

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2021년 11월 15일 발간된
[2022년 전망 시리즈 10 - 엔터/레저: 확인의 2022] 임



▲ 엔터/레저
Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

2021년 전망 시리즈 10

엔터/레저_ 확인의 2022 (해설판)

- ✓ 메타버스, NFT 등 키워드에 의한 주가 변동성이 높아진 시기
- ✓ 2022년 확실한 것들에 대한 투자가 현재 가장 유효하다고 판단
- ✓ 2022/2023 엔터 수준의 성장 기대되는 데 반해 주가 레벨 낮은 콘텐츠 및 내수 레저 종목 투자 확대 추천

시나리오별 2022년 전망

항목	변수	Worst	Base	Best	
주 가 결 정 요 인	1. 콘텐츠	<ul style="list-style-type: none"> ▪ OTT 시장 ▪ 중국 ▪ 국내 방송산업 변화 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ OTT 콘텐츠 예산 축소 발표 ▪ 글로벌 OTT 중국 진출로 인한 판권 통합 ▪ 방송사 드라마 슬롯 추가 축소 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 글로벌 OTT 경쟁 심화 및 수요 증가 ▪ 중국 및 중국 외 이원화된 시장 유지 ▪ 방송사 드라마 수요 증가 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 한국 드라마 미개발 지역 소비 확대 ▪ 한국 드라마 중국 방송 허용 ▪ 방송사 드라마 수요 2019년 회복
	2. 엔터테인먼트	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 콘서트 ▪ 중국 ▪ NFT ▪ M&A 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2H22 글로벌 콘서트 제한적 운영 ▪ 중국 연예계 규제 강화 ▪ NFT 사업 수익성 미미 확인 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2022 글로벌 콘서트 완전 재개 ▪ 중국 연예계 현 규제 지속 ▪ SM, CJ 인수 완료 ▪ NFT 사업 시작 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1H22 글로벌 콘서트 완전 재개 ▪ 한국인 연예인의 중국 출현 및 활동 재개 ▪ 레이블화 가속: M&A 증가 ▪ K-pop NFT 글로벌 프로젝트 선정
	3. 레저	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 코로나 변이 확산 ▪ 각국 문호 재개방 ▪ 중국 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2021년 상황 지속 ▪ 테러/인종차별 등에 의한 여행 수요 감소 ▪ PKG 여행 시장 내 M/S 하락 가속화 ▪ 중국 카지노 규제 강화 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2024년 여행수요, 2019년으로 회귀 ▪ PKG M/S 하락 연간 2-3%p 유지 ▪ 중국 카지노 현 규제 지속 ▪ 내수 레저 위주 회복 집중 지속 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2022년 여행수요, 2019년으로 회귀 ▪ FIT에서 PKG로 소비자 여행 패턴 변화 ▪ 중국 카지노 규제 완화
산업 투자 전략		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 비중 축소 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 레저: 내수 레저 위주 압축 투자 ▪ 엔터: NFT 사업성 확인 필요 ▪ 콘텐츠: 역대 최대 매출/이익 예상 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 레저: 카지노 ▪ 엔터/콘텐츠, 이벤트 발생시 비중 확대 	
Top-Picks		<ul style="list-style-type: none"> ▪ JYP, 골프존, 강원랜드 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 콘텐츠: 스튜디오드래곤, 중소형 제작사 ▪ 레저: 골프존, 강원랜드 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 전 종목 매수 유효 	

콘텐츠 한국 드라마, 글로벌 대중 문화 침투기

오징어 게임이 불러온 드라마 산업의 변화

2021 Review: 중소형사 약진

2021년은 에이스토리와 아이치이의 '지리산' 판권 직접 거래를 시작으로 중소형 드라마 제작사들의 협상력이 상승하며 이들의 약진이 본격화되는 한 해였다. 특히, 상반기 중국 방영 가능성이 높아지며 중소형 제작사들의 수익률이 두드러졌다. 하지만 중국의 사상 통제가 심화되며 한한령 해제 기대감은 낮아졌고, 업체들의 실적을 확인하기까지 시간이 소요되며 주가는 다소 소강상태로 접어들었다. 같은 기간 동안, 대형 2사는 코로나 이후 드라마 슬롯 감소의 직접적인 피해를 입으며 드라마 사업 부분에서 상대적 약세를 기록하였다.

<오징어 게임>이 불러온 바람

미진했던 드라마 산업에 변화의 바람을 불러온 것은 '오징어 게임'의 글로벌 성공이다. 오징어 게임은 넷플릭스 전체 계정의 약 70%에 해당하는 1억 4,200만 계정이 시청하며 한국 콘텐츠 최초로 넷플릭스 Top 1에 올라섰다. 단지 인기였다면 오징어 게임의 산업 영향은 일종의 테마로 끝났겠지만, 당시는 오징어 게임을 시작으로 한국 드라마의 글로벌 대중문화 침투가 본격화 될 것으로 전망한다.

그림1 2020년 연말 라인업 발표 후 중소형제작사 주가 추이



주: 2021년 11월 12일 종가 기준
 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 동기간 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리 주가 추이



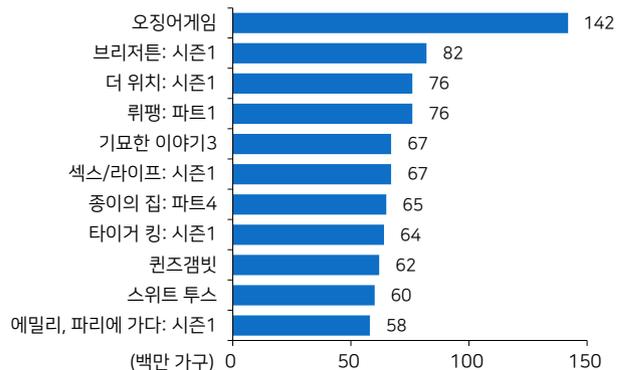
주: 2021년 11월 12일 종가 기준
 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 넷플릭스 글로벌 Top1 콘텐츠에 오른 오징어 게임



2자료: Netflix, 메리츠증권 리서치센터

그림4 역대 넷플릭스 TV 시리즈 관람 순위



자료: Netflix, 메리츠증권 리서치센터

아시아 중심에서 서구권으로
수익처를 확대했던 엔터와
유사한 흐름을 보일 콘텐츠

오징어 게임이 가져오는 산업 내 변화는 2017년 방탄소년단의 성과를 떠올리게 한다. 2017년 방탄소년단의 미국 성과에 대해 일부 투자자들은 회의적인 시각을 보였으나, 방탄소년단의 Grammy 수상을 계기로 성공을 인정하며 18년 엔터 산업 리레이팅의 계기가 되었다. BBC, CNN 등은 오징어 게임이 넷플릭스 역대 최대 흥행작이 될 것이라며 Emmy상 수상 가능성을 높게 점치고 있으며, 이것이 서구권 내 한국 드라마 소비 증가로 이어지는 첫 단추가 될 것으로 보인다.

