

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2020년 11월 17일 발간된

[2021년 전망 시리즈 13 - 엔터/레저: 202N년 놀잇거리를 찾아서] 임



▲ 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

2021년 전망 시리즈 13

엔터/레저: 202N년 놀잇거리를 찾아서(해설판)

- ✓ 엔터테인먼트: 2020년 산업 성장 긍정하나 9월 이전 대비 모멘텀 약화되었고 2022년 기준 PER 30배 남짓으로 실적 성장 기대감 반영
- ✓ 콘텐츠: Disney+를 제외한 미국 OTT들의 아시아 진출은 2023년 본격화 예상. 산업 측면에서 중국 OTT 동남아 진출은 긍정적으로 해석. 다만 과실이 Top tier 2사에게 집중될 지는 미지수. 중국 OTT, THAAD 이전과 같은 행보 보인다면 순수 제작사 투자 매력도 높아질 것
- ✓ 카지노/여행: 백신 접종 스케줄 가시화 가능성 높아 2021년 주가 하방 대비 상방이 높아진 상황. 백신 기대감에 따른 동반 상승 일단락 후 카지노 위주로 섹터 수익률 집중될 것

시나리오별 2021년 전망

항목		변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. 카지노	- 백신 - 글로벌 항공 수급 - 중국	2020년 상황 지속 - 사드 당시와 유사한 교류 빙하기 진입 - 강원랜드 규제 강화	- 백신 접종 2H21 인구 50% 이상 달성 2022년 항공 수요, 2019년 70% 회복	1H21 내 백신 접종 인구 50% 이상 달성 2021년 항공 수요, 2019년 70% 회복 - 사드 이전과 같은 제한 없는 교류
	2. 여행	- 백신 - 글로벌 항공 수급 - 여행자 여행 패턴 변화	2020년 상황 지속 - 테러 등에 의한 여행 수요 감소	- 백신 접종 2H21 인구 50% 이상 달성 2020년 항공 수요, 2019년 70% 회복 - 여행 수요 정상화 후 2019년으로 회귀	1H21 내 백신 접종 인구 50% 이상 달성 2021년 항공 수요, 2019년 70% 회복
	3. 콘텐츠	- 미국 OTT 아시아 진출 - 중국 OTT - 국내 방송산업 변화	- OTT 콘텐츠 예산 축소 발표 - 방송사 편성 매출 비중 하락 - 방송사 드라마 슬롯 추가 축소	- 글로벌 OTT 오리지널 콘텐츠 제작 원년 - 방송사 드라마 전략 2020년 수준 유지	- 중국 OTT 發 동남아 시장 판권 가격 상승 2021년 훌루, HBO Max 동남아 진출 - 아이치이, 텐센트 한국 드라마 재개 - 방송사 드라마 투자 확대
	4. 엔터	- Next BTS 등장 - 중국	- 사건/사고에 의한 팬덤 분열 2021년 오프라인 콘서트 재개 불발 - 한국 연예인의 중국 출연 및 활동 금지	2H21 콘서트 재개 - 타 국적 보유한 한국 연예인의 중국 출연 가능한 현 상황 유지	1H21 콘서트 재개 - 강력한 팬덤 보유한 Next BTS 등장 - 한국인 연예인의 중국 출연 및 활동 재개
산업 투자 전략			비중 축소	- 중립. 선별적 접근 필요 - 레저: 카지노>여행 - 엔터/콘텐츠는 등락 이어질 것	- 비중 확대 - 레저: 카지노>여행 - 엔터/콘텐츠, 이벤트 발생시 비중 확대
Top-Picks			스튜디오드래곤	카지노 3사	전 종목 매수 유효

2020 Review & 2021 Preview: 좋았던 산업, 좋아질 산업

엔터: 연간 수익률 소폭 상승
가장 뛰어나

엔터테인먼트 엔터테인먼트 산업은 소폭 상승 중 2020년 수익률이 가장 뛰어났던 섹터이다. 4월 이후 1) 중국 한한령에 대한 기대감, 2) 코로나가 해결될 경우 미디어 내 개선이 가능한 유일 산업이라는 점, 그리고 3) 10월 빅히트 상장에 따른 섹터 리레이팅에 대한 기대로 9월까지 압도적인 주가 상승률을 기록했다. 코로나로 인해 콘서트가 부재하며 업체들의 수익성 훼손이 염려되었으나 팬덤의 화력이 앨범으로 집중되며 수익성은 예상 대비 선방하였다.

앨범 판매량 기대치 상회하며
실적 선방

이는 팬덤간 경쟁이 촉발되며 2020년 전세계적으로 한국 앨범 시장만 특이적 호황을 기록했기 때문이다. 구조적인 팬덤 성장도 영향을 끼쳤으나 2019년까지는 2020년 수준의 앨범 성장을 보이지 않았다. 콘서트가 부재하며 팬덤의 갈 곳 없어진 주머니가 앨범 시장으로 화력을 집중시킨 탓으로 보는 것이 합리적인 것으로 판단된다. 앨범 판매량을 통한 아티스트 줄세우기가 심화된 만큼 다작보다는 하나의 앨범에 화력이 집중되는 전략이 통하는 시기가 도래했다. 코로나 이후 JYP보다는 YG의 스타일이 유리해진 이유다. 콘서트 재개된 후, 팬덤의 규모가 현재와 유사하다면 앨범 판매량은 하향 안정화 될 것으로 추정된다.

