

2021년 09월 27일 | 키움증권 리서치센터

리오프닝: 한국, 미국, 중국 레저 3국지

위드 코로나로 전환은 국내 이동객 활성화를 가져와 자국 수요가 탄탄한 국가 및 레저산업의 선 회복을 전망합니다. 이에 내수 규모에 따라 미국, 중국, 한국의 실적 개선 순서를 예상합니다. 국내 이동객의 단기적인 빠른 회복과 달리 하날길 재연결에 따른 글로벌 이동제한의 빗장 해제 효과는 단계적인 회복 흐름을 보일 것으로 전망합니다.

제한적 상황에서 카지노 VIP와 적극적 개별 여행자의 수요 재개가 먼저 이뤄지고 점차 일반 여행 및 미성년 자녀를 동반한 가족 여행으로 확대되며 코로나19 이전으로 돌아 갈 것으로 판단합니다.

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수 02)3787-5115 namsu.lee@kiwoom.com

제약/바이오 Analyst 허혜민 02)3787-4912 hyemin@kiwoom.com

Strategist 한지영 02)3787-5241 hedge0301@kiwoom.com

China Equity Analyst 박주영 02)3787-3764 jyp.lark@kiwoom.com

US Equity Analyst 지성진 02)3787-0327 sj.ji@kiwoom.com

RA 이한결 02)3787-3759 gksruf9212@kiwoom.com

RA 신민수 02)3787-4904 alstn0527@kiwoom.com

RA 김지현 02)3787-3761 jeehyun12@kiwoom.com



키움증권

Contents



Investment Summary	3
I. 글로벌 레저 산업 리뷰	8
II. 백신과 거버먼트 정책	11
III. (매크로 전략) 위드코로나가 주는 투자 기회	16
IV. 한국 레저산업 전망	28
V. 미국 레저산업 전망	37
VI. 중국 레저산업 전망	46
기업분석	55
> 롯데관광개발 (032350)	56
> 강원랜드 (035250)	58
> 파라다이스 (034230)	60
> GKL (114090)	62
> 시저스 엔터테인먼트 (CZR.US)	64
> 에어비앤비 (ABNB.US)	66
> 부킹 홀딩스 (BKNG.US)	68
> 카니발 크루즈 (CCL.US)	70
> 샌즈차이나 (1928.HK)	72
> 갤럭시엔터 (0027.HK)	74
> 트립닷컴 (TCOM.US)	76
> 통칭이룽 (0780.HK)	78

Compliance Notice

- 당사는 9월 27일 현재 상기 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

위드 코로나와 리오프닝

>>> 서비스 소비로의 전환

코로나 변이 바이러스에 대한 불확실성이 여전히 존재하나 부스터샷과 백신 접종이 확대되면 치명률은 점차 낮아져 독감처럼 관리할 수 있을 것으로 전망된다. 또한 글로벌 이동 제한 역시 일상적 방역 레벨의 체계화로 점진적으로 해소될 것으로 예상한다. 주요국의 내구재 소비는 이미 코로나19 이전 수준을 상회하고 있으나, 오프라인 대면 활동 제약으로 서비스 소비는 회복 중에 있다. 위드 코로나 이후 주요국 실물 경제 주체들의 소비는 견조할 것으로 전망해 위드 코로나에 빗장이 풀릴 카지노 및 여행 서비스 소비로의 전환 여력은 충분하다고 판단한다.

>>> 국가별 회복 순서는 미국 > 중국 > 한국

위드 코로나에 돌입하며 사회적 거리두기를 완화 하더라도 단기적으로 해외여행의 급증은 현실적으로 어려운 상황이다. 따라서 레저산업 회복 탄력도는 자국 수요의 크기에 따라 결정될 것으로 판단한다. 국가별로 살펴보면 자국 수요가 이미 코로나19 이전 수준을 상회하고 있는 미국의 우선적 회복을 예상한다. 다음으로 국내 여행 중심의 회복이 나타나고 있는 중국의 제한적 개선을 전망하며, 한국의 경우 주변국과의 이동 제한 여부가 회복의 키 포인트인 만큼 다소 시간이 필요할 것으로 판단하지만 외국 수요의 회복에 따라 성장 파급력은 가장 강할 것으로 전망한다.

>>> 국내 비중 높은 기업부터 회복

위드 코로나 국면에서는 국내 매출 비중이 높은 기업들의 우선적 실적 회복이 나타날 것으로 판단하며, 일부 국가별 기업들의 경우 코로나19 수준을 상회하는 실적 회복도 가능할 전망이다. 미국은 국내 여행 수요 증가로 직접적인 수혜를 받고 있는 로컬 카지노들의 실적 개선이 확대될 것으로 전망하며, 관심 종목으로 시저스 엔터테인먼트를 추천한다. 중국의 경우 반부패 정책 이후 Mass 비중이 증가하고 있는 마카오 카지노 산업의 회복을 예상하며, 이 중 Mass 비중이 높은 샌즈차이나가 유망하다고 판단한다. 한국의 카지노 복합리조트는 국내 여행객의 호캉스 수요, 중국과 일본 VIP 재입국 시 높은 회복 탄력성을 고려할 때 여행 부문보다 앞선 실적 회복을 전망하며, 관심 종목으로 제주도에서 카지노 복합리조트를 운영 중인 롯데관광개발을 추천한다.

Investment Summary

>>> '포스트 코로나' 보다는 점진적 '위드 코로나'

코로나19 영향으로 국가 간 원활한 이동이 제한되며 2020년 전세계 항공 여객 탑승객수는 2019년 대비 60.2% 감소한 1,787백만명을 기록하였다. 이에 항공 좌석 공급수도 2019년 대비 49.5% 줄어든 276만 좌석으로 대폭 감소하였다. 다만, 세계 여러 지역에서 나타난 국내 여행 활성화 트렌드로 국내선 여객 탑승객수는 50.2% 감소폭을 기록해 상대적으로 양호한 흐름을 보였다. 2021년 각국에서 백신 접종이 본격적으로 시작돼 국제 여행 재개 움직임이 나타났지만 델타 변이 등 변이 바이러스의 확산으로 당장 재개할 수 있는 상황은 아닐 것으로 보고, 2022년 하반기 이후 일반 대중이 떠나는 해외 여행의 재개를 전망한다.

코로나19는 독감처럼 관리 감독이 가능해질 경우 일반 대중의 여행 확대는 더욱 빨라질 것으로 보인다. 독감의 치명률은 0.1% 전후이며, 국내 코로나19의 치명률은 0.9%, 글로벌 치명률은 2%로 변인에 대한 불확실성 등이 여전히 존재하나 부스터샷과 백신 접종이 확대되면 치명률은 점차 낮아져 추후 독감처럼 관리할 수 있을 것으로 전망되고 있다. 따라서 경구용 코로나19 치료제 개발과 관련한 주요 기업의 4분기 데이터 발표를 주목할 필요가 있다. 효과적인 경구용 코로나19 치료제가 등장한다면 유통과 관리가 편해 의료 인프라가 갖춰지지 않은 개발도상국에도 보급이 가능하며, 의료 시스템 과부하 우려가 낮아져 게임체인저가 될 수 있다.

추후 백신 여권 등이 도입되며 일상적 방역 레벨의 체계화가 강화되어 백신 완료자, 음성 확인서 보유자 등 전염성 낮은 케이스에 대한 글로벌 이동 제한은 점진적으로 해소될 전망이다. 따라서 급진적인 '포스트 코로나'를 기대하는 것 보다는 점진적인 '위드 코로나' 상황을 반영한 투자 전략이 필요하다고 판단한다.

>>> '내구재에서 서비스 소비로' + '국내에서 해외로'

미국, 한국 등 주요국들의 내구재 소비는 이미 코로나19 팬데믹 이전 수준을 큰 폭으로 상회하고 있다. 다만 오프라인 대면활동 제약에 따른 서비스 소비는 회복 중에 있으나 여전히 평년 수준에 도달하고 있지 못하다. 델타 변이 확산이 경기 회복을 단기적으로 지연시키고 있으나, 정부의 확장 재정정책, 위드 코로나 이후 민간 부분 자생력 회복 등을 고려하면 주요국 실물 경제 주체들의 소비는 견조할 것으로 전망해 서비스 소비로의 전환 여력은 충분하다고 판단한다.

위드 코로나 돌입에 따른 여행시장 파이의 부분 회복을 가정하면 해외여행과 국내여행의 파이가 동시에 회복하는 것이 아니라, 해외여행의 규모는 기존과 큰 변화가 없으며 대신 해당 감소분을 국내 여행이 흡수하는 형태로 진행될 것으로 판단한다.

다시 말해, 한국, 미국, 중국 등 주요국들이 위드 코로나에 돌입하며 사회적 거리두기를 완화 하더라도 여전히 단기적으로 해외여행의 급증은 현실적으로 어려운 상황으로 자국 수요가 강한 지역 및 레저산업 회복 탄력성이 상대적으로 강할 것으로 추정한다. 해외여행 소비 재개는 이연수요 회복의 모습으로 발생할 가능성이 높으며, 제한적 패키지 여행 → 적극적 개별 여행 → 일반 개별 여행 → 일반 패키지 여행 순으로 개선되며 코로나19 이전으로의 복귀를 예상한다.

>>> Top Picks 및 관련 종목

미국 레저 산업은 코로나19 발병과 델타 변이 바이러스 확산으로 출국자 및 입국자 모두 역대 최저 수준을 기록했으며, 국내 여행 중심의 회복이 나타나고 있다. 코로나19 이후 해외 여행 수요 회복은 분명하나 정확한 시점을 예상하기 어렵다. 온라인 여행사(OTA) 및 크루즈 업종의 경우 코로나19 장기화로 부진한 실적이 지속 중이며, 코로나19 이전 수준으로의 실적 회복은 2022년 본격화 될 것으로 전망된다. 국내 여행 수요 증가로 직접적인 수혜를 받고 있는 미국 로컬 카지노들의 실적 개선은 확대될 것으로 전망되며, 관심 종목으로 시저스 엔터테인먼트(CZR)를 제시한다.

2022년 베이징 동계올림픽(2월) 및 제 20차 전국대표대회(10월)를 앞두고 있는 중국은 하반기에도 타이트한 코로나19 방역정책을 시행할 것으로 예상된다. 중국 여행산업은 자국 내 여행 중심의 성장이 지속될 전망이며, 마카오 카지노 산업의 탄력적인 회복이 기대된다. 마카오 카지노 산업은 반부패 정책 이후 Mass 비중이 증가했다. 다수가 즐기는 마카오는 '공동부유' 정책기조와 모순되지 않다는 판단이다. 높은 마카오 카지노 시장점유율 점유하고 있고, Mass 비중이 높은 샌즈차이나가 유망하다는 판단이다. 다만, 최근 중국정부의 규제강화로 인해 기업의 운영 효율성 저하가 우려되며, 하반기까지 추가적인 규제 내용이 나올 가능성도 존재한다. 법안의 최종 확정까지 마카오 카지노 업체에 대한 신중한 접근이 필요하다는 판단이다.

한국 레저 산업은 주변국과의 이동 제한 여부가 키 포인트일 것으로 판단한다. 아웃바운드는 일본, 동남아, 중국, 인바운드는 일본과 중국의 카지노 VIP에 대한 고객 익스포저가 전체 매출에서 70%를 넘는 비중을 차지하기 때문이다. 패키지 여행 중심의 국내 여행산업은 단기적 여행수요 팽창에 대해 수혜를 입을 수 있으나 결국 OTA와의 경쟁이 화두가 될 것으로 보여 중장기적인 산업 경쟁력의 확인이 필요하다. 하지만 국내 카지노 복합리조트는 국내 여행객의 호캉스 수요, 중국과 일본 VIP 재입국 시 높은 회복 탄력성을 고려할 때 여행 부문보다 앞선 실적 회복을 전망하며, 관심 종목으로 제주도에서 카지노 복합리조트를 운영 중인 롯데관광개발을 추천한다.

관련 종목 투자의견 및 투자포인트

종목	투자의견	목표주가	투자포인트
롯데관광개발	Buy (Maintain)	29,000 원	- 21 년 상반기 카지노 이전 오픈에 이어 하반기 호텔 전체 개장으로 실적 개선 - 22 년 외국인 카지노 VIP 및 호텔 Mass 고객 확대 모멘텀 기대
강원랜드	Buy (Maintain)	38,000 원	- 사회적 거리두기 체계 개편으로 하반기 완화된 영업환경을 반영 흑자 전환 기대 - 해외여행 재개보다 국내 여행 확장 먼저 발생해 높은 회복성 전망
파라다이스	Buy (Maintain)	22,500 원	- 4 분기 위드 코로나 정책 등 시행으로 카지노 입장객과 비카지노 여행 확대 - 카지노 및 비카지노 우호적인 영업환경으로 손실 규모 개선 전망
GKL	Buy (Maintain)	20,500 원	- 카지노 단일 사업 모델로 외국인 VIP 입국 재개 시 탄력적인 회복 기대 - 고정비 규모가 크지 않아 매출 개선 시 적자폭 규모 즉시 감소 전망
시저스 엔터테인먼트	Not Rated	-	- 미국 내 48 개 카지노를 운영중인 미국 최대 카지노 보유 사업자 - 게이밍 매출액(GGR) 증가 및 라스베가스 출장 수요 회복 기대
에어비앤비	Not Rated	-	- 국내 여행 수요 회복으로 경쟁사 대비 빠른 실적 회복 기록 중 - 3QFY21(9 월말분기) 역대 최대 실적 기대. 총 예약금 감소폭이 관건
부킹 홀딩스	Not Rated	-	- 구조조정을 통해 인건비 & 마케팅 비용 감축 완료. 수익성 개선 기대 - 숙박 예약 서비스 이 외 렌터카, 식당 예약 등 다수의 플랫폼 보유
카니발 크루즈	Not Rated	-	- 예상보다 느리지만, 21 년 11 월 50% 수준의 선박 운영 재개 기대 - 운행 재개 시점이 추가적으로 지연될 경우 재무구조 악화 리스크 존재
센즈차이나	Not Rated	-	- 마카오 카지노 산업은 향후 Mass 시장을 중심으로 성장할 전망 - Mass 비중 가장 높으며, 마카오 Mass 시장점유율 1 위 기록 중
갤럭시엔터	Not Rated	-	- 프리미엄 Mass 비중 높으며, 마카오 카지노 M/S 3위 기업 - 1H22 중국 여행객 유입이 자유로워지는 시점에 맞춰 호텔 오픈 계획 중
트립닷컴	Not Rated	-	- 중국 1위 OTA 기업. Ctrip 및 중국 M/S 3위 플랫폼 Qunar 보유 - 글로벌 여행 재개 최대 수혜주. 중장기 투자매력 유호
동청이롱	Not Rated	-	- 중국 OTA 시장점유율 4위(13%) 기업. 높은 중소형 도시 침투율 보유 - 코로나19가 촉발한 중국 중저가 여행시장의 온라인화 수혜

자료: 키움증권

국내외 Peer Valuation table(여행, 크루즈)

(단위 : 십억원, 십억달러, 십억위안)

		하나투어	모두투어	Airbnb	Booking Holdings	Expedia	트립닷컴	통청이론	Carnival	Royal Caribbean
		KOR	KOR	US	US	US	CH	CH	US	US
시가총액(백만 USD)		1,069	456	110,566	102,294	25,939	18,531	5,189	28,332	23,098
매출액	2020	109.6	54.8	3.4	6.8	5.2	18.3	5.9	5.6	2.2
	2021E	71.7	56.5	N/A	10.4	8.4	22.6	8.0	2.7	2.0
	2022E	432.0	248.3	N/A	15.2	11.5	33.4	10.4	17.1	10.1
영업이익	2020	-114.9	-21.1	-3.6	-0.6	-2.7	-1.4	0.3	-8.9	-4.6
	2021E	-111.4	-9.7	N/A	2.1	0.3	0.4	1.1	-5.6	-3.1
	2022E	46.9	28.0	N/A	4.9	1.6	5.3	1.6	1.3	1.2
순이익	2020	-172.0	-64.5	-4.6	0.1	-2.7	-3.2	0.3	-10.2	-5.8
	2021E	-115.1	-5.4	N/A	1.7	-0.1	1.5	1.4	-7.0	-4.2
	2022E	26.1	18.7	N/A	4.0	1.0	5.6	1.9	0.1	0.2
EBITDA	2020	-55.3	-11.6	-3.4	0.0	-1.5	0.2	0.9	-6.4	-3.2
	2021E	-79.7	-1.8	N/A	2.6	1.2	1.8	1.6	-3.1	-1.8
	2022E	-79.7	-1.8	N/A	2.6	1.2	1.8	1.6	-3.1	-1.8
수익성										
영업 이익률(%)	2020	-104.8	-38.5	-106.3	-9.3	-52.3	-7.8	5.8	-158.4	-208.3
	2021E	-155.5	-17.1	N/A	20.2	4.2	1.8	13.2	-204.3	-155.2
	2022E	10.9	11.3	N/A	31.9	13.9	15.8	15.9	7.8	11.5
EBITDA 마진(%)	2020	-157.0	-117.8	-135.7	0.9	-51.7	-17.7	5.5	-182.9	-262.5
	2021E	-160.7	-9.6	N/A	16.1	-1.3	6.8	17.8	-253.4	-214.6
	2022E	6.0	7.5	N/A	26.5	8.5	16.9	18.8	0.4	2.0
순이익률(%)	2020	-50.5	-21.2	-99.9	0.3	-28.7	1.1	15.9	-114.8	-146.3
	2021E	-111.2	-3.2	N/A	24.7	14.1	8.0	20.3	-111.3	-92.3
	2022E	-18.4	-0.7	N/A	17.0	10.2	5.4	15.6	-17.8	-18.0
ROE(%)	2020	-119.1	-72.6	N/A	9.4	-112.4	3.6	5.6	-47.1	-61.6
	2021E	-97.8	-13.3	-18.3	24.6	-17.0	1.3	7.4	-40.6	-56.0
	2022E	48.5	35.2	7.1	62.7	96.1	4.0	10.0	1.6	4.6
ROA(%)	2020	-22.9	-19.2	N/A	1.8	-5.8	1.8	4.2	-17.4	-15.5
	2021E	-16.0	-1.9	-8.1	6.8	-0.8	0.5	4.7	-13.6	-11.1
	2022E	4.1	7.4	4.4	14.8	3.0	2.2	6.7	2.8	1.4
밸류에이션										
PER(배)	2020	N/A	N/A	N/A	883.2	N/A	96.8	41.5	N/A	N/A
	2021E	N/A	N/A	N/A	63.1	N/A	83.2	23.8	N/A	N/A
	2022E	48.1	28.1	304.8	25.7	27.2	23.0	17.6	259.6	105.3
PBR(배)	2020	20.8	10.8	32.1	21.3	25.7	1.1	2.3	1.6	2.9
	2021E	13.0	10.2	21.0	15.3	17.2	1.1	2.2	1.9	3.8
	2022E	11.9	6.1	17.7	11.9	15.9	1.1	2.0	1.9	4.1
EV /EBITDA(배)	2020	N/A	N/A	N/A	80.6	N/A	703.4	20.7	N/A	N/A
	2021E	N/A	N/A	87.9	39.3	27.1	79.3	17.5	N/A	N/A
	2022E	22.5	16.9	65.9	18.3	12.7	19.4	11.8	13.9	16.1

자료: Bloomberg (9/26) consensus, 키움증권

국내외 Peer Valuation table(카지노)

(단위 : 십억원, 십억달러, 십억위안)

		강원랜드	파라 다이스	GKL	롯데 관광개발	Penn national Gaming	MGM Resorts	Caesars Entertain ment	Sands China	Galaxy Entertain ment
		KOR	KOR	KOR	KOR	US	US	US	CH	CH
시가총액(백만 USD)		5,102	1,317	846	1,232	11,872	21,502	23,979	16,093	22,502
매출액	2020	478.6	453.9	184.5	16.8	3.6	5.2	3.5	1.7	12.9
	2021E	831.5	434.4	N/A	181.4	5.8	9.0	9.6	3.5	22.7
	2022E	1,432.3	777.7	N/A	443.2	6.1	12.0	11.0	7.0	44.0
영업이익	2020	-431.6	-86.2	-88.8	-71.4	-0.4	-0.6	-0.4	-1.3	-5.2
	2021E	-8.7	-55.6	N/A	-52.4	1.2	0.4	2.0	-0.1	0.7
	2022E	380.8	67.3	N/A	136.1	1.2	1.1	2.5	1.4	7.9
순이익	2020	-275.9	-118.2	-64.3	-82.0	-0.7	-1.0	-1.8	-1.5	-4.0
	2021E	27.2	-52.5	N/A	-119.9	0.6	-0.4	-0.3	-0.6	1.4
	2022E	313.7	6.8	N/A	47.0	0.6	0.1	0.3	1.1	9.0
EBITDA	2020	-354.3	14.3	-50.2	-53.4	-0.0	1.3	0.2	-0.6	-2.4
	2021E	72.0	46.3	N/A	12.2	2.1	2.0	3.4	0.5	4.1
	2022E	72.0	46.3	N/A	12.2	2.1	2.0	3.4	0.5	4.1
수익성										
영업 이익률(%)	2020	-90.2	-19.0	-48.1	-425.7	-11.5	-12.4	-12.6	-74.5	-40.3
	2021E	-1.0	-12.8	N/A	-28.9	20.2	4.8	20.4	-2.1	2.9
	2022E	26.6	8.7	N/A	30.7	19.7	9.4	22.8	19.8	17.9
EBITDA 마진(%)	2020	-57.7	-26.0	-34.9	-488.7	-18.7	-20.0	-50.6	-90.3	-30.9
	2021E	3.3	-12.1	N/A	-66.1	9.7	-4.7	-3.5	-17.4	5.9
	2022E	21.9	0.9	N/A	10.6	9.2	0.8	2.3	15.9	20.5
순이익률(%)	2020	-74.0	3.1	-27.2	-318.5	-0.3	25.6	5.7	-33.9	-18.4
	2021E	8.7	10.7	N/A	6.7	35.8	22.4	34.9	14.8	18.0
	2022E	5.0	6.0	N/A	2.7	33.9	16.8	30.5	7.4	9.3
ROE(%)	2020	-2.9	-7.0	-22.8	-72.9	20.0	-17.8	-54.3	-55.4	-0.3
	2021E	0.8	-5.2	N/A	-66.6	18.3	-6.0	-5.9	-36.4	3.0
	2022E	9.5	0.4	N/A	30.1	13.7	-1.7	5.7	51.5	12.0
ROA(%)	2020	-2.5	-2.5	-15.5	-17.2	3.0	-3.3	-8.2	-10.9	-0.2
	2021E	0.6	-2.1	N/A	-10.2	3.3	-0.7	-1.2	-4.7	1.9
	2022E	9.1	0.8	N/A	4.0	2.4	1.5	0.4	9.5	9.1
밸류에이션										
PER(배)	2020	N/A	N/A	N/A	N/A	22.1	N/A	N/A	N/A	N/A
	2021E	198.6	N/A	N/A	N/A	23.2	N/A	N/A	N/A	122.3
	2022E	18.6	680.9	N/A	30.8	25.9	179.9	103.6	13.3	19.1
PBR(배)	2020	1.8	1.3	2.3	10.0	4.0	3.5	4.7	10.3	2.5
	2021E	1.8	1.4	N/A	10.4	3.9	3.7	4.9	12.6	2.6
	2022E	1.7	1.4	N/A	7.7	3.3	2.2	4.6	7.3	2.3
EV /EBITDA(배)	2020	N/A	245.9	N/A	N/A	32.9	N/A	29.9	N/A	N/A
	2021E	63.3	64.3	N/A	114.4	9.1	16.3	11.9	44.4	36.6
	2022E	11.9	17.6	N/A	6.8	9.2	9.5	10.3	9.6	11.4

자료: Bloomberg (9/26) consensus, 키움증권

1. 글로벌 레저 산업 리뷰

>>> 코로나19 영향에 따른 2020 ~ 2021 Market Review

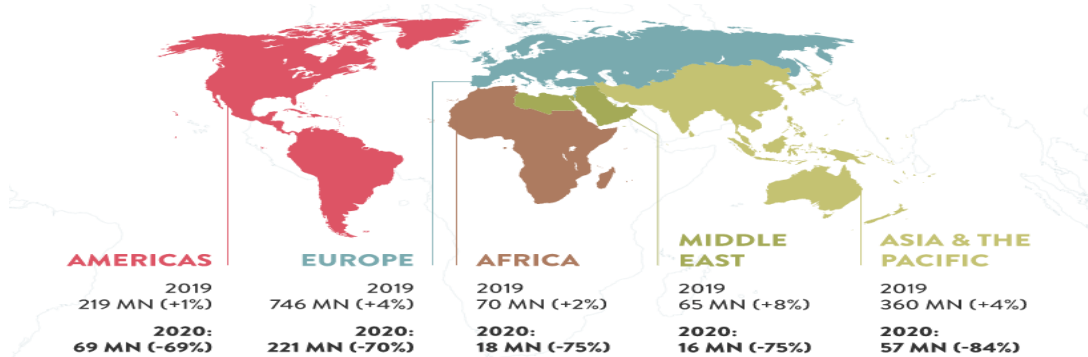
코로나19 영향으로 국가 간 원활한 이동이 제한되며 2020년 전세계 항공 여객 탑승객수는 2019년 대비 60.2% 감소한 1,787백만명을 기록하였다. 이에 따라 항공 좌석 공급수도 19년 대비 49.5% 감소한 276만 좌석으로 대폭 감소하였다. 전세계 국제선 여객 탑승객수가 74.4% 감소하면서 글로벌 여행 시장은 큰 타격을 입었다. 다만, 세계 여러 지역에서 나타난 국내 여행 활성화 기조로 국내선 여객 탑승객수는 50.2% 감소폭을 기록하며 상대적으로 양호한 흐름을 보였다. 21년 각국에서 백신 접종이 본격적으로 시작되며 국제 여행 재개 움직임이 나타났지만 델타 변이 등 변이 바이러스의 확산으로 아직까지 국제 여행 재개 시점은 불확실한 상황이다.

지역별로 살펴보면 아시아/태평양 지역 국제선 여객 탑승객수가 79.6% 감소폭을 보이며 코로나19 영향을 가장 크게 받았다. 아시아/태평양 지역 외에도 유럽, 북미, 중동 등을 포함하여 평균적으로 70%의 감소폭을 보이며 전반적인 지역에서 국제선 여객 탑승객수가 급감하였다. 각 지역별로 백신 접종 시기와 속도에서 차이가 생기며 향후 여객 탑승객수 회복 시점의 차별화가 발생할 것으로 전망한다. 국제선 여객 탑승객수의 72%를 차지하던 유럽과 아시아/태평양 지역이 빠르게 회복할수록 국제 여행 재개 시점도 앞당겨질 것으로 판단한다.

국경 폐쇄의 영향으로 국제선 여객 이동이 제한됨에 따라 20년 전세계 관광객은 381백만명으로 전년 15억 명 대비 73.9% 감소한 것으로 나타났다. 이전에 SARS, 글로벌 경제 위기 영향으로 0.4%, 4% 감소폭을 보인 것과 비교해 국제 관광업은 작년 유례없는 피해를 입은 것으로 드러났다. 그 중 아시아/태평양 지역은 방문 관광객이 360백만명에서 57백만명으로 84% 감소하면서 가장 큰 타격을 입은 지역으로 확인되었다.

점차 전세계적으로 백신 접종이 확대되는 분위기 속에 21년 상반기까지 전세계 항공 여객 탑승객수는 941백만명을 기록하였다. 이는 19년 상반기와 비교해 56.6% 감소한 수치로 20년 상반기와 비슷한 수준이다. 국내선을 제외하면 국제선 여객 탑승객이 19년 대비 84.7% 감소한 점과 20년 3월 이후 코로나19 영향이 본격화 된 점을 고려하면 글로벌 여행&레저 산업은 여전히 어려운 상황이다.

코로나19 영향으로 감소한 국제 관광객



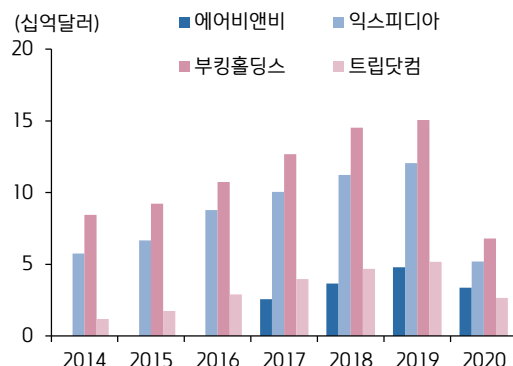
자료: UNWTO, 키움증권 리서치센터

국제 관광 산업 글로벌 이벤트 영향 비교

이벤트	글로벌 관광객 감소폭
2003: SARS	-0.4%
2009: Global Economic Crisis	-4.0%
2020: COVID-19	-73.9%

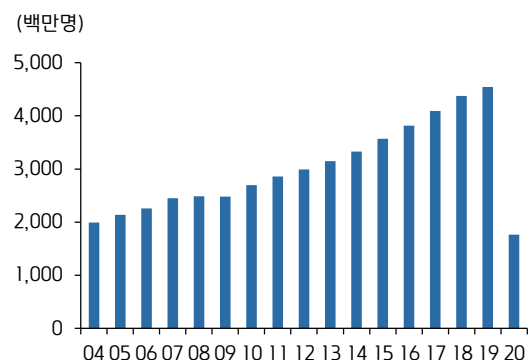
자료: UNWTO, 키움증권 리서치센터

글로벌 여행업체 매출액 추이



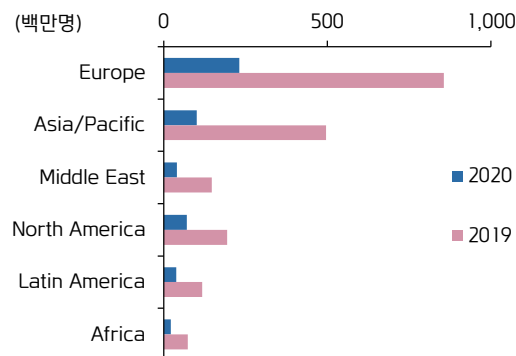
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

글로벌 항공 여객 탑승자 추이



자료: ICAO, 키움증권 리서치센터

지역별 국제선 탑승객 수 변화

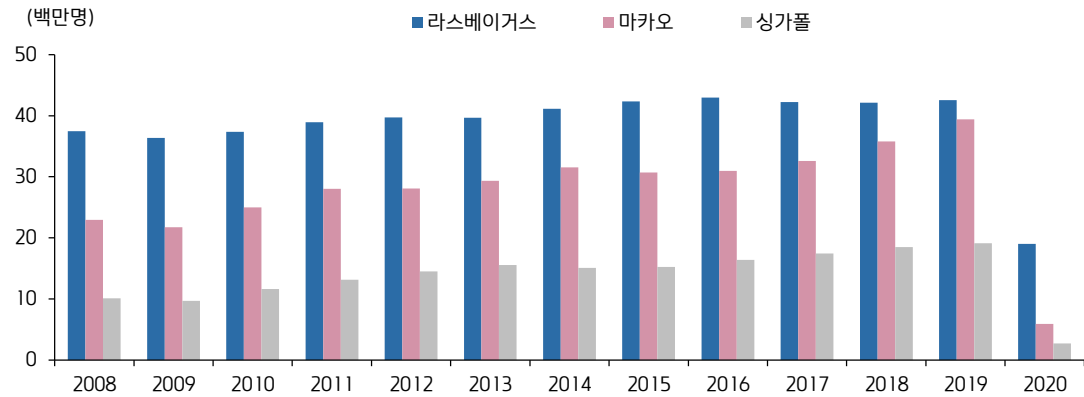


자료: ICAO, 키움증권 리서치센터

20년 한 해는 글로벌 카지노 산업도 마찬가지로 큰 어려움을 겪었다. 코로나19 영향으로 자유로운 이동에 제약이 생기면서 주요 글로벌 카지노 업체의 매출액은 2010년 수준까지 후퇴하였다. 지역별로 살펴보면 20년 마카오와 싱가포르 입국자 수는 각 576만명과 274만명으로 전년 대비 약 85% 감소하였다. 이에 따라 카지노 매출도 평균적으로 전년 대비 70% 감소하였다. 라스베이거스 방문객 수는 19백만명으로 19년 42백만명 대비 55.2% 감소하였다. 미주 지역 카지노 산업은 20년 하반기로 가면서 코로나19 발생 초기보다 방문객이 증가하며 감소폭을 축소하였다.

