(22.6)	16.3

자료: CJ CGV, 한국투자증권

<표 12> 목표주가 산정 방식

(단위: 십억원, 배)

	NOPLAT	멀티플	가치	설명
영업가치			3,338	
한국	49	18	856	12개월 forward 순이익
중국	74	20	1,483	2020년 세후영업이익
베트남	10	30	295	2017년 기준 순이익
터키	10	30	309	2017년 기준 순이익
4DX			401	4DX 자체 가치 산정
순차입금			732	2017년 순차입금
기업가치			2,606	
주식수(천주)			21,161	
적정가치(원)			123,124	

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

CJ CGV는 1999년 설립되었으며 멀티플렉스 영화관 프랜차이즈 CGV를 운영하고 있다. 2016년 1분기 기준, 한국, 중국, 미국, 베트남 등 6개 국가에서 249개 사이트(1,853개 스크린)를 운영하고 있다. 국내 시장점유율은 48%로 1위 사업자이며 중국, 베트남, 인도네시아 등에서 사업 확대를 지속하고 있다. 2016년 4월 터키 최대 영화사업자인 '마르스(MARS)' 인수를 발표해 세계 5위 사업자로 올라섰다. 주요 항목별 매출은 티켓, 매점, 광고, 장비, 기타 매출로 나눌 수 있다. CJ CGV는 2004년 12월 24일 상장되었으며 최대주주는 CJ로 39.02%의 지분을 보유하고 있다.

- ATP (Average Ticket Price): 티켓가격에서 VAT, 영화진흥기금, 프로모션 비용 등을 제외한 가격
- SPP (Spending per Patron): 인당 매점매출액

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	305	355	314	377	434
현금성자산	109	139	116	132	155
매출채권및기타채권	138	137	158	195	222
재고자산	11	14	17	21	24
비유동자산	950	1,062	2,176	2,147	2,193
투자자산	148	149	355	382	414
유형자산	588	676	816	826	836
무형자산	101	115	878	803	798
자산총계	1,255	1,418	2,491	2,523	2,626
유동부채	474	447	1,416	1,364	1,364
매입채무및기타채무	225	225	285	351	400
단기차입금및단기사채	59	67	382	362	347
유동성장기부채	96	59	79	79	49
비유동부채	390	526	555	566	572
사채	180	249	199	179	179
장기차입금및금융부채	133	204	264	274	264
부채총계	864	972	1,971	1,931	1,936
지배주주지분	382	421	494	558	640
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	90	90	90	90	90
기타자본	(6)	(8)	30	30	30
이익잉여금	285	328	367	435	520
비지배주주지분	9	24	26	35	51
자본총계	391	445	520	593	691

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	139	152	1,056	374	491
당기순이익	16	52	48	85	111
유형자산감가상각비	64	78	96	109	112
무형자산상각비	19	31	255	234	232
자산부채변동	8	(18)	655	(61)	22
기타	32	9	2	7	14
투자활동현금흐름	(181)	(227)	(1,452)	(311)	(388)
유형자산투자	(146)	(192)	(236)	(119)	(122)
유형자산매각	2	0	0	0	0
투자자산순증	(24)	(22)	(205)	(25)	(30)
무형자산순증	(14)	(14)	(1,019)	(158)	(228)
기타	1	1	8	(9)	(8)
재무활동현금흐름	59	107	373	(47)	(80)
자본의증가	2	0	0	0	0
차입금의순증	66	116	345	(30)	(55)
배당금지급	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
기타	(2)	(2)	35	(10)	(18)
기타현금흐름	6	(0)	0	0	0
현금의증가	23	31	(23)	16	23

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	1,039	1,194	1,514	1,867	2,128
매출원가	527	595	722	846	953
매출총이익	512	599	791	1,020	1,176
판매관리비	460	532	710	882	1,005
영업이익	52	67	81	138	171
금융수익	20	26	27	15	14
이자수익	3	3	3	3	3
금융비용	32	27	38	49	48
이자비용	20	19	30	38	35
기타영업외손익	(9)	(1)	(1)	3	3
관계기업관련손익	4	8	5	5	6
세전계속사업이익	35	73	75	112	146
법인세비용	19	21	26	27	35
연결당기순이익	16	52	48	85	111
지배주주지분순이익	17	52	47	75	94
기타포괄이익	2	(4)	(4)	(4)	(4)
총포괄이익	18	48	44	81	106
지배주주지분포괄이익	18	48	43	71	90
EBITDA	135	176	433	481	515

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	787	2,455	2,210	3,542	4,431
BPS	18,048	19,899	23,340	26,357	30,221
DPS	350	350	350	350	400
성장성(%, YoY)					
매출증가율	13.5	14.8	26.8	23.3	14.0
영업이익증가율	1.1	28.4	21.3	69.8	23.7
순이익증가율	31.3	211.8	(10.0)	60.3	25.1
EPS 증가율	28.4	211.9	(10.0)	60.3	25.1
EBITDA 증가율	13.4	30.6	146.3	11.0	7.2
수익성(%)					
영업이익률	5.0	5.6	5.4	7.4	8.0
순이익률	1.6	4.4	3.1	4.0	4.4
EBITDA Margin	12.9	14.7	28.6	25.7	24.2
ROA	1.4	3.9	2.5	3.4	4.3
ROE	4.4	12.9	10.2	14.3	15.7
배당수익률	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5
배당성향	44.5	14.3	15.8	9.9	9.0
안정성					
순차입금(십억원)	348	409	784	732	650
차입금/자본총계비율(%)	121.1	130.2	177.9	150.9	121.5
Valuation(X)					
PER	68.6	51.3	38.8	24.2	19.4
PBR	3.0	6.3	3.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	11.1	17.6	6.1	5.4	4.9

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.