2020년 5월 이후 본격화된 팬덤 간 앨범 신기록 경쟁

발간일	기사 제목	언론사
2020년 2월 18일	BTS 새 앨범 선주문 400만 장 돌파...자체 최고 기록	YTN
2020년 3월 6일	NCT127 신보 선주문 53만장 육박...자체 최고 기록	연합뉴스
2020년 5월 25일	엑소 백현, 'Delight' 선주문량 73만장 돌파 '자체 최고기록'..오늘 컴백 V라이브	조선일보
2020년 5월 27일	트와이스 새 앨범, 선주문 50만장 돌파...자체 최고기록	연합뉴스
2020년 6월 12일	데뷔 후 첫 밀리언셀러...세븐틴, 새 앨범 '행가래' 선주문량 106만장 돌파	조선일보
2020년 7월 21일	에이티즈, 새 앨범 선주문만 25만장 돌파...28일 컴백	뉴시스
2020년 8월 12일	트레저, 첫싱글 선주문 20만장... "올해 신인 초동 최고"	조선일보
2020년 8월 18일	ITZY, 'Not Shy' 선주문 20만장+MV 17시간 만에 1000만뷰 '자체 신기록'	조선일보
2020년 9월 3일	블랙핑크, 첫 정규앨범 선주문 80만 장 돌파...기록 행진 스타트	한국일보
2020년 9월 11일	스트레이 키즈, 신보 '인생' 선주문 30만장... 자체 최고 기록	이데일리

자료: 언론 보도를 메리츠증권 리서치센터 정리

Top-down 스토리 뿐 아니라
Bottom-up 변화도 수익률에 기여

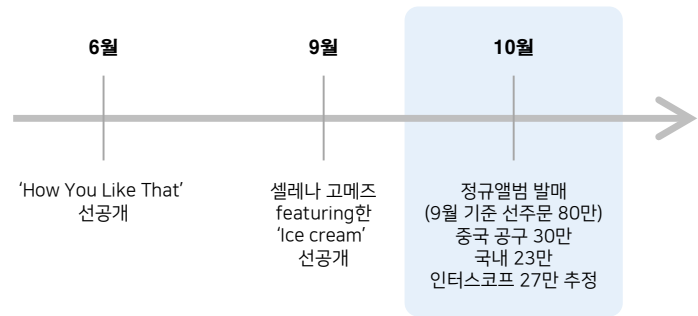
또한 콘서트 부재를 온라인 콘서트로 만회하려는 산업의 노력이 동반됐다. 예상보다 높은 성장을 보인 앨범 수익은 엔터 산업의 높은 수익률을 뒷받침하는 부차적 요소로 작용한다. 그 사이 bottom-up 스토리 변화도 엔터 이야기를 풍부하게 한 요소다. JYP는 일본 내 니지 프로젝트가 성공적으로 평가 받았고, YG도 신인 '트레저'의 경우 철저한 아이돌 그룹을 지향, 연간 수회 컴백을 통해 수익화를 지향하는 전략으로 변화했다. 걸그룹임에도 불구하고 블랙핑크 앨범 선주문량이 80만장을 넘기며 팬덤의 높은 성장을 기정 사실화한 점도 YG 주가에 긍정적이었으며 결국 산업 리레이팅에 화력을 보냈다.

엔터 3사의 bottom-up 변화

기업	내용
JYP	신인 '니쥬' 데뷔시킨 니지 프로젝트 성료 및 BLC 설립 참여
YG	블랙핑크 팬덤 확대 및 트레저 수익화 선언
SM	BLC 설립 주도 참여

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 블랙핑크의 2020 똑똑했던 전략: 기대감의 이연



자료: 메리츠증권 리서치센터

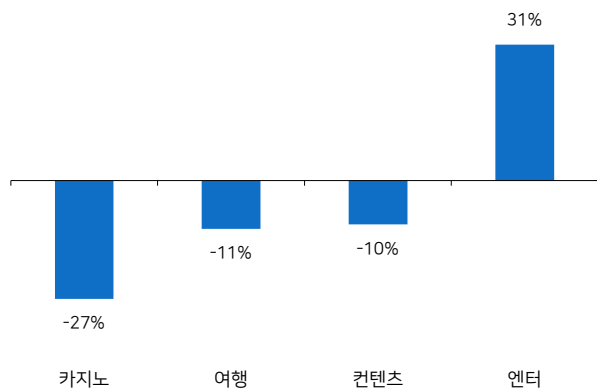
빅히트 상장 기점으로
모멘텀 소멸기

10월 빅히트가 상장되며 모멘텀 소멸, 섹터는 거침없이 오르던 시기를 지나 조정 국면에 진입했다. 더불어 콘서트 부재에도 불구하고 높은 주가 상승으로 '21E / 22E 기준 밸류에이션 매력도 크게 감소, 9월 고점 대비 섹터 평균 30% 내외 조정된 상황이다. 되돌림이 빨랐던 만큼 bottom-up 이슈를 타깃해 JYP(12/2 니쥬 데뷔), 빅히트(11/22 방탄 컴백) 등 반등이 일부 진행 중이나 섹터를 아우를 수 있는 모멘텀이 소멸된 만큼 9월 고점을 벗기기는 어렵다고 판단된다.