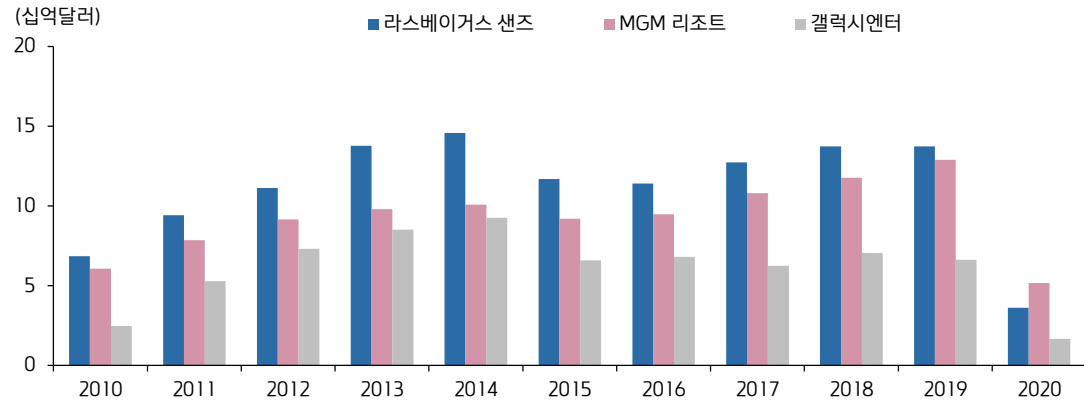
21년 글로벌 카지노 상황은 지역별로 차별화가 발생하고 있다. 21년 상반기 라스베이거스 방문자 수는 19년 정상 수준을 기준으로 36.2% 감소한 13백만명을 기록하였다. 경제 정상화와 더불어 백신 접종률이 올라가면서 카지노 방문객 수가 빠른 회복세를 보이고 있다. 반면 싱가포르는 여전히 국제 이동이 제한된 상황으로 입국자 수 회복이 더딘 추세이다. 21년 상반기 싱가포르 입국자 수는 118천명으로 20년 대비 95.5%, 19년 대비 98.7% 감소하였다. 마카오는 중국 내 규제 등의 영향으로 중국인 방문객 수 회복이 더뎠으며 19년 정상 수준 대비 79.5% 감소한 392만명이 입국하였다.

글로벌 카지노 입국자 및 방문자 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 카지노 업체 매출액 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

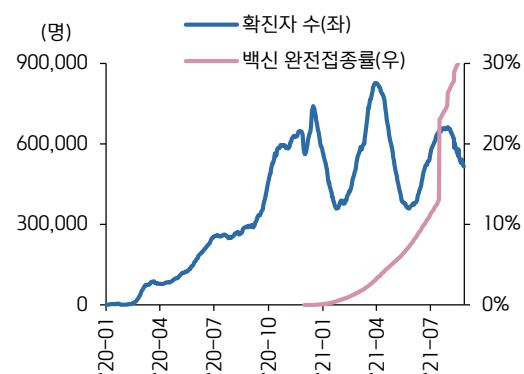
II. 백신과 거버먼트 정책

>>> 위드 코로나를 향한 백신 접종

글로벌 백신 완전(2회) 접종률은 33% 수준으로 여전히 낮은 수준이나, 최근 부유국 중심으로 속도가 붙기 시작했다. 코로나19의 전파력이 높은 델타 변이의 등장으로 백신 접종은 이제 의료 시스템에 과부하가 걸리지 않도록 사망률을 낮추는데에 중점 관리하는 ‘위드 코로나’ 정책 채택 국가가 늘고 있다. 완전접종률이 67% 수준인 영국의 경우, 확진자 수 대비 여전히 낮은 사망자 수를 보이고 있다. 관련하여 영국은 실내 마스크 착용 의무, 사적 모임시 인원 제한 등의 방역조치들이 해제되었다. 덴마크 또한 백신 완전 접종률이 75%에 달하면서 코로나19 관련 규제 조치를 완전 해제했다.

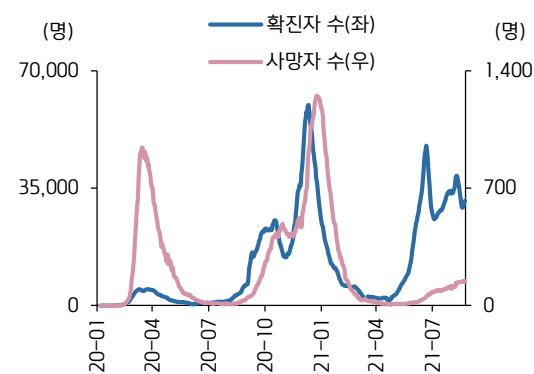
코로나19는 독감처럼 관리 감독 가능할까? 독감의 치명률은 0.1% 전후이며, 국내 코로나19 치명률은 0.8%, 글로벌 치명률은 2%로 변이에 대한 불확실성 등이 여전히 존재하나 부스터샷과 백신 접종이 확대되면 치명률은 점차 낮아져 추후 독감처럼 관리할 수 있을 것으로 전망되고 있다.

글로벌 코로나 확진자 수 및 백신접종률 추이



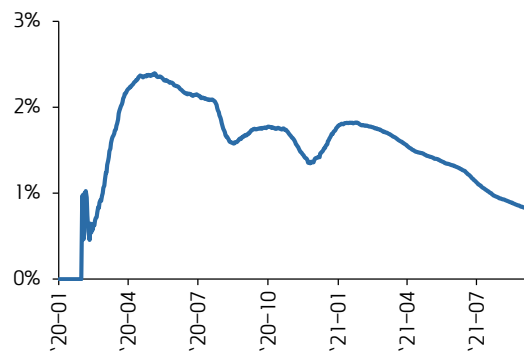
주1: 확진자 수는 7일 이동평균선
주2: '21년 6/10, 8/12, 8/26에 중국 데이터 일괄 반영되었음
자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

영국 코로나 확진자 및 사망자 수 추이



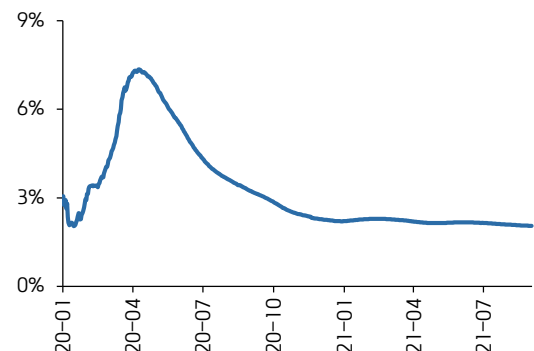
주: 확진자와 사망자 수는 7일 이동평균선
자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

국내 코로나19 치명률 추이



자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

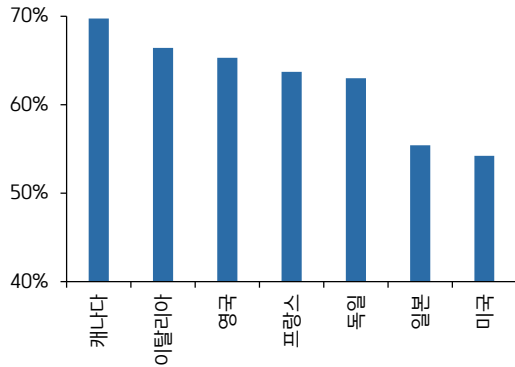
글로벌 코로나19 치명률 추이



자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

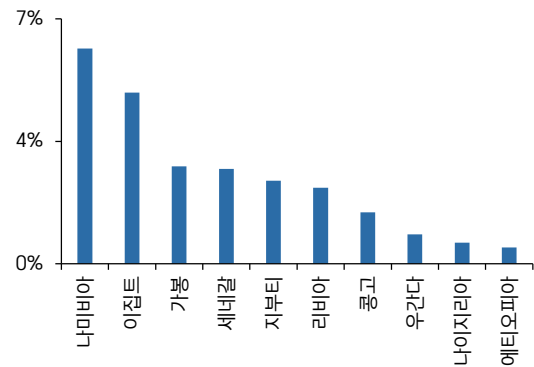
G7 국가의 백신 완전 접종률이 50% 이상에 달하고 있는 가운데, 점차 면역취약자 대상으로 부스터샷도 승인하고 있다. 이스라엘이 40세 이상에서 성인과 교사 대상으로 부스터샷을 승인함에 따라 여타 부유국 또한 부스터샷 승인이 이어지고 있다. 미국도 65세 이상 및 코로나 고위험군, 요양시설 거주자 등에 한하여 화이자 부스터샷을 승인하였다. 게다가, 바이든 정부는 100명 이상인 모든 고용주가 직원에 백신 접종을 요구하도록 하고, 위반하는 업체에 최대 \$14,000 벌금 부과하겠다고 밝혀 미국내 백신 접종률이 더 올라갈 수 있을 것으로 예상된다. 백신 접종률이 높은 부유국 가운데 유럽, 미국, 일본 등이 점차 '위드 코로나' 정책 전환을 펼치고 있으며 이들 국가의 코로나19 상황에 따라 '위드 코로나' 정책을 채택하는 국가가 확대될 것으로 전망된다.

G7 국가의 백신 완전 접종률



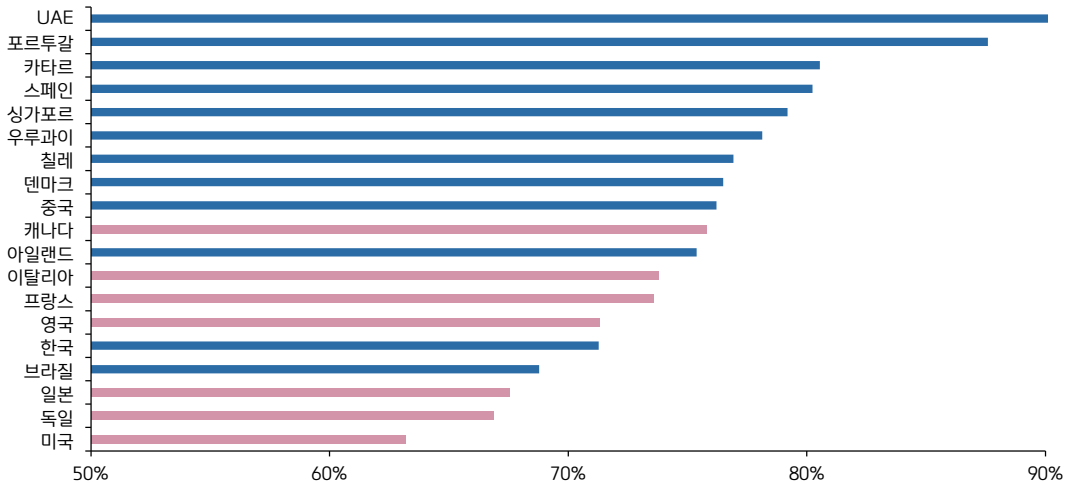
자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

백신 완전 접종률 하위 10개국



자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

세계 코로나19 백신 접종률



주: 붉은 계열은 G7 국가

자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

주요 국가별 부스터샷 승인 내용

국가	승인 내역
미국	고위험군 대상 승인(8/12) 9월 20일부터 2차 접종 후 8개월 지난 전 국민 대상 부스터샷 계획 발표(8/19) 접종 후 8개월 → 6개월로 부스터샷 접종 기간 단축 검토(8/26) 모더나와 얀센 백신 부스터샷 연기 권고(9/3), 모더나 부스터샷 승인 지연(9/8) FDA, 65세 이상 및 코로나 고위험군에 한하여 화이자 부스터샷 승인(9/22) CDC, 고령자 및 요양시설 거주자 등에 한하여 화이자 부스터샷 승인(9/23)
이스라엘	암 환자, 이식 환자 등 면역력 약한 사람 대상 승인 (7/12) 완전 접종 후 5개월 지난 60대 이상 인구에 부스터샷 승인(7/30) 50세 이상(8/12), 40세 이상(8/20), 12세 이상(8/29)으로 부스터샷 접종 연령대 확대 방역 최고 책임자 살만 자르카 "4차 접종(2차 부스터샷)을 준비할 필요가 있다" 언급(9/6)
독일	9월부터 부스터샷 접종 계획 발표(8/2) 80세 이상, 면역성 질환자 등 고위험군 대상 부스터샷 접종 시작(8/16)
영국	9/6~12월 초 기간에 50대 이상 면역 취약자 대상(약 3,200만 명) 부스터샷 계획 발표(8/1) 영 보건당국, 화이자와 AZ 부스터샷 승인하였으나 접종 여부는 미정(9/10) 보리스 존슨 총리 "이름녀 다음주부터 12~15세 백신 접종 시작할 방침"(9/13) 다음주부터 의료진, 50세 이상, 코로나 취약군 대상 부스터샷 접종 시작(9/14)
프랑스	마크롱 대통령 "고령층과 취약계층 대상 부스터샷 9월 초부터 필요할 것 같다" 언급(8/5) 65세 이상 및 기저질환자 대상(약 1,800만 명) 부스터샷 접종 시작(9/1)
이탈리아	80세 이상, 장기이식자 등 취약계층 대상 화이자 및 모더나 부스터샷 승인(9/10)

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

>>> 경구용 코로나 치료제 데이터 결과에 쏠린 눈

효과적인 경구용 코로나19 치료제가 등장한다면 유통과 관리가 편리해 의료 인프라가 갖춰지지 않은 개발도상국에도 보급이 가능하며, 의료 시스템 과부하 우려가 낮아져 게임체인저가 될 수 있다. 백신으로 코로나19 예방이 가능하고, 코로나19 감염된 환자에도 간편하게 복용이 가능한 치료제가 생기는 것이다.

경구용 코로나19 치료제 개발 중인 주요 기업으로는 머크, 화이자, 로슈 등이 있으며 4분기내에 주요 데이터 발표가 예상된다. 가장 앞서 있는 파이프라인으로는 머크의 경구용 코로나19 치료제 몰누피라비르(Molnupiravir, 1일2회)가 입원하지 않은 코로나19 감염 환자 1,850명 대상으로 글로벌 3상 중이다. 이르면 10월경 FDA에 긴급사용승인 신청 예정 및 4분기 중 3상 결과 발표가 예상된다. 머크 CEO는 연말전에 몰누피라비르가 FDA의 긴급사용승인을 받을 가능성이 있다고 언급한 바 있다.

RNA 중합효소를 차단하는 전구 약물 합성의 뉴클레오시드 N4-hydroxycytidine 유도체로 코로나19 바이러스의 RNA를 자가복제하는 과정에 오류를 유도하여 바이러스 증식을 막는 기전의 항바이러스제이다. 몰누피라비르는 메르스 치료를 위해 개발되었던 약물로 지난 4월 코로나19 입원 환자 대상으로 2/3상을 중단하고, 초기 환자 대상으로 임상 진행해오고 있다. 중증 환자는 바이러스 증식이 이미 진행된 상태로 약물 효과를 보기에 충분하지 않아, 초기 환자 대상으로 진행하여 바이러스 증식을 막는 것에 중점을 두었을 것으로 추측된다.

몰누피라비르는 가격이 \$700~800로 일반적인 경구 치료제 대비 가격이 높으며, 아직 3상 데이터 발표 전이기 때문에 선부르게 출시를 단정 지을 수 없다. 다만, 머크의 몰누피라비르 외에도 화이자와 로슈/아테아가 코로나19 경구용 항바이러스제를 후기 단계에서 개발 중으로 경구용 코로나19 치료제의 등장 가능성이 여전히 높다고 할 수 있다. 로슈/아테아는 경등~중등 코로나19 환자 1,386명 대상으로 3상 중이며 3분기내에 임상 완료 예정이다. 화이자 또한 경구용 코로나19 치료제 PF-07321332를 1,140명 대상 2/3상 중이며 10월경 중간결과 발표 및 4분기 긴급사용승인 신청 계획이 있다.

주요 경구용 치료제 현황

회사명	Merck/Ridgeback	Pfizer	Atea/Roche
프로젝트명	Molnupiravir	PF-07321332	RO7496998(AT-527)
유형	Antiviral	Antiviral	Antiviral
임상 단계	2/3 상	2/3 상	3 상
환자 대상	입원하지 않은 환자 1,850 명	입원하지 않은 환자 1,140 명	경등~중등 1,386 명
주평가치표	· 입원/사망 비율 · 부작용(AE)과 AE 로 인해 연구 중단한 참가자의 비율	· 코로나 19 징후/증상 완화까지 시간	· 증상 완화/개선까지의 시간
데이터 결과	· 2a 상, 202 명 대상 3 일째 800mg 투여 1.9% vs 위약 16.7%로 바이러스가 유의하게 낮았음. 5 일째 투여 참가자 바이러스 유의미하게 낮았음. (위약군 11.1%)	· '21.7 월 1 상 결과, Ritonavir 병용 1 일 2 회 10 일간 투여시, 최대(500mg) 용량까지 약물에 대한 내약성 우수.	· 2 상 중간분석 결과, 신속하고 지속적인 바이러스 부하 감소 및 바이러스 제거 입증. 투여 14 일째 투여군 47% vs 위약 22%가 바이러스 검출되지 않았음
예상 일정	4 분기 3 상 결과 발표, 10월경 FDA 긴급사용승인 신청	중간결과 10 월 경 4 분기 긴급사용승인 신청	3 분기 종료 예정
예상 가격(\$)	700~800	-	-
비 고	· '21.8 월 캐나다 신약 신청 · 미국 \$1.2bn 계약 체결 (약 170 만 명분)	· Ritonavir 병용 3,000 명 대상 3 상 '21.7 월 개시. 중간 결과 '21.10 월 예정	· '20.10 월 로슈는 Atea 에 계약금 \$350mn 지불하고 미국의 판권 계약

자료: ClinicalTrials.gov, Cortellis, 키움증권 리서치센터

>>> 백신 증명서 발급 증가

백신 접종율이 높은 부유국 사이에서는 백신 여권 도입이 증가하고 있다. 7/1 유럽연합(EU)에서 백신 여권을 도입하고 8/1 부터 백신 접종자 등에 디지털 코로나 증명서 발급하며, 증명서를 소지하면 유럽 방문시 자가격리 조치 등이 면제된다. 유럽에서 도입한 EU Digital COVID Certificate 은 유럽 17 개국이 사용하고 있다. 캐나다, 일본, 이스라엘 등도 격리 면제 필요한 서류로 백신 여권 발급을 시작하고 있다. 여행을 가기 위한 백신 접종 수요도 높아질 것으로 예상된다.

영국은 더 나아가 백신 여권이 영업자들에게 큰 부담이 될 수 있고, 인권을 제약하는 조치라는 비판에 9/12 백신 여권 정책을 철회한 바 있다. 다만, 확진 사례 급증시 재적용할 수 있다고 언급한 바 있다. 백신 여권은 백신 접종이 전세계로 본격 확대되기 전 과도기에 사용되고, 관리 가능한 수준의 '위드 코로나'가 된다면 영국과 같이 철회될 수 있을 것으로 보인다. 백신 접종이 점차 확대되고 코로나 19 관련 경구용 치료제 등 코로나 19 대응이 가능한 여러 옵션이 등장하게 되면, 코로나 19 팬데믹이 점차 확진자에서 치명률에 집중하게 되는 '위드 코로나' 정책이 펼쳐질 것으로 보인다. 올해에는 부유국 중심으로 22 년부터는 개발도상국에서도 백신 여권 도입 확대될 가능성이 있다.

백신 여권 채택 주요 국가 현황

국가	승인 내역
미국	국토안보부 장관 "국내외 여행 위한 백신 여권 제도 검토" 언급(5/29) 뉴욕 다중이용시설 이용시 '액셀시어 패스' 제시 필요, 패스 제도 9/13 부터 전면 시행 예정(8/3)
캐나다	올 가을부터 백신 여권 제도 도입 예정 발표(8/11) 브리티시 컬럼비아주, 9/13 부터 백신 여권 제도 운영 예정(8/23) 퀘벡주, 캐나다 최초로 백신 여권 시행(9/1)
이스라엘	일종의 면역증명서 '그린 패스' 제도 해제(6/2) 총리 "감염률 악화되면 그린 패스 복원 고려할 것" 언급(7/4) 신규확진 1,400 명 대...그린 패스 제도 재도입(7/21)
EU	7 월부터 도입할 백신 여권 제도 도입 최종 승인(6/16) QR 코드로 된 증명서 소유자에게 도입국 간 격리 조치 면제되는 백신 여권 본격 가동(7/1)
영국	대규모 행사 및 장소 출입에 필요한 백신 여권 제도 도입 확인(9/5) 백신 여권 정책 철회(9/12)
프랑스	'헬스 패스' 50 인 이상 다중시설에 적용(7/21) 8/9 부터 '헬스 패스' 적용 술집, 식당, 장거리 여행 등에 확대(8/2) 헌법위원회 "'헬스 패스' 법안은 부분 합헌"(8/5)
일본	7 월 하순부터 백신 여권 발급 시작 예정(7/11), 발급 시작(7/26)

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. (매크로 전략) 위드 코로나가 주는 투자 기회

>>> 과잉 유동성 시대 종료, 아이디어로 알파를 내야하는 시점

지난 2020년 3월 코로나 팬데믹 이후 주요국 증시는 각국 중앙은행과 정부의 공격적인 부양책이 만들어낸 과잉 유동성의 시대를 맞이하면서 전례없는 단기 초 강세장을 누려왔다. 약 1년 6개월이 지난 현재, 이제 시장 참여자들은 과잉 유동성 시대의 종언을 준비해야하는 때가 다가왔다. 이미 한국 등 주요 신흥국들은 선진국들에 비해 선제적으로 금리 인상에 나선 가운데, 미국 연준에서도 (FOMC를 통해 공식화 하지는 않았지만) 지난 잭슨홀 미팅에서 파월의장 발언을 통해 연준도 연내 양적완화축소(테이퍼링)이 기정 사실화된 상황이다.

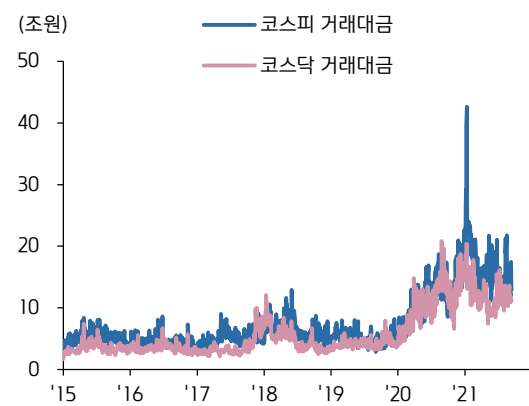
물론 연준은 고용시장의 회복세 지연을 감안 시 기준금리 인상까지 갈길이 멀다면서 완화적인 통화 정책 스탠스를 상당기간 유지할 것이라고 천명하기는 했다. 하지만, 전세계 대표 유동성 지표인 미국의 M2증가율이 반락했음을 고려하면 이제는 예전처럼 증시로 유입되는 유동성의 총량이 감소하는 것을 현실로 받아들이 필요가 있다. 이렇게 과잉 유동성이 종료되는 시기에는 과거처럼 폭발적인 지수 상승세를 노리는 것은 적절하지 않다. 선별적인 테마와 아이디어를 선정한 후 단순히 기대감이나 바램이 아니라 실적이 뒷받침 될 수 있는 종목들 위주로 시장 대응 하는 것이 알파를 낼 수 있는 원천이라고 판단한다.

과잉 유동성 종료, 증시 상승 탄력 둔화 시대 돌입



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

국내 증시 전반적인 거래대금도 평년 수준 복귀



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

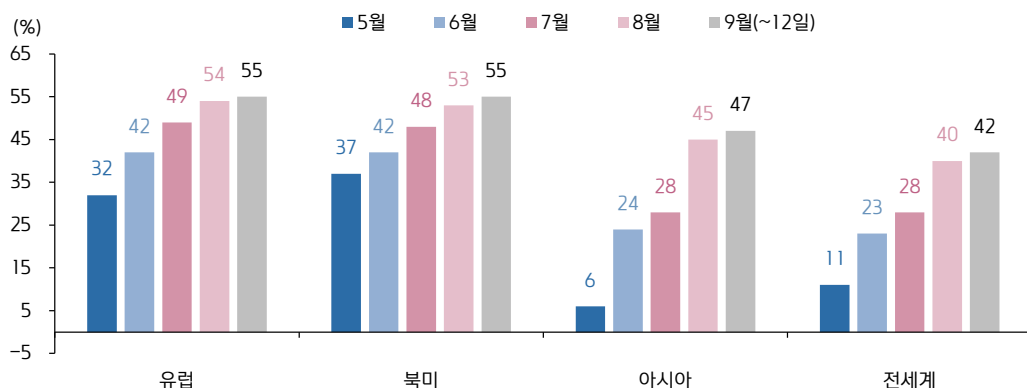
>>> 코로나 이전으로의 복귀, 현실로 다가오고 있지만

알파를 위한 다양한 아이디어를 도출해낼 수 있지만, 현재 전세계가 대비하고 있는 현실에 미루어보았을 때 정상화 키워드에 주목하는 것이 좋다고 판단한다. 아직 정부의 재정정책은 확장 기조이지만, 정부에 앞서 팬데믹 대응에 나섰던 중앙은행이 정책 정상화로 발을 돌린 배경도 코로나 이전으로 우리의 일상이 정상화될 가능성이 높아졌기 때문이다.

현재 전세계 주요 대륙별 백신 접종률을 보면 최소 1차로 접종한 사람들의 비중은 8월말 기준으로 40%대를 상회하고 있으며, 이는 5월말 11% 대비 빠르게 증가한 수준이다. 주요국 국민들을 대상으로 한 백신 접종 설문조사 결과에서도 백신을 이미 접종했거나 접종할 의향이 있는 사람들의 비중이 약 70%에 달한다.

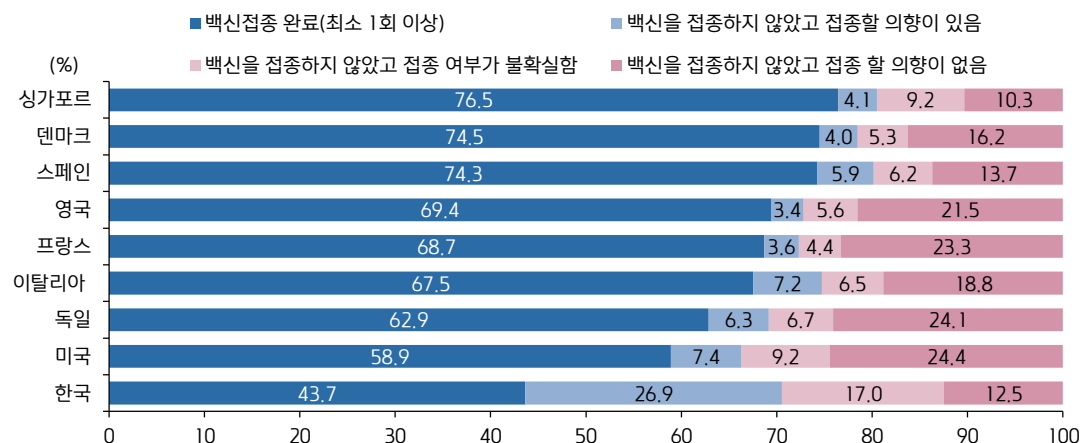
코로나 종식이 임박했다라는 자신감을 가질 수는 있지만, 코로나와 함께 공존하며 살아가는 위드 코로나가 포스트 코로나로 가기 위한 중간 과정을 거쳐야만 한다. 시장 참여자들 입장에서도 정상화에 주목하되, 그 안에서 상대적으로 위드 코로나의 수혜를 받는 업종에 더 많은 관심을 기울일 필요 있다.

대륙별 인구 대비 백신 접종률



자료: Our World Data, 키움증권 리서치센터

주요국가별 코로나 백신 접종 현황 및 향후 접종 예정 관련 서베이



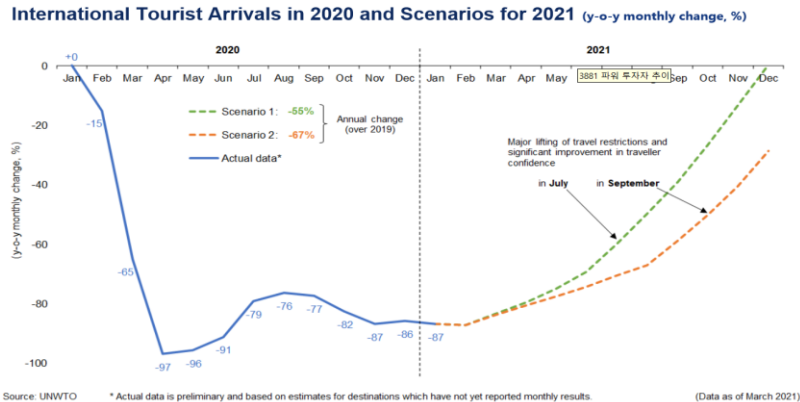
자료: Our World Data, 키움증권 리서치센터

>>> 워드 코로나에도 해외 여행은 쉽지 않다

인류 역사상 최악의 전염병 중 하나로 기록될 코로나는 사람들 간 대면 만남을 극도로 위축시킴에 따라 여행, 레저, 호텔 등 컨택트 산업에게 막대한 피해를 가했다. 지난해 말 이후 등장한 백신의 본격적인 보급, 1~2차 대유행 당시에 비해 낮은 치명률 등을 감안 시 코로나가 인류에 추가적인 위협을 가할 가능성은 크지 않아 보인다. 하지만 좀처럼 잡히지 않는 델타 변이 확산세가 인류를 코로나로부터 완전히 분리시키는 것을 허용하지 않고 있다.

유엔전세계관광기구(UNWTO)에 의하면, 지난 7월에는 2021년 12월에 전세계 국제선 관광 수요가 코로나 이전으로 완전히 회복될 것으로 전망했으나, 9월 현재 델타 변이 확산 등을 이유로 완전 회복 시점을 2023년 이후 연기했다. 지금도 부분적인 해외여행이 가능하지만, 백신 접종자에 한해서 허용되고 있으며 방문 국가도 제한적이기 때문에 해외 여행 수요가 정상화 되기까지는 2022년 중반 이후에나 가능할 것으로 보인다.

2020년 국제선 관광 추이 및 2021년 전망치: 델타 변이 확산으로 국제선 수요 회복 지연



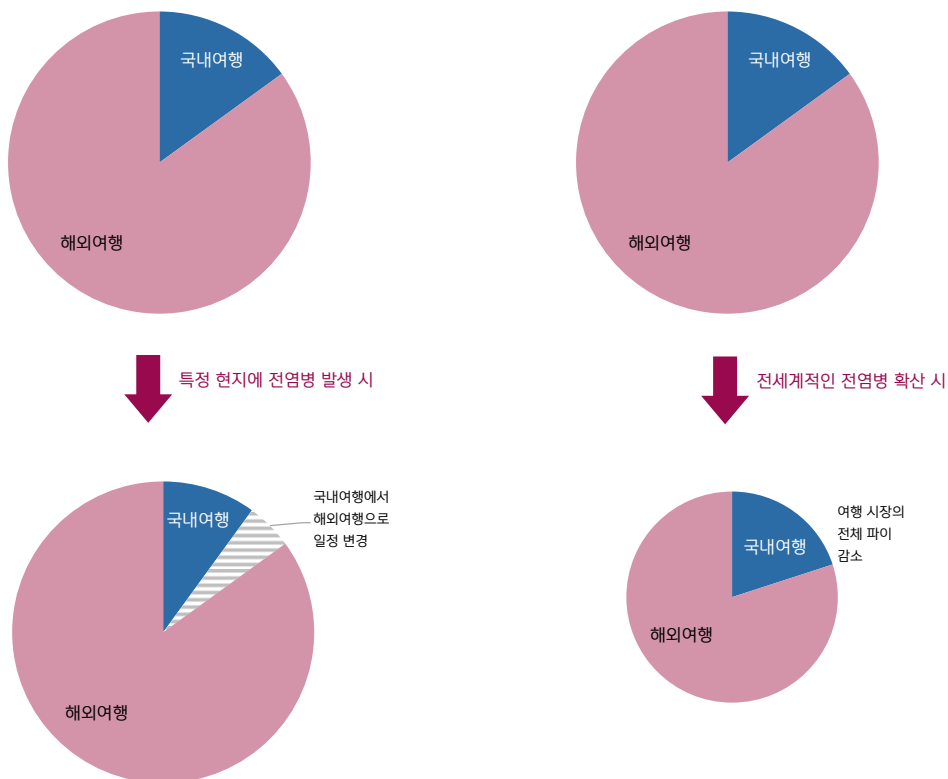
자료: UNWTO, 키움증권 리서치센터

>>> 위드 코로나, 국내 여행시장의 파이를 회복시킬 전망

시나리오로 접근해보면, 특정 현지에만 전염병이나 사건이 발생하는 경우 해당국가 내 로컬 여행은 위축되지만 대신 해외로 여행을 가는 현지인들이 늘어나는 경향이 있기 때문에 여행 시장의 파이는 크게 변화가 없게 된다. 반면, 코로나와 같이 전세계적인 전염병 대유행이 출현하는 경우, 국내뿐 아니라 해외 여행 수요도 크게 둔화되므로 여행 시장의 파이가 감소하게 된다. 후자의 상황이 지난해 팬데믹 이후 전세계가 겪었던 현상이다. 하지만 이제는 전세계의 백신 접종 확대, 위드 코로나 선언 국가 확산 등으로 여행시장의 파이를 회복시키고 있는 중이다. 델타 변이 확산이 진정되지 않아 전체적인 시장 파이가 코로나 이전으로 정상화되기 까지는 시간이 필요한 것은 사실이나, 부분적인 파이 회복이 진행되고 있다는 점에 주목해볼 필요가 있다.