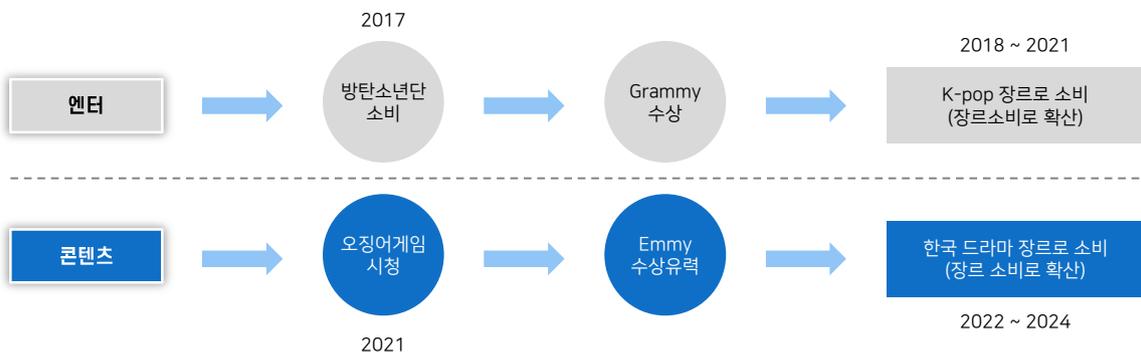
예상되는 산업의 변화:
1. 서구권 판권 가격의 상승

서구권 내 시청 증가는 제작사의 리콥율을 크게 증가시킬 것으로 보인다. 2022년 중국을 제외한 전세계 판권을 일괄적으로 판매할 경우, 드라마 제작비의 최대 80%가 리콥된다. 이를 국가별 방영 가치로 쪼개어 보면, 80 중 20 내외의 가치는 일본, 40~50은 동남아시아로, 서구권 방영 가치는 10~20 내외에 불과하다. 소득 수준과 인구수 측면을 고려한다면, 서구권 시청 증가는 현재 80 수준의 리콥율을 120까지 증가시킬 이벤트로 판단한다.

예상되는 산업의 변화:
2. 구작 가치 상승

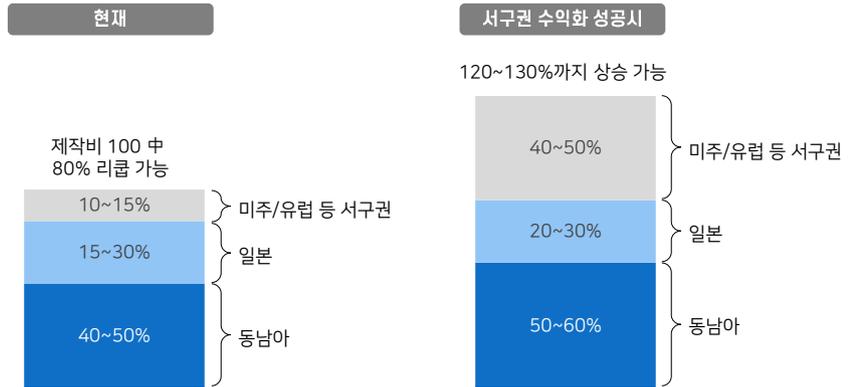
또한, 오징어 게임의 돌풍은 시청자들로 하여금 다른 한국 드라마 소비를 유도하였다. 오징어 게임의 후광으로 '마이 네임'과 '갯마을 차차차'는 넷플릭스 글로벌 Top 10 진입에 성공하였으며, BBC에서는 '사랑의 불시착', '빈센조', '오 나의 귀신님', '힘센 여자 도봉순' 등 구작을 추천하였다. 이는 하나의 콘텐츠에서 장르 소비로 이어지는 행태를 유추할 수 있게 하는데, 유튜브 추천 알고리즘으로 글로벌 입지를 다진 K-pop의 성장과정과 유사하다. 추천된 대부분의 작품은 라이선스 형태로 시청 가구수가 증가할 경우 재계약 시 bargaining power 상승을 경험할 수 있는데, 이는 콘텐츠 사업자들의 구작 가치가 높아지는 계기가 될 것이다.

그림5 엔터 산업과 유사하게 흘러가는 드라마 산업



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 드라마 수익 구조: 서구권 소비층 흡수로 수익화 성공 시 기존 대비 50% 이상 상승할 것



자료: 메리츠증권 리서치센터

드라마 제작사, 2022년 역대 최대 매출 및 영업이익 기록 전망

2021년, 오리지널과 라이선스 판매 모두에서 record high 달성

2022년은 산업의 변화뿐 아니라, 개별 기업의 외형이 성장하는 해가 될 것으로 전망한다. 과거 '별에서 온 그대'를 통한 중국 판권 시장 확장과 2017년 이후 아시아 (동남아, 일본) 판권 가격 상승을 중심으로 해외 판권 시장이 성장하며 시작되었고, 2020년 말에는 '스위트홈'의 성공이 OTT 콘텐츠 확보에 불을 붙였다. 당시 한국 진출을 앞둔 디즈니 플러스가 콘텐츠 확보 경쟁에 뛰어들며 넷플릭스 대비 우월한 조건을 제시하기 시작했고, 이에 앞서 아이치이의 동남아 진출로 '지리산'에서 판권 리쿱율의 신고점을 돌파하며 오리지널 및 라이선스 판권 모두에서 2021년은 record high를 기록하였다. 다만 방영 시점에 대한 협의로 일부 작품이 2022년으로 이연되며 투자자들이 체감하기 어려운 한 해였다.

Top 2의 2022년이 중요한 이유

2022년은 스튜디오드래곤과 제이콘텐츠가 넷플릭스 MOU 재계약을 체결하는 시기로, 두 사업자에게 특히 중요한 해가 될 것으로 보인다. 지난해 체결된 에이스 토리의 '지리산' 리쿱율이 당사 추정 기준 넷플릭스 리쿱율을 상회한 상황에서, 넷플릭스가 기존과 같은 작품 선택권을 요구하기 위해 최소 지리산 이상의 리쿱율을 제시할 것으로 예상되기 때문이다. 이를 앞두고 발생한 오징어 게임의 흥행 또한 계약에 우위를 점하기 좋은 요소로 작용할 전망이다.