Next BTS 등장까지 쿨타임

현재 오프라인 콘서트의 재개 시점은 여전히 불투명하나 엔터 업체들의 주가는 콘서트 재개를 가정한 상황이다: 1) 실적 개선에 대한 가정은 주가에 반영되어 있고, 2) 2021년 섹터 모멘텀은 전년 대비 뚜렷하지 않은 상황. 향후 주요 아티스트 컴백과 같은 단기 이벤트에 따른 등락이 이어질 것으로 예상된다. 미국 내 BTS와 유사한 팬덤의 성격을 가진, 이른바 Next BTS가 등장한다면 섹터 주목도 다시 높아지겠으나 이는 '중국'과 마찬가지로 예측보다는 대응의 영역이다.

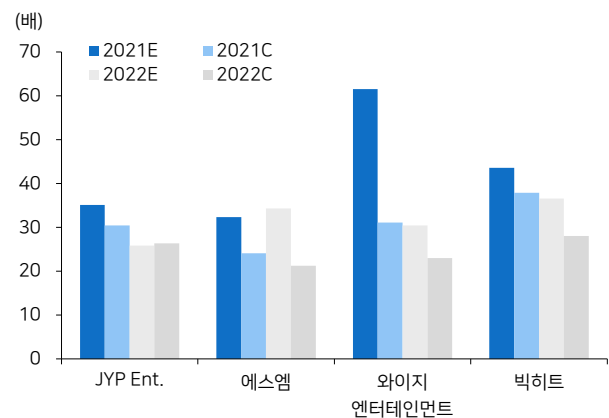
그림2 2020 4개 소섹터 YTD 수익률



주: 콘텐츠 수익률은 영화관 사업자 제이콘텐트리 영향.
스튜디오드래곤 YTD -1% 기록

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 엔터4사의 2021년, 2022년 기준 PER



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

전방산업 ① 국내(방송)

컨텐츠 코로나19로 방송사들이 콘텐츠에 배정된 예산을 기존 대비 보수적으로 변경하며 후방 업체에 해당되는 콘텐츠 업체들의 영향이 하반기 이후 두드러졌다. 당사 또한 이로 인해 방송사의 편성매출과 PPL이 감소하며 프로젝트 마진 하락을 예상했으나 실제 진행은 이보다는 Q 감소 위주로 이루어졌다. 방송사들은 하반기 이후 이전 대비 확연히 줄어든 드라마 슬롯을 운영, 이는 CJ ENM, SBS 등 광고 감소 영향을 상반기 오롯이 받았던 방송사들의 하반기 실적 개선 원인이었다.

전방산업 ② 글로벌 (OTT)

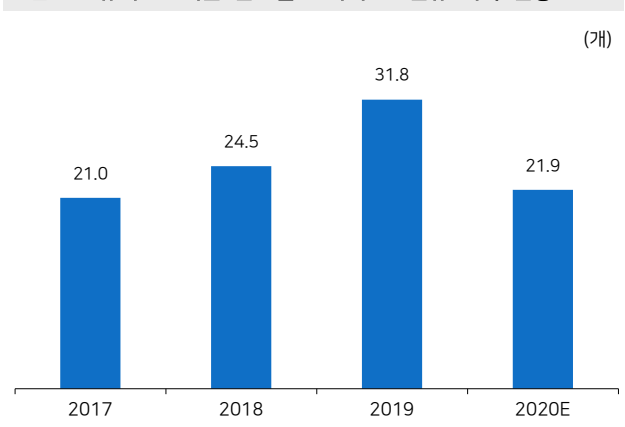
글로벌 전방 산업에 해당되는 미국 OTT 사업자들의 콘텐츠 투자 계획이 코로나 19로 차질이 생긴 점 또한 화제성 측면에서 동 산업을 밋밋하게 했던 원인으로 지목된다. 콘텐츠 사업자들의 주가도 이러한 상황을 반영했다. Pure play인 스튜디오드래곤은 YTD 수익률이 -1%로 코스닥 대비 -27% 언더퍼폼하였고, 제이콘텐트리는 영화관 사업 부진까지 더해지며 YTD 수익률은 -20%, 코스피 대비 -35% 언더퍼폼했다.

2020년 방송사 드라마 슬롯 변경 사항

방송사	내용
OCN	2019년 10월 월화 슬롯 일시 중단 이후 재방영 없음 토일 슬롯 또한 간헐적 방송 중 2020년 방영 회차는 66회에 불과 (연간 가능 회차는 총 104회)
MBC	월화 슬롯 수차례 임시 휴업 중 수목 시간대 편성 재조정 토요 드라마 3월 이후 잠정 중단
SBS	6월 이후 월화 슬롯 간헐적 방송 중. 빠진 자리는 예능/교양 편성 수목 슬롯은 지속적 유지

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 스튜디오드래곤 연도별 드라마 IP 신규 취득 현황



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

전방산업 ③ 중국

스튜디오드래곤은 3분기 중국 판권이 인식되며 실적 서프라이즈를 기록했다. 동 판권은 방영 여부와 관계없이 취득된, 반환 의무가 없는 금액으로 <알함브라 궁전의 추억> 이후 2년만의 등장이다. 이를 통해 중국 판권에 대한 이야기가 이전 대비 구체화되었으나 주가는 이에 대해 큰 반응을 보이지 않았다. 중국 판권의 오랜만의 등장이 반가운 것은 사실이나 방영 조건 없이 판권을 구매하는 중국 OTT들의 이와 같은 행위가 지속성이 있을지에 대한 투자자들의 의구심 때문으로 해석된다. 당사 또한 지속성을 증명하기까지 시간이 필요할 것으로 예상되지만 지속적인 관심은 필요하다고 판단된다.