“위드 코로나 돌입에 따른 여행시장 파이 부분 회복” 시나리오에서는 해외여행과 국내여행의 파이가 동시에 회복하는 것이 아니라, 해외여행의 파이는 기존과 큰 변화가 없으며 대신 해당 파이 변화 분을 국내여행이 이를 흡수할 가능성이 높아 보인다. 다시 말해, 한국, 미국 등 주요국들이 위드 코로나에 돌입하며 사회적 거리두기를 완화하더라도, 여전히 과거와 같은 자유여행 등 해외로 나가기 어려운 환경이다. 따라서, 카지노, 호텔, 리조트 등 국내 여행, 레저를 즐기는 수요에 상대적으로 회복 탄력성이 강하게 작용할 것으로 전망한다. 구글의 실시간 사회이동성 지수에서도 미국, 한국 등 주요국들의 소매 및 레저 활동, 대중교통 환승역 유동인구가 팬데믹 이전 수준으로 회복하고 있다는 점도 이를 뒷받침해준다.

전염병 확산 정도에 따른 여행 수요 변화



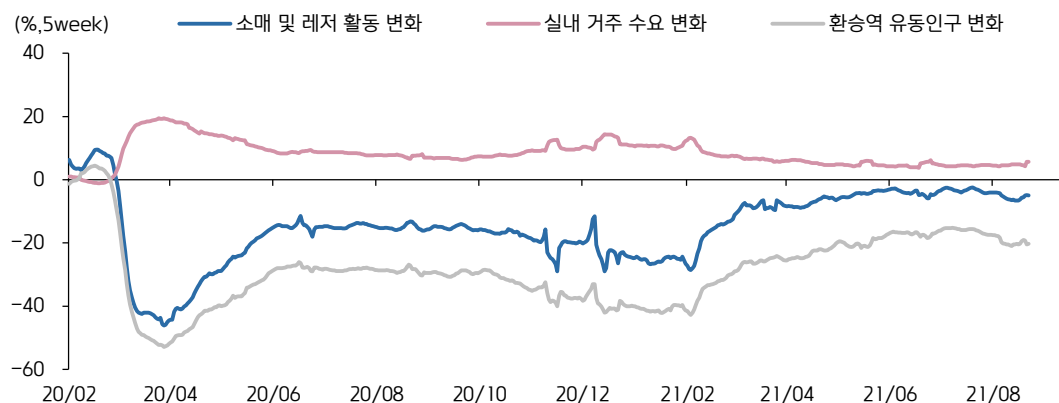
자료: 키움증권 리서치센터

위드 코로나 vs 포스트 코로나에 따른 여행 수요 변화 시나리오, 현 시점에서는 위드 코로나를 상정하는 것이 적절



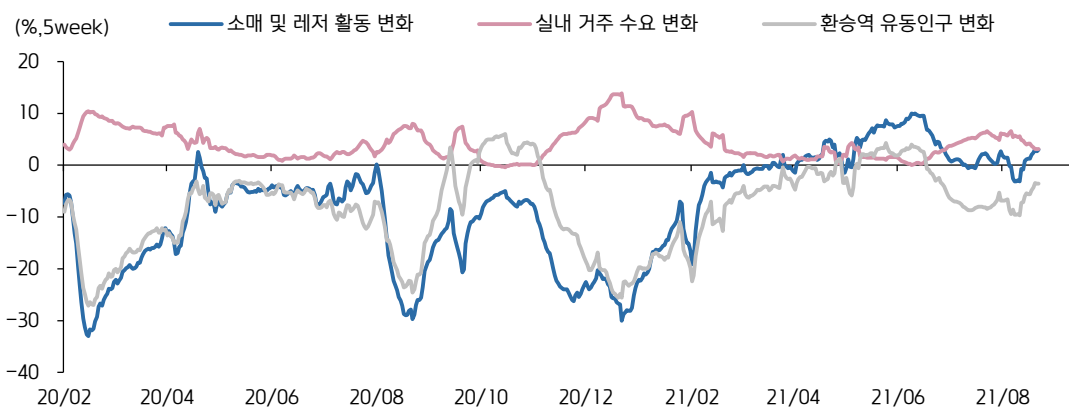
자료: 키움증권 리서치센터

미국의 주요 사회 이동성 지표: 실내에 머물러 있으려는 욕구 감소, 대외 활동 욕구는 증가



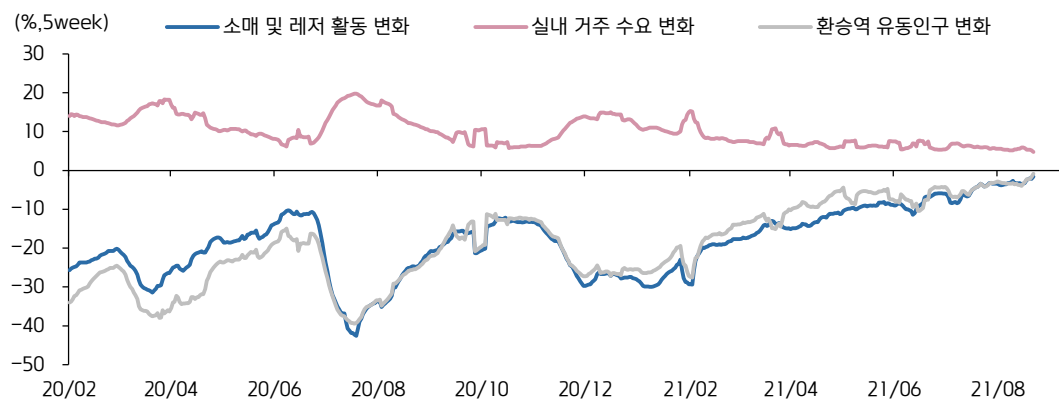
자료: Google Mobility Report, 키움증권 리서치센터

한국의 주요 사회 이동성 지표: 1,000 명대 확진자 지속에도 레저활동은 위기 이전 수준을 상회



자료: Google Mobility Report, 키움증권 리서치센터

홍콩의 주요 사회 이동성 지표



자료: Google Mobility Report, 키움증권 리서치센터

>>> 실물 경제 주체들에게도 추가적인 소비 여력 존재

시장 참여자들 입장에서 문제 제기 가능한 부분은 현재 매크로 경제 여건이 부진한 상황 속에서 실물 경제주체들의 소비 여력이 제한적일 수 있다는 것이다. 경제지표가 시장 예상치를 상회/하회하는 지 여부를 지수화 시킨 미국, 중국, 아시아 등 주요국 경기서프라이즈 지수는 현재 (-) 영역에 머물러 있다. 지난 8월 달 한국 등 주요국 증시가 단기 조정을 받았던 것도 경제지표는 예상보다 좋지 않은데, 연준의 긴축 의지가 높아지고 있던 영향이 컸다.

하지만 8월 말 잭슨홀 미팅 이후 연준의 조기 금리인상 등 긴축의지가 완화되면서 주요국 증시는 반등 국면에 진입했다. 경제지표도 시장의 눈높이를 충족시키지 못했던 측면이 크며 역기저효과를 감안하더라도, 실제 주요국들의 경제가 회복 경로에서 이탈했다고 보기 어렵다. 오히려 위드 코로나 돌입 시 실물 경제주체들의 추가적인 보복소비를 기대해볼만 하다. 더 나아가, 1차 보복수요 당시처럼 내구재 소비 중심이 아닌 서비스 소비 중심으로 일어날 공산이 크다.

미국, 한국 등 주요국들의 내구재 소비는 이미 코로나 팬데믹 이전 수준을 큰 폭 상회했으며, 현재는 과거 평년 수준으로 되돌아가고 있다. 반면, 코로나 확산으로 인한 실외 대면활동 제약으로 큰 타격을 받았었던 서비스 소비는 회복 경로에 있으나 여전히 과거 평년 수준에 도달하지 못했다. 미국의 경우, 미국인들의 가처분소득은 2021년 7월말 기준으로 18조달러로 지난 3월 22조달러에 비해 약 17% 감소하긴 했다. 그러나 2010~2019년 연간 가처분 소득이 13조달러였음을 고려하면 여전히 추가적인 소비여력이 존재한다.

주요국 중앙은행의 정책 정상화 착수 작업으로 과거처럼 과잉 유동성이 시중에 유입되지는 않겠지만, 포스트 코로나에 돌입하지 않는 이상 이들의 부양기조는 상당기간 완화적일 것으로 전망한다. 더욱이 재정정책 측면에서는 미국, 한국, 중국 등 주요국 정부는 확장 재정 기조를 유지하고 있다는 점을 감안 시 실물 경제주체들의 유효 수요 창출을 위한 정부의 의지는 확고한 것으로 판단한다. 특히 미국은 10월 초 부채한도 협상 이후 규모의 조정이 있겠지만 연말 이후 집행이 예상되는 1조달러 인프라투자과 3.5조달러 예산지출안 등 대규모 추가 부양책이 예고되고 있다는 측면에서 여타 국가들에 비해 소비여력이 우위에 있을 것으로 보인다.

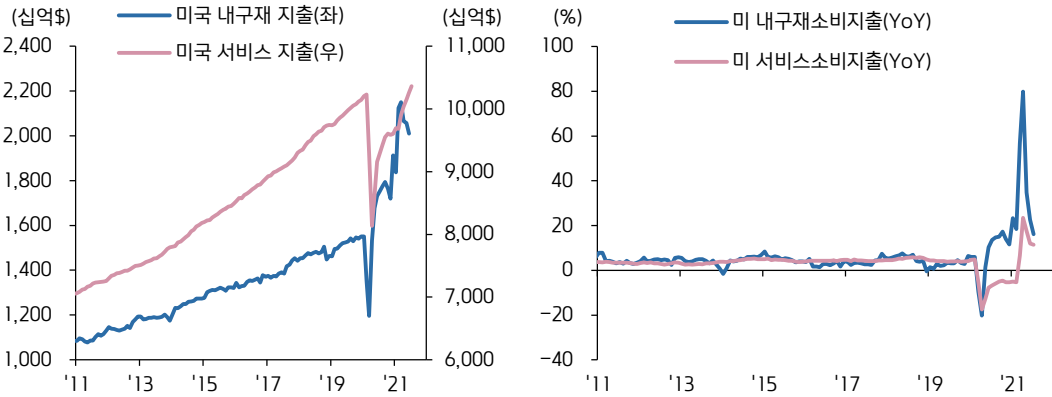
델타 변이 확산이 경기 회복을 단기적으로 지연시키고 있으나, 정부의 확장 재정정책 지속, 위드 코로나 이후 민간 부분의 자생력 회복 등을 고려하면 주요국 실물 경제 주체들의 소비는 견조할 것으로 전망한다.

주요국 경기 서프라이즈지수 여전히 하락 국면에 있으나, 시장의 눈높이가 과도했던 측면도 존재



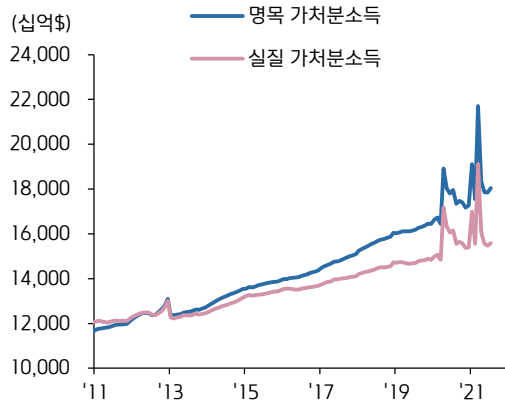
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 내구재 및 서비스 지출: 1차 보복수요 당시 내구재 소비 중심이었으나, 향후 서비스 소비 우위 전망



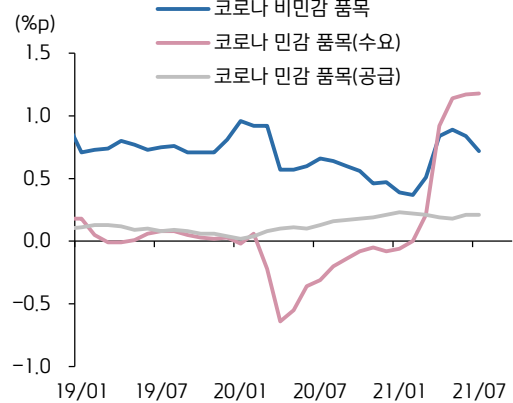
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국인들의 가처분 소득은 평년 수준 상회



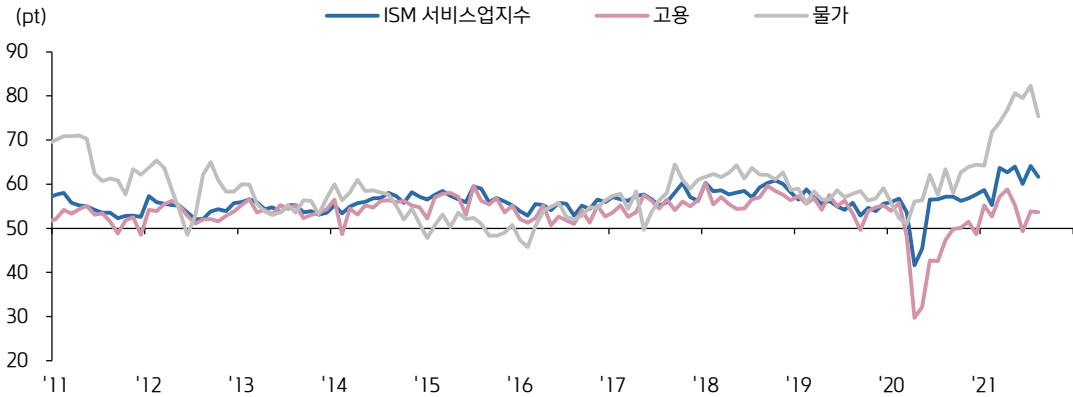
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 Core PCE 물가 분해: 수요 견인 성격이 강해



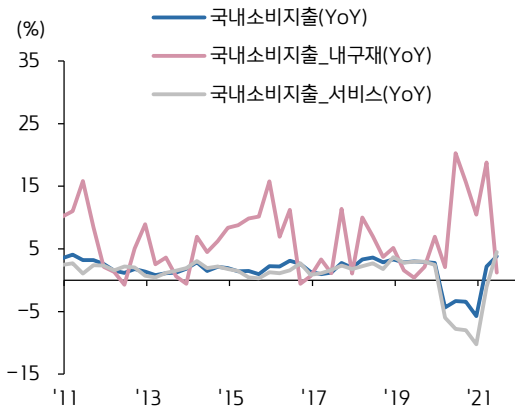
자료: Fed, 키움증권 리서치센터

미국 서비스업황도 견조한 상황, 물가 부담은 낮아지고 고용 증가가 이루어지고 있다는 점에 주목



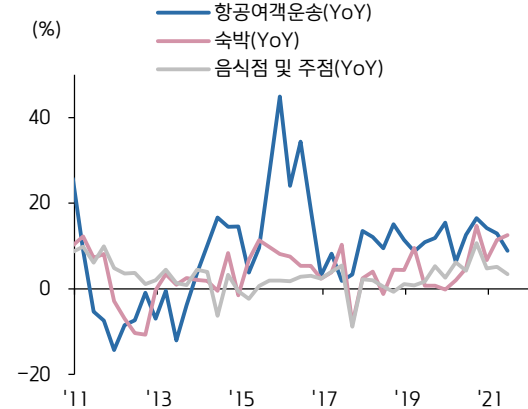
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국, 서비스 소비 증가 추세 지속



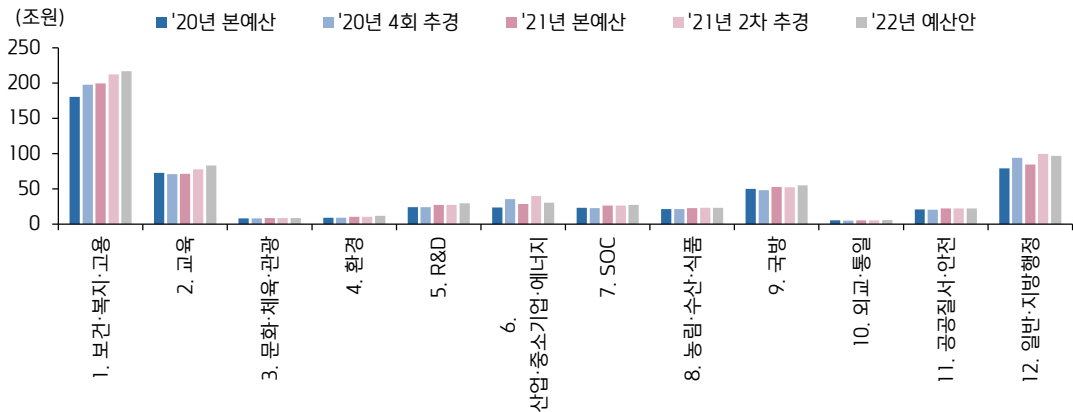
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

서비스 내에서는 숙박 업종의 증가세가 뚜렷



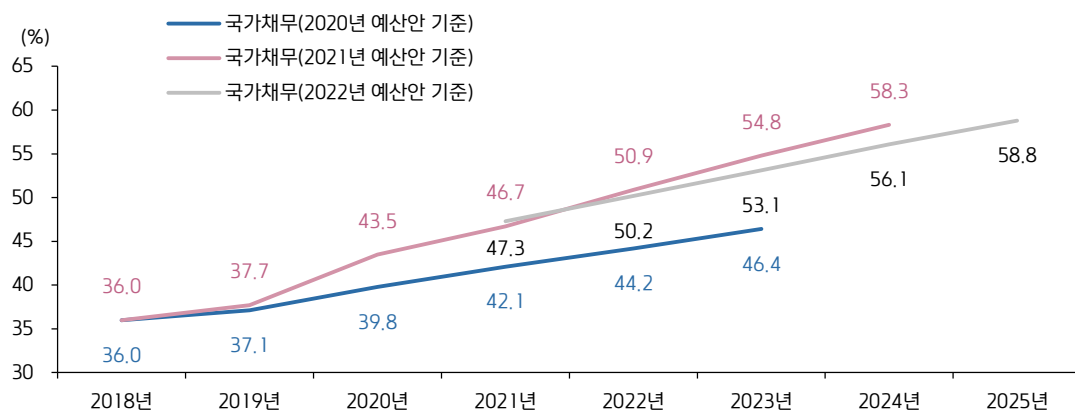
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

2020년 이후 국내 예산 및 추경 편성안 추이, 정부의 경기 부양 의지 지속 시사



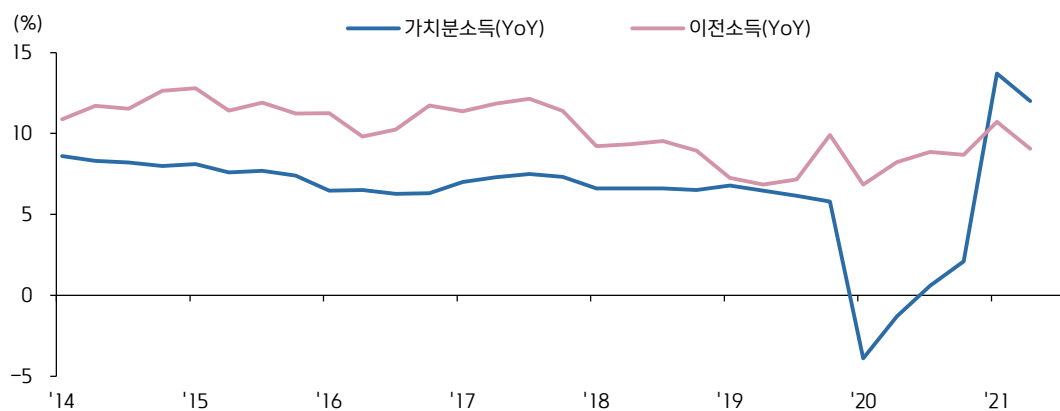
자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

2022년 예산안 기준으로 한국의 국가채무비율은 증가속도가 2021년 대비 완만한 상황



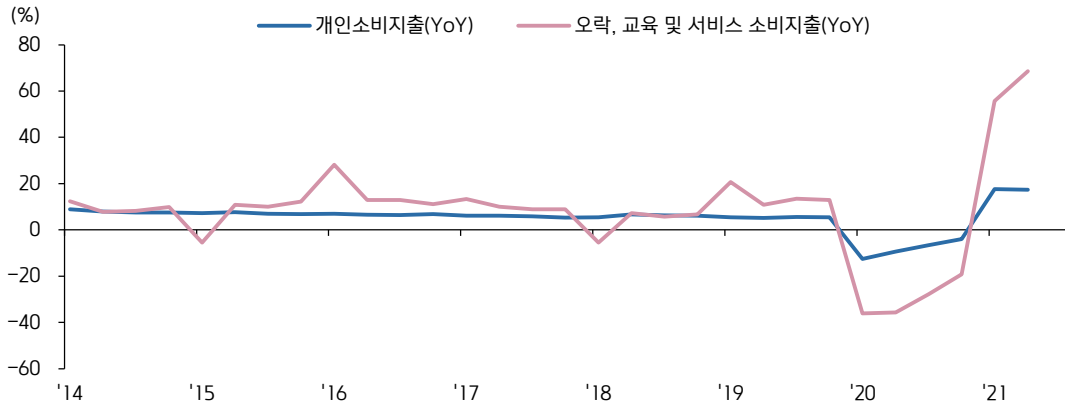
자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

중국 가치분 소득 및 이전소득



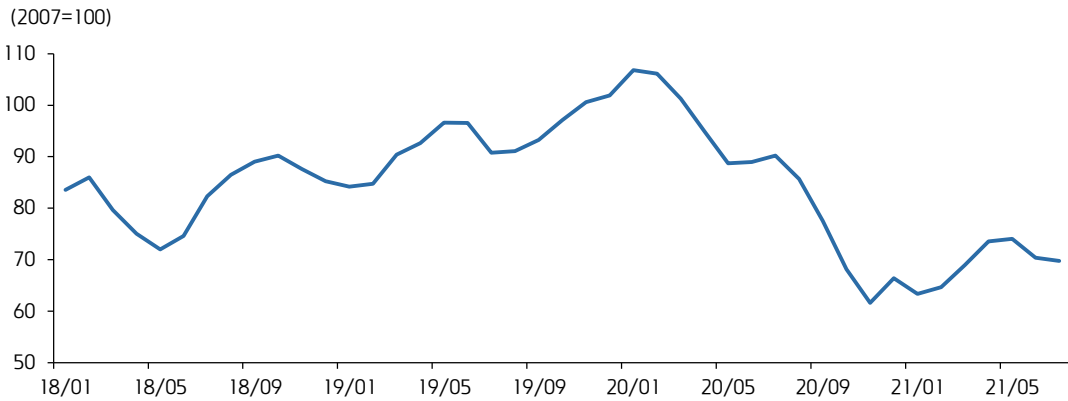
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 개인 소비 지출과 오락, 교육 및 서비스 소비지출 모두 견조한 증가흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국의 통화정책 지수 - 향후 인민은행은 부양 목적으로 완화기조 지속 예상



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

>>> (결론) 예상보다 견고한 자국 수요, 로컬 여행, 관광 업종에 주목할 필요

현재 주요국 증시를 둘러싼 환경은 최근 1년 동안에 비해서 우호적인 환경은 아니다. 연준의 정책 정상화 압박, 기업들의 실적 피크아웃, 델타 변이 확산으로 인한 경기 둔화, 각국 정부들의 플랫폼 등 주요 산업 규제 이슈 등 시장참여자들의 경계모드를 강화시키는 요인들이 산재해있다.

하지만 연준의 정책 정상화는 점진적으로 진행될 것이며, 델타 변이 확산 부담에도 경기 회복 경로에서 주요국 증시가 이탈하지 않은 것으로 보인다. 위험자산 선호현상은 상당기간 지속될 수 있는 만큼, 차별화된 투자 아이디어를 통해 알파를 낼 수 있는 기회가 남아있다고 판단한다.

그 기회 중 하나는 위드 코로나 키워드에서 찾아볼 수 있으며 그 안에서 로컬 여행, 관광 업종에 주목해볼 필요가 있다. 지난해 코로나 팬데믹 이후 직격탄을 맞아 주가가 부진했던 해당업종들은 1년 반이 넘는 현재까지도 여전히 벤치마크지수의 성과를 따라잡지 못하고 있다는 점을 감안 시 진입 가격에 대한 부담도 낮다고 판단한다. 물론 최근 중국을 중심으로 양극화 해소를 위한 공동부유 분위기가 확산됨에 따라, 여행, 관광 업종들의センチメント 회복이 지연되고 있는 것은 사실이지만, 오히려 이러한 주가 조정을 매수 기회로 받아들이는 것이 적절하다.

코스피와 리오프닝 업종 주가 비교



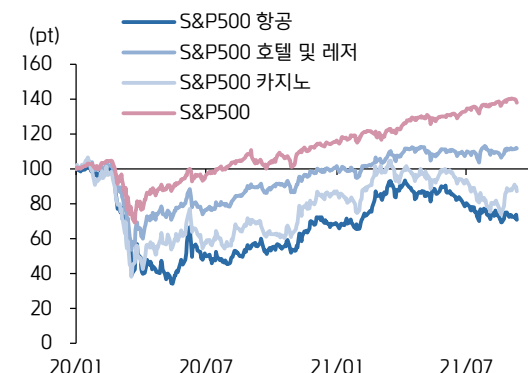
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

코스닥과 리오프닝 업종 주가 비교



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

미국 S&P500과 리오프닝 업종 주가 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 상해지수와 리오프닝 업종 주가 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

IV. 한국 레저산업 전망

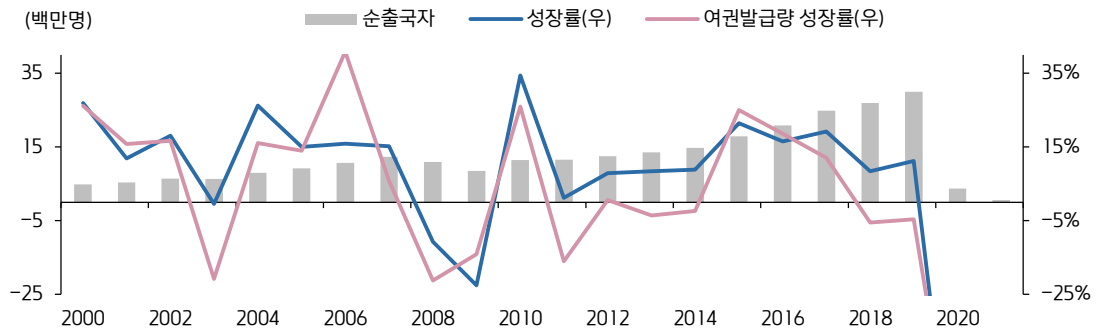
>>> 출국자, 입국자 추이 및 전망

2020년에는 2019년 2,677만명 대비 86% 감소한 368만명의 순출국자(총출국자에서 승무원제외)가 발생했다. 2021년에는 1월 ~ 7월 월평균 약 4.5만명의 순출국자 레벨을 기록함으로써 이와 같은 추세가 유지될 경우 총 60만명 수준의 순출국자를 달성할 것으로 보인다. 여행 외 필수 출국 수요만 가동되고 있는 시점이 장기화 됨에 따라 현재의 출국자 부진은 피할 수 없는 상황으로 보인다.

외국인 입국자는 2020년 252만명을 기록했다. 2019년 1,732만명 대비 85% 하락하였으며, 2021년에는 1월 ~ 7월 월평균 약 7.2만명이 입국함으로써 연간 90만명의 내외의 기록을 달성할 것으로 전망한다. 출국자와 마찬가지로 여행 외 필수 수요만 가동되고 있어 카지노 등 인바운드 산업에 대한 부정적 영향이 지속되고 있다.

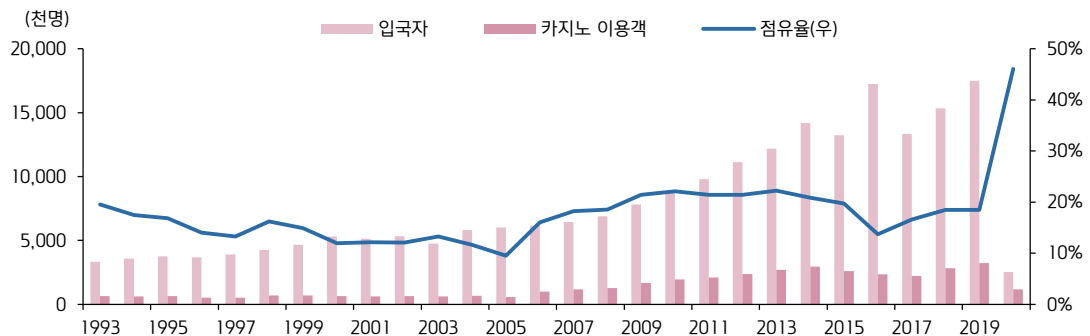
2020년부터 이어진 코로나19 확산 방지를 위한 글로벌 이동제한은 여전히 재개 시점 및 규모가 불확실한 상황이다. 하지만 이와 같은 위축된 시장 모습은 단기적으로 코로나19에 따른 소득 지표 영향은 작을 것으로 판단하고 여행 목적 수요 차별화가 회복의 강도와 규모를 결정할 것으로 전망한다. 이에 대중 수요에 기반한 해외 여행 보다는 카지노와 같은 특수목적 여행 이연 소비의 탄력적 회복을 전망한다.

순출국자 추이 및 전망



자료: 외교통상부, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

외국인 입국자 및 입국자 대비 카지노 이용객 현황



자료: 문화체육관광부, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

>>> 서플라이 체인 점검 1. 여행

코로나19가 발생하기 전 국내 패키지 여행사는 개별 자유여행에 대한 수요 열위가 시장 경쟁력으로 대두되고 있었다. 위드 코로나 혹은 포스트 코로나에도 이와 같은 산업 내 경쟁력 싸움은 지속될 것으로 보여 시점 차이를 고려한 서플라이 체인 및 인프라에 대한 분석이 필요하다고 판단한다.

해외여행은 백신 접종 완료자에 대한 입국 시 인센티브가 강화되며 재개에 대한 기대감을 높이고 있다. 질병관리청은 지난 8월 말 정례브리핑을 통해 <국내예방접종완료자 해외 입국 시 검사 및 격리면제기준 변경>을 발표하였다. 백신 접종 완료 후 2주가 경과된 경우 입국할 경우 1일차에 PCR 검사를 추가 시행하며 자가격리를 완화하였다. 단기적으로 해외여행 시장은 국내외 코로나19 방역상황 및 이에 따른 인센티브 증가에 따라 여행 자유도가 증가하며 가족 단위 보다는 개별 자유여행 성격이 강한 다이내믹한 접종완료 성인 여행자 시장이 먼저 회복할 것으로 판단한다.