디즈니 주가 trigger인 OTT 투자 전략, 공격적 제시 예상

2022년이 중요한 또 하나의 이유는 디즈니플러스의 아시아 진출이 본격화되는 시기이기 때문이다. 과거 넷플릭스도 동남아시아 본격 진출 시점이 한국 드라마에 대한 본격적인 투자와 맞물린바 있다. 최초 발표된 2022년 디즈니플러스의 예산 계획에 따르면, 올해 30조원 대비 30% 증액된 39조원이 책정되어 기대감을 더욱 높인다.

국내 채널 2022년 key는 '턴어라운드'

국내 채널의 드라마 이 확대 전환된 점 또한 긍정적이다. 최근 '유미의 세포들'을 시작으로 tvN은 금토 슬롯을 신설했고, 단했던 OGN 드라마 슬롯도 재개하였다. JTBC도 최근 월화 드라마 슬롯을 재개했으며, TV조선 등 중편들의 2022년 드라마 수요도 2021년 이상으로 추정된다.

드라마 Top 2 업체
 Top line 성장 요인
 1) Q 턴어라운드
 2) 리콥을 증가

코로나 기간 내 줄어들었던 Q의 턴어라운드와 더불어 높아진 판권 매출은 2022년 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리 양사의 탑라인 매출 기대감을 높인다. 스튜디오드래곤의 경우, 1) Q 턴어라운드, 2) 부채했던 대작의 귀환, 3) 구작 및 신작 리콥을 증가 전망으로 2019~2020년 이후 두 번째 광폭 성장이 전개될 예정이다.

제이콘텐트리도 탑라인 측면에서는 1) Q 턴어라운드, 2) 신작 리콥을 증가 영향이 동일하게 적용되며, 특히 'Wiip', '클라이맥스' 등 인수한 스튜디오 실적이 보태지며 Top line 성장은 담보된 상황이다. 다만 이익 측면에서는 차이가 드러날 것으로 예상하는데, 미국 스튜디오의 경우 시즌3까지 작품 적자를 감내하는 구조로 당분간 적자 탈피는 어려울 것으로 보인다.

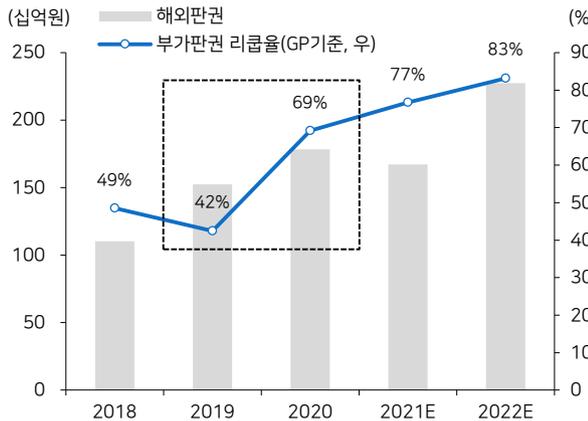
Top 2에 버금가는 프로젝트
 수익률을 기록하는 중소형 제작사

Top 2 제작사에 버금가는 bargaining power를 보여주는 중소형 업체 또한 특징적이다. 라이선스 작품에서는 에이스토리가, 오리지널 작품에서는 NEW가 돋보였다. 키이스트는 작품 규모 증가 측면에서 돋보였는데, 동사가 준비중이라고 밝힌 '별들에게 물어봐'는 400억대 제작비를 기록, 동 프로젝트 총 매출은 600~700억 원에 달할 것으로 예상된다.

국내: Q 턴어라운드
 해외: 1) 구작가치 ↑
 2) 서구권 판권 가치 ↑
 3) 제작비(모수) ↑

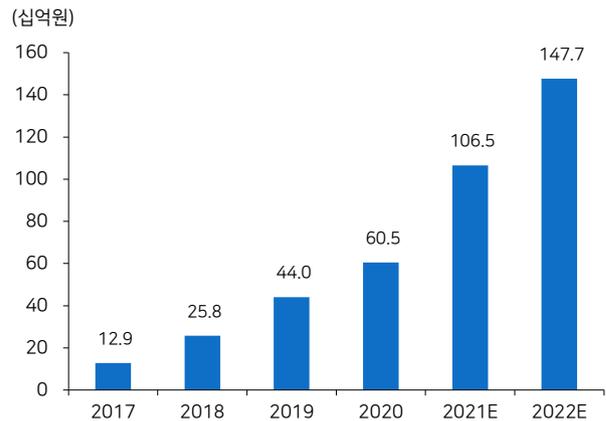
드라마 사업체들의 2022년 실적은 역대 가장 높은 수준이 될 것으로 전망한다. 이익측면에서 2022년 드라마 사업체 내 차이가 발생하는 첫 해로, 스튜디오드래곤, 에이스토리, 키이스트, NEW의 이익 성장이 두드러질 것이다. 2021년 4분기부터 증가세로 전환된 국내 드라마 슬롯은 2022년 Q 증가에 본격적으로 기여할 것이며, 오징어 게임이 불러올 한국 드라마 소비 증가는 구작의 가치를 높이며 그간 미진했던 서구권 판권을 키울 것이다. 또한 디즈니플러스와 애플TV 등 제작비 규모를 키우는 OTT들의 아시아 시장 진출은 추가 업사이드 요인으로 작용할 전망이다.