필요한 next step은?

콘텐츠의 주요 Top-down 스토리는 글로벌 OTT들의 행보와 중국으로 요약된다. 2019년 하반기 두드러졌던 글로벌 OTT 사업자들의 공격적인 행보는 코로나 19 이후 밋밋해진 상황이다. 2019년말 진행된 국내 2대 콘텐츠 사업자들의 넷플릭스 MOU를 통해 요율 상승 이미 진행된 바 있어, 다음 스텝(타OTT의 아시아 진출 → bidding 참여자 증가 → 판권 상승)이 필요한 상황이다.

글로벌 OTT 사업자들의
해외 확장 첫 타깃,
아시아보다는 남미/유럽

현재 넷플릭스 수준의 가격을 제시할 수 있는 사업자는 디즈니와 HBO의 OTT 정도로 압축된다. 신규 런칭한 OTT 중 가장 뛰어난 성과를 기록하고 있는 플랫폼은 Disney+이다. Disney+의 성과가 국내 콘텐츠 업체에게 긍정적 영향을 미치지 못하는 이유는 이들의 모토가 'Disney exclusive' 즉, 다른 콘텐츠 업체로부터 판권 구매를 필요로 하지 않는 구조이기 때문이다. 디즈니는 오는 12월 10일 Investor day를 통해 보유 OTT들의 향후 콘텐츠 투자 등 세부 계획을 밝힐 예정이다. 국내 콘텐츠 사업자 입장에서는 이를 통해 'Hulu'의 구체적인 해외 전략(특히 아시아)이 밝혀져야 best-case라 할 수 있다. 현실적으로 가능한 수순은 2021년 남미 및 유럽, 이후 아시아가 타깃될 가능성이 가장 높다.

그림5 2016년 이후 연도별 콘텐츠 산업 내 이벤트, 이에 따른 영향

	2016	2017	2018	2019	2020	2021~ expected
이벤트	THAAD	넷플릭스 동남아 진출		글로벌 신규 OTT 런칭		HBO Max, 훌루 동남아 진출
영향 (제작비 대비 판권 비율)	중국 판권 수출 중단	넷플릭스의 국내 콘텐츠 구매 본격화 (30-50%)		SD/JCON 넷플릭스와 MOU 체결 (요율 상승)	변화 없음	Bidding 참여자 증가에 따른 판권 상승
국내 상황	TVN, 『도깨비』로 드라마 1위 등극	JTBC 드라마 투자 본격화	넷플릭스, JTBC 이어 CJ ENM 콘텐츠도 구입 시작	SD, 『아스달 연대기』로 시즌제 시도	반격을 계획한 SBS의 『더킹』 투자	TVN 『지리산』, ENM 대작 중 SD 컨텐츠 제외된 첫 드라마

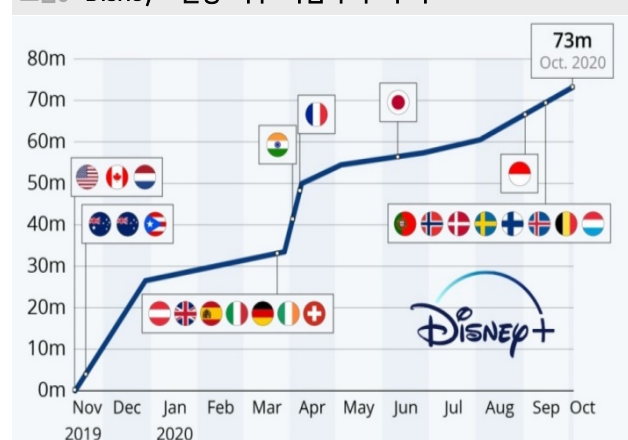
자료: 메리츠증권 리서치센터

디즈니가 보유한 3개의 OTT

플랫폼	내용
	Disney+는 Disney exclusive contents를 제공 자체 보유 콘텐츠라는 점에서 특별한 비용 없이 소비자들에게 어필할 수 있다는 점이 Disney의 가장 큰 장점 코로나19로 영화관 개봉 어려워지며 '물란'은 29.9\$에 온라인 동시 오픈
	NBA, 대학 농구 등 ESPN은 미국 스포츠 내 가장 많은 전송권리를 가진 사업자 ESPN이 보유한 전송권을 바탕으로 한 OTT 서비스가 ESPN+
	Amazon의 비디오 서비스와 가장 유사한 모델. Ad-supported 요금제(월 5.99달러)와 Ad-free service 요금제(월 11.99달러) 공존

자료: The Walt Disney Company, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Disney+ 런칭 이후 가입자 수 추이