해외여행을 구성하는 기본 인벤토리인 항공과 숙박은 화물수요 대체 및 국내 여행객 전환으로 코로나19로 인한 타격을 힘겹게 버티고 있는 중이다. 해외여행 수요 급감에 따른 경영안정성 위협은 따랐지만 인프라 훼손은 제한적인 것으로 판단하여 출입국 재개 시 적시 공급을 통해 일반 여행수요로 빠르게 전환이 빠르게 나타날 것이라 판단한다.

다만 중장기적으로 국내 아웃바운드 패키지 여행시장 선전을 위해서는 일본 및 중국 시장의 회복이 필요하다. 2016년 이후 급격히 증가한 국제선 일본노선 증가는 패키지 여행사의 송출객 증가를 동반했다. 하지만 동기간 내 패키지 여행사의 송출객 M/S는 유지되는 수준에 그쳐 성장한 국내 해외여행객 수요를 충분히 흡수하지 못한 것으로 보인다. 따라서 위드 혹은 포스트 코로나 시기에도 전체 송출객 증가율을 상회하는 패키지 송객 증가가 향후 산업 성장을 위해 반드시 필요하다.

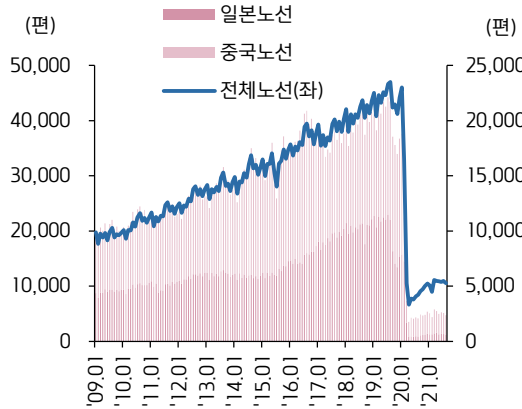
해외여행 재개 시 국내 여행사의 패키지 상품 ASP는 이연 수요의 회복을 통해 기존보다 단기적으로 높은 수준을 보일 것으로 전망한다. 해외여행 수요의 회복이 충분히 이루어지지 않더라도 상품 판매단가의 개선을 통한 실적 개선 효과는 충분히 발생할 것으로 판단한다.

국내예방접종완료자 해외 입국시 검사 및 격리면제기준 변경

구분		현행	변경
격리면제조건	국내 예방접종 완료자	접종 완료 후 2주가 경과된 이후에 출국 한 경우	접종 완료 후 2주가 경과된 이후에 입국 한 경우
	진단검사	① 입국 전 PCR검사 (신설) ② 입국 후 6~7일차	① 입국 전 PCR검사 ② 입국 후 1일차 ③ 입국 후 6~7일차

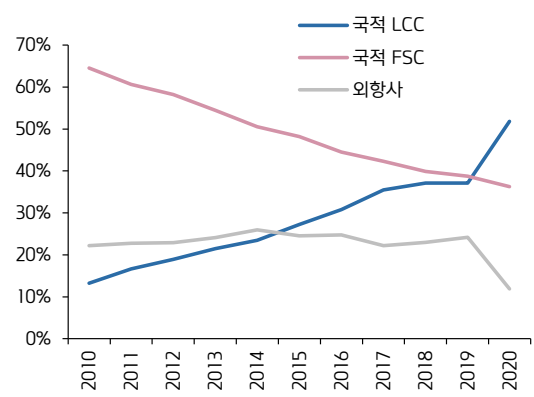
자료: 질병관리청, 키움증권 리서치센터

국제선 월별 항공기 운항 편수



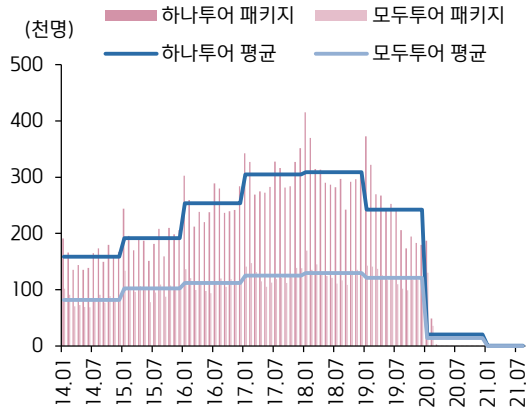
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

국제선 유상여객 수 점유율 추이



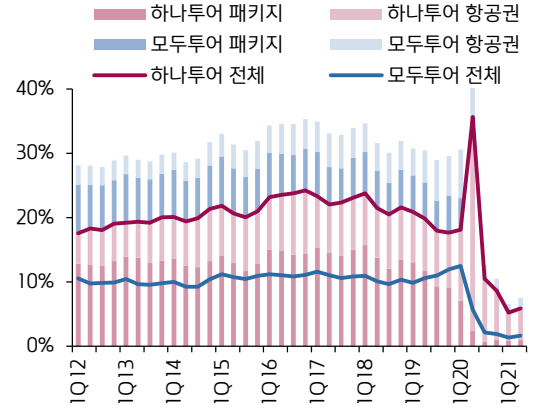
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

하나투어&모두투어 월별 패키지 송출객수 추이



자료: 하나투어, 모두투어, 키움증권 리서치센터

하나투어&모두투어 송출객 M/S 추이



자료: 하나투어, 모두투어, 키움증권 리서치센터

>>> 서플라이 체인 점검 2. 카지노

국내 카지노 시장은 카지노 복합리조트와 전용 카지노의 형태를 띠고, 내국인 입장가능 카지노와 외국인 카지노로 구분되어 운영되고 있다. 카지노 시장은 입장 여부가 가장 중요한 변수로 작용하고 있는데, 우리나라 카지노는 내국인 출입이 엄격히 제한되어 있기에 외국인 VIP에 의존하는 형태를 보이고 있어 상대적으로 다른 레저활동 보다 경제 상황 등 외부 변수에 큰 영향을 받지 않으며 성장을 지속하고 있었다.

코로나19 이전 외국인 입국자 체력과 외부 변수의 카지노 수요 비탄력성을 감안할 때 인바운드 시장 재개 시 빠른 반등을 전망하지만, 현재 감소한 입장객 및 매출 상황은 고정비 투여가 큰 카지노 산업의 특수성을 고려할 때 로컬 VIP 내방만으로는 장기적 경영안정성을 도모할 수 없는 상황임에는 분명하다.

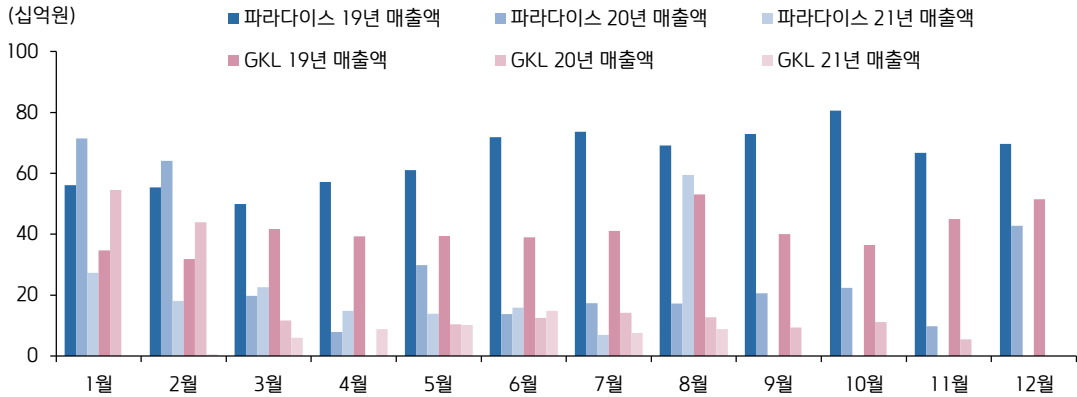
국내 카지노 복합리조트는 카지노 설립관련 법령, 기존 복합리조트 프로젝트 진행 등을 감안할 때 단기간 그 규모가 마카오와 같은 형태로 발전되기는 힘들 것으로 보여 싱가포르와 같은 거점형 카지노 복합리조트 모델이 지속될 것으로 전망한다. Mass 보다는 VIP에 의존하는 시장이기에 리오프닝 시 기존 업체들 간의 고객 유치를 위한 경쟁심화가 발생할 것으로 보인다.

현재는 외국인 입국에 대한 제한이 발생하며 국내 외국인 카지노는 로컬 VIP에만 의존하는 영업을 펼치고 있다. 2020년 코로나19 발생에 따른 영향이 시작된 이후 파라다이스와 GKL은 월 합산 300억 수준의 카지노 매출액을 달성했다. 순수한 로컬 VIP에 의한 카지노 매출로서 외국인 입국자에 대한 매출은 매우 미미한 것으로 판단한다. 리오프닝이 되더라도 국가별 출입국 재개방을 통해 외국VIP의 국내 입국과 로컬 VIP의 해외 출국이 단계적으로 발생할 것으로 전망한다. 장기화된 카지노 업체의 체력 저하를 감안하면 경쟁 심화에 따른 공격적 마케팅이 발생해 수익성 악화로 연결되지는 않을 것으로 판단한다.

강원랜드는 2021년 1분기 휴장에서 벗어난 이후 일 매출 20억 수준을 유지하고 있다. 하반기에는 사회적 거리두기 단계 제한에 따라 동시 체류인원이 6,000명에서 30%로 제한되어 상반기 보다 입장객이 20% 수준 증가하며 일평균 2천명 후반대를 기록하고 있다. 이에 2분기 코로나19에 영향을 받은 이후 첫번째 턴어라운드 성공한 실적 회복 추세는 지속될 것으로 전망한다. 사회적 거리두기 개편 및 위드 코로나 정책 등 휴장 리스크를 급격히 낮추는 방향으로 시장이 움직일 것으로 전망하는 바, 정상화 이후에는 2020년 완화된 영업환경(일 영업시간 2시간 연장, 카지노 테이블 20대 추가 가동)이 모멘텀으로 작용하여 실적 개선을 이끌 것으로 판단한다.

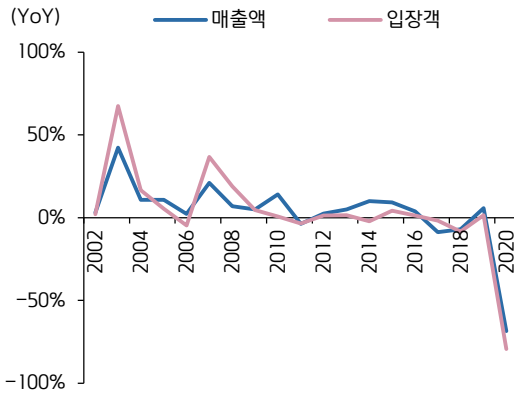
카지노 시장에 새로 진입하는 롯데관광개발은 기존 업체인 파라다이스, GKL과의 로컬VIP 매출 경쟁 심화는 당연한 일이다. 다만 제주도 특수성을 보유한 지리적 이점 때문에 국내외 호캉스 고객, 카지노 VIP, 비즈니스 MICE 고객 등 타 카지노 복합리조트 및 전용 카지노 보다 고객 풀이 다양하다. 특히 1,600개의 객실을 보유한 호텔 사업 영역은 카지노와의 시너지 발생에 충실한 역할을 할 것으로 전망한다. 현재 타워1을 오픈하며 영업을 시작한 호텔 부문은 하반기 타워2를 오픈해 국내 여행객, MICE 수요, 카지노 VIP 공격적 모객 등으로 활용될 것으로 보인다.

파라다이스, GKL 2019 ~ 2021년 월별 매출액



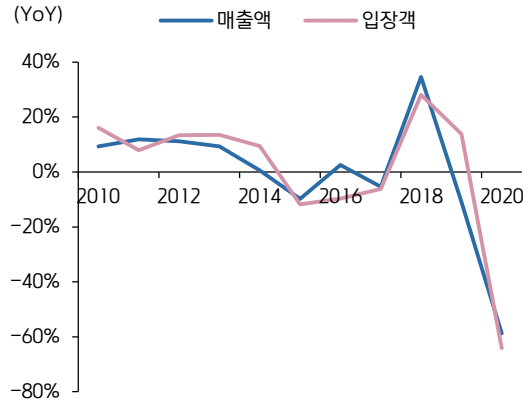
자료: 문화체육관광부, 파라다이스, GKL, 키움증권 리서치센터

강원랜드 카지노 매출액 및 입장객 성장률



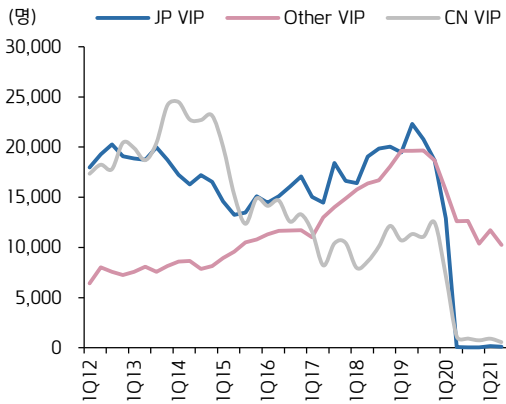
자료: 문화체육관광부, 키움증권 리서치센터

외국인 전용 카지노 매출액 및 입장객 성장률



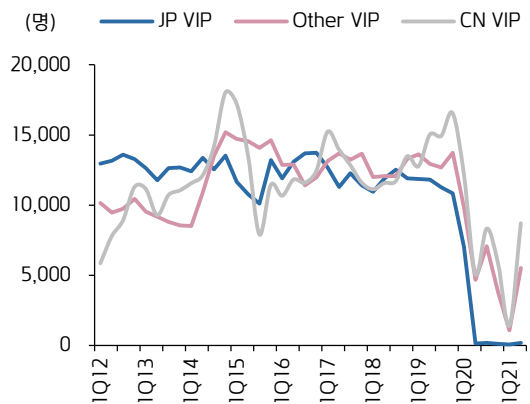
자료: 문화체육관광부, 키움증권 리서치센터

파라다이스 국적별 VIP 입장객 추이



자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

GKL 국적별 VIP 입장객 추이



자료: GKL, 키움증권 리서치센터

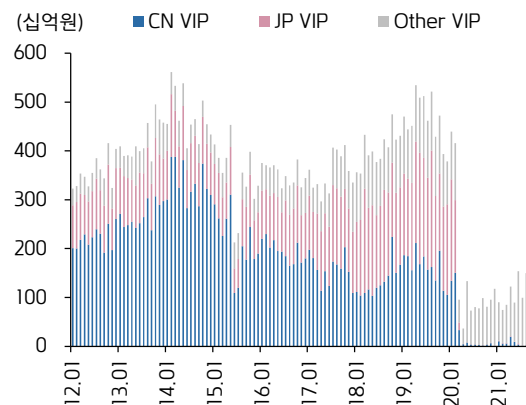
>>> >>> 산업 전망과 Top Picks

현재 코로나19에 대한 백신 접종 및 방역 체계에 따른 국내 기준을 감안하면 외국인 방문객에 대한 입국 재개방보다 내국인의 해외 출국 제한이 먼저 풀릴 가능성이 높다. 내국인의 아웃바운드 제한이 완화되면 해외여행 수요 회복을 예상할 수 있으나 패키지 여행의 전면적 회복까지는 많은 시간이 소요될 것으로 전망한다.

해외여행 이연수요는 제한적 패키지 여행 → 적극적 개별 여행 → 일반 개별 여행 → 일반 패키지 여행 순으로 회복되며 코로나19 이전으로의 복귀를 예상한다. 이에 따라 제한적 패키지 여행과 적극적 개별 여행 수요 회복에 영향을 받는 국내 외국인 카지노 업종의 선 회복을 예상하고, 홀세일 여행사는 일반 개별 여행 및 일반 패키지 여행 수요 재개 시 실적 개선이 발생할 것으로 전망한다.

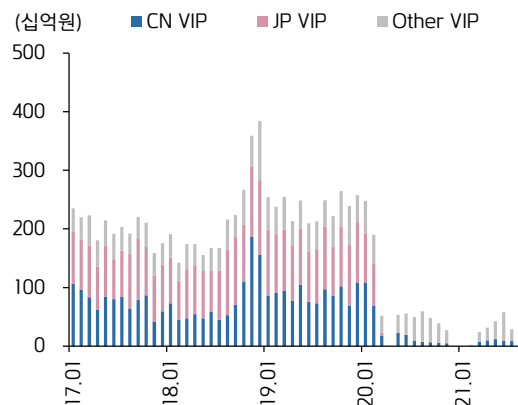
제한적 패키지 여행과 적극적 개별 여행은 현재 백신 접종, 자가격리 등을 통해 트래블 버블 및 상호 출입국 협약에 따르며 일부 시행되고 있다. 우리나라 카지노 산업은 중국과 일본VIP에 대부분 의존하고 있고, 패키지 여행 산업은 동남아, 일본, 중국에 치중되어 있다. 따라서 해당 국가 및 지역과 관한 정책 변화가 필요한데 현재는 상대적 방역 안전 국가에 대한 아웃바운드 및 인바운드 재개만 시행되어 회복 효과는 크지 않다.

파라다이스 국적별 VIP 드랍액 추이



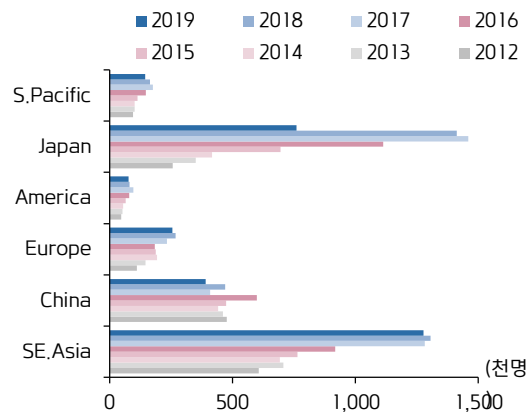
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

GKL 국적별 VIP 드랍액 추이



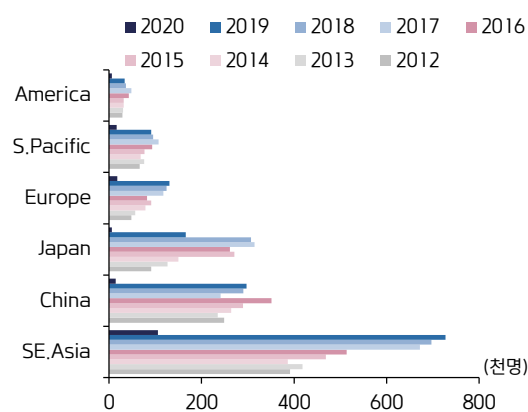
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

하나투어 지역별 패키지 송출객 현황



자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

모두투어 지역별 패키지 송출객 현황



자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터

하지만 카지노와 패키지 여행의 주요 매출국 익스포저를 감안하면 중국과 일본 중 하나의 시장만 재개되더라도 회복 속도가 빠른 카지노 산업의 선전이 기대된다. 우리나라 외국인 카지노에 미치는 중국 및 일본 VIP의 영향력은 매우 크다. 사드사태 이후 주춤하긴 했지만 2019년 하반기부터 회복한 중국 VIP는 2019년 4분기부터 코로나19가 발생하기 시작한 2020년 1월 실적까지 최고 달성 레벨을 가능하게 한 주 요인이었다. 일본 VIP는 파라다이스세가사미가 건설한 영종도 파라다이스시티의 개장과 더불어 그 비중을 급속하게 확대하며 국내 외국인 카지노 고객의 양축을 담당하고 있다.

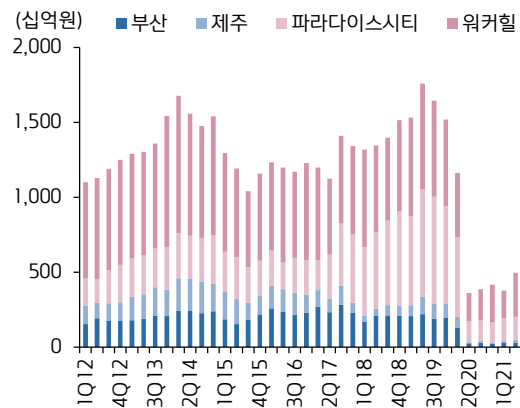
일본과 상호 출입국이 재개된다면 우리나라 카지노는 일본VIP의 회복만 발생할 뿐 일본향 고객 손실은 발생하지 않는다. 일본 고객 회복은 파라다이스 시티를 보유한 파라다이스의 탄력적 회복과 서울 지역 2개 카지노를 보유한 GKL의 성장을 가능하게 할 것으로 전망한다.

중국 고객 재개방이 발생하면 로컬 VIP의 마카오 유출과 중국 VIP의 입국이 동시에 발생하게 된다. 또한 출입국 재개로 인해 VIP는 물론 Mass 회복도 발생하기 때문에 일본보다 큰 복합적인 시장 성장 효과가 발생할 것으로 판단한다.

중국 고객 재개 시에는 마카오 카지노와의 경쟁력 및 Mass 고객 흡수 등을 위해 카지노 복합리조트의 선전이 발생할 것으로 판단한다. 특히 제주에 위치한 제주 드림타워 복합리조트는 5성급 호텔인 제주 그랜드 하얏트에 대한 평판효과와 제주도 최대 카지노 시설의 시너지가 발생할 것으로 추정한다. 이에 제주 드림타워 복합리조트를 운영하는 롯데관광개발을 주목할 필요가 있다.

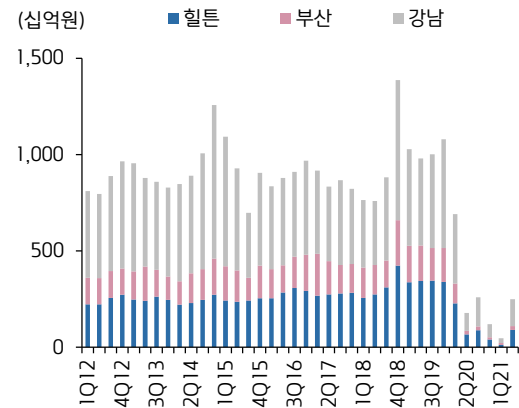
현재 내국인 호캉스 수요로 인해 19년 수준을 기록하고 있는 제주 입도객 추이는 당분간 유지될 것으로 보여 안정적인 호텔 부문 실적을 기반으로 향후 시장 확대에 따른 성장을 달성할 것으로 판단한다.

파라다이스 업장별 드랍액 추이



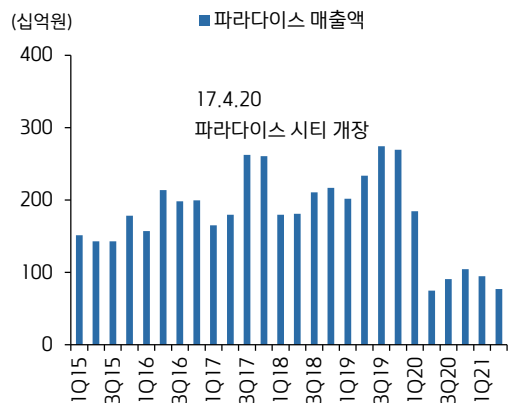
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

GKL 업장별 드랍액 추이



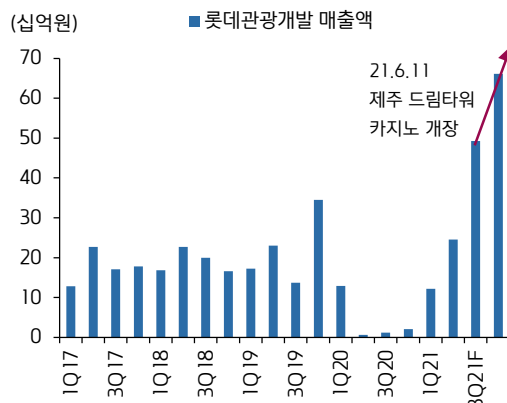
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

파라다이스 카지노 복합리조트 개장 효과



자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 카지노 복합리조트 개장 효과



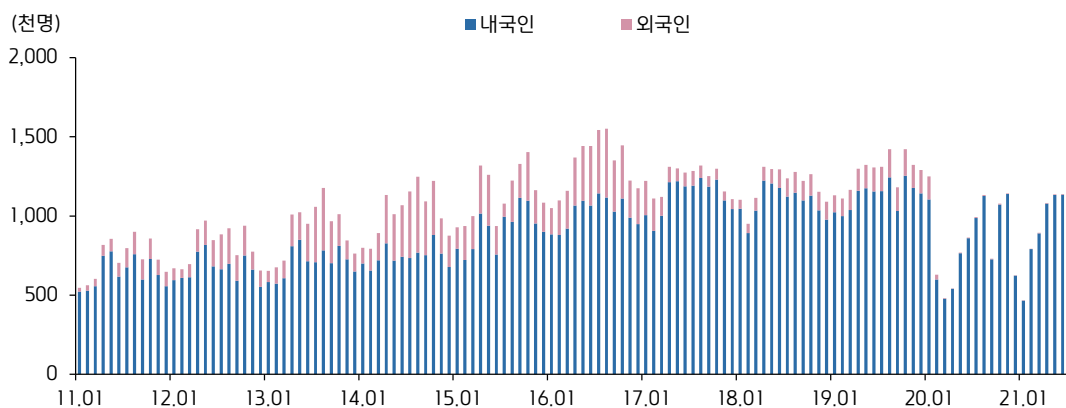
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

국내 카지노 복합리조트 현황

구분	제주 드림타워	파라다이스 시티	제주 신화월드	하이원 리조트
위치	제주 제주시	인천국제공항 IBC-1	제주 서귀포	강원도 정선
카지노	외국인 전용	외국인 전용	외국인 전용	내국인 출입 가능
주요시설	호텔, 외국인 전용 카지노, 컨벤션, 수영장, 스파, 사우나 등	호텔, 외국인 전용 카지노, 스파, 컨벤션, 아레나, K-스튜디오 등	호텔, 리조트, 컨벤션, 워터파크, 외국인 전용 카지노 등	호텔, 리조트, 내국인 카지노, 컨벤션, 워터파크, 골프장, 스키장 등
사업자	롯데관광개발	(주)파라다이스세가사미	람정제주개발	㈜강원랜드

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

제주도 입도객 추이



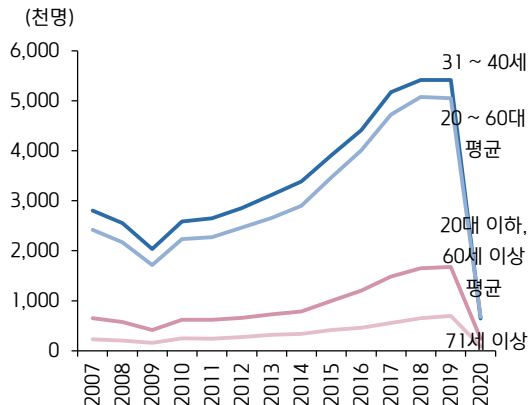
자료: 제주관광협회, 키움증권 리서치센터

최근 하나투어는 10월 전직원의 업무 재개소식을 알려왔다. 또한 홈쇼핑 및 자체 보유 채널을 통한 해외 여행재개 움직임이 포착되고 있는 것은 고무적이다. 다만 해외 여행객의 대부분을 차지하는 주력 연령대는 31~40세로 이들은 유아 및 미성년 가족을 동반한 가족일 가능성이 매우 높다. 비슷한 연령대로 확장하면 31~50세 사이의 해외 여행객들은 패밀리 트립을 우선적으로 선호할 시나리오로 풀이된다.

따라서 가족 여행이 가능한 수준은 트래블 버블 및 상호 출입국 협약에 따른 제한적 패키지 여행시기 보다는 이동 제한 등이 전면적으로 해제되어 미성년 자녀의 백신 접종 여부와 관계 없이 동반 여부가 해소된 일반적 여행 시즌에 가능할 것으로 전망한다. 따라서 패키지 여행 매출이 70%에 육박하는 국내 휴세일 여행사는 항공권과 숙박의 부분적 회복 이후 패키지 매출이 살아나며 본격적 실적 회복이 발생할 것으로 판단한다.

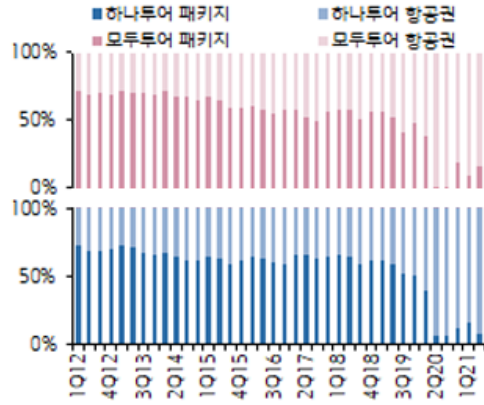
코로나19 발생으로 인한 해외여행 심리적 거리감은 적극적 개별 여행객을 통해 일부 해소될 수 있으나 국내 휴세일 여행사의 주요 매출원인 패키지 상품의 매출 및 이익 비중 감안 시 큰 도움은 되지 않을 것으로 보인다. 이에 따라 코로나19 이전 복귀 시 결국 패키지와 개별 자유여행에 대한 구도가 다시 부각될 것으로 보여 중장기적으로 힘든 싸움이 지속될 것으로 추정한다.

연도별 연령대별 여행객 추이



자료: 관광정보시스템, 키움증권 리서치센터

하나투어, 모두투어 패키지 및 항공권 비중



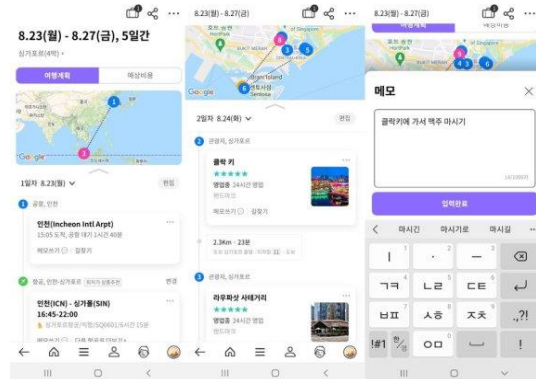
자료: 하나투어, 모두투어, 키움증권 리서치센터

노랑풍선



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

인터파크



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

V. 미국 레저산업 전망

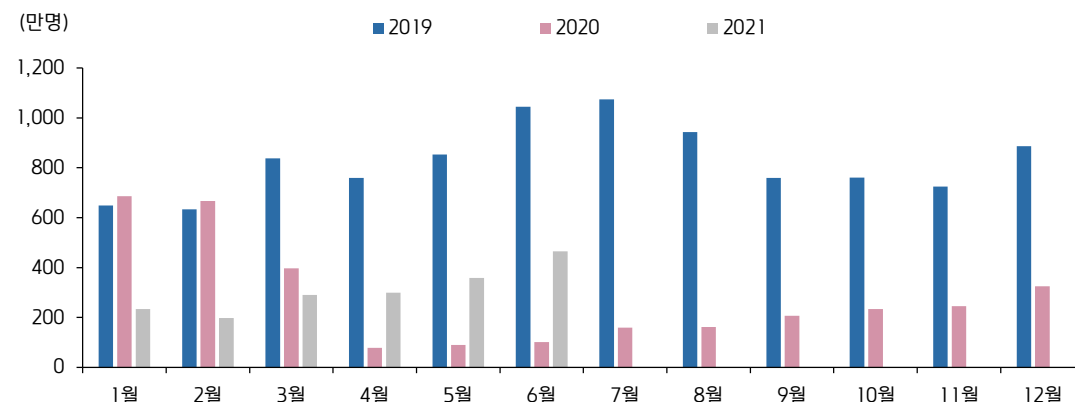
>>> 출국자, 입국자 추이 및 전망

2020년 미국 내 본격적으로 확산 된 코로나19 영향으로 미국 출국자 및 입국자 모두 역대 최저 수준을 기록했으며, 2021년 미국 내 백신 공급이 본격화되기 시작했으나, 델타 변이 바이러스 확산 영향으로 출입국자 회복은 미진한 상황이다. 2019년 기준 미국 시민 해외 출국자수는 약 9천9백만명으로(YoY +7.2%) 2010년부터 9년동안 연평균 15% 이상의 성장을 기록했으나, 2020년 해외 출국자수는 약 3천4백만명(YoY -64.3%) 수준으로 급감하여 2003년과 유사한 수준의 해외 출국자수를 기록했다. 캐나다와 멕시코 국적을 포함한 외국인의 2020년 미국 입국자 수 또한 글로벌 락다운 조치 확산으로 2019년 약 8천만명 대비 큰 폭으로 감소한 1천 9백만명을 기록했다.