그림7 스튜디오드래곤 해외판권 및 리콥을 추이



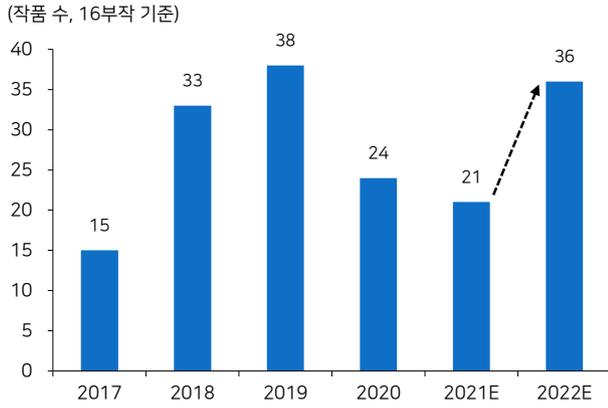
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 제이콘텐트리 드라마 해외 판권 매출 추정



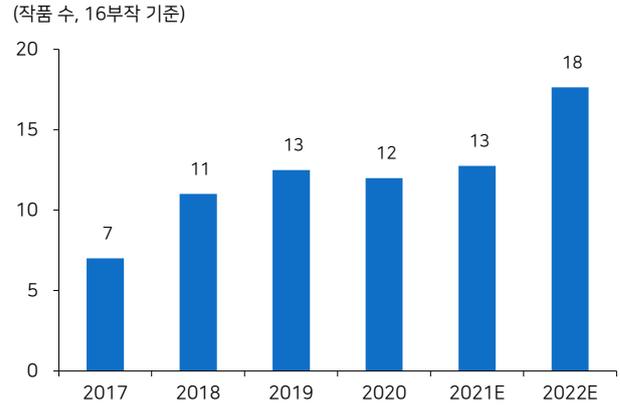
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 CJ ENM 필요 작품 수: 2022년 증가세 재진입



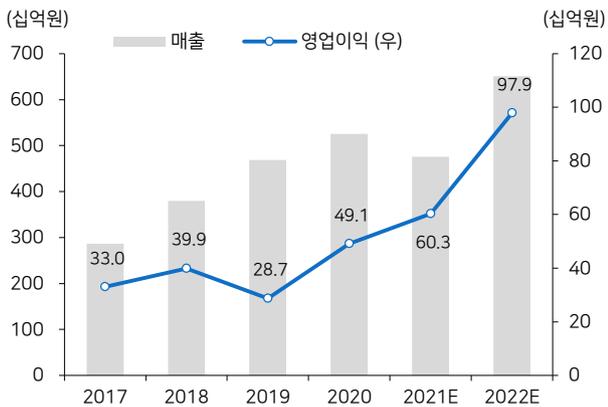
자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

그림10 JTBC 드라마 슬롯도 풀라인업 가동 시작



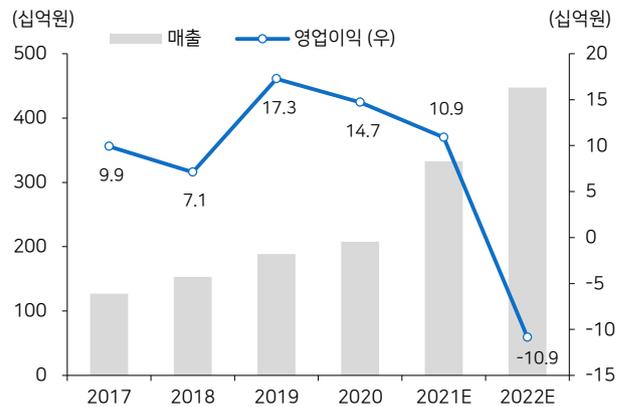
자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

그림11 스튜디오드래곤 매출 및 영업이익 (자회사 합산)



자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

그림12 JTBC 스튜디오 매출 및 영업이익 (자회사 합산)



자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

엔터테인먼트 NFT 놀이터

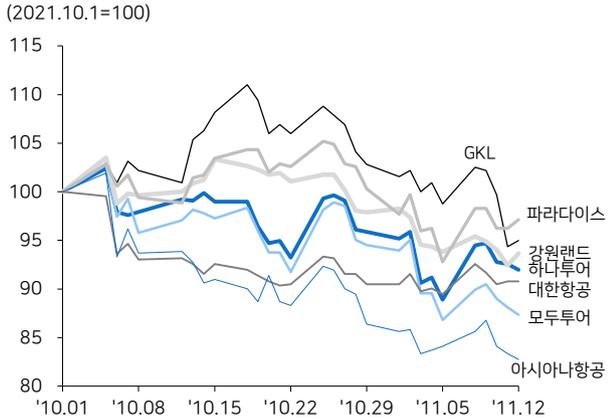
엔터를 감싸는 모멘텀은 리오프닝이 아닌 NFT

2021년 10월 이후 엔터테인먼트 산업을 움직인 요소는 리오프닝이 아닌 NFT라고 판단한다. 리오프닝이 원인이라면 여행/카지노/항공이 엔터와 같은 흐름을 보여야 하나 상이한 움직임을 보이고 있다. 즉, 엔터 개별 이슈라는 뜻으로 해석되며, NFT가 이에 해당한다. 엔터 산업의 모멘텀으로 떠오른 첫 단추는 두나무의 하이브 투자다.

NFT 시장 자체의 이슈

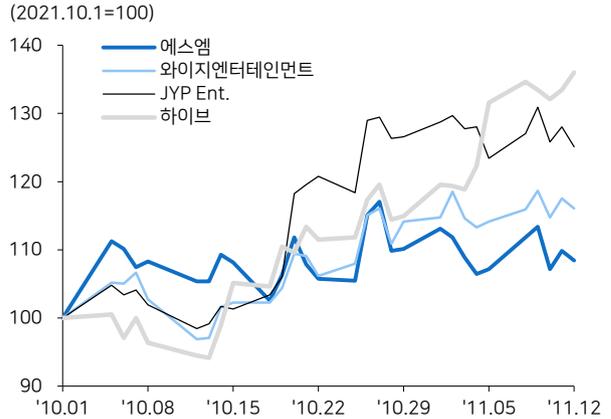
지난 7월 JYP의 지분을 두나무가 취득하며 NFT 사업을 추진하겠다고 밝혔을 당시 주가 반응은 미미했다. 현재 변화된 반응의 원인은 NFT 시장 자체에 있는데, 세계 최대 NFT 플랫폼인 OpenSea의 거래대금은 8월 이후 폭발적으로 성장하면서 투자자들의 관심을 불러일으켰다. 전세계 최대 암호화폐 거래소인 바이낸스 또한 지난 6월 NFT 마켓을 오픈했고, 12월 NFT 마켓 오픈에 앞서 코인베이스는 사전 예약 첫날 100만명 이상의 예약자를 기록했다고 밝혔다.