자료: Statista, The Walt Disney Company

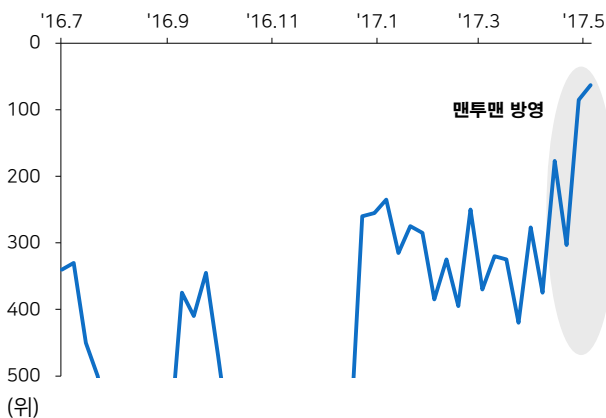
하지만 중국 OTT의 동남아 진출은 기대할 만

향후 중국 OTT 사업자들의 2021년 주목해야 할 행보는 TVN <지리산>을 구입한 아이치이(iQiyi)의 행보다. 중국 OTT의 동남아 진출 진행 중인데, 아이치이 또한 싱가포르를 통해 2019년 동남아 진출을 선언했다. 에이스토리에 따르면 아이치이는 2021년 TVN 기대작인 <지리산>의 동남아 판권을 구매한 것으로 알려졌다. <지리산>은 <킹덤>의 김은희 작가가 집필한 작품으로 전지현, 주지훈 등 쟁쟁한 주연을 자랑한다. 자세한 금액은 밝혀진 바 없으나 아이치이가 제시한 가격은 넷플릭스와 견줄 수 있을 정도로 추정된다. 넷플릭스는 2017년 JTBC <맨투맨>을 구매해 동남아 지역에서 마케팅용 콘텐츠로 활용하며 이목을 끈 바 있다. 아이치이 또한 <지리산>을 마케팅용 콘텐츠로 활용할 가능성 높은 만큼 성과를 주목해야 할 것이다.

누가 수혜자가 될 것인가는 계산이 필요한 영역

다만 누가 과실(果實)을 취할지에 대해서는 계산이 필요한 영역이다. 첫 스타트를 끊은 중국 OTT의 국내 counter party가 순수 제작사, 에이스토리였기 때문인데, 2019년 스튜디오드래곤과 제이콘텐츠리는 연간 6개 내외의 작품을 넷플릭스에 제공하는 MOU를 체결했다. 특히 스튜디오드래곤은 넷플릭스가 5% 지분까지 획득한 상황이다. 아이치이가 전략적으로 넷플릭스와 계약관계가 없는 순수 제작사를 선택한 것인지, 아니면 에이스토리의 영업력에 따른 결과인지 현 상황으로는 판단하기 어렵다. 순수 제작사가 중국 OTT와 직접 계약을 성사시키는 사례가 지속된다면 THAAD 이전과 같이 순수 제작사의 투자 매력도가 높아지며 산업 성장을 독식하다시피 했던 Top tier 2사의 상대 매력도는 하락할 것이다.

그림7 Netflix, <맨투맨>을 마케팅에 활용,
방영 시점부터 태국 다운로드 수 급증



주: 태국 내 App 다운로드 순위
자료: Appannie, 메리츠증권 리서치센터

그림8 쟁쟁한 작가진과 주연이 예고된 2021년 TVN 기대작
<지리산>



자료: 메리츠증권 리서치센터

시장에 나온 동남아 OTT들

업체	내용
Iflix	- 호주 인터넷 기업인 'Catcha'가 2014년 설립한 말레이시아 기반 VOD 서비스 회사. 월 이용료는 3달러 2020년 4월 기준 13국에서 2,500만개의 활성 계정을 가지고 있음 - Netflix보다 더 로컬 콘텐츠에 집중하는 전략. 로컬 정부의 검열에 순응하는 경향 - Netflix와 경쟁 구도를 설정하지 않고 보완재로서 자리 잡으려는 전략을 가지고 있음 '응답하라 1988', '도깨비', '태양의 후예' 등을 태국에서 독점 공급하는 등 동남아 시장에서 한국 콘텐츠 독점을 하나의 전략으로 삼았으나 Netflix의 동남아 진출 이후 유료 고객 일부가 유실되며 사업 확장 정체됨 7차례의 투자 라운드를 통해 3억 4,800만달러(약 4,200억원)의 자금을 유치한 바 있으며 2019년 호주에서 IPO 계획 당시 약 10억달러(1.1조원)의 기업가치를 평가받은 바 있음 2020년 6월 텐센트에 인수됨
Hooq	2015년 설립된 싱가포르 통신사인 싱텔(Singtel)과 소니픽쳐스, 워너 브라더스의 합작사 - 과거에는 통신사나 인터넷서비스 기업(ISP) 통해 콘텐츠를 공급하다가, 독자적 OTT로 전환 중 - 인도네시아 내 1위 VOD서비스 사업자 - 할리우드 콘텐츠를 중심으로 제공하며 성장했으나 최근 오리지널 콘텐츠 역량을 강화하는 중 - 넷플릭스 등 대형 OTT와 경쟁에 밀려 어려움을 겪다 지난 3월파산보호 신청, 이후 4월부터 동남아 서비스 중단 2020년 7월 쿠팡에 인수됨
Viu	2015년 10월 설립된 홍콩 기반 OTT 서비스 회사로, PCCW 자회사 2017년 4월 기준 14개국에서 600만 회원을 보유하고 있음 4G 사용자 수의 성장이 가장 빠른 신흥국을 주로 타겟으로 삼고 있음 - 아시아 드라마 및 TV쇼, 특히 한국 드라마를 주요 콘텐츠로 삼으며 성장중임 - 한국 드라마로 한정하여 보았을 때, 타 OTT서비스 대비 보유 콘텐츠 수가 많다는 평가