미국 내 코로나19 백신 보급이 시작된 2021년 1월부터 6월까지 입출국 현황을 살펴보면 미국 시민 해외 출국자수는 약 6백만명을 기록하며 2019년의 27% 수준에 불과하며 외국인 입국자 수 또한 약 7.7백만명을 기록하며 2019년의 21% 수준에 머물렀다. 코로나19 델타 변이 바이러스 확산으로 단기간 내 미국 출입국자 수치 회복은 어려울 것으로 판단된다.

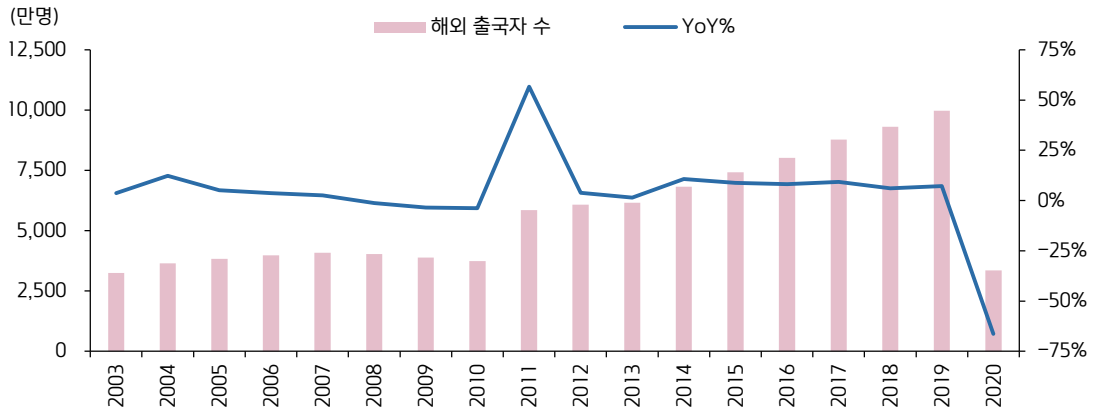
전세계적인 집단면역이 형성될 것으로 전망되는 2022년 하반기까지 미국 국민들은 해외여행 대신 자국내 중단거리 국내 여행을 선호할 가능성이 높을 것으로 판단된다. 국내 여행의 경우 주요 도시 중심지 위주의 관광 수요 보다 한적한 교외 가족 여행 및 카지노와 같은 특수 목적에 기반한 여행 수요의 우선적 회복이 나타날 것으로 전망된다.

미국 해외 출국자 수 추이



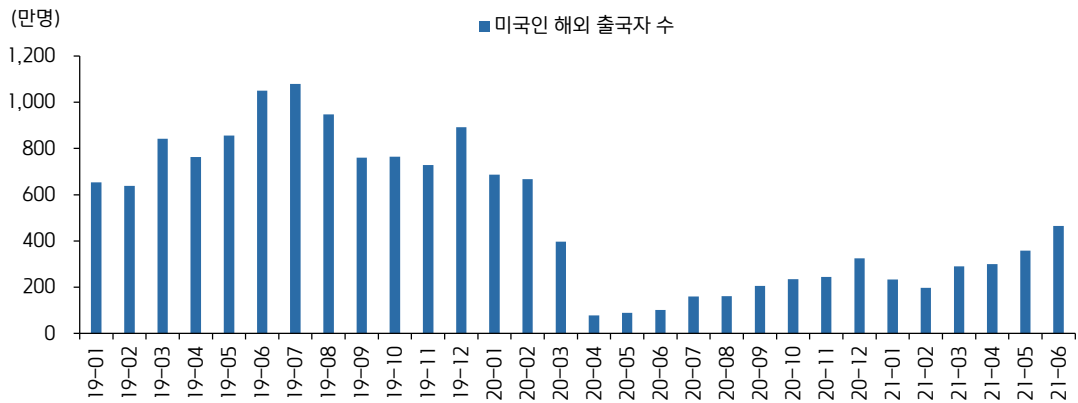
자료: International Trade Administration, 키움증권 리서치센터

연도별 미국인 해외 출국자 수 추이



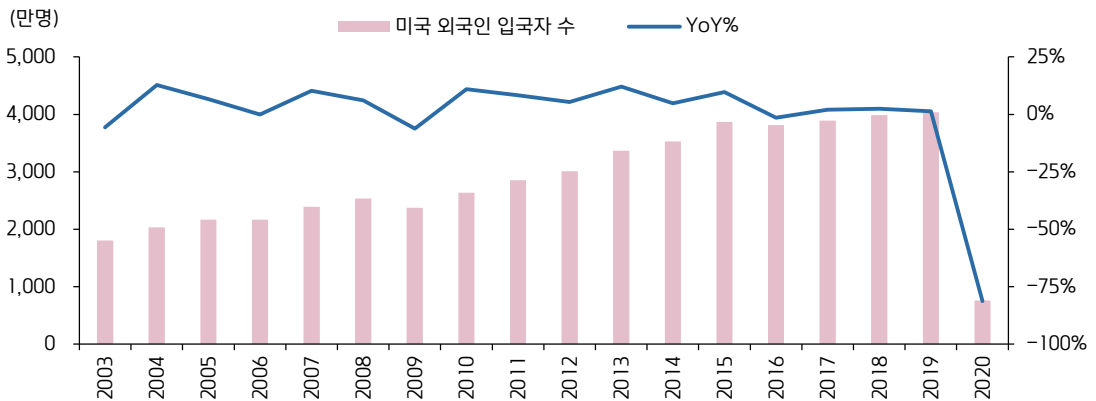
자료: International Trade Administration, 키움증권 리서치센터

월별 미국인 해외 출국자 수 추이



자료: International Trade Administration, 키움증권 리서치센터

외국인 입국자 추이



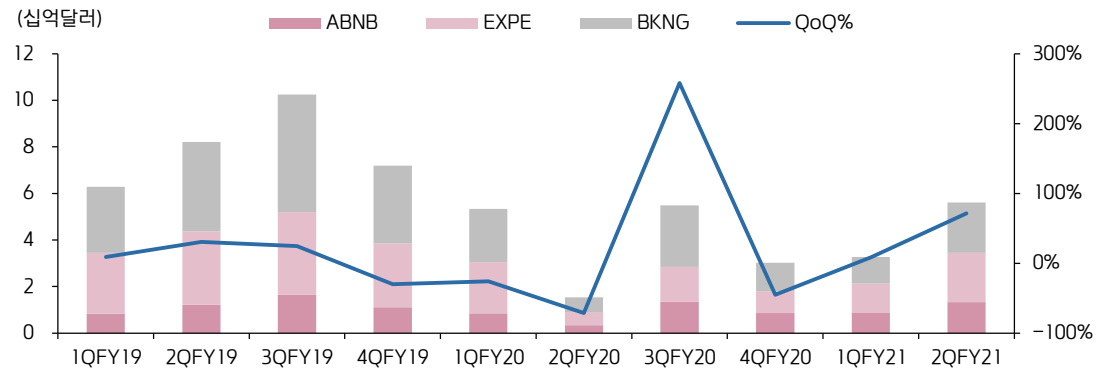
자료: International Trade Administration, 키움증권 리서치센터

>>> 서플라이 체인 점검 1. 여행

미국의 경우 해외 여행이 불가능해지자 국내 여행으로 방향을 전환하는 모습이다. 2021년 7월 여행 관련 소비는 985억달러로 2019년 7월 대비 약 7% 감소 기록하며 예상보다 양호한 수치를 기록했다. 이는 코로나19로 2021년 상반기 내내 여행을 기다려왔던 소비자들이 하계 휴가를 국내 여행으로 대체하며 이연 수요가 폭발하며 여행관련 소비가 증가했기 때문이다. 2021년 7월 기준 미국 호텔 수요는 2019년 대비 약 4% 하락한 것으로 파악되며, 2021년 하반기에도 해외여행이 사실상 불가능할 것으로 전망되는 만큼 국내 여행 수요에 기반한 호텔 수요 증가는 지속될 것으로 전망된다.

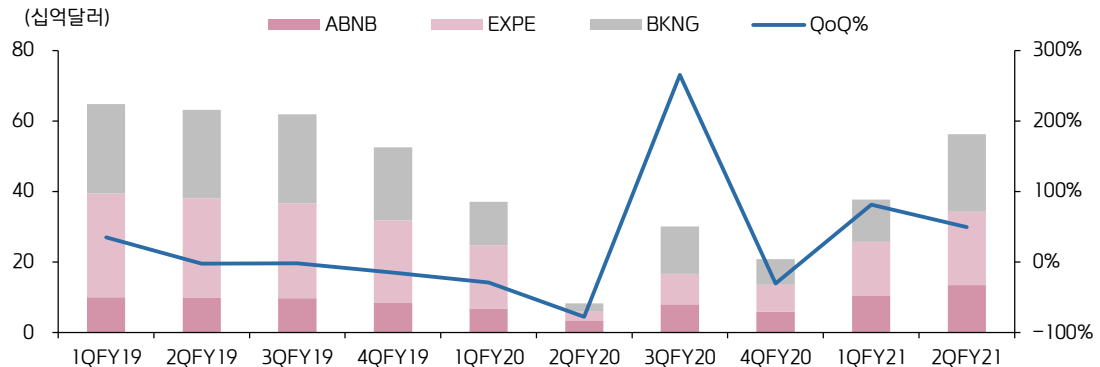
미국 온라인 여행사들의 실적은 2020년 역대 최저 실적을 기록한 이후 국내여행 수요를 기반으로 점진적인 회복세를 기록하고 있다. 전세계적으로 국내 여행 수요가 증가하며 해외 여행 감소 영향을 일부 상쇄중이다. 미국을 대표하는 OTA 업체들인 익스피디아(EXPE), 부킹 홀딩스(BKNG), 에어비앤비(ABNB)의 2021년 2분기 합산 매출액의 경우 56.1억달러 기록하며 2019년 2분기 대비 32% 감소했다. 합산 예약금(Gross booking Value)의 경우 2021년 2분기 561.9억달러 기록하며 2019년 2분기 대비 약 11% 감소, 전분기대비 49% 증가를 기록했다. 합산 예약금의 증가는 하계 여름 휴가 수요 증가 및 코로나19 이후 여행 수요를 반영한 증가로 판단된다.

OTA(ABNB, EXPE, BKNG) 합산 매출 추이



자료: Airbnb, Expedia, Booking holdings, 키움증권 리서치센터

OTA(ABNB, EXPE, BKNG) 합산 총예약금(GBV) 추이



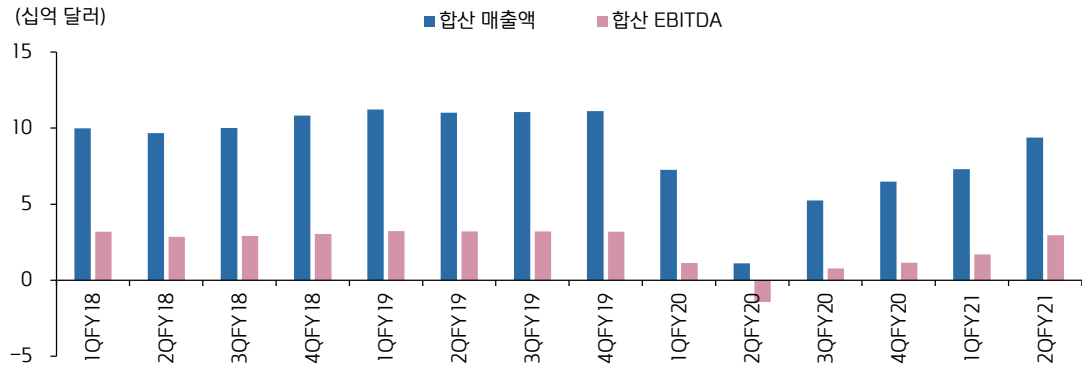
자료: Airbnb, Expedia, Booking holdings, 키움증권 리서치센터

>>> 서플라이 체인 점검 2. 카지노

미국의 카지노는 크게 1) 자국민을 대상으로 하는 지역 카지노 사업을 영위하는 로컬 카지노 2) 호텔, 엔터테인먼트, 카지노가 합쳐진 리조트 복합형 카지노 3) 온라인 카지노로 구분할 수 있다. 2020년 3월 미국의 모든 카지노 사업장이 약 78일간 영업이 전면 중단되며 온라인 카지노를 제외한 카지노 사업자들이 큰 타격을 입었고, 이후에도 입장 인원제한 50% 등 여러 거리두기 규제들이 적용되며 사업에 어려움을 겪었다. 2019년~2021년 1~6월 동기간 동안 사업자 유형별 합산 실적을 비교해보면 비교 우위가 비교적 명확하게 나타나는데, 미국 국내 지역 로컬 카지노 사업자(Caesars, Penn, Boyd)의 실적이 글로벌 복합리조트 카지노(LVS, WYNN, MGM) 대비 빠르게 개선되고 있는 것으로 파악된다.

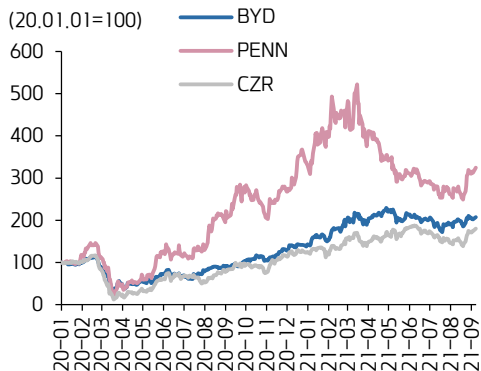
미국 내 로컬 지역 카지노의 빠른 실적 개선 및 게이밍 매출 증가 이유는 국경 봉쇄 등 코로나19 관련 조치로 인해 자국민들의 해외여행 수요가 국내 여행 수요로 방향을 틀게 되었고, 미국 로컬 카지노들이 이로부터 직접적인 수혜를 받았기 때문이다. 미국 로컬 카지노들의 경우 방문객 숫자 자체는 코로나19 이전 수준을 아직 회복하고 있는 것으로 파악되나, 1인당 베팅(소비) 금액이 증가하며 카지노 사업자들의 총계 임대출(GGR)의 경우 2021년 1분기를 기점으로 이미 2019년 수준을 상회하고 있다. 미국 자국민들의 해외 여행을 대신한 국내 로컬 카지노 방문 증가는 가속화되고 있어 2021년 하반기에도 코로나19 이전 수준을 상회하는 성장이 지속될 것으로 전망된다.

미국 주요 카지노 사업자(CZR, LVS, MGM, WYNN, PENN, BOYD) 합산 실적 추이



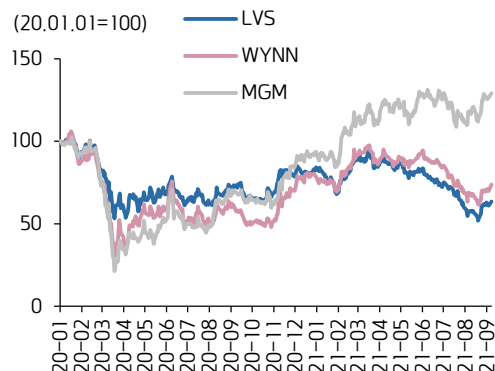
자료: 각사 자료, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 지역 로컬 카지노 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 복합리조트/글로벌 카지노 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

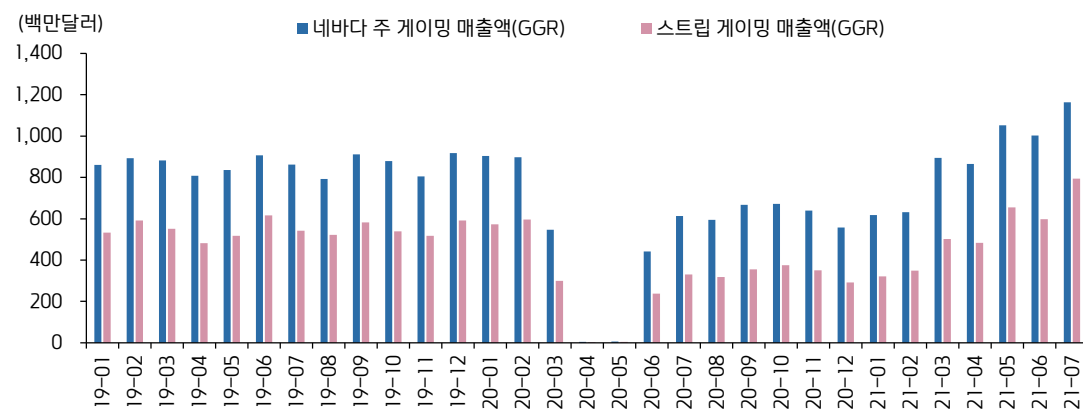
>>> 2.1 라스베가스는 코로나19 이전 수준을 상회

미국의 로컬 지역 카지노와 복합 리조트가 모여있어 미국 카지노를 대표하는 지역인 라스베가스의 카지노 업황을 살펴보면 자국민의 국내 여행 수요 증가에 기인한 방문객 및 카지노 게임 배팅 금액 증가가 빠르게 나타나고 있다. 라스베가스 지역의 경우 월별 게이밍 매출액(GGR)을 공개하고 있는데, 코로나19 거리두기 제재 조치 시행으로 영업이 중단된 2020년 3월~5월 기간 이후 2020년 6월부터 점진적인 회복을 기록 중이다. 2021년 백신 보급 확대로 방문객 및 배팅 금액이 증가하며 이미 코로나19 이전 수준을 상회했으며, 2021년 7월 게이밍 매출액의 경우 2019년 7월 대비 28% 증가한 11.6억달러를 기록했다.

라스베가스 지역의 게이밍 매출액 증가세는 코로나19 이전 수준을 뛰어넘는 성장세가 지속되고 있으나, 라스베가스 지역 방문객 숫자는 여전히 코로나19 이전 수준을 소폭 하회하고 있다. 2021년 7월 라스베가스 방문객 숫자는 4.2백만명을 기록해 2019년 7월 4.5백만명 대비 소폭 감소한 수준이나, 2020년 7월 1.6백만명 대비 큰 폭으로 개선됐다. 방문객 회복의 경우 게이밍 매출액 대비 다소 느린 속도로 회복이 나타나고 있는데, 코로나로 인해 항공기 탑승에 대한 부담이 높아 졌고, 라스베가스 지역에서 개최되던 컨벤션 행사가 취소 및 연기되며 기업들의 출장 수요가 감소했기 때문인 것으로 파악된다. 2021년 7월까지 실질적인 컨벤션 행사 재개가 이뤄지지 않았음을 감안하면 라스베가스 방문객 회복은 대부분 개인들의 여행 수요에 증가에 기인한 것으로 파악되며, 하반기 컨벤션 행사 재개 시 기업 출장 수요가 증가하며 방문객 수 또한 코로나19 이전 수준을 상회하는 회복을 나타낼 것으로 전망된다.

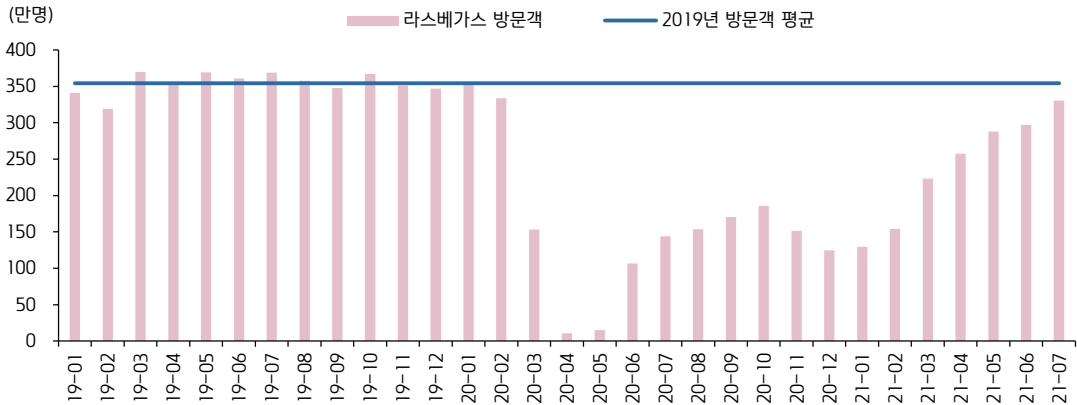
라스베가스 지역에서 카지노 사업을 영위 중인 카지노 대다수가 복합 리조트 사업을 함께 운영하고 있어 호텔 및 음식료 업황 또한 실적에 중요한 요소로 작용된다. 라스베가스 지역 호텔의 평균 투숙률의 경우 2021년 7월 기준으로 79.4% 기록하고 있어 2019년 7월 91.1% 수준을 하회하고 있다. 라스베가스 지역의 2021년 1~7월 평일 평균 투숙률의 경우 53.7% 기록하며 2019년 동기간 87.1% 대비 큰 폭으로 감소했으나, 주말 투숙률의 경우 2021년 7월 88.1% 기록하며 코로나19 이전과 근접한 수준으로 회복 했다. 2021년 1~7월 평균 주말 투숙률의 경우 76.8% 기록하며 2019년 동기간 평균 94.9% 대비 아직 낮은 수준이나, 2021년 상반기 델타 변이 확산으로 감소한 호텔 투숙 수요와 하반기에도 지속될 국내 여행 펜트 업 수요를 감안할 경우 하반기 주말 투숙률은 2019년 수준으로 회복이 가능할 것으로 전망된다

네바다 & 라스베가스 게이밍 매출액(GGR) 추이



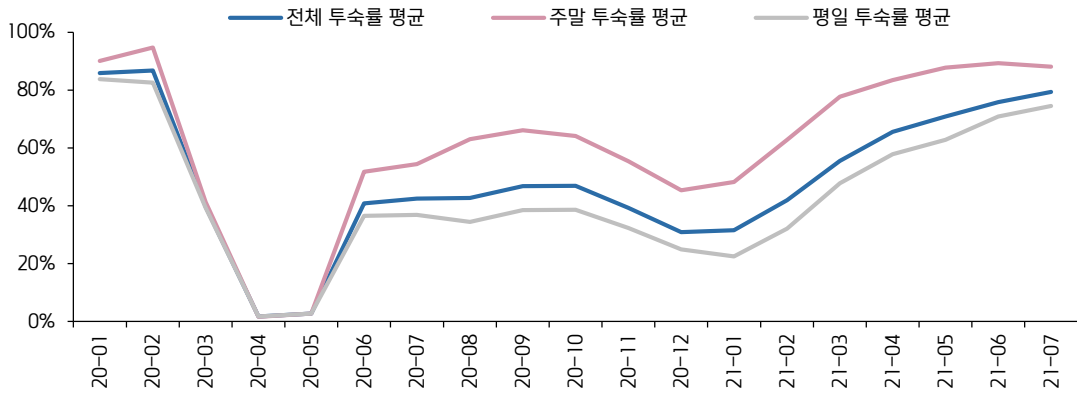
자료: LVCVA, 키움증권 리서치센터

라스베가스 방문객 추이



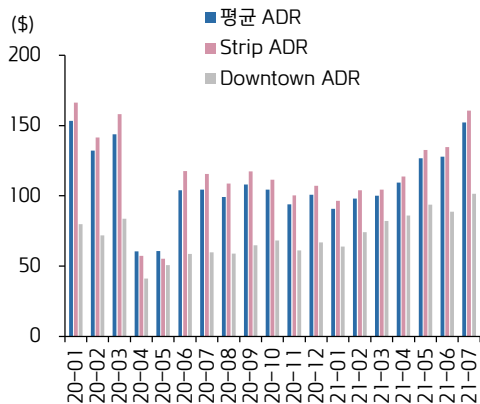
자료: LVCVA, 키움증권 리서치센터

라스베가스 호텔 투숙률 추이



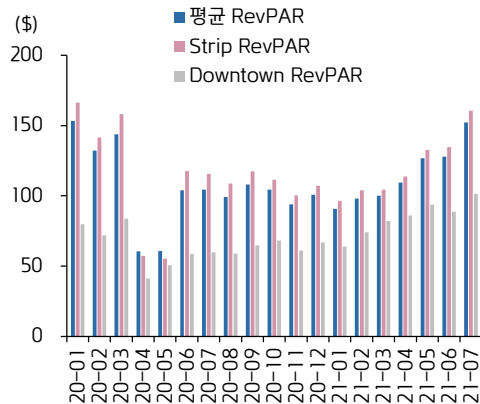
자료: LVCVA, 키움증권 리서치센터

라스베가스 ADR 추이



자료: LVCVA, 키움증권 리서치센터

라스베가스 RevPAR 추이



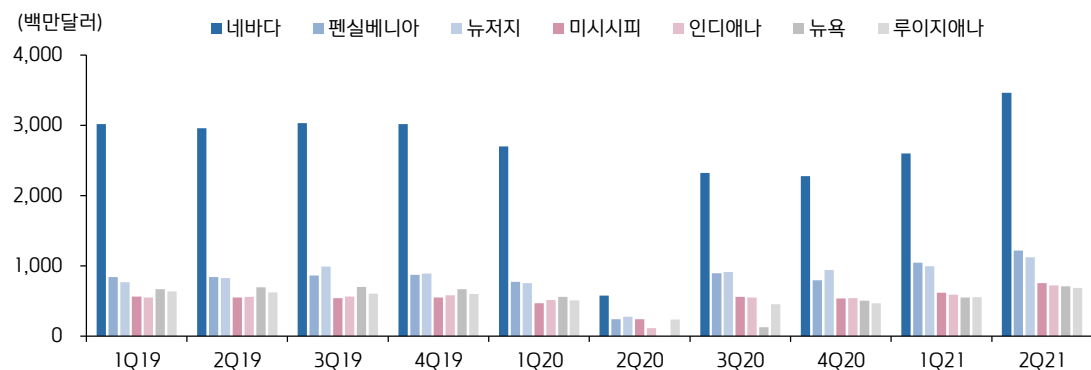
자료: LVCVA, 키움증권 리서치센터

>>> 2.2 지역 로컬 카지노의 성장은 지속

라스베이거스가 위치한 네바다주를 포함한 탑 7 개별 주의 카지노 게이밍 매출액을 살펴봐도 게이밍 매출액(GGR) 증가세는 유사한 모습을 보이고 있다. 해외 여행이 불가능한 상황에서 지역 로컬 카지노 방문 및 소비 금액이 증가하고 있는 것으로 파악된다. 2021년 2분기 미국 전체(슬롯, 테이블, iGaming) 게이밍 매출액(GGR)의 경우 136.5억달러를 기록하며 2019년 2분기 109.4억달러 대비 24.8% 증가한 수치를 기록했다. 게이밍 매출액 규모가 큰 7개주(네바다, 펜실베이니아, 뉴저지, 미시시피, 인디애나, 뉴욕, 루이지애나) 모두 2019년 2분기 대비 매출액 상승을 기록했으며, 이 중 펜실베이니아가 2019년 대비 44.6% 증가하며 가장 큰 폭의 증가를 기록했다.

미국 지역 카지노들의 경우 2021년 4월 기준으로 25개의 주 중 15개의 주에서만 운영 재개가 시작되었고, 총 463개의 카지노 중 345개의 카지노의 운영이 재개된 것으로 파악된다. 2021년 2분기 기준 카지노들의 100% 운영 재개가 온전히 반영되지 못한 게이밍 매출액일 가능성이 높으며, 3분기부터 대다수의 카지노가 인원제한 없이 운영을 다시 시작한 만큼 게이밍 매출액의 증가 추세는 지속될 공산이 크다. 또한, 다수의 지역에서 테이블 카지노 게임 인원수 제한 등을 통해 부분적 거리두기 조치를 시행중이나, 백신 보급 확대로 조치 해제 가능성이 높으며 이는 매출액 증가를 견인할 가능성이 높다고 판단된다.

미국 지역별 게이밍 매출액(GGR) 추이



자료: AGA(American Gaming Association), 키움증권 리서치센터

미국 지역별 게이밍 매출액(GGR) 추이

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
GGR(십억달러)	9.0	10.8	11.1	11.0	9.4	2.3	9.04	9.19	11.13	13.64
슬롯	6.3	7.2	7.3	7.1	6.06	1.3	5.87	5.63	6.7	8.7
테이블	2.4	2.0	2.3	2.1	1.8	0.3	1.6	1.5	1.6	2.1
스포츠 베팅	0.0	0.1	0.2	0.4	0.3	0.1	0.4	0.9	1.0	0.9
온라인 카지노	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.8	0.9

자료: AGA(American Gaming Association), 키움증권 리서치센터

>>> 서플라이 체인 점검 3. 크루즈

크루즈 산업의 경우 2020년 1월 20일 일본에서 발생한 Diamon Princess 선박 집단 감염 이후 상업용 운행이 실질적으로 중단된 상태다. 2020년 북미 지역 크루즈 총 이용객수는 약 3백만명으로 2019년 1천5백만명 대비 20% 수준으로 감소했으며, 2020년 3월부터 미국 크루즈 선박의 상업용 운행이 금지된 상황이다. 2021년 4월 미국 질병통제예방센터(CDC)가 크루즈 제한적 형태의 운항 재개 허가를 가능케 하는 개정안을 발표했으나, 전세계적인 델타변이 확산으로 2021년 2분기 기준 전체 운항 가능 선박 객실 중 약 20% 수준인 것으로 파악된다.

델타변이 확산으로 크루즈 영업 업황이 어려움을 겪고 있는 와중에 미국 질병통제예방센터(CDC)가 크루즈 사업에 비우호적인 권고사항을 다수 발표하며 산업에 부정적인 영향을 미치고 있다. 8월 중순 발표된 질병통제예방센터 권고사항에 따르면 1) 질병을 현재 앓고 있거나, 가능성이 높은 노인의 경우 백신 접종 여부와 상관없이 크루즈 여행 금지 권고 2) 주요 여행지 바하마, 세인트 마틴 섬을 코로나19 위험 지역으로 지정했다. 추가적으로 미국 델타 변이 확산 주요 중심으로 플로리다 지역 거론되고 있으며, 해당 지역이 미국 크루즈 사업자 대부분의 주요 출발지로 이용되고 있는 만큼 단기간 내 사업 회복이 어려울 것으로 판단된다.