그림13 10월 이후 여행/카지노 항공 주가 추이



주: 2021년 11월 12일 증가 기준
 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 10월 이후 엔터 4사 주가 추이



주: 2021년 11월 12일 증가 기준
 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림15 NFT 최대 거래소, OpenSea 월별 거래금액: 8월 MoM 10배 증가



자료: OpenSea, 메리츠증권 리서치센터

NFT의 굿즈 카테고리 안착의 Key는 팬덤이 쥐고 있다

쟁점은 초상권/저작권

NFT굿즈는 실물(아티스트)에 연동되는 내재가치를 갖는다는 점에서 NBA NFT 혹은 미술품 NFT와 성격상 가장 유사할 것으로 추정된다. 아직까지 활발하지는 않지만 드라마/영화 관련 NFT도 합의를 거쳐 발행을 준비중이며, 스튜디오드래곤이 빈센조 NFT를 주연 배우인 송중기가 아닌, 극 중 활용된 라이터를 활용한 것을 보면 콘텐츠 NFT化的 쟁점은 초상권 관련 협의일 것으로 추정된다.

엔터 업체들도 제각기 방식으로 NFT 진출을 고민 중

지난 4월, 한국연예매니지먼트협회와 위플레이는 연예인 초상권을 활용한 NFT 카드 사업 추진을 위해 업무협약을 체결하여 스타 NFT 판매 시 첫 번째 판매의 일정 수익이 아티스트와 소속사에게 전해지도록 하였다. 업비트를 운영하는 두나무는 글로벌 암호화폐 거래소들의 흐름과 유사하게 NFT 마켓 진출을 준비하고 있으며, 특히 하이브와 지분 스왑을 통해 미국 JV를 설립하여 NFT 사업을 펼칠 것이라고 밝혔다.

팬덤과 투자자의 NFT 굿즈에 대한 엇갈린 반응의 원인은?

당사는 NFT 굿즈가 엔터 사업 핵심인 팬덤 소비 내 대중적 굿즈로 자리 잡을 가능성은 높지 않다고 판단한다. 최근 방시혁 의장의 '디지털 포토카드 NFT' 설명이 팬덤 커뮤니티 내 언급되었으나 반응은 냉담했기 때문이다. 팬덤 소비는 실물(아티스트)에 기반한 소비 행태인데, NFT는 파일 소유권의 의미이며 그 안에 담긴 콘텐츠(저작권)에 대한 소유가 아니다. 즉, NFT 굿즈를 소유하지 않아도 이미지를 소비하는데 제약이 없기 때문에 효용가치를 느끼지 못하는 것으로 보인다. NFT를 구매하는 다수는 이를 소유권을 주장할 수 있는 투자자산, 재판매를 고려하는 자산으로 보고 있다. 팬덤이 굿즈를 구매하는 것은 재판매 목적이 없기 때문에 목적성 측면에서 배치된다.

NBA Top shot 만큼의 거래대금이 나온다면 BTS NFT 굿즈의 실적 설명성이 생김

다만 BTS의 NFT 굿즈가 2차 시장(secondary market)에서 거래되는 것은 수익 기여가 기대된다. NBA NFT도 인정해주는 이(알아보는 이)가 많을수록 거래되는 가격이 높는데, 인지도 측면에서 BTS는 분명 매력적인 IP이기 때문이다. 최근 엔터 주가 상승을 가치에 반영하기 위해서는 추후 NFT 관련 수익을 추정치에 반영하는 것이 필요하다. 스포츠/연예계에서 가장 저명한 NFT 프로젝트인 NBA Top shot은 10월 약 400억원의 거래대금이 발생하였다. BTS NFT 굿즈로 연간 5천억원의 거래대금 발생 시 연간 500억원의 추가 수익이 가능해 실적 설명력이 생긴다. (RS 10% 가정)

하이브의 게임, 교육사업이 될 것인가 온라인콘서트가 될 것인가는 팬덤의 선택이 결정할 것

전술한 바와 같이 NFT 굿즈 등 엔터 사업자들이 발행하는 NFT 콘텐츠가 Secondary market에서는 정착할 가능성이 있다고 본다. 그러나 팬덤 내 주요 카테고리 등극하는 것에는 여전히 회의적인 입장이다. 과거 하이브의 게임, 교육 사업은 팬덤의 선택을 받지 않아 수익화가 미미했던 반면, 온라인 콘서트는 팬덤의 선택을 받아 안정적인 수익 모델로 안착하였다. NFT 굿즈의 미래 또한 팬덤의 선택에 달려있는데, 팬덤의 소비 욕구가 없다면 투자 판단을 재고할 필요가 있다고 생각된다.

표1 엔터 4사의 NFT 관련 가이드라인

회사	내용
JYP	▪ 지난 7월, 두나무가 최대주주 박진영 지분을 인수하며 추후 NFT 관련 사업 진행에 협업할 것이라고 밝힘
하이브	▪ 유상증자를 통한 지분 스왑으로 두나무와 2022년 상반기 이내 NFT 관련 사업을 영위하는 JV를 설립할 것이라고 밝힘. ▪ NFT 굿즈 발행은 2022년 6월 이후로 예정 중
SM	▪ 이수만 총괄프로듀서는 솔라나 컨퍼런스에 등장, 동 블록체인을 NFT에 활용할 것이라고 밝힌 바 있음. - 특이점은 팬들이 제작에 참여할 수 있는 NFT를 언급함. 이와 관련하여 저작권 문제를 논의 중이라고 밝힘
YG	▪ 자회사 YG플러스를 통해 하이브와 두나무가 설립할 NFT 사업에 동참하겠다고 밝힘

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

레저 여행/카지노/국내 레저

여행: 산업 회복에 대해 기대하는 투자자들의 3가지 논거

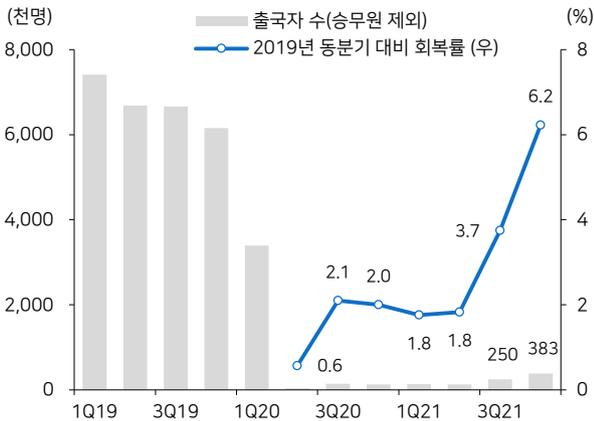
2년만의 문호 개방,
출국자 수는 점진적으로 회복될
것으로 전망

2021년 전세계 백신 보급이 본격화되며 21년 하반기 자유로운 해외 여행에 대한 기대감이 높아졌으나, 지난 여름 델타 변이 확산으로 회복 시기는 22년 상반기로 다소 늦춰진 상황이다. 올해 3분기, 사이판을 시작으로 레저 목적의 해외 여행이 재개되었으며, 최근 태국과 싱가포르 등 관광 기여도가 컸던 국가를 중심으로 문호를 다시 개방하고 있다. 승무원을 제외한 4분기 출국 인원은 38만명으로 2019년 동분기 대비 6% 수준이 될 것으로 추정하며, 2022년과 2023년의 출국자 수는 2019년 대비 각각 21%, 77%가 될 것으로 예상된다. 이는 각국 정부의 문호 개방, 항공 노선 재개, 항공사 비행기 배치, 항공 티켓 판매, 실제 여행 진행에 투여되는 시간을 고려한 추정치이다.