자료: 메리츠증권 리서치센터

피할 도리 없는 부진

카지노/여행 글로벌 레저 산업과 마찬가지로 국내 카지노/여행 업체들도 2020년 절대 수익률, 상대 수익률 측면 모두에서 부진한 성과를 기록했다. 3월 12일 WHO의 코로나19 팬데믹 선언과 함께 전 세계는 국경의 벽을 높인 탓이다. 이로 인해 항공/선박 등 국가간 이동이 중단되며 '자유로운 이동'이 전제 조건인 카지노/여행 산업 피해가 막심한 상황이다.

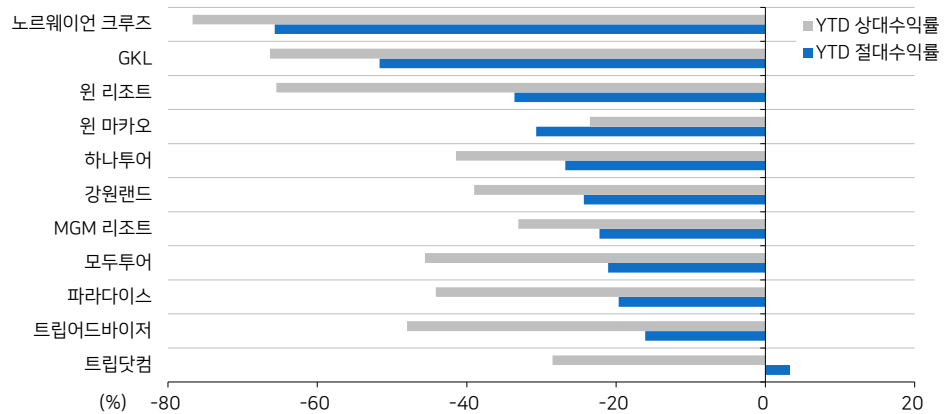
제한 영업 불가피

여행 산업은 사실상 매출 제로 시계에 돌입했으며 외국인 카지노는 국내 거주 외국인을 대상으로만 영업이 가능해 기존 매출 대비 30% 수준에 머물러 있다. 내국인 출입이 가능한 카지노, 강원랜드는 공기업 특성 상 정부의 거리두기 단계 상향에 맞출 수 밖에 없는 상황이다. 이로 인해 연내 긴 휴장을 가졌다. 카지노가 없는 정선까지 여행객들의 발길이 이어지기는 힘든 상황이다. 호텔, 골프 등 카지노를 제외한 부문은 정상营业을 이어갔지만 방문객 감소로 부진한 실적을 기록했다.

백신 기대감 유효

5월 당사가 제시한 하반기 전망 당시는 카지노/여행이 개선에 대한 기대를 충분히 반영한 주가라 판단, 하반기 주가 부진을 주장한 바 있다. 그러나 9월 이후 동 산업에 대한 의견을 상향했는데, 그 이유는: 여전히 국가간 이동이 불가한 상황이나 1) 5월 대비 낮아진 주가, 2) 10월/11월 예정된 코로나19 백신의 임상 3상 결과를 앞두고 있었기 때문이다. 실제로 11월 화이자의 백신 'BNT162b2'가 임상 중간 결과가 발표되자 글로벌 여행, 카지노, 영화관 등 코로나19 피해 업종의 주가 상승이 본격적으로 반등하기 시작했다. 운송, 연간 생산 능력 등의 고려 사항이 존재하나 화이자 이외에도 모더나, 아스트라제네카 등 다양한 후보군이 존재하는 만큼 향후 레저 산업의 상대적 매력도 우위는 역전되지 않을 것이다.

그림9 글로벌/한국 레저 사업체들의 2020년 YTD 수익률



자료: Bloomberg, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

2020년 분기별 강원랜드 운영 주요 내용 요약

구분	운영 날짜	운영 방식	트래픽 (% YoY)
1분기	1.1 ~ 2.22 (53일)	Mass / VIP 정상 운영	-42.0%
2분기	5.8 ~ 6.30 (54일)	Mass 휴장 / VIP만 운영	-99.6%
3분기	7.1 ~ 8.20 & 8.22 (52일)	Mass / VIP 사회적 거리두기 체제 운영 7.20 ~ 8.2: 日 동시 방문인원 750명/827석 제한(슬롯머신 & 전자테이블) 8.3 ~ 8.22: 日 동시 객장인원 1,200명/1,277석 제한(슬롯머신 & 전자테이블 & 테이블)	-95.0%
4분기	10.12 ~ 현재	Mass / VIP 사회적 거리두기 체제 운영 10.12 ~ 10.15: 日 동시 방문인원 750명/827석 제한(슬롯머신 & 전자테이블) 10.16 ~ 11.6: 日 동시 객장인원 1,200명/1,277석 제한(슬롯머신 & 전자테이블 & 테이블) 11.7 ~ 현재: 日 동시 객장인원 2,200명/약 2,300석 제한(슬롯머신 & 전자테이블 & 테이블)	
		Mass	VIP
COVID-19 이전		최대 객장인원 6,000명 175개 테이블(1,214석) + 5개 전자테이블(208석) + 1,360개 슬롯머신	20개 테이블 (148석)
사회적 거리두기		최대 객장인원 1,200명~2,200명 101~110개 테이블(450석) + 5개 전자테이블(107석) + 720개 슬롯머신	84석