국가별 카지노 운항 제한

국가	운항 재개일자	규제사항
미국	2020-10-30	조건부 운항명령 지시 : 2021년 11월 1일까지 하기 조건을 충족한 크루즈 선박들만 운항 가능 1. 탑승객 250명 이상의 크루즈는 규제 대상으로 포함 2. 크루즈 일정 7일 내외로 제한 3. 선원 및 객실 직원 전원 코로나 19 백신 접종 완료 필수 4. 출항 3일전 전원 코로나 검사 필수 5. 백신 접종자 대상 마스크 착용 및 사회적 거리두기 의무화 제외. 크루즈사 자발적 의무화 허용 - 크루즈 탑승객 및 직원의 95%가 백신 접종 완료 시 마스크 착용 및 거리두기 불필요 6. 안전성 입증을 위해 선박 30일 전 모의 항해 필요 - 모의 항해 참가 승객들은 18세 이상, 백신 접종자로 제한
EU (오스트리아, 크로아티아, 이탈리아, 아일랜드, 네덜란드 등)	2020-07-01	1. 규제 대상 국가의 관광객 외 크루즈 투어 가능 - 미국의 경우, 백신 접종자 대상으로 투어 재개 2. 사회적 거리두기로 탑승 인원 제한 3. 온보드 코로나 19 검사 설비 및 의료지원 서비스 구비 필수 4. 탑승객 전원 사전 코로나 19 검사 권장
영국	2021-08-02	1. 탑승객 전원 사전 코로나 19 검사 필수 2. 만 18세 이상 탑승객 전원 코로나 19 백신 접종 권고 3. 탑승 및 입출국 확인 시 코로나 19 검사 이 외 사회적 거리두기 불필요
호주	2021-12-17	1. 출항 입항 금지 3차 연장 (6월 → 9월 → 12월)
캐나다	2021-11-01	1. 탑승객 100명 이상 크루즈는 규제 대상으로 포함
바하마스	-	1. 만 12세 이상 탑승객 전원 코로나 19 백신 접종 완료 필수 (~11/1까지) 2. 바하마스 Health Travel 비자 발급 필요
멕시코 (Cozumel)	2021-06-01	1. 만 16세 이상 승객 코로나 19 백신 접종 완료 필수

자료: 언론 자료 참고, 키움증권 리서치센터

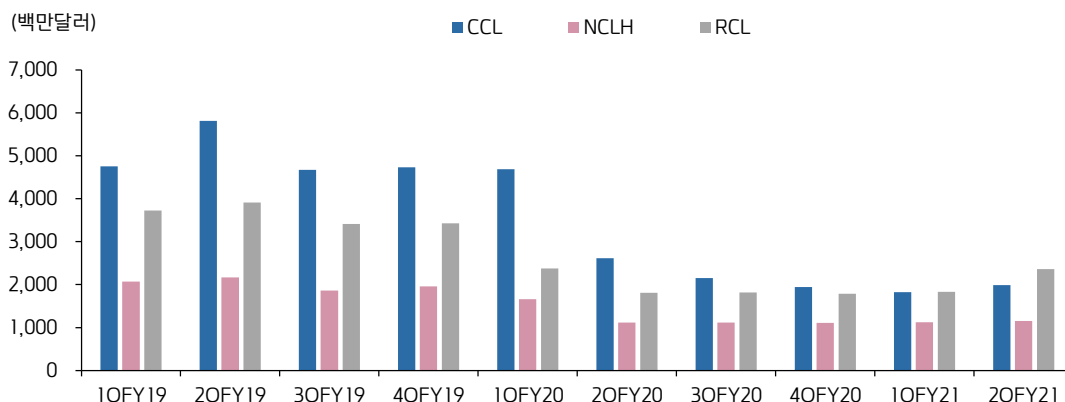
>>> 3.1 감소하는 예약률, 운영 정상화는 2022년 이후

델타변이 확산에도 불구하고 주요 탑 3 크루즈 사업자(CCL, RCL, NCLH)의 경우 자체적인 탑승 규제 강화를 통해 2021년 하반기부터 보유 선박 객실의 약 50% 수준의 운행 재개를 시작할 계획이다. 주요 크루즈 사업자들의 경우 탑승객의 백신 접종 의무 및 탑승 전 코로나19 PCR 검사 의무화, 모든 승무원 백신 접종 의무 및 PCR 검사 등 강도 높은 사전 탑승 규제 도입을 통해 선박 내 코로나19 전염 가능성을 낮춰 탑승률을 올리겠다는 계획이다. 크루즈 선사들의 탑승객 확대 계획이 성공적일 경우 4분기 전체 탑승률은 75% 수준까지 증가할 가능성도 있으나, 델타 변이 바이러스의 높은 감염성으로 인해 현재 20% 수준의 탑승률 상태에서도 크루즈 선박 내 감염 사례가 발생하는 것을 감안하면 확률은 높지 않을 것으로 판단된다.

2020년 크루즈 선박들의 운행 취소로 현금 혹은 크루즈 크레딧(FCC, Future Cruise Credit) 환불을 진행하게 되었다. 2020년 당시만 하더라도 기존 예약 고객의 55% 수준이 현금 환불 대신 크루즈 크레딧을 선택하여 추후 상품 예약을 선택했으나, 2021년 크루즈 선박 운영 중단 장기화 및 델타변이 확산 우려로 고객 예약률이 큰 폭으로 감소하고 현금 환불이 증가하고 있다. 주요 크루즈 사업자들의 엄격한 탑승 규제 및 CDC의 여행 금지 권고 등에 따라 8월 크루즈 선박 예약률은 2019년 동기대비 10% 이상 감소한 것으로 파악된다. 일반적으로 8월이 하계휴가가 끝나는 시점으로 계절적 비수기이나, 예약률이 감소하며 높은 가격을 유지했던 크루즈 여행 상품 가격의 하락이 시작되었다.

크루즈 사업의 정상화 시점은 2022년 하반기 혹은 2023년 1분기로 지연될 것으로 전망된다. 미국 내 최다 크루즈 선박 보유 사업자인 카니발의 경우 2021년 11월 보유 선박의 약 75% 운행 재개 목표를 언급해왔으나, 최근 일부 선박 운행 재개 시점을 연기 시키며 2021년 약 50% 수준의 선박 운행 재개가 가능할 것으로 전망된다. RCL의 경우 남미, 바하마 지역 운항 노선을 중심으로 3사 중 가장 빠른 속도로 운항 재개를 재개하고 있으나, 선내 델타 변이 확진자 발생으로 운행 재개 운영 전략 지속 가능 유무가 불투명한 상황이다. NCLH의 경우 선박 운행 재개 일자는 가장 보수적인 2022년 4월로 결정하였다. 전체 크루즈 산업의 경우 2021년 4분기 기준으로 약 50% 수준의 선박 운항 재개가 나타날 것으로 전망되며, 2022년 2분기 이후 80% 이상의 선박이 운항을 재개할 것으로 전망된다.

크루즈 사업자(CCL, RCL, NCLH) 예약금 추이



자료: Carnival Corp, Norwegian Cruise Line, Royal Caribbean Cruises, 키움증권 리서치센터

VI. 중국 레저산업 전망

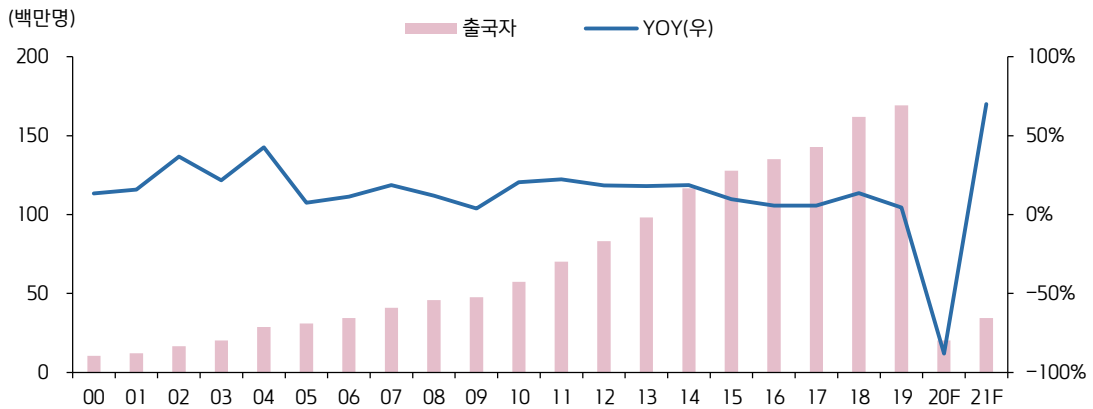
>>> 출국자, 입국자 추이 및 전망

2020년 중국 출국자 수는 코로나19 발생으로 급감했다. 중국 국가통계국은 구체적인 2020년 데이터를 발표하지 않았으며, 중국 문화관광부 산하 연구기관인 중국여행연구원은 2020년 중국인 출국자 수는 YoY 88% 감소한 2천만명으로 예상했다. 글로벌 이동제한이 여전한 상황에서 2021년에도 출국자수 부진은 불가피해 보인다.

중국 질병센터 수석 과학자 쑹광(曾光)은 최근 현지 언론과의 인터뷰에서 2022년 베이징 동계올림픽이 중국 방역 정책의 전환점이 될 수 있다고 밝혔다. 코로나19 사태 발생 이후 최근 1년간 다수 연휴(국경절, 노동절)를 거쳤음에도 불구하고 큰 문제가 없었으며, 이제는 외국인 유입 상황에서의 방역 성공여부를 관찰할 시점으로 보고 있다. 다만 쑹광은 중국이 급하게 국경을 개방해서 얻을 이득이 없으며, 영국 및 싱가포르의 코로나19 상황을 관찰하고 있다고 언급했다.

2022년 제 20차 전국대표대회(10월)를 앞두고 있고, 가장 먼저 국경을 개방한 국가가 될 필요가 없다고 강조한 점을 감안하면 베이징 동계올림픽은 도쿄 하계올림픽과 같이 운동선수 및 관계자에게만 제한적으로 개방할 가능성이 크다는 판단이다.

중국 출국자수 추이 및 전망



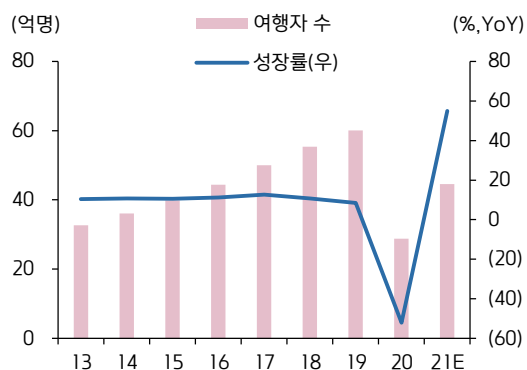
자료: 국가통계국, 중국여행연구원, 키움증권 리서치

>>> 서플라이 체인 점검 1. 여행

2021년 상반기 중국 내 여행자 수는 18.7억명, 여행 소비는 1.6조위안으로 2019년 대비 각각 61%, 59% 회복했다. 해외 여행이 제한적인 상황에서 중국 여행산업은 자국 내 여행 중심으로 빠르게 회복했다. 특히 상대적으로 오프라인 중심의 중저가 여행시장은 코로나19로 인해 온라인 침투율이 상승했다. 농촌지역의 인터넷 보급률이 확대되며 트래픽이 증가했고, 중소형 도시 호텔의 OTA 편입으로 공급도 확대됐다. 중소형 도시 유저를 주요 타겟으로 하는 OTA기업 통청이룽 실적은 1Q21부터 2019년 동기간 수준을 상회하기 시작했다.

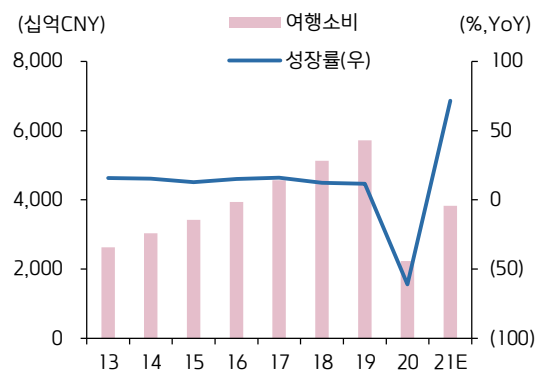
2022년 베이징 동계올림픽(2월) 및 제 20차 전국대표대회(10월)를 앞두고 있는 중국은 하반기에도 타이이트한 코로나19 방역 정책을 시행할 것으로 예상된다. 6~9월 중국 내 산발적인 코로나19 재확산으로 인해 여행 소비는 3분기 부진이 불가피하나 자국 내 여행 중심의 회복은 지속될 전망이다. 또한 중국의 타이이트한 방역 정책으로 인해 코로나19 확진자 수가 감소했으며, 10월 국경절 연휴를 시작으로 여행 소비의 완만한 회복이 기대된다. 중국 문화관광부 산하 연구기관인 중국여행연구원은 2H21 중국 여행자 수는 25.9억명, 여행 소비는 2.2조위안으로 2019년 대비 각각 88%, 76% 회복할 것으로 전망했다.

중국 연간 여행자 수 추이 및 전망



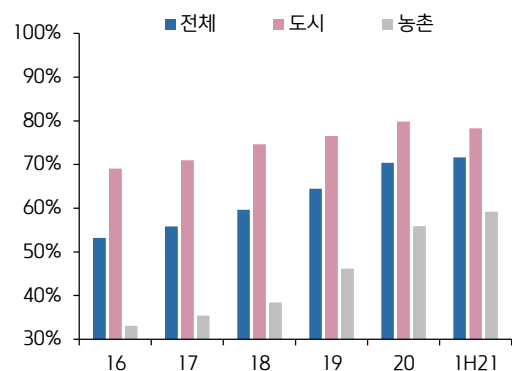
자료: Wind, 중국여행연구원, 키움증권 리서치

중국 연간 여행소비 추이 및 전망



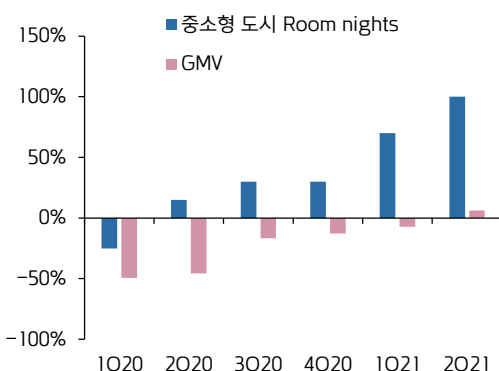
자료: Wind, 중국여행연구원, 키움증권 리서치

중국 지역별 온라인 침투율 추이



자료: CNNIC, 키움증권 리서치

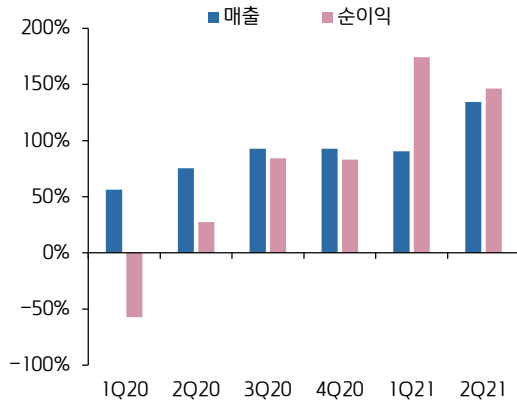
통청이룽 중소형 도시 Room nights 및 GMV 증가율



주: 2019년 대비 증가율

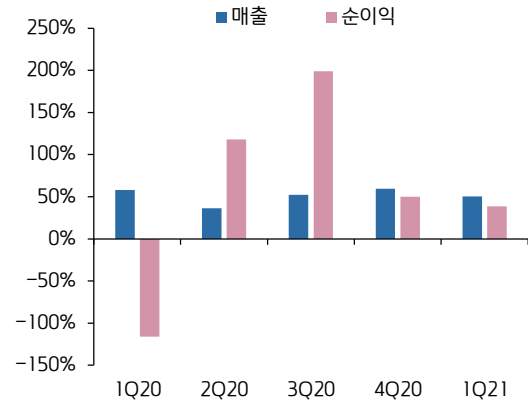
자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치

2019년 대비 통청이룸 매출 및 순이익 회복률



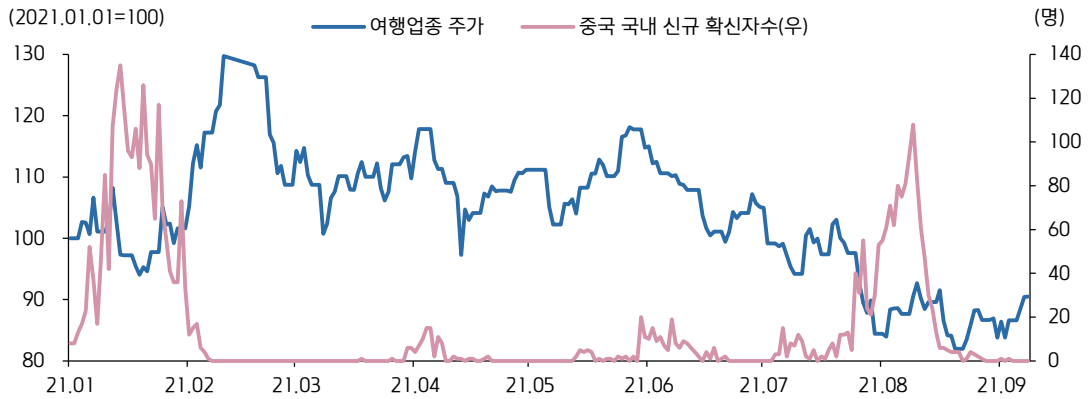
자료: 통청이룸, 키움증권 리서치

2019년 대비 트립닷컴 매출 및 순이익 회복률



자료: 트립닷컴, 키움증권 리서치

중국 코로나19 확진자 수 및 여행업종 주가 추이



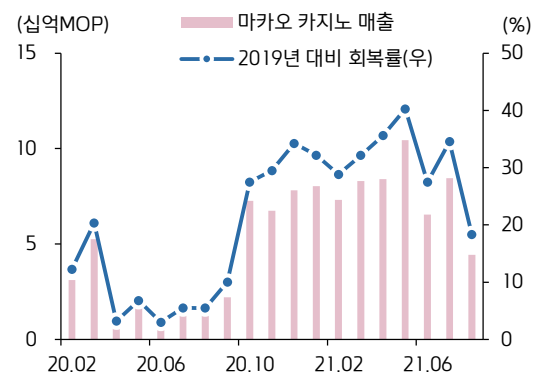
자료: Wind, 키움증권 리서치

>>> 서플라이 체인 점검 2. 카지노

8월 누적기준 마카오 카지노 GGR은 619억MOP, 방문자수는 513만명으로 2019년 대비 각각 31%, 19% 회복했다. 산발적인 중국 내 코로나19 재확산으로 인해 마카오 정부는 타이트한 입국정책을 시행 중에 있어 가장 중요한 중국인 유입이 제한적이다. 특히 2019년 기준 마카오 여행객의 20%를 차지하는 홍콩 여행객의 경우 14일 자가격리가 필요해 마카오 여행객 수 회복이 더딘 상황이다. 8월 누적 기준 홍콩 여행객은 2019년 대비 8% 수준으로 중국 본토(24%)를 크게 하회 중이다.

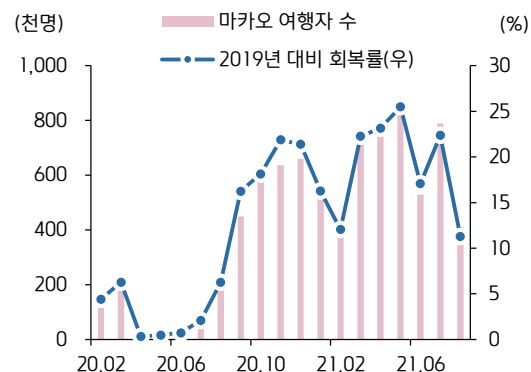
다만 글로벌 여행이 여전히 제한적인 상황에서 중국 및 홍콩 여행객의 회복만으로도 마카오 카지노 실적은 유의미하게 반등할 것으로 기대한다. 2019년 기준 홍콩을 포함한 중국 여행객 비중이 90%를 차지하고 있고, 중국인의 마카오 여행수요는 변함이 없기 때문이다. 8월 말 마카오 정부는 중국 여행객의 PCR 음성 결과 발급 기한을 기존 입국 12시간(육상 기준) 이내에서 7일로 완화하면서 방문객 수가 빠르게 증가한 바 있다. 코로나19 재확산 여부에 따른 변동성은 불가피하나, 백신 접종률이 상승하며 중국 여행객 유입이 자유로워지면 실적은 빠르게 회복할 것으로 기대한다.

월별 마카오 카지노 매출 추이



자료: DICJ, 키움증권 리서치센터

월별 마카오 여행자 수 추이



자료: DSEC, 키움증권 리서치센터

마카오 여행객 입국 관련 조건 (2021년 9월 6일 기준)

외국인

- 입국 금지

중국 본토, 홍콩 및 대만인

- 입국 전 21일 내 해외 방문 시, 입국 금지

- 입국 전 14일 내 홍콩지역 방문 시, 입국 24시간 이내 발급한 PCR 음성 확인서 지참. 입국 후 14일간 지정지역에서 자가격리

- 입국 전 21일 내 대만 방문 시, 입국 24시간 이내 발급한 PCR 음성 확인서 지참. 입국 후 21일간 지정지역에서 자가격리

- 입국 전 14일 내 중국 방문 및 21일 내 해외/대만지역 방문하지 않았을 시, 입국 7일 이내 발급한 PCR 음성 확인서 지참 필요(광둥성, 복건성, 강소성 및 운남성의 일부 지역 제외)

자료: 마카오 여행국, 키움증권 리서치센터

>>> 2.1 카지노 중국정부의 마카오 카지노 산업 관리감독 강화

마카오 정부는 9월 15일부터 향후 45일간 <카지노 운영 법률 제도> 수정을 위한 의견수렴을 진행할 예정이라고 발표했다. 카지노 산업이 마카오 지역경제에 긍정적으로 작용한 점은 명확하나, 일부 사회적 문제가 우려되며, 관리감독에도 부족이 있다고 언급했다. 라이선스, 카지노 업체 및 중개인 등과 관련된 9 가지 항목을 중점으로 검토할 예정이다. 금번 수정의 목적은 1)2022년 6월 만기를 앞두고 있는 마카오 카지노 라이선스에 대한 재정비, 2)카지노 업체 및 중개인에 대한 규제강화, 3)마카오 경제의 다양화 촉진이다.

2022년 6월 말 6개 마카오 카지노 업체 라이선스가 모두 만료되어 라이선스 재발급 여부 및 유효기간에 대한 논의가 필요하다. 특히 매번 라이선스 경신 시, 계약금 인상 및 마카오 지역에 대한 투자확대 약속 등을 유도할 수 있어, 현재 20년 유효기간은 단축될 가능성이 존재한다. 그 외 현재 마카오는 서브 라이선스(sub concession) 제도가 존재하는데 이를 법문으로 금지할 계획이다.

또한 중국정부는 마카오 카지노 산업에 대한 직접적인 관리감독을 강화하고자 한다. 구체적으로는 정부 관련 인사의 이사회 참여를 통해 카지노 사업장 운영의 직접관리를 강화할 계획이다. 또한 현재 법안에는 카지노 중개인에 대한 감사제도가 법률로 명시되어 있지않아 해당 부분을 추가함으로써 관리감독을 강화할 것으로 전망된다. 중국정부는 현재 일부 카지노 중개인의 과도한 도박유도, 자금의 불법 모집 및 추징 등이 사회적 문제를 초래하고 있다고 보고 있어 중개인의 진입장벽을 강화할 것으로 예상된다. 그 외에는 마카오 카지노 산업의 투자규모 증가에 따른 업체별 최소 법정 자본금 인상, 마카오 시민권을 보유한 이사회 인원의 회사 지분확대 요구, 배당 관련 정부 승인 필요 등이있다. 중국정부는 마카오 카지노 업체의 수익이 일정부분 마카오의 지역경제 투자로 이어지길 원하고 있는 것으로 판단된다.

마지막으로 중국정부는 마카오의 과도한 카지노 산업 의존도를 낮추고 글로벌 여행지로 발전시킬 계획이다. 현재 마카오 카지노 산업의 비(非)카지노 매출비중은 10%에 불과해 호텔, 쇼핑을 포함한 엔터테인먼트 인프라 투자 확대를 장려할 것으로 예상된다.

<카지노 운영 법률 제도> 수정을 위한 의견수렴 중점 항목

- 1) 라이선스 수량
- 2) 라이선스 유효기간
- 3) 카지노 업체에 대한 관리감독 법적 요구 강화
- 4) 직원 권익보장
- 5) 카지노 업체 및 중개인에 대한 감사제도 강화
- 6) 정부 인사 참여
- 7) 비(非)카지노 프로젝트 확대
- 8) 사회적 책임
- 9) 형사책임 및 행정처벌 제도 명확

자료: DIC, 키움증권 리서치센터

>>> 2.2 다수가 즐기는 마카오는 ‘공동부유’ 정책기조와도 부합

금번 규제강화와 최근 중국정부의 ‘공동부유’ 정책기조가 마카오 카지노 산업 전체를 부정하는 의미는 아닐 것으로 판단한다. 마카오는 중국정부의 대표적인 경제 개발지역인 “웨강아오(광둥성-홍콩-마카오) 대만구(Greater Bay Area)”의 핵심 지역 중 하나이다. 또한 마카오의 카지노 산업은 마카오 정부수입의 70~80%, GDP의 56%, 취업인구의 17%를 차지하고 있는 매우 중요한 산업이기 때문이다.

마카오 카지노 산업은 향후 VIP 사업의 부진은 불가피하나, Mass 중심의 성장은 지속될 것으로 판단된다. 지난 2014~2016년 반부패 정책 이후 Mass 고객 비중은 2013년 34%에서 2019년 54%까지 증가했고, 시장규모도 2014년 수준을 초과했다. 다수의 중국 여행객이 마카오를 방문해 카지노를 포함한 문화활동을 즐기는 건 중국정부의 ‘공동부유’ 정책기조와 모순되지 않다는 판단이다.

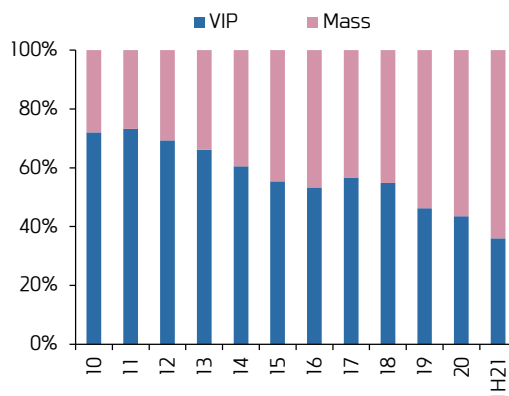
또한 9월 6일 중국정부는 ‘형친(橫琴)-광둥-마카오 합작구 건설 종합 방안’을 발표했다. 2024년 마카오 반환 25주년까지 마카오와 형친지역의 일체화 수준을 초기 구축하며, 단계적으로 경제협력을 강화할 전망이다. 금번 정책은 첨단제조, 증의약 등 산업의 육성외에도 마카오를 글로벌 휴양지로 건설하겠다는 계획이다. 해당 지역의 경제 활성화 및 마카오 비자 정책완화(일부 인원엔 한함) 등 정책은 중장기적으로 마카오 여행 증가에 기여할 것으로 기대한다.

중국 형친-광둥-마카오 위치



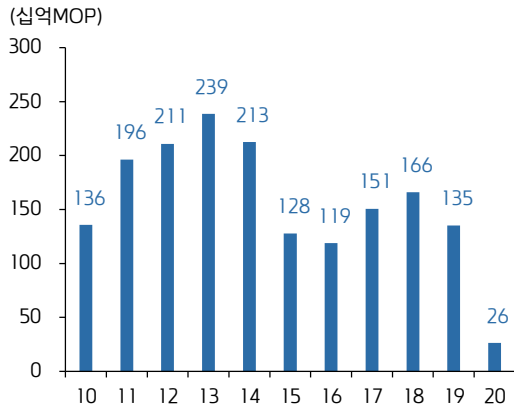
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

마카오 카지노 GGR 구조



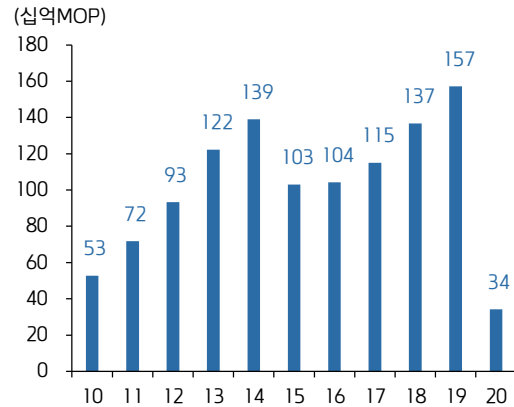
자료: DIC, 키움증권 리서치센터

마카오 카지노 VIP GGR 추이



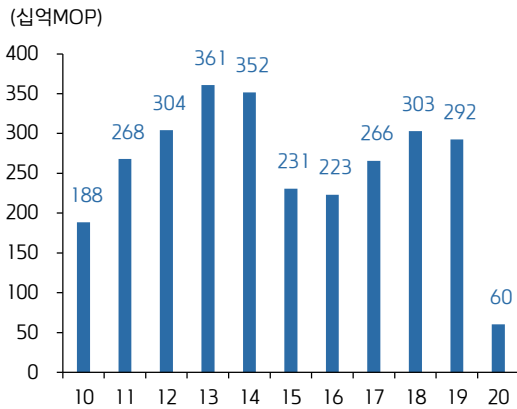
자료: DICJ, 키움증권 리서치센터

마카오 카지노 Mass GGR 추이



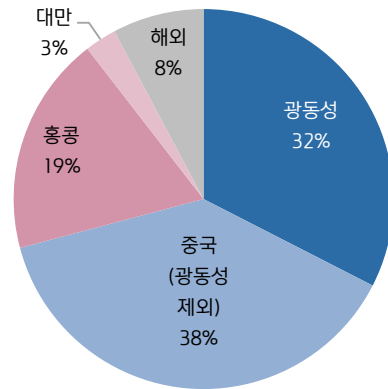
자료: DICJ, 키움증권 리서치센터

마카오 카지노 VIP GGR 추이



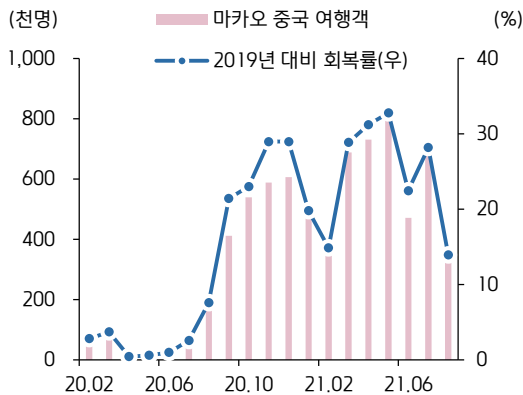
자료: DICJ, 키움증권 리서치센터

지역별 마카오 입국 여행객 비중(2019년 기준)



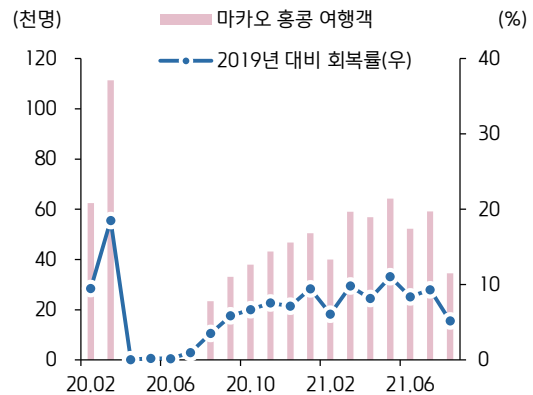
자료: DSEC, 키움증권 리서치센터

마카오 중국 여행객



자료: DSEC, 키움증권 리서치센터

마카오 홍콩 여행객



자료: DSEC, 키움증권 리서치센터

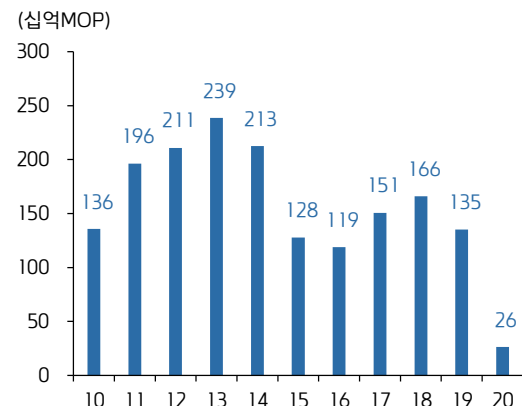
>>> 산업 전망과 Top Picks

해외 여행이 제한적인 상황에서 중국 여행산업은 자국 내 여행 중심의 성장이 지속될 전망이며, 특히 마카오 카지노 산업의 탄력적인 회복이 기대된다.

마카오 카지노 산업은 Mass 중심의 성장은 지속될 것으로 판단된다. 다수가 즐기는 마카오는 '공동부유' 정책기조와 모순되지 않으며, 최근 정책강화는 마카오 카지노 업체 및 중개인에 대한 관리감독 강화 및 비 카지노 산업의 성장을 위함으로 판단된다. 코로나19가 진정되며 중국인 여행객의 자유로운 유입과 함께 산업의 회복이 기대된다. 다만, 금번 규제강화로 인해 기업의 운영 효율성 저하가 우려되며, 하반기까지 추가적인 규제 내용이 나올 가능성도 존재한다. 법안의 최종 확정까지 마카오 카지노 업체에 대한 신중한 접근이 필요하다는 판단이다.