1) 인력 구조조정을 통한
고정비 감소

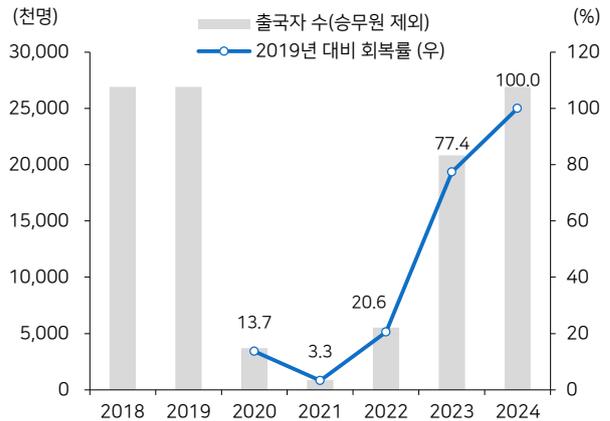
반면, 주가는 점진적 회복의 실상 대비 급진적이다. 국내 여행 업체의 주가는 이미 코로나 이전 수준을 넘어섰는데, 이는 글로벌/여행 항공 업체들의 시가 총액이 2020년 1월 수준을 회복한 것과 비교된다. 추가적인 상승을 위해서는 국내 사업 환경이 글로벌 사업자 대비 우월한지, 그리고 코로나 사이 변화된 부분들이 미칠 영향을 확인해 볼 필요가 있다. 2021년 들어 투자자들의 여행주 센터먼트가 우호적으로 변화된 이유는 세 가지 이유가 존재하는데, 1) 인력 구조조정을 통한 고정비의 감소, 2) 코로나 직후 펜트업 수요로 폭발적 시장 수요가 발생할 경우 Top line에서도 레버리지 가능, 3) 여행 사업자 감소에 따른 상위 사업자로의 과점화이다. 당사는 세 가지 이유 중, 인력 구조조정 효과를 제외하고는 가능성이 낮다고 판단한다. 실제로 하나투어와 모두투어의 직원 수가 각각 2019년 2,500명, 1,200명에서 1,200명, 700명 수준으로 감소하였다.

그림16 분기별 출국자 회복 예상치



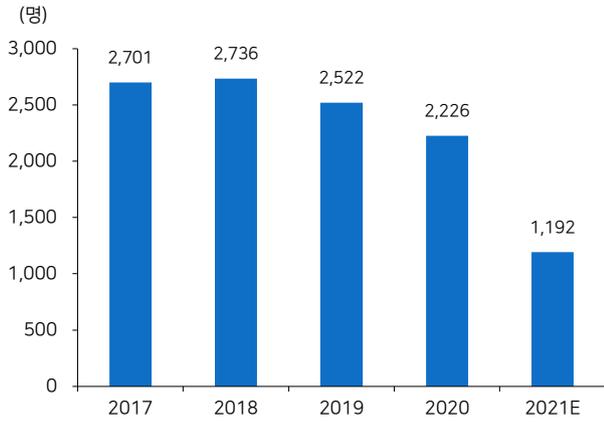
자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 2019년 대비 연간 회복률: 점진적 회복 전망



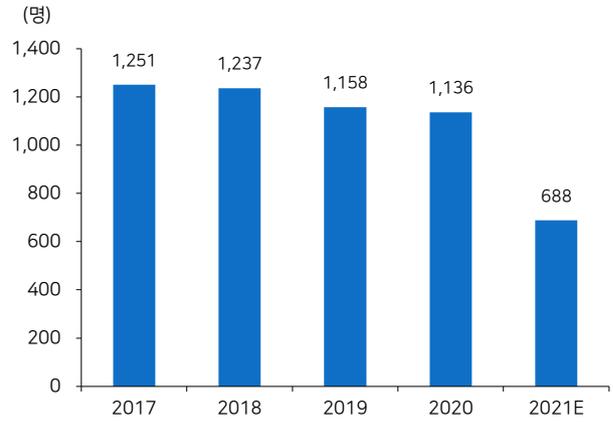
자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 하나투어 직원 수: 코로나 전 대비 절반 수준



자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

그림19 모두투어 직원 수: 코로나 전 대비 약 40% 감소



자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

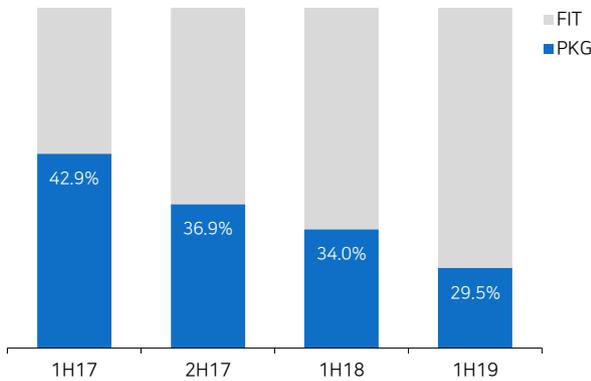
2) 예상치 못한 수요 폭발?

예상치 못한 수요 폭발이 여행주 주가 상승의 또 다른 근거다. 그러나 2018~2019년 여행주 부진의 원인은 여행산업에 근거하지 않았고, 패키지 부진이 원인이었다. 패키지는 본래 소비자와 공급자 간의 정보 비대칭성에서 발생한 산업으로, 과거에는 소비자 대비 패키지 사업자들의 정보력이 우월했으나 모바일 化로 인해 비대칭성은 이미 크게 낮아진 상황이다. 특히, 젊은 세대의 패키지 외면이 이러한 현상을 촉발시켰는데, 젊은 층을 대상으로 한 호텔 pkg의 비중이 기하급수적으로 높아지며 점유율을 방어하지 않는 이상 현재 시가총액을 설명할 수 있는 방법은 없다.