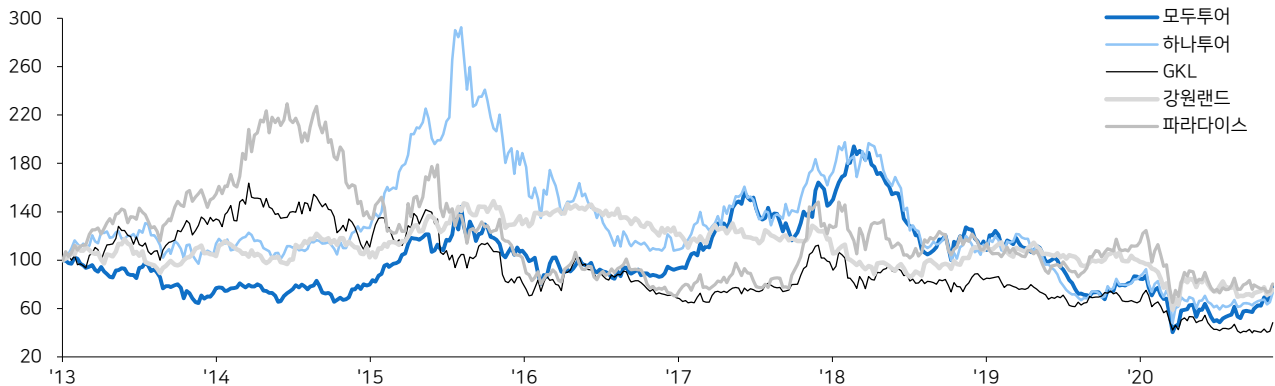
자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

외부 변수 영향력 확대

카지노/여행 섹터는 어느 때보다 외부 변수의 영향력이 높아진 상황이다. 백신에 대한 임상 3상 결과들이 발표되며 산업 수익률은 반등 중이다. 주저하는 바와 같이 '백신의 안정성 입증 → FDA 승인 → 생산 및 운반 → 범용적 접종'까지 시간은 소요될 것이다. 그러나 성장주의 높은 프리미엄이 의미하는 바와 같이 개선이 예상되는 산업에 대한 투자자들의 현 시계열은 2021년 단일 해가 아닌 정상화 혹은 성장 후를 기준으로 맞춰져 있다.

그림10 2013년 이후 카지노/여행업체 주가 추이

(2013.1.4=100)



주: 주봉 기준

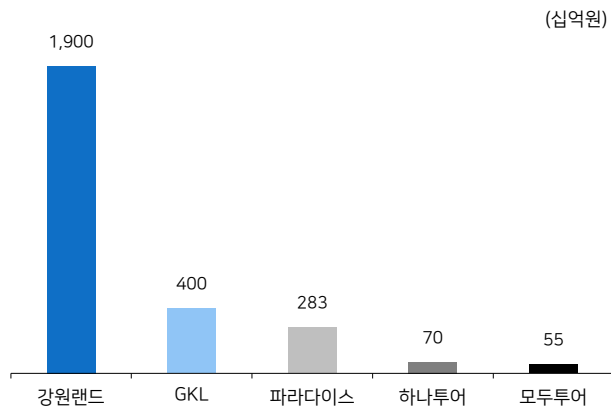
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

외부 변수 영향력 확대

레저 산업의 경우 코로나로 인해 2020년 크게 소외됐다. 이는 백신 이후 반등한 산업에 대한 관심도가 주가의 하방보다는 상방 압력을 높일 것임을 시사한다. 코로나19로 인해 피해가 큰 현 상황이 지속된다고 하더라도 당사 레저 산업 커버리지 대상 업체들의 현재 현금 여력으로 버틸 수 있는 기간은 하나투어를 제외, 24개월 이상으로 추정된다. 업종 대표 업체들에 해당되는 특성 상 현금 여력이 소진된 후 정부의 자금 지원(ex. 금융기관을 통한 대출)은 동 산업 내 제시된 사업자들이 혜택을 받을 가능성 가장 높다.

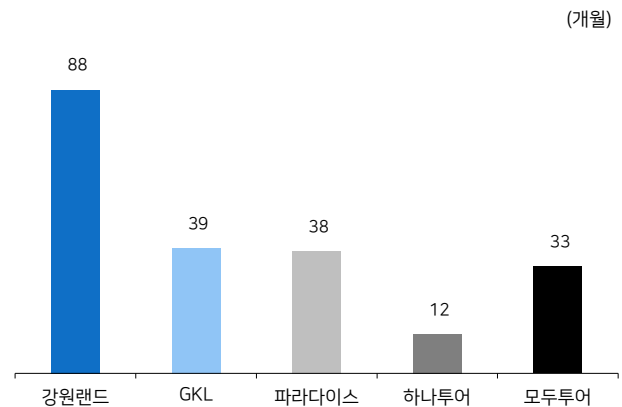
현금 소진에 따른 섯다운이란 테일 리스크가 없다면 레저 산업의 2021년 가치는 현 레벨보다 높이 평가될 것으로 판단된다. 코로나 이전을 기준으로 실적이 되돌아온 시점의 적정주가를 가정할 경우 여행 산업보다는 카지노의 주가 상승 여력이 높은 상황이다. 기술적 반등이 완료되면 두 산업 간 수익률 차이는 본격화 될 것이다.