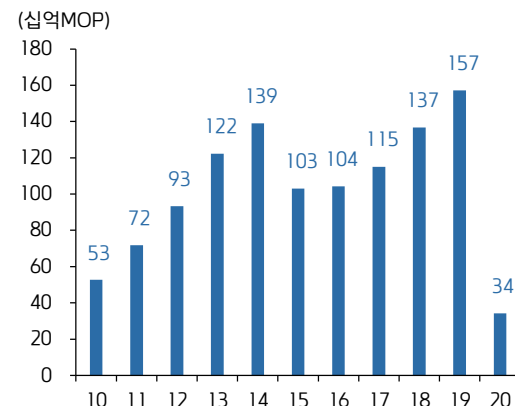
OTA 산업의 경우 6~9월 중국 내 산발적인 코로나19 재확산 및 자연재해로 인해 여행 소비는 3분기 부진이 불가피할 전망이다. 10월 국경절 연휴를 시작으로 여행소비의 완만한 회복이 기대되나, 코로나19 불확실성이 여전하다는 판단이다. 통청이론은 중국 내수 여행시장을 중심으로 성장을 지속할 것으로 기대되며, 해외고객 및 아웃바운드 사업 비중이 상대적으로 높은 트립닷컴의 회복이 뒤를 이을 전망이다.

마카오 카지노 VIP GGR 추이



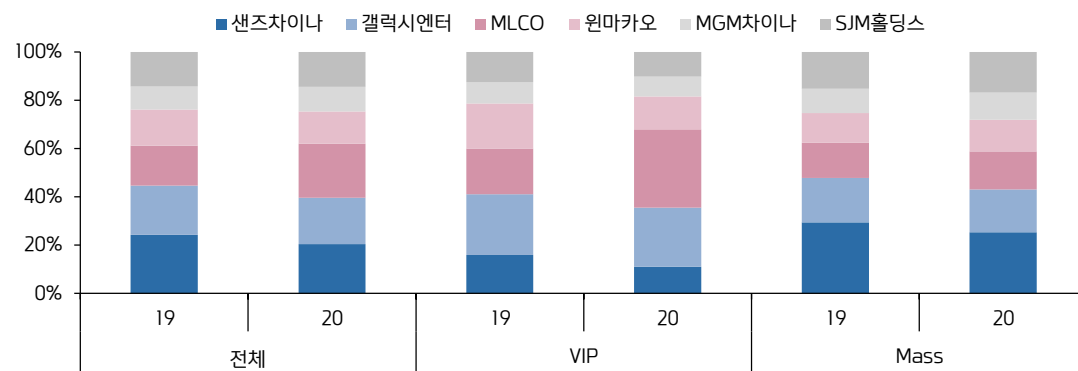
자료: DIC, 키움증권 리서치센터

마카오 카지노 Mass GGR 추이



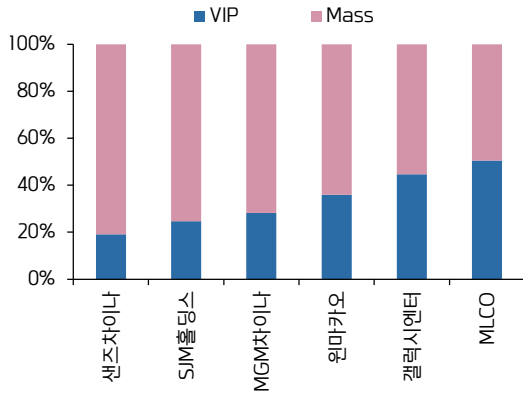
자료: DIC, 키움증권 리서치센터

마카오 카지노 시장점유율



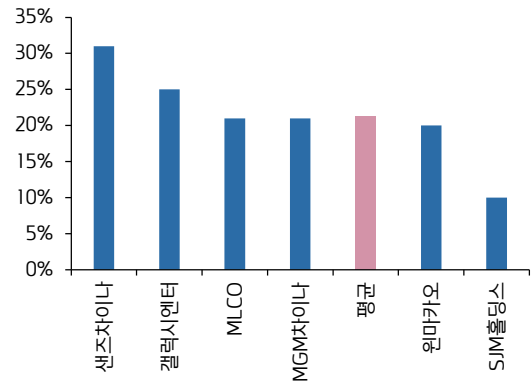
자료: DIC, 키움증권 리서치센터

2020년 기업별 VIP 및 Mass 비중



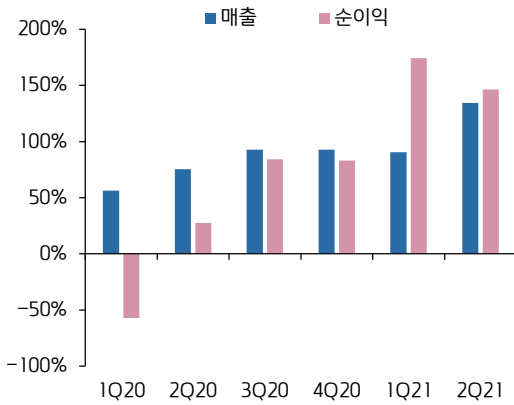
자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치

2019년 기업별 EBITDA 마진율 비교



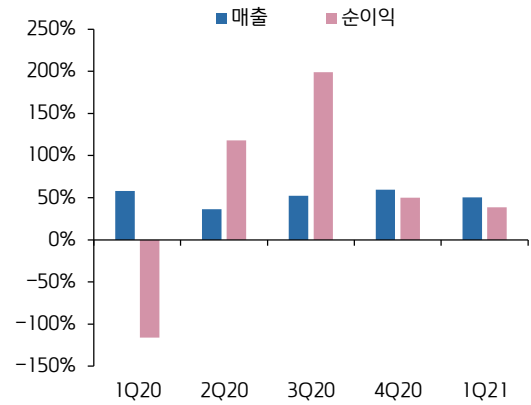
자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치

2019년 대비 통칭이륜 매출 및 순이익 회복률



자료: 통칭이륜, 키움증권 리서치

2019년 대비 트립닷컴 매출 및 순이익 회복률



자료: 트립닷컴, 키움증권 리서치



기업분석

롯데관광개발
(032350)

BUY(Maintain)/목표주가 29,000원
하나씩 풀려갈 실타래

강원랜드
(035250)

BUY(Maintain)/목표주가 38,000원
위드 코로나 국내가 먼저

파라다이스
(034230)

BUY(Maintain)/ 목표주가 22,500원
아직은 인내가 필요한 상황

GKL
(114090)

BUY(Maintain)/ 목표주가 20,500원
턴어라운드 늦지만 회복은 탄력적으로

시저스 엔터테인먼트
(CZR,US)

Not Rated
코로나에도 개선되는 실적

에어비앤비
(ABNB,US)

Not Rated
국내 여행 증가로부터 수혜

부킹 홀딩스
(BKNG,US)

Not Rated
아직 시간이 필요한 정상화 시점

카니발 크루즈
(CCL,US)

Not Rated
지연되는 운영 정상화

샌즈차이나
(1928,HK)

Not Rated
마카오 카지노 Mass 시장점유율 1위 기업

갤러시엔터
(0027,HK)

Not Rated
중국 여행객만으로도 마카오 카지노는 유의미한 회복 가능

트립닷컴
(TCOM,US)

Not Rated
중국 OTA 시장 1위 기업

통칭이롱
(0780,HK)

Not Rated
중국 중저가 여행시장의 온라인 침투율 상승 수혜

롯데관광개발 (032350)



BUY(Maintain)

목표주가 29,000원

주가(9/27) 21,150원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

02) 3787-5115/namsu.lee@kiwoom.com

21년 상반기 카지노 이전 오픈에 이어 하반기 호텔 전체 개장을 앞두고 있습니다. 22년에는 외국인 카지노 VIP 모객, 호텔 Mass 고객 확대 순으로 실적 개선 모멘텀이 발생할 것으로 전망합니다. 호텔 실적 안정성과 카지노 성장성을 겸비한 동사는 하늘길 재 오픈 시 경쟁사 대비 실적 회복에 있어 속도와 규모 모두 차별화를 이룰 것으로 판단합니다.

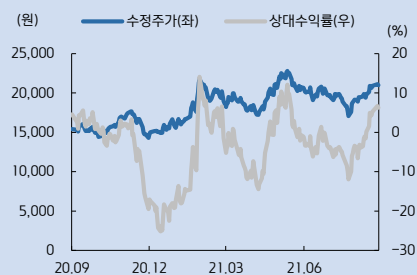
Stock Data

KOSPI (9/27)	3,133.64pt	
시가총액	14,652억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	22,800 원	14,300원
최고/최저가 대비	-7.2%	47.9%
주가수익률	절대	상대
1M	10.4%	10.5%
6M	11.6%	8.3%
1Y	44.9%	6.7%

Company Data

발행주식수	69,276 천주
일평균 거래량(3M)	528천주
외국인 지분율	6.7%
배당수익률(21E)	0.0%
BPS(21E)	1,155원
주요 주주	김기병 외 5 인 53.4%

Price Trend



하나씩 풀려갈 실타래

>>> 3분기 이후 계단식 우상향 전망

6월 오픈한 카지노는 개장 초보다 증가한 드랍액을 바탕으로 실적 개선을 뒷받침할 것으로 전망한다. 6월 300억 초반을 기록한 드랍액은 3분기에는 VIP 및 Mass 합산 2,000억 중반까지 상승할 여력이 있어 로컬 영업의 빠른 정상화를 전망한다. 또한 타워2 호텔 개장은 추가적 비용의 증가를 가져오지만 타워1 기준 70%를 상회하는 예약 상황 고려 시 추가 객실 매출 및 VIP 모객으로 활용되어 실적 개선에 기여할 것으로 전망한다.

>>> 3분기 영업손실 122억(적지)

카지노 온기 반영에 따라 매출액은 전분기 대비 100%, 전년 동기 대비 3,939%이 증가하며 493억원을 기록할 것으로 추정한다. 호텔 부문 예약 증가, 카지노 온기 반영 등이 시작되었지만 비용 구조 감안 시 손실은 불가피할 것으로 보인다. 다만 상반기 694억원의 영업손실에서 하반기에는 적자폭을 대폭 줄여 나갈 것으로 보인다. 특히 위드 코로나 정책 이후 MICE 이연수요 재개 시 탄력적 손실 회복 능력을 보여줄 것으로 전망한다.

>>> 목록치 않은 시작이지만 선전 중

동사는 카지노 오픈 → 호텔 전체 개장 → 카지노 외국인 VIP 모객 → 외국인 관광객 수요 재개의 순으로 실적 개선이 발생할 것으로 보인다. 향후 남은 두 단계는 기존 실적과 차별화가 큰 영역으로 실제 기업가치 개선에 가장 중요한 핵심 포인트이다. 2022E EBITDA에 Target EV/EBITDA 17배를 적용하여 목표주가 29,000원과 투자의견 BUY는 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	88.4	16.8	152.2	451.8	676.1
영업이익	-16.2	-71.4	-90.7	88.0	187.7
EBITDA	-11.5	-53.4	-22.3	159.8	261.2
세전이익	-13.8	-81.5	-156.3	28.2	129.9
순이익	-14.7	-82.1	-152.2	15.4	96.9
지배주주지분순이익	-14.5	-81.9	-152.0	15.4	96.7
EPS(원)	-213	-1,183	-2,194	222	1,396
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	529.3
PER(배)	-67.3	-12.7	-9.6	94.6	15.0
PBR(배)	3.21	4.53	18.19	14.87	7.38
EV/EBITDA(배)	-89.4	-33.3	-105.0	14.6	8.4
영업이익률(%)	-18.3	-425.0	-59.6	19.5	27.8
ROE(%)	-4.9	-30.4	-98.2	17.3	65.6
순차입금비용(%)	13.9	328.1	1173.3	928.1	383.8

자료 : 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	88.4	16.8	152.2	451.8	676.1
매출원가	65.6	16.5	0.0	0.0	0.0
매출총이익	22.8	0.3	152.2	451.8	676.1
판매비	39.0	71.7	242.9	363.8	488.4
영업이익	-16.2	-71.4	-90.7	88.0	187.7
EBITDA	-11.5	-53.4	-22.3	159.8	261.2
영업외손익	2.4	-10.2	-65.6	-59.7	-57.8
이자수익	1.4	0.5	0.0	0.0	0.0
이자비용	1.1	9.2	37.3	37.4	37.6
외환관련이익	2.3	4.1	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
종속 및 관계기업손익	0.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
기타	-0.1	-4.1	-26.9	-20.9	-18.8
법인세차감전이익	-13.8	-81.5	-156.3	28.2	129.9
법인세비용	0.9	0.5	-4.1	12.8	33.0
계속사업손익	-14.7	-82.1	-152.2	15.4	96.9
당기순이익	-14.7	-82.1	-152.2	15.4	96.9
지배주주순이익	-14.5	-81.9	-152.0	15.4	96.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	16.2	-81.0	806.0	196.8	49.6
영업이익 증감율	-639.3	340.7	27.0	-197.0	113.3
EBITDA 증감율	-380.4	364.3	-58.2	-816.6	63.5
지배주주순이익의 증감율	흑전	464.8	85.6	-110.1	527.9
EPS 증감율	적지	적지	적지	흑전	529.3
매출총이익율(%)	25.8	1.8	100.0	100.0	100.0
영업이익율(%)	-18.3	-425.0	-59.6	19.5	27.8
EBITDA Margin(%)	-13.0	-317.9	-14.7	35.4	38.6
지배주주순이익율(%)	-16.4	-487.5	-99.9	3.4	14.3

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-23.3	-114.5	-93.0	78.8	169.1
당기순이익	-14.7	-82.1	-152.2	15.4	96.9
비현금항목의 가감	5.4	30.5	106.7	127.1	149.1
유형자산감가상각비	3.6	16.7	68.0	71.5	73.1
무형자산감가상각비	1.0	1.2	0.4	0.4	0.3
지분법평가손익	-0.2	-1.2	0.0	0.0	0.0
기타	1.0	13.8	38.3	55.2	75.7
영업활동자산부채증감	-14.3	-50.0	-14.5	-13.7	-6.7
매출채권및기타채권의감소	-5.8	-21.4	35.4	-3.0	-2.2
채고자산의감소	-4.0	0.2	-0.6	-9.0	-6.7
매입채무및기타채무의증가	-8.9	-17.4	-85.4	1.3	1.4
기타	4.4	-11.4	36.1	-3.0	0.8
기타현금흐름	0.3	-12.9	-33.0	-50.0	-70.2
투자활동 현금흐름	-38.1	-578.9	-56.3	-56.3	-36.3
유형자산의 취득	-211.7	-552.5	-55.0	-55.0	-35.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.5	-3.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-10.1	-9.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	176.6	-13.5	-0.7	-0.7	-0.8
기타	7.6	-0.5	-0.6	-0.6	-0.5
재무활동 현금흐름	64.6	735.3	99.7	-6.3	-6.3
차입금의 증가(감소)	69.0	741.6	106.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-4.4	-6.3	-6.3	-6.3	-6.3
기타현금흐름	0.0	0.0	4.5	6.8	6.9
현금 및 현금성자산의 순증가	3.2	41.9	-44.9	23.1	133.4
기초현금 및 현금성자산	13.1	16.3	58.2	13.2	36.4
기말현금 및 현금성자산	16.3	58.2	13.2	36.4	169.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	53.1	124.8	45.8	81.8	225.0
현금 및 현금성자산	16.3	58.2	13.2	36.4	169.8
단기금융자산	10.3	23.7	24.5	25.2	25.9
매출채권 및 기타채권	14.7	36.9	1.5	4.5	6.8
채고자산	4.2	4.0	4.6	13.6	20.3
기타유동자산	7.6	2.0	2.0	2.1	2.2
비유동자산	521.9	1,073.7	1,062.7	1,046.0	1,007.5
투자자산	22.5	31.5	31.5	31.5	31.5
유형자산	446.1	988.1	975.1	958.6	920.5
무형자산	46.5	50.2	49.8	49.4	49.1
기타비유동자산	6.8	3.9	6.3	6.5	6.4
자산총계	575.0	1,198.5	1,108.5	1,127.7	1,232.5
유동부채	250.7	212.4	110.9	108.3	110.7
매입채무 및 기타채무	158.4	117.2	31.8	33.1	34.5
단기금융부채	65.8	87.1	44.1	45.1	46.1
기타유동부채	26.5	8.1	35.0	30.1	30.1
비유동부채	18.6	760.0	921.2	925.2	928.2
장기금융부채	3.1	736.7	888.7	890.7	892.7
기타비유동부채	15.5	23.3	32.5	34.5	35.5
부채총계	269.3	972.3	1,032.2	1,033.5	1,038.9
자본지분	305.7	226.1	76.3	94.2	193.6
자본금	34.6	34.6	34.6	34.6	34.6
자본잉여금	526.3	526.3	526.3	526.3	526.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	12.3	14.0	16.4	18.9	21.4
이익잉여금	-264.3	-345.5	-497.4	-482.1	-385.3
비지배지분	-3.3	-3.4	-3.7	-3.6	-3.5
자본총계	305.7	226.1	76.3	94.2	193.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	-213	-1,183	-2,194	222	1,396
BPS	4,460	3,313	1,155	1,412	2,844
CFPS	-136	-744	-658	2,058	3,551
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-67.3	-12.7	-9.0	89.2	14.2
PER(최고)	-80.0	-16.6	-10.8		
PER(최저)	-48.2	-5.8	-6.7		
PBR	3.21	4.53	17.15	14.02	6.96
PBR(최고)	3.81	5.93	20.48		
PBR(최저)	2.30	2.05	12.64		
PSR	11.04	61.97	9.01	3.04	2.03
PCFR	-105.3	-20.2	-30.1	9.6	5.6
EV/EBITDA	-89.4	-33.3	-101.3	14.0	8.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-2.7	-9.3	-13.2	1.4	8.2
ROE	-4.9	-30.4	-98.2	17.3	65.6
ROIC	-4.6	-10.8	-9.1	4.9	14.6
매출채권회전율	7.5	0.6	7.9	149.6	119.9
채고자산회전율	41.4	4.1	35.7	49.9	40.0
부채비율	88.1	430.1	1,352.3	1,097.1	536.7
순차입금비율	13.9	328.1	1,173.3	928.1	383.8
이자보상배율, 현금	-14.5	-7.8	-2.4	2.3	5.0
총차입금	69.0	823.9	932.9	935.9	938.9
순차입금	42.4	741.9	895.2	874.3	743.1
EBITDA	-11.5	-53.4	-22.3	159.8	261.2
FCF	-235.1	-658.0	-89.4	51.0	171.8

강원랜드 (035250)



BUY(Maintain)

목표주가 38,000원

주가(9/27) 28,000원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

02) 3787-5115/namsu.lee@kiwoom.com

사회적 거리두기 체계 개편 영향을 받고 있는 동사는 하반기 완화된 영업환경을 반영해 흑자 전환할 것으로 추정합니다. 또한 위드 코로나 대책은 해외여행 재개보다는 국내 여행 확장을 먼저 가져올 것으로 판단합니다. 따라서 높은 회복성을 보이고 있는 카지노 부문과 국내 여행 확대에 따른 비카지노 부문의 동시 실적 개선을 전망합니다.

Stock Data

KOSPI (9/27)		3,133.64pt
시가총액		59,903억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	29,400 원	20,600원
최고/최저가 대비	-4.8%	35.9%
주가수익률	절대	상대
	1M	2.8%
	6M	6.9%
	1Y	-26.4%
		-19.3%

Company Data

발행주식수	213,941 천주
일평균 거래량(3M)	781천주
외국인 지분율	19.4%
배당수익률(21E)	3.2%
BPS(21E)	14,191원
주요 주주	한국관광공사 36.3%

Price Trend



위드 코로나 국내가 먼저

>>> 사회적 거리두기 체계 개편 수혜 중

기존 사회적 거리두기 체계에서는 2단계 이후 휴장 리스크가 존재했다. 하지만 개편된 현 체계에서는 4단계라도 휴장이 발생하지 않으며 영업시간 단축만 발생하여 중단 없는 영업으로 실적 개선이 가능해졌다. 또한 동시체류인원 레벨 증가로 일별 입장객이 2천명 내외에서 2천명 후반대로 증가하며 카지노 매출 회복이 발생하고 있다. 이에 3분기 입장객 수준은 26만명으로 전분기 대비 30% 증가할 것으로 추정하며 이에 따른 실적 개선을 전망한다.

>>> 3분기 영업이익 58억(흑전)

2분기 27억원 이익에 이어 2개 분기 연속 영업이익을 달성할 것으로 예상된다. 매출액은 2,363억원(yoy +208%)으로 카지노 2,072억원(yoy +252%)의 실적 개선이 회복을 주도할 것으로 보인다. 비카지노 부문도 개선되고는 있으나 카지노 호텔과 골프를 제외한 일반 리조트 휴양객의 회복이 필요한 상황이다. 인건비 및 시설운영비 등 고정비는 안정적으로 통제되고 있어 영업관련 변동비 증가만 반영되며 매출 증가에 따른 개선 효과는 더욱 커질 것으로 보인다.

>>> 위드 코로나 효과는 국내 레저산업 먼저

제한적 해외여행 단계인 현재는 코로나 방역지침 완화 확대 시 해외 여행 재개보다는 국내 여행 산업 회복이 먼저 나타날 것으로 전망한다. 따라서 보수적으로 트렌드를 반영해도 4분기 영업손실 가능성은 매우 낮은 편으로 추정한다. 이에 점진적 이익 회복을 반영해 2022E 지배주주순이익 기준 EPS에 Target P/E 19.3배(2012 ~ 2019 평균 PER)를 적용하여 목표주가 38,000원과 투자 의견 BUY는 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,520.1	478.6	782.8	1,597.6	1,673.5
영업이익	501.2	-431.6	-50.4	527.7	542.2
EBITDA	573.5	-354.3	25.4	597.8	609.4
세전이익	488.9	-404.5	-22.0	571.4	592.2
순이익	334.7	-275.9	-16.1	415.2	430.3
지배주주지분순이익	334.7	-275.9	-16.1	415.1	430.2
EPS(원)	1,564	-1,289	-75	1,940	2,011
증감률(% YoY)	12.6	적전	적지	흑전	3.6
PER(배)	18.9	-18.2	-373.1	14.5	14.0
PBR(배)	1.70	1.55	1.98	1.85	1.72
EV/EBITDA(배)	8.0	-10.2	180.4	7.2	6.5
영업이익률(%)	33.0	-90.2	-6.4	33.0	32.4
ROE(%)	9.2	-7.9	-0.5	13.2	12.8
순차입금비율(%)	-47.3	-43.2	-47.2	-53.1	-59.3

자료 : 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,520.1	478.6	782.8	1,597.6	1,673.5
매출원가	736.7	544.5	720.2	952.3	1,006.8
매출총이익	783.4	-65.9	62.6	645.3	666.7
판매비	282.3	365.7	113.0	117.6	124.4
영업이익	501.2	-431.6	-50.4	527.7	542.2
EBITDA	573.5	-354.3	25.4	597.8	609.4
영업외손익	-12.2	27.1	28.4	43.7	50.0
이자수익	43.6	27.1	27.9	33.5	40.0
이자비용	2.0	1.9	2.2	2.5	2.8
외환관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.2	0.4	1.0	1.0	1.0
기타	-54.0	1.5	1.7	11.7	11.8
법인세차감전이익	488.9	-404.5	-22.0	571.4	592.2
법인세비용	154.3	-128.6	-5.8	156.3	161.9
계속사업손익	334.7	-275.9	-16.1	415.2	430.3
당기순이익	334.7	-275.9	-16.1	415.2	430.3
지배주주순이익	334.7	-275.9	-16.1	415.1	430.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	5.7	-68.5	63.6	104.1	4.8
영업이익 증감율	16.4	-186.1	-88.3	-1,147.0	2.7
EBITDA 증감율	15.4	-161.8	-107.2	2,253.5	1.9
지배주주순이익의 증감율	12.6	-182.4	-94.2	-2,678.3	3.6
EPS 증감율	12.6	적전	적지	흑전	3.6
매출총이익률(%)	51.5	-13.8	8.0	40.4	39.8
영업이익률(%)	33.0	-90.2	-6.4	33.0	32.4
EBITDA Margin(%)	37.7	-74.0	3.2	37.4	36.4
지배주주순이익률(%)	22.0	-57.6	-2.1	26.0	25.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	407.9	-655.7	-178.2	371.5	416.0
당기순이익	334.7	-275.9	-16.1	415.2	430.3
비현금항목의 가감	167.1	-36.0	-98.0	53.0	49.6
유형자산감가상각비	72.1	76.7	75.2	69.3	66.4
무형자산감가상각비	0.2	0.6	0.6	0.8	0.8
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	94.8	-113.3	-173.8	-17.1	-17.6
영업활동자산부채증감	-40.1	-295.7	-95.5	28.6	60.9
매출채권및기타채권의감소	5.5	3.9	-7.2	-12.4	-1.5
채고자산의감소	-2.5	1.5	-1.0	-0.5	-0.2
매입채무및기타채무의증가	-4.6	-12.9	28.3	32.3	33.5
기타	-38.5	-288.2	-115.6	9.2	29.1
기타현금흐름	-53.8	-48.1	31.4	-125.3	-124.8
투자활동 현금흐름	-211.3	844.6	-62.9	-14.7	-14.9
유형자산의 취득	-79.6	-59.0	-40.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.4	-0.8	-1.5	-1.0	-1.0
투자자산의감소(증가)	-55.3	518.3	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-115.8	365.4	-42.0	-14.4	-14.6
기타	40.8	20.7	20.6	20.7	20.7
재무활동 현금흐름	-184.8	-183.6	-1.1	-183.6	-183.6
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-182.5	-182.5	0.0	-182.5	-182.5
기타	-2.3	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
기타현금흐름	0.0	0.0	240.6	118.3	120.3
현금 및 현금성자산의 순증가	11.8	5.4	-1.5	291.5	337.9
기초현금 및 현금성자산	48.9	60.7	66.1	64.5	356.1
기말현금 및 현금성자산	60.7	66.1	64.5	356.1	693.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,878.2	1,498.2	1,547.6	1,867.4	2,222.4
현금 및 현금성자산	60.7	66.1	64.5	356.1	693.9
단기금융자산	1,766.8	1,401.4	1,443.4	1,457.9	1,472.5
매출채권 및 기타채권	34.3	12.4	19.6	32.0	33.5
채고자산	3.6	2.2	3.1	3.7	3.8
기타유동자산	12.8	16.1	17.0	17.7	18.7
비유동자산	2,559.9	2,143.5	1,988.9	1,941.8	1,895.6
투자자산	1,036.3	518.0	518.0	518.0	518.0
유형자산	1,370.6	1,349.4	1,314.2	1,264.9	1,218.5
무형자산	3.9	3.8	4.7	4.9	5.1
기타비유동자산	149.1	272.3	152.0	154.0	154.0
자산총계	4,438.1	3,641.6	3,536.5	3,809.1	4,118.0
유동부채	651.3	330.0	407.0	439.4	492.8
매입채무 및 기타채무	490.9	276.2	304.5	336.8	370.2
단기금융부채	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6
기타유동부채	158.0	51.2	99.9	100.0	120.0
비유동부채	69.0	64.6	93.4	113.4	133.4
장기금융부채	65.6	61.6	71.6	81.6	91.6
기타비유동부채	3.4	3.0	21.8	31.8	41.8
부채총계	720.4	394.6	500.5	552.8	626.3
자본지분	3,717.7	3,247.0	3,036.0	3,256.3	3,491.7
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타자본	-174.1	-174.1	-174.1	-174.1	-174.1
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	-12.4	-24.8	-37.2
이익잉여금	3,655.5	3,184.8	2,986.2	3,218.9	3,466.6
비자본지분	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
자본총계	3,717.8	3,247.0	3,036.0	3,256.3	3,491.8

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,564	-1,289	-75	1,940	2,011
BPS	17,377	15,177	14,191	15,221	16,321
CFPS	2,345	-1,458	-534	2,188	2,243
DPS	900	0	900	900	900
주가배수(배)					
PER	18.9	-18.2	-377.1	14.7	14.1
PER(최고)	22.1	-23.1	-391.7		
PER(최저)	17.7	-12.4	-306.2		
PBR	1.70	1.55	2.00	1.87	1.74
PBR(최고)	1.99	1.96	2.08		
PBR(최저)	1.59	1.05	1.63		
PSR	4.17	10.51	7.78	3.81	3.64
PCFR	12.6	-16.1	-53.3	13.0	12.7
EV/EBITDA	8.0	-10.2	183.0	7.3	6.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	54.5	0.0	-1,130.4	44.0	42.4
배당수익률(%·보통주, 현금)	3.0	0.0	3.2	3.2	3.2
ROA	7.7	-6.8	-0.4	11.3	10.9
ROE	9.2	-7.9	-0.5	13.2	12.8
ROIC	47.4	-45.4	8.4	41.1	46.6
매출채권회전율	38.9	20.5	48.9	62.0	51.2
채고자산회전율	635.3	165.1	295.9	469.5	444.9
부채비율	19.4	12.2	16.5	17.0	17.9
순차입금비용	-47.3	-43.2	-47.2	-53.1	-59.3
이자보상배율, 현금	255.6	-230.1	-23.2	214.5	197.1
총차입금	68.0	64.2	74.2	84.2	94.2
순차입금	-1,759.4	-1,403.2	-1,433.7	-1,729.7	-2,072.2
EBITDA	573.5	-354.3	25.4	597.8	609.4
FCF	314.9	-696.3	23.9	459.0	501.0

파라다이스 (034230)



BUY(Maintain)

목표주가 22,500원

주가(9/27) 17,250원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

02) 3787-5115/namsu.lee@kiwoom.com

7월과 8월 변동성 높은 카지노 순매출을 기록한 동사는 코로나19의 특수성이 반영된 평균적인 로컬 VIP 실적으로 회귀할 것으로 전망합니다. 하지만 4분기 위드 코로나 정책 등이 시행되면 카지노 입장객과 비카지노 여행 증가로 확대될 수 있어 손실 규모는 상반기 보다 개선될 것으로 판단합니다.

Stock Data

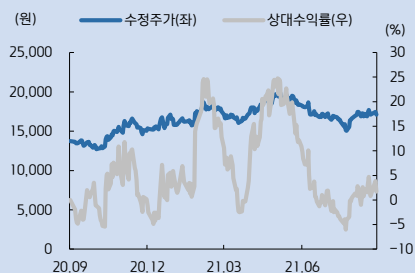
KOSDAQ (9/27)		1,034.82pt
시가총액		15,688억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	19,900 원	12,700원
최고/최저가 대비	-13.3%	35.8%
주가수익률	절대	상대
	1M	3.3% 2.2%
	6M	-1.4% -8.9%
	1Y	-17.5% -12.9%

Company Data

발행주식수	90,943 천주
일평균 거래량(3M)	826천주
외국인 지분율	5.2%
배당수익률(21E)	0.0%
BPS(21E)	12,269원

주요 주주	파라다이스글로벌	46.4%
	외 9 인	

Price Trend



아직은 인내가 필요한 상황

>>> 카지노 순매출액 7월 69억원, 8월 595억원

7월과 8월 테이블 드랍액은 각각 1,436억원, 1,839억원으로 20년 7월 ~ 21년 6월 평균 1,677억원 수준에서 등락했다. 방문 인원은 동기간 1년 평균 4,040명을 기록했는데, 7월과 8월에는 사회적 거리두기 4단계 영향으로 각각 2,993명과 2,508명이 방문했다. 홀드율은 7월 3.5%, 8월 31.5%로 극단적 차이를 보였는데 작어진 모수를 감안하더라도 상당한 변동성이 발생했다. 다만 이와 같은 홀드율의 극단적 변동성 확대는 이례적인 것으로 향후 10% 수준에서 안정화 될 것으로 전망한다.

>>> 3분기 영업이익 78억(흑전, OPM 6.1%)

8월 카지노 순매출액 595억원에 힘입어 3분기에는 매출액 1,267억원(yoy +39.9%)과 영업이익 78억원을 기록할 것으로 전망한다.

별도 부문은 매출액 516억원, 영업이익 84억원, 영종도 복합리조트는 매출액 503억원, 영업손실 46억원을 예상한다. 카지노의 선방과 호텔의 회복이 발생하였지만 여전히 복합리조트의 대규모 비용 반영은 부담스러운 수준이다.