3) 상위 사업자로의 과점화?

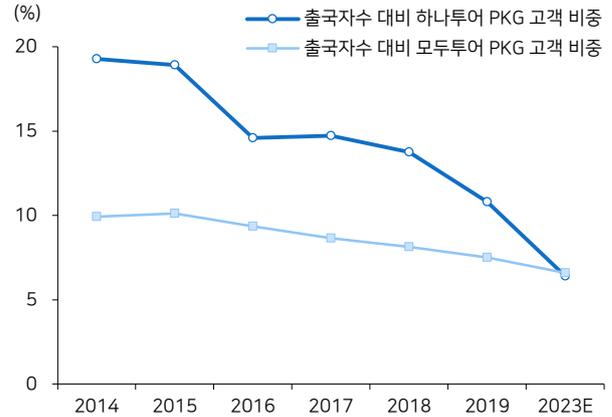
여행주 buy 관점의 마지막 근거는 상위 사업자로의 과점화이다. 코로나 기간동안 여행업체 다수가 폐점했으나, 언론에 등장하는 '문을 닫은 여행 사업자'의 90% 이상은 대리점/가맹점에 해당하고 하나투어, 모두투어와 같은 상품 공급자의 변화는 거의 없었다. NHN 여행박사의 경우에도 라이선스 반납을 하지 않아 언제든지 시장으로의 진입이 가능한 상황이다. 투자자들은 상위 사업자로의 과점화를 예상했으나, 노랑풍선, 참좋은여행, KRT 등 중견 업체들이 B2C 강점을 활용하여 매력적인 가격에 상품을 내놓으며 상위 사업자와 중견 사업자 간 무차별해지는 모습이다. 이에 더해, 국내 여행업에 집중했던 야놀자와 여기어때의 해외 여행 진출이 보태진 상황이다. 따라서 산업이 회복된다고 하더라도, 상위 업체를 포함한 기존 패키지 집중 국내 여행사들은 당분간 이익을 포기해야 할 가능성이 오히려 높아졌다. 시장의 기대 충족 가능성을 낮게 보는 이유다.

그림20 전체 출국자 내 PKG 송출객 비중



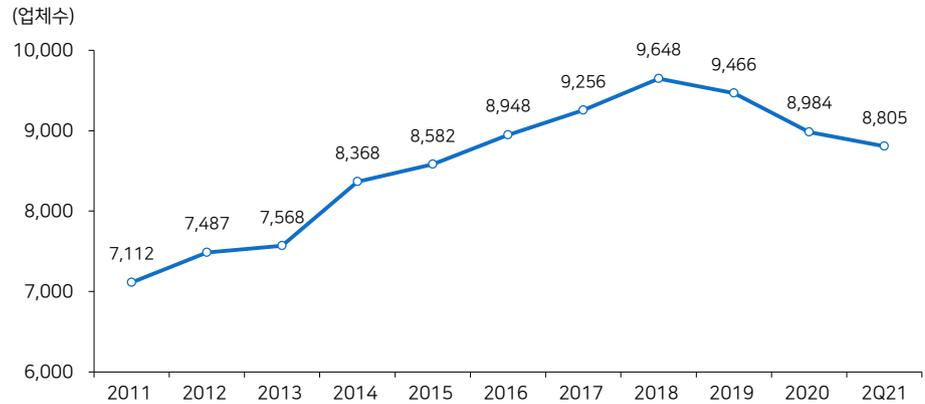
자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

그림21 출국자 수 대비 하나/모두 PKG 송출객 비중



자료: 한국관광공사, 하나투어, 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

그림22 여행 사업자 감소: 대부분이 대리점/가맹점



자료: 한국관광협회중앙회, 메리츠증권 리서치센터

표2 국내 레저 중심에서 M&A를 통해 해외 여행 시장 진입한 아놀자와 여기어때

회사	내용
아놀자	<ul style="list-style-type: none"> 인터파크 70% 지분율 2,940억원에 M&A 본 계약으로 여행상품, 공연예약 서비스, 도서/의류, 식품 등의 온라인 쇼핑 부문이 아놀자로 인수 아놀자는 인터파크를 활용하여 해외 여행 시장에 선제 대응, 글로벌 사업 적극 확장할 것이라고 밝힘 하나투어와 전략적 제휴를 위한 MOU 체결, 하나투어의 여행상품을 아놀자 플랫폼에서 단독 판매하고 공동 투자하는 협력 등 검토 중 동사는 비전펀드에서 2021년 1조원 투자 유치를 이룬 바 있음
여기어때	<ul style="list-style-type: none"> 지난 10월 7일 온라인 전문 해외여행사인 '온라인투어' 지분 20% 및 콜옵선 확보하며 해외여행 시장 진출 온라인투어는 2000년 설립된 실시간 항공 검색 엔진과 예약 시스템 보유 정명훈 대표는 "국내 여행/레저 시장에 집중해온 여기어때와 해외여행 부문을 주도한 온라인투어는 서로 중복되는 영역이 없어 상호 간의 시너지가 클 것으로 기대한다"고 밝힘

자료: 메리츠증권 리서치센터

카지노: 주가 반전의 트리거는 규제의 방향성 완화

카지노 Review:
중국 노출도 따라 움직인
글로벌 카지노

카지노 산업 역시 여행과 마찬가지로 100% 오프라인으로 서비스가 진행된다. 내국인 카지노는 빠르게 이전 수준을 회복하고 있으나, 여행 재개가 시작된 현재 외국인 카지노에 대한 기대는 다소 하락한 상황인데, 외국인 카지노에 닥친 새로운 위기는 중국의 규제다. 중국은 2020년 하반기 이후 카지노 관련 규제를 발표하고 있는데, 이로 인해 마카오 카지노 관련 주식들은 지난 1월 이후 평균 24% 하락하고 있다. 백신 접종률 상승이 각국 내수 레저로 흡수되며 미국의 카지노 또한 사상 최대 매출을 갱신하고 있으나, 주가의 트리거인 마카오(자회사)로 인해 대부분 주가 부진을 피하지 못하고 있다.