그림11 2020년 3분기말 기준 가용 현금-1년 내 만기 도래하는 차입금



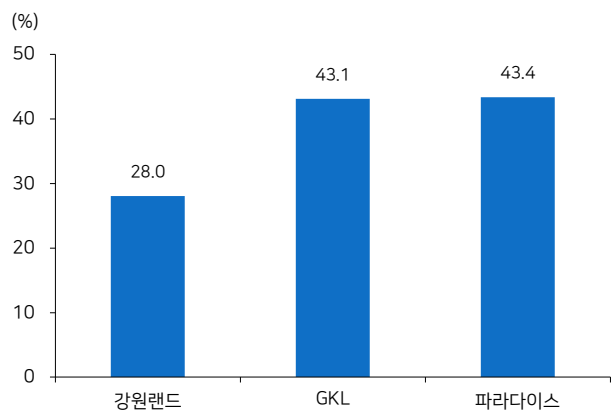
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림12 현 상황 유지 가정 시 현금 소진까지 걸리는 시간

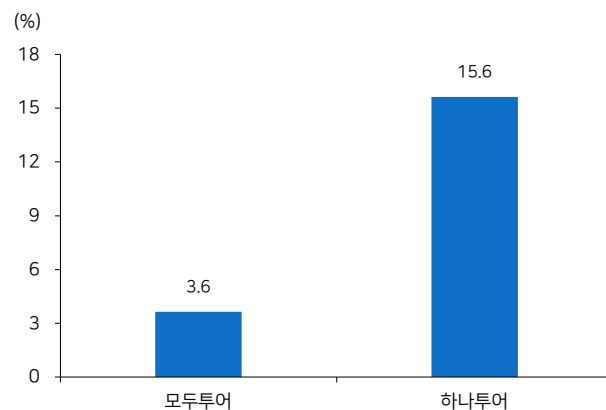


주: 3분기 매출 유지를 가정

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

**그림13 카지노 3사의 2020년 1월 주가 대비
현 주가의 상승 여력**


자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

**그림14 하나투어, 모두투어의 2020년 1월 주가 대비
현 주가의 상승 여력**


자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

종합: 2021년 소섹터 간 우위는?

엔터테인먼트

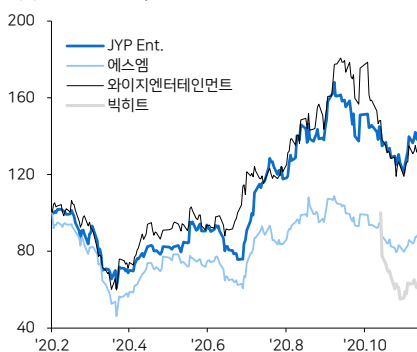
산업의 이벤트 측면에서는 2021년 엔터 대비 콘텐츠가 우위, 반대로 실적에서는 콘텐츠 대비 엔터 우위라고 판단된다. 엔터테인먼트 업종은 2021년 특별하게 나 빠지는 것은 없다. 그러나 특별한 이벤트가 없고, 연초 대비 여전히 높아진 주가는 실적의 swing factor인 콘서트를 기정사실화 한 상황이다. 이벤트의 부재, 코로나 개선 여부를 기정사실화한 눈높이는 엔터의 상방 여력을 크게 보기 어려운 이유다. 화제성 측면에서도 즐길 수 있는 놀잇거리 증가하며 2020년 대비 떨어질 것이라 예상된다.

카지노/여행

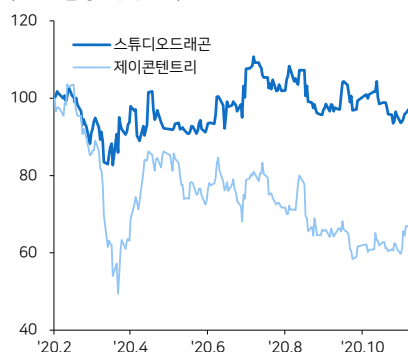
백신 중간 결과가 발표되며 카지노/여행 등 코로나19 피해가 컸던 레저 업종 전반적 상승세 지속되고 있다. 비탄력적 수요가 특징인 카지노 산업은 중국 정부 규제와 같은 새로운 이벤트를 제외하면 성장 가능해 상방 여력 열려 있지만 여행은 기술적 반등 이후부터는 빼앗긴 헤게모니를 되찾아 와야 추가 상승 가능할 것이라 판단된다.

그림15 상대 주가 추이

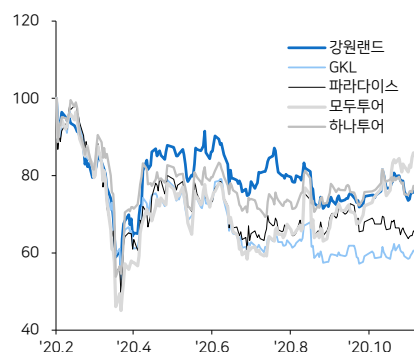
(2020.1월 평균 주가=100
빅히트는 10.15=100)



(2020.1월 평균 주가=100)



(2020.1월 평균 주가=100)



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.