국내 업체 중 중국 카지노 규제에 따른 타격은 롯데관광개발>GKL>파라디이스 순이다. 롯데관광개발은 제주공항 노선 부족 문제로 타격을 중국 고객으로 설정하여 중국 비중이 높다. 과거 파라디이스는 중국 타격 시 가장 적극적으로 일본 시장을 확대하며 뛰어난 방어력을 보인 바 있다. 중국 타격은 GKL과 비슷할 것으로 예상하나, 영업인력 재배치에 따른 방어를 고려 시 타격이 가장 적을 것으로 보인다. 과거 트렌드를 돌이켜 볼 때, 중국 내 새로운 정권이 안착되는 초기까지 관련 규제가 현 방향성을 유지할 가능성이 높다. 주가 반전의 트리거는 규제의 방향성이 완화로 첫 발을 내딛는 시기가 될 것이다.

표3 중국 카지노 관련 규제

일시	내용
2020.12.28	상임위원회를 통해 해외 도박 여행을 조직하는 자는 최대 징역 10년이 적용될 수 있는 형법 개정안을 최종 승인
2021.3.1	해외 도박 여행 조직하는 자 최대 징역 10년 적용될 수 있는 형법 개정안 적용
2021.9.14	마카오 재무장관은 카지노사들의 운영을 효율적으로 모니터링하기 위해 "직접 감독"을 강화하겠다고 발표

자료: GGR ASIA 외 언론보도종합, 메리츠증권 리서치센터

레저: 기대감 반영, 압축 투자 필요

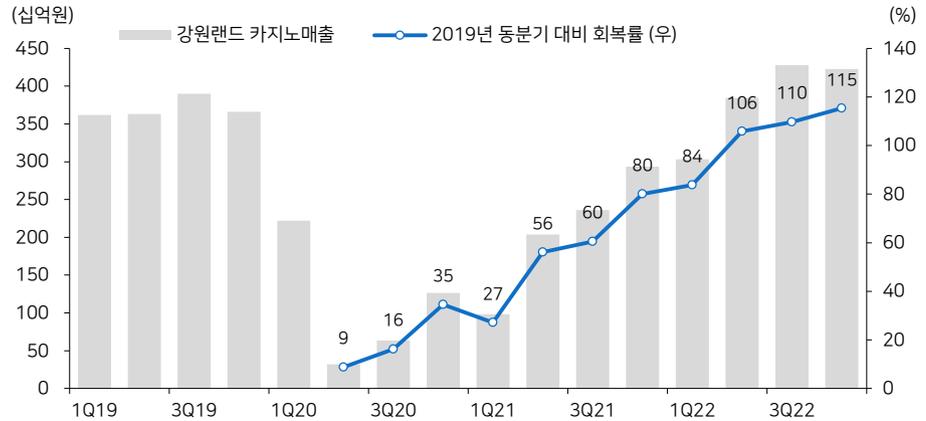
레저 Top picks:
강원랜드, 골프존

개별 기업으로는 구조적 성장이 예상되는 산업에 선별적인 접근이 필요하다. 강원랜드의 경우, 카지노 라이선스를 연장하며 2018년 시행되었던 영업시간 및 high limit 테이블 개수 제한 규제를 복원하였다. 특히, 11월부터 시행된 정부의 위드코로나 정책으로 현재의 좌석간 띄어 앉기, 사이드 베팅 제한 등이 해소되며 실적은 2022년 상반기 내 코로나 이전 수준으로의 복귀가 예상된다. 당사 추정에 따르면, 코로나로 인한 인원제한이 없다면 월 매출은 20% 가까이 증가할 것으로 보인다.

코로나 기간 동안 가장 큰 수혜를 받은 내수 레저 항목은 골프 산업이다. 골프존의 스크린골프, GDR(교육 사업)은 실내형 스포츠임에도 불구하고 코로나 기간 내 높은 성장을 시현하였다. 동사 프랜차이즈 사업은 2019년 대비 2021년 매출이 91% 증가하였고, 영업이익은 동기간 323억원에서 1,198억원(당사 추정)으로 높은 이익 성장을 기록하였다. 특히, 해외 매출 내 중국 비중이 21년 3분기 최대로 올라서며 2022년 기대감이 더욱 높아진 상황으로, 국내 가맹 사업과 유사한 구조를 띠 중국 법인은 3분기 65억원을 기록했으나, 향후 분기 매출 기준 500억원까지 바라볼 수 있을 것으로 전망한다.

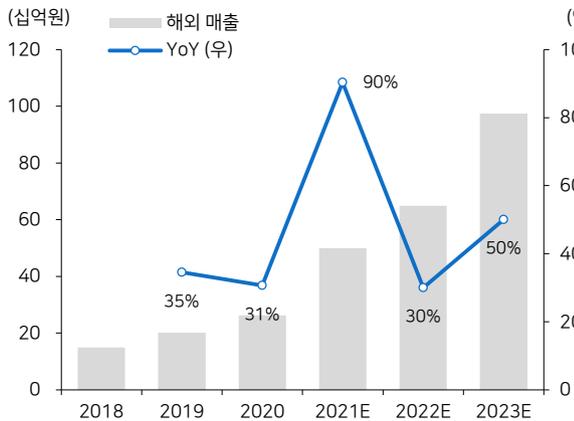
결론적으로, 레저 산업 내 국내 레저의 매력우위가 지속 유지될 것으로 전망한다. 실적 안정성이 가장 뛰어나 추가 방어력이 높은 강원랜드와 코로나 기간 동안 국내 성장에 더해 2022년 이후 해외 성장 모멘텀까지 보유하게 된 골프존 위주로의 압축 투자를 추천한다.

그림23 강원랜드 분기별 매출 추정



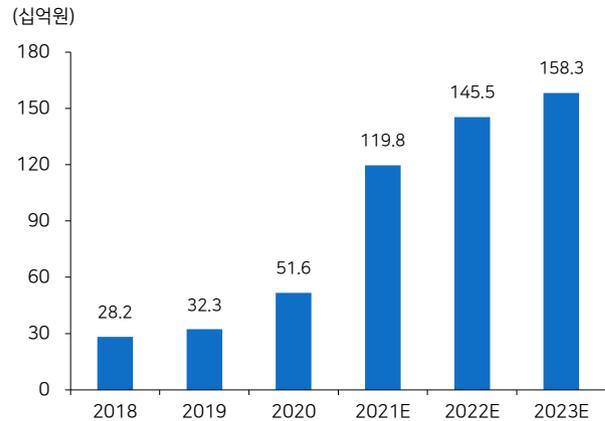
자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

그림24 골프존 영업이익 추정치



자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

그림25 골프존 해외 매출 추정



자료: 골프존, 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.