>>> 인내가 필요한 상황

4분기에는 카지노 로컬 VIP의 기본적인 체력과 위드 코로나 정책 시행을 통한 카지노 및 비카지노 영업환경 완화를 감안하여 매출액 1,107억원, 영업손실 137억원을 전망한다. 3분기 카지노 깜짝 실적을 제거함으로 손실 전환했지만 상반기보다는 우호적 영업 효과를 거둘 것으로 판단한다.

이에 2022E BPS 기준에 Target P/B 1.9배(2012 ~ 2019 평균 PBR)를 적용하여 목표주가 22,500원과 투자 의견 BUY는 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	979.4	453.9	418.7	567.9	810.6
영업이익	51.9	-86.2	-45.6	-22.4	62.6
EBITDA	162.6	15.4	49.3	71.3	155.0
세전이익	15.5	-175.4	-17.0	-69.0	16.6
순이익	6.7	-166.9	-33.6	-69.0	11.4
지배주주지분순이익	15.1	-118.1	-27.3	-53.4	8.8
EPS(원)	166	-1,299	-300	-587	97
증감률(% YoY)	흑전	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	118.9	-11.8	-56.9	-29.1	175.8
PBR(배)	1.42	1.22	1.39	1.47	1.46
EV/EBITDA(배)	18.7	175.8	54.6	38.7	17.8
영업이익률(%)	5.3	-19.0	-10.9	-3.9	7.7
ROE(%)	1.2	-9.8	-2.4	-4.9	0.8
순차입금비율(%)	56.4	71.5	61.1	70.5	69.7

자료 : 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	979.4	453.9	418.7	567.9	810.6
매출원가	839.9	477.0	409.9	530.3	682.6
매출총이익	139.5	-23.2	8.8	37.6	128.0
판매비	87.7	63.0	54.4	59.9	65.4
영업이익	51.9	-86.2	-45.6	-22.4	62.6
EBITDA	162.6	15.4	49.3	71.3	155.0
영업외손익	-36.4	-89.3	28.6	-46.6	-46.1
이자수익	4.2	4.3	5.8	5.1	5.1
이자비용	52.0	54.6	59.2	59.2	59.2
외환관련이익	9.0	7.3	8.5	8.5	8.5
외환관련손실	7.8	7.5	8.0	7.5	7.5
종속 및 관계기업손익	20.7	0.0	-0.5	-0.5	0.0
기타	-10.5	-38.8	82.0	7.0	7.0
법인세차감전이익	15.5	-175.4	-17.0	-69.0	16.6
법인세비용	8.8	-8.5	16.6	0.0	5.1
계속사업손익	6.7	-166.9	-33.6	-69.0	11.4
당기순이익	6.7	-166.9	-33.6	-69.0	11.4
지배주주순이익	15.1	-118.1	-27.3	-53.4	8.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	24.3	-53.7	-7.8	35.6	42.7
영업이익 증감율	2,055.5	-266.1	-47.1	-50.9	-379.5
EBITDA 증감율	118.3	-90.5	220.1	44.6	117.4
지배주주순이익의 증감율	흑전	-882.1	-76.9	95.6	-116.5
EPS 증감율	흑전	적전	적지	적지	흑전
매출총이익율(%)	14.2	-5.1	2.1	6.6	15.8
영업이익율(%)	5.3	-19.0	-10.9	-3.9	7.7
EBITDA Margin(%)	16.6	3.4	11.8	12.6	19.1
지배주주순이익율(%)	1.5	-26.0	-6.5	-9.4	1.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	156.8	-155.8	314.9	62.4	137.5
당기순이익	6.7	-166.9	-33.6	-69.0	11.4
비현금항목의 가감	184.0	202.6	207.7	190.5	193.9
유형자산감가상각비	100.4	94.9	90.0	88.0	86.1
무형자산감가상각비	10.4	6.7	4.9	5.6	6.2
지분법평가손익	-25.9	0.0	-0.5	-0.5	0.0
기타	99.1	101.0	113.3	97.4	101.6
영업활동자산부채증감	11.8	-144.0	210.7	-5.1	-8.6
매출채권및기타채권의감소	-6.7	24.8	-3.6	-4.0	-6.6
재고자산의감소	0.5	-0.5	0.5	-2.2	-3.6
매입채무및기타채무의증가	68.2	-15.3	0.6	1.4	1.8
기타	-50.2	-153.0	213.2	-0.3	-0.2
기타현금흐름	-45.7	-47.5	-69.9	-54.0	-59.2
투자활동 현금흐름	-222.5	-98.7	-62.8	-63.0	-52.6
유형자산의 취득	-84.9	-8.7	-90.0	-90.0	-80.0
유형자산의 처분	0.7	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.6	8.6	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	20.1	-11.7	-0.5	-0.5	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-155.8	-132.2	-7.0	-7.1	-7.3
기타	-2.0	44.7	44.7	44.6	44.7
재무활동 현금흐름	79.6	175.0	-16.0	-16.0	-16.0
차입금의 증가(감소)	107.4	195.1	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	4.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-8.5	-8.5	0.0	0.0	0.0
기타	-19.3	-16.1	-16.0	-16.0	-16.0
기타현금흐름	0.6	0.2	-72.3	-72.3	-72.3
현금 및 현금성자산의 순증가	14.5	-79.3	163.7	-88.9	-3.4
기초현금 및 현금성자산	207.1	221.6	142.3	306.1	217.2
기말현금 및 현금성자산	221.6	142.3	306.1	217.2	213.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	532.2	520.9	695.0	619.8	634.1
현금 및 현금성자산	221.6	142.3	306.0	217.2	213.7
단기금융자산	218.1	350.3	357.3	364.4	371.7
매출채권 및 기타채권	34.3	7.7	11.3	15.3	21.9
재고자산	6.2	6.7	6.2	8.4	12.0
기타유동자산	52.0	13.9	14.2	14.5	14.8
비유동자산	2,938.2	2,792.6	2,797.7	2,804.1	2,801.7
투자자산	23.9	35.7	35.7	35.7	35.7
유형자산	2,197.0	2,129.7	2,129.7	2,131.7	2,125.6
무형자산	263.0	204.6	209.7	214.0	217.8
기타비유동자산	454.3	422.6	422.6	422.7	422.6
자산총계	3,470.4	3,313.5	3,492.7	3,423.9	3,435.8
유동부채	632.4	361.9	362.5	363.9	365.8
매입채무 및 기타채무	118.3	80.7	81.4	82.8	84.6
단기금융부채	320.3	190.3	190.3	190.3	190.3
기타유동부채	193.8	90.9	90.8	90.8	90.9
비유동부채	1,233.7	1,518.1	1,731.6	1,731.6	1,731.6
장기금융부채	1,023.5	1,327.7	1,327.7	1,327.7	1,327.7
기타비유동부채	210.2	190.4	403.9	403.9	403.9
부채총계	1,866.2	1,880.0	2,094.1	2,095.5	2,097.3
자본지분	1,266.3	1,144.4	1,115.7	1,061.0	1,068.6
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	295.0	297.2	297.2	297.2	297.2
기타자본	-26.1	-24.6	-24.6	-24.6	-24.6
기타포괄손익누계액	306.1	304.1	302.8	301.5	300.2
이익잉여금	644.3	520.6	493.2	439.8	448.7
비지배지분	337.9	289.2	283.0	267.4	270.0
자본총계	1,604.2	1,433.6	1,398.7	1,328.4	1,338.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	166	-1,299	-300	-587	97
BPS	13,924	12,583	12,269	11,667	11,750
CFPS	2,097	393	1,915	1,337	2,257
DPS	100	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	118.9	-11.8	-57.4	-29.4	177.4
PER(최고)	126.7	-17.1	-66.9		
PER(최저)	80.1	-7.5	-49.3		
PBR	1.42	1.22	1.41	1.48	1.47
PBR(최고)	1.51	1.76	1.64		
PBR(최저)	0.96	0.78	1.21		
PSR	1.83	3.07	3.75	2.76	1.94
PCFR	9.4	39.0	9.0	12.9	7.6
EV/EBITDA	18.7	175.8	54.9	38.9	17.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	126.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	0.2	-4.9	-1.0	-2.0	0.3
ROE	1.2	-9.8	-2.4	-4.9	0.8
ROIC	1.0	-3.8	-1.2	-0.9	1.8
매출채권회전율	31.7	21.6	44.1	42.6	43.6
재고자산회전율	152.6	70.4	65.0	78.0	79.6
부채비율	116.3	131.1	149.7	157.7	156.7
순차입금비율	56.4	71.5	61.1	70.5	69.7
이자보상배율, 현금	1.0	-1.6	-0.8	-0.4	1.1
총차입금	1,343.8	1,518.1	1,518.1	1,518.1	1,518.1
순차입금	904.0	1,025.5	854.8	936.5	932.7
EBITDA	162.6	15.4	49.3	71.3	155.0
FCF	60.8	-136.2	177.4	-33.8	36.9

GKL (114090)



BUY(Maintain)

목표주가 20,500원(하향)

주가(9/27) 16,150원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

02) 3787-5115/namsu.lee@kiwoom.com

카지노 단일 사업모델과 서울 사업장 2곳, Mass 강점의 힐튼점 특징으로 외국인 입국 재개 시 탄력적인 실적 개선을 전망합니다. 특히 고정비 부담이 큰 현 기간에서 손실 지속이 지속되고는 있으나, 매출 개선 시 비용의 추가 부담 리스크를 완화시켜 개선 속도감과 규모를 더욱 부각시킬 것으로 판단합니다.

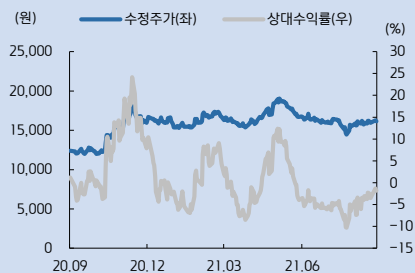
Stock Data

KOSPI (9/27)	3,133.64pt	
시가총액	9,990억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	19,050 원	11,750원
최고/최저가 대비	-15.2%	37.4%
주가수익률	절대	상대
	1M	3.5%
	6M	-3.3%
	1Y	-35.0%
		3.5%
		-6.2%
		-22.3%

Company Data

발행주식수	61,856 천주
일평균 거래량(3M)	306천주
외국인 자본율	3.5%
배당수익률(21E)	0.0%
BPS(21E)	6,274원
주요 주주	한국관광공사 51.0%

Price Trend



턴어라운드느 늦지만 회복은 탄력적으로

>>> 카지노 순매출액 7월 76억원, 8월 88억원

7월과 8월 드랍액은 각각 685억원, 716억원으로 20년 7월 ~ 21년 6월(휴장기간 20년 12월 ~ 21년 2월 제외) 평균 828억 원 수준에서 등락했다. VIP 방문 인원은 동기간 평균 4,740명을 기록했는데, 7월과 8월에는 사회적 거리두기 4단계 영향에도 불구하고 서울지역 2개 업장 효과로 각각 4,685명과 4,954명이 방문해 입장객 감소는 나타나지 않았다. 홀드율도 10% 초반 안정세를 보여 제한적이지만 로컬 VIP에 의한 매출 발생은 꾸준할 것으로 전망한다.

>>> 3분기 영업손실 320억(적지)

7월 강남 영업장의 일시적 홀드율 부진이 나타나 3분기에는 매출액 255억원(yoy -26%)과 영업손실 320억원을 달성할 것으로 전망한다.

Mass 고객 비중이 높은 힐튼 영업장의 실적 안정성은 우수하지만 강남 영업장의 변동성이 커지며 전분기 대비 감소한 실적을 기록할 것으로 추정한다. 다만 분기별 비용이 500억 원 후반에서 안정적으로 유지되어 매출 개선 시 적자폭 규모는 즉시 감소할 것으로 판단한다.

>>> 턀어라운드느 늦지만 회복은 탄력적으로

동사는 카지노 복합리조트 구조가 아니기 때문에 시설 유지에 대한 고정비 투여가 크지 않다. 또한 서울 2곳의 지리적 이점과 Mass가 선방하는 힐튼점을 고려할 때 외국인 입국 재개 시 단계적보다는 즉각적인 실적 회복을 전망한다.

하지만 인건비 등 고정비용 감소가 기업 특성상 제한적이고 비카지노 손해가 없기 때문에 지속된 손실에서 회복으로 턀어라운드가 어려운 상황이다. 이에 2022E BPS 기준에 Target P/B 3.6배(2012 ~ 2020 평균 PBR)를 적용하여 투자 의견 BUY는 유지하고 목표주가는 20,500원으로 하향한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	490.8	184.5	97.9	226.0	346.1
영업이익	96.8	-88.8	-132.7	-44.1	1.3
EBITDA	133.9	-50.2	-100.7	-12.3	37.4
세전이익	95.7	-81.1	-125.2	-33.9	13.1
순이익	72.4	-64.3	-96.6	-27.3	7.3
지배주주지분순이익	72.4	-64.3	-96.6	-27.3	7.3
EPS(원)	1,170	-1,040	-1,562	-442	117
증감률(% YoY)	-6.9	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	16.6	-16.1	-10.3	-36.5	137.7
PBR(배)	2.06	2.12	2.57	2.78	2.74
EV/EBITDA(배)	6.5	-16.0	-6.4	-57.1	20.5
영업이익률(%)	19.7	-48.1	-135.5	-19.5	0.4
ROE(%)	12.6	-12.0	-22.1	-7.3	2.0
순차입금비율(%)	-57.2	-47.7	-91.1	-81.9	-64.0

자료 : 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	490.8	184.5	97.9	226.0	346.1
매출원가	356.6	238.4	202.5	239.9	311.8
매출총이익	134.1	-53.9	-104.7	-13.9	34.2
판매비	37.3	34.9	28.0	30.2	32.9
영업이익	96.8	-88.8	-132.7	-44.1	1.3
EBITDA	133.9	-50.2	-100.7	-12.3	37.4
영업외손익	-1.1	7.7	7.5	10.2	11.8
이자수익	10.1	6.9	9.6	8.4	7.2
이자비용	3.8	3.5	3.6	3.8	4.0
외환관련이익	1.4	0.7	0.6	0.6	0.6
외환관련손실	0.7	0.3	0.1	0.1	0.1
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-8.1	3.9	1.0	5.1	8.1
법인세차감전이익	95.7	-81.1	-125.2	-33.9	13.1
법인세비용	23.3	-16.8	-28.6	-6.6	5.9
계속사업손익	72.4	-64.3	-96.6	-27.3	7.3
당기순이익	72.4	-64.3	-96.6	-27.3	7.3
지배주주순이익	72.4	-64.3	-96.6	-27.3	7.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	2.2	-62.4	-46.9	130.8	53.1
영업이익 증감율	-7.9	-191.7	49.4	-66.8	-102.9
EBITDA 증감율	10.4	-137.5	100.6	-87.8	-404.1
지배주주순이익의 증감율	-6.9	-188.8	50.2	-71.7	-126.7
EPS 증감율	-6.9	적전	적지	적지	흑전
매출총이익율(%)	27.3	-29.2	-106.9	-6.2	9.9
영업이익율(%)	19.7	-48.1	-135.5	-19.5	0.4
EBITDA Margin(%)	27.3	-27.2	-102.9	-5.4	10.8
지배주주순이익율(%)	14.8	-34.9	-98.7	-12.1	2.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	117.6	-139.0	-85.3	-44.9	-36.7
당기순이익	72.4	-64.3	-96.6	-27.3	7.3
비현금항목의 가감	67.3	22.1	-29.7	-6.6	11.5
유형자산감가상각비	36.7	38.4	31.8	31.6	35.8
무형자산감가상각비	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	30.2	-16.6	-61.7	-38.4	-24.5
영업활동자산부채증감	-9.4	-81.0	6.4	-22.2	-52.9
매출채권및기타채권의감소	-5.4	2.4	5.8	-8.6	-8.0
채고자산의감소	0.0	-1.2	1.7	-2.5	-2.4
매입채무및기타채무의증가	5.6	-66.7	1.7	1.7	1.8
기타	-9.6	-15.5	-2.8	-12.8	-44.3
기타현금흐름	-12.7	-15.8	34.6	11.2	-2.6
투자활동 현금흐름	-51.6	164.1	91.6	-27.2	-37.2
유형자산의 취득	-5.5	-6.2	-45.0	-40.0	-50.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	1.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-52.6	79.7	123.8	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	5.9	73.9	-2.3	-2.3	-2.3
기타	0.9	15.1	15.1	15.1	15.1
재무활동 현금흐름	-65.0	-55.1	-22.8	-22.8	-22.8
차입금의 증가(감소)	-0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-43.9	-32.7	0.0	0.0	0.0
기타	-20.9	-22.7	-22.8	-22.8	-22.8
기타현금흐름	-0.1	-0.2	141.0	38.1	38.1
현금 및 현금성자산의 순증가	0.9	-30.3	124.4	-56.8	-58.6
기초현금 및 현금성자산	131.2	132.2	101.9	226.3	169.5
기말현금 및 현금성자산	132.2	101.9	226.3	169.5	110.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	457.1	347.2	471.2	442.6	443.2
현금 및 현금성자산	132.2	101.9	226.3	169.5	111.2
단기금융자산	301.0	227.1	229.4	231.7	234.0
매출채권 및 기타채권	20.7	12.3	6.5	15.1	23.1
채고자산	2.5	3.7	1.9	4.5	6.9
기타유동자산	0.7	2.2	7.1	21.8	68.0
비유동자산	452.4	361.2	147.6	155.8	169.8
투자자산	230.3	150.6	26.8	26.8	26.8
유형자산	80.7	67.3	80.5	88.9	103.1
무형자산	9.1	7.3	7.0	6.8	6.6
기타비유동자산	132.3	136.0	33.3	33.3	33.3
자산총계	909.4	708.4	618.8	598.5	613.0
유동부채	211.8	128.8	130.5	132.3	134.0
매입채무 및 기타채무	156.3	84.7	86.4	88.1	89.9
단기금융부채	21.9	34.6	34.6	34.6	34.6
기타유동부채	33.6	9.5	9.5	9.6	9.5
비유동부채	112.5	93.2	100.2	107.2	114.2
장기금융부채	76.5	62.4	67.4	72.4	77.4
기타비유동부채	36.0	30.8	32.8	34.8	36.8
부채총계	324.3	222.1	230.7	239.5	248.2
자본지분	585.2	486.4	388.1	359.0	364.5
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	-1.7	-3.5	-5.2
이익잉여금	533.0	434.2	337.6	310.3	317.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	585.2	486.4	388.1	359.0	364.5

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,170	-1,040	-1,562	-442	117
BPS	9,460	7,863	6,274	5,804	5,893
CFPS	2,259	-683	-2,042	-549	303
DPS	659	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	16.6	-16.1	-10.3	-36.3	136.9
PER(최고)	22.4	-22.0	-12.3		
PER(최저)	14.8	-10.3	-9.2		
PBR	2.06	2.12	2.56	2.77	2.72
PBR(최고)	2.77	2.91	3.07		
PBR(최저)	1.83	1.37	2.28		
PSR	2.45	5.60	10.14	4.39	2.87
PCFR	8.6	-24.4	-7.9	-29.3	52.9
EV/EBITDA	6.5	-16.0	-6.3	-56.6	20.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	56.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	8.6	-8.0	-14.6	-4.5	1.2
ROE	12.6	-12.0	-22.1	-7.3	2.0
ROIC	-588.0	-162.5	-158.5	-116.3	0.9
매출채권회전율	28.1	11.2	10.4	20.9	18.1
재고자산회전율	198.4	60.0	35.0	70.5	61.1
부채비율	55.4	45.7	59.5	66.7	68.1
순차입금비율	-57.2	-47.7	-91.1	-81.9	-64.0
이자보상배율, 현금	25.4	-25.6	-36.4	-11.5	0.3
총차입금	98.4	97.0	102.0	107.0	112.0
순차입금	-334.8	-232.0	-353.7	-294.2	-233.2
EBITDA	133.9	-50.2	-100.7	-12.3	37.4
FCF	92.1	-135.0	-85.0	-66.0	-66.1

시저스 엔터테인먼트 (Caesars Entertainment)

(CZR.US)

코로나에도 개선되는 실적

블룸버그 투자의견 컨센서스

현재주가 / 블룸버그 목표주가

매수...

보유...

현재주가('21.09.24): \$112.35

블룸버그 목표주가: \$126.46

기업 개요

- 2020년 7월 엘도라도 리조트와 시저스 엔터테인먼트 인수 합병 완료. 2021년 기준 미국 내 48개 카지노를 운영중인 미국 최대 카지노 보유 사업자
- 2020년 9월 윌리엄 힐 인수 합병을 통해 기존 오프라인 카지노 외 온라인 카지노(iGaming) 및 온라인 스포츠 베팅(OSB) 신규 사업 확대 중
- 2QFY21(6월말분기) 조정 EBITDA 10억달러, 조정순이익 1억7백만달러 기록하며 흑자전환 가이드선 제시 시점보다 빠른 흑자전환에 성공

투자 포인트

델타 변이 확산에도 개선되는 실적

2020년 7월 엘도라도 리조트가 시저스 엔터테인먼트 인수 합병을 완료하며, 미국 내 48개 카지노를 운영중인 미국 최대 카지노 보유 사업자. 동사의 카지노 사업 매출 비중이 약 70% 수준으로, 카지노 게이밍 매출액 증가가 실적 개선에 미치는 영향이 절대적. 2021년 2분기 미국 전체 카지노 게이밍 매출액은 136.5억달러를 기록하며 2019년 2분기 109.4억달러 대비 24.8% 증가하며 코로나 19 발생 이전 수준을 상회하는 실적을 기록. 동사의 지역별 매출액의 경우 네바다(23%), 인디애나(20%), 뉴저지(15%), 루이지애나(11%), 일리노이(7%) 등에서 발생되고 있으며, 해당 5개 주요 지역에서 모두 코로나 19 이전 수준을 상회하는 게이밍 매출액 기록. 2021년 7월부터 라스베이거스 지역 컨벤션 수요가 본격적으로 회복되기 시작했으며, 하반기 기업들의 출장 수요가 회복될 경우 카지노 사업 부문 이 외 비-카지노 사업 부문의 실적 개선 또한 빠르게 나타날 것으로 전망

오프라인 카지노 흑자전환, 온라인 카지노 신사업 성장 기대

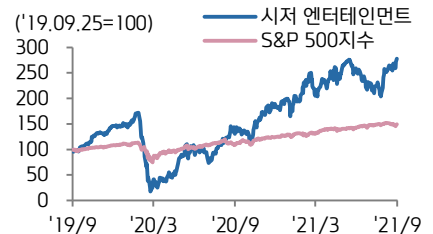
국내 여행 수요 상승 기반으로 기존 오프라인 카지노 사업의 실적 개선이 나타나기 시작한 가운데, 2020년 9월 인수합병 완료한 윌리엄 힐(William Hill)과의 시너지 효과 또한 본격화 될 것으로 기대. 동사의 기존 온라인 및 스포츠 카지노 사업부는 시저스 디지털 사업부로 개편되며 17개의 주에서 온라인 카지노, 13개의 주에서 모바일 스포츠 카지노 서비스를 제공 중. 온라인 카지노 시장 내 후발 주자로 마케팅 비용 지출 증가는 불가피할 것으로 전망되나, 기존에 보유한 광범위한 오프라인 카지노 고객을 기반으로 한 신사업 진출 및 확대 방향성은 코로나 19 이후 동사의 성장 동력으로 작용할 전망

Stock Data

산업분류	자유소비재 서비스
S&P 500 (9/24)	4,455.5
현재주가/목표주가	112.4 / 126.5
52주 최고/최저 (\$)	114.6 / 43.1
시가총액 (백만\$)	23,978.8
유통주식 수 (백만 주)	213.4
일평균거래량 (3M)	2,864,782

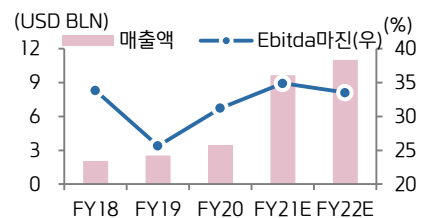
Performance & Price Trend

주가수익률	YTD	1M	6M	12M
절대	51.3	19.7	35.5	112.5
S&P Index	18.6	-0.7	14.6	37.2



Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY18	FY19	FY20	FY21E
매출액	2,056	2,528	3,474	9,645
EBITDA	696	649	1,085	3,365
Ebitda 마진(%)	33.8	25.7	31.2	34.9
순이익	110	108	-1,646	-335
EPS	1.4	1.4	-9.4	-1.7
증가율(%)	-348.4	-2.3	-787.5	-81.8
PER(배)	23.4	43.2	n/a	n/a
PBR(배)	2.7	4.1	3.1	4.5
ROE(%)	9.7	7.5	-57.3	-5.9
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

손익계산서

(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
매출액	893	1,481	2,056	2,528	3,474
매출원가	530	800	1,039	1,186	1,768
매출총이익, GAAP	363	681	1,017	1,342	1,706
판매비	171	324	456	606	946
연구개발비	—	—	—	—	—
영업이익, GAAP	89	95	310	410	-437
영업외 (이익)손실	51	138	174	285	1,195
세전이익, GAAP	38	-43	136	125	-1,632
법인세비용	13	-117	40	44	126
당기순이익, GAAP	25	58	121	108	-1,001
EPS, GAAP	0.53	1.09	1.23	1.04	-13.5
회계 EPS, GAAP	0.52	1.08	1.22	1.03	-13.5
영업이익, 조정	101	206	340	446	313
당기순이익, 조정	33	58	121	108	-1,001
EBITDA	153	201	468	652	197

재무상태표

(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
자산총계	1,294	3,546	5,911	5,641	36,385
유동자산	102	251	573	605	6,667
현금 및 현금성자산	61	152	248	241	1,758
매출채권	15	46	60	54	338
재고자산	11	17	21	18	44
비유동자산	1,192	3,295	5,338	5,036	29,718
유형자산	627	1,503	2,883	2,803	14,333
무형자산	554	1,744	2,370	2,021	13,976
부채총계	996	2,605	4,882	4,523	31,351
유동부채	102	224	402	688	2,585
매입채무	97	223	391	385	1,633
단기성부채	5	1	—	266	119
비유동부채	894	2,381	4,480	3,835	28,766
장기성부채	796	2,190	3,261	2,501	14,518
자본총계	298	942	1,029	1,117	5,034

현금흐름표

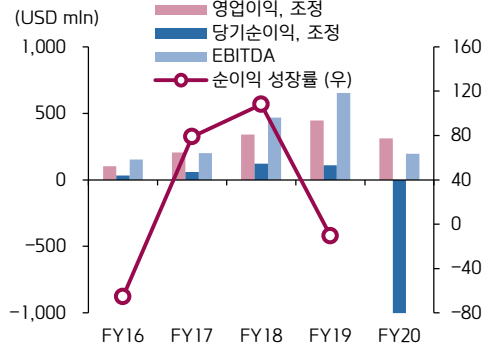
(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
영업활동으로 인한 현금흐름	98	130	323	313	-571
감가상각비, 무형자산상각비	63	106	157	222	583
운전자본 변동	0	-27	-5	23	-81
투자활동으로 인한 현금흐름	-41	-1,397	-1,268	370	-6,185
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-47	-83	-147	-171	-198
유, 무형자산 처분	2	—	1	536	366
재무활동으로 인한 현금흐름	-74	1,351	1,044	-712	10,626
지급배당금	—	—	—	—	—
차입금의 증가(감소)	-69	1,411	1,090	-703	8,344
자사주매입	—	2.9	-9	—	2718
현금증가	-17	84	99	-30	3,999
기초현금	78	63	148	247	217
기말현금	61	148	247	217	4,216
FCF	50	47	176	142	-769
FCFF	83	—	296	327	—

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

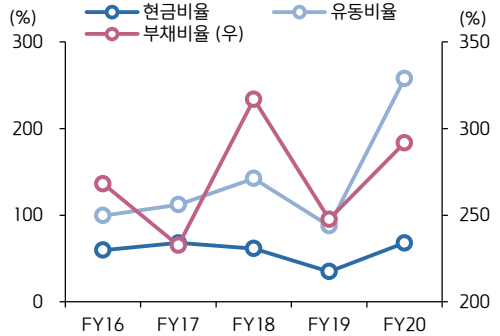
(%, 배)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
보통주 순이익률	2.78	4.96	4.63	3.20	-50.58
영업이익률	9.98	6.40	15.08	16.22	-12.58
EBITDA 마진	17.09	13.55	22.74	25.79	5.67
ROE	8.72	11.84	9.66	7.55	-57.29
ROA	1.89	3.03	2.01	1.40	-8.36
ROIC	4.75	7.18	5.49	6.08	-6.48
부채비율	268.19	232.60	316.93	247.72	291.81
순차입금비용	247.74	216.44	292.86	226.15	255.84
EBITDA/현금지급이자	3.20	2.37	2.82	2.35	—
현금비용	0.60	0.68	0.62	0.35	0.68
유동비율	1.00	1.12	1.43	0.88	2.58
PER	24.87	38.69	23.36	43.23	—
PBR	2.68	2.70	2.72	4.14	3.08
EV/EBIT	17.26	48.36	18.76	16.86	—
EV/EBITDA	10.08	22.84	12.44	10.97	143.90

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

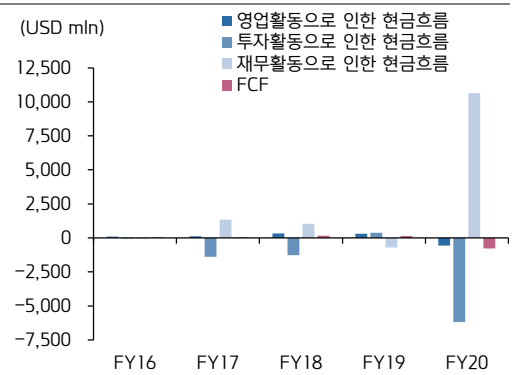
이익 추이



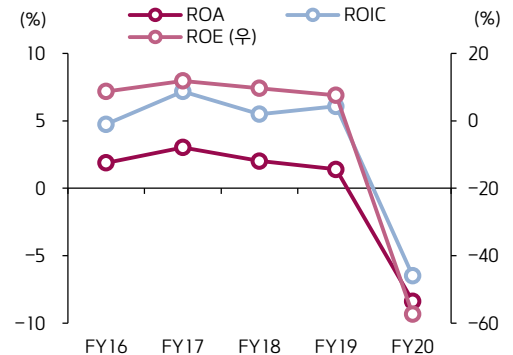
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



에어비앤비 (Airbnb)

(ABNB.US)

국내 여행 증가로부터 수혜

블룸버그 투자의견 컨센서스

매수	보유	매도
51%	41%	8%

현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('21.09.24): \$175.88
블룸버그 목표주가: \$170.00

기업 개요

- 글로벌 최대 규모의 숙박 공유 서비스 제공 플랫폼
- 2020년 기준 220개국, 10만여개의 도시에서 5천 4백만명 사용자 보유
- 2QFY21(6월말분기) 조정 EBITDA 2.2억달러 기록하며 흑자 전환
가이던스 부합하는 실적 기록

투자 포인트

견조한 국내 여행 수요

동사는 글로벌 최대 규모의 숙박 공유 서비스 제공 플랫폼 사업자로, 2QFY21 시장 컨센서스를 큰 폭으로 상회하는 실적 기록. 코로나 19 델타 변이가 확산되는 상황에서도 수익성 개선 능력 입증. 북미 지역 및 일부 유럽(스페인, 프랑스) 지역에서 국내 여행 수요가 큰 폭으로 개선되며 컨센서스를 18% 이상 상회하는 총예약금(Gross Booking) 실적 기록. 코로나 19 특수 환경으로 28 일 이상의 장기 숙박 수요 증가가 총예약금 실적 개선을 견인했으나, 단기 숙박 수요 반등 또한 시작된 만큼 하반기 실적 개선세는 지속될 전망이다. 2QFY21 예약 가능 객실수의 경우 이전분기와 유사한 수준을 기록했으나, 북미와 유럽 지역 교외(non-urban) 지역 객실 공급이 이전분기 대비 8% 증가 기록. 동사의 예약 가능 객실수가 2019 년 수준을 상회하기 시작한 만큼, 새로운 지역에서의 신규 객실 공급 증가가 지속될 경우 코로나 19 상황에서도 실적 개선은 지속 가능

경쟁사 대비 빠른 실적 개선. 코로나 우려는 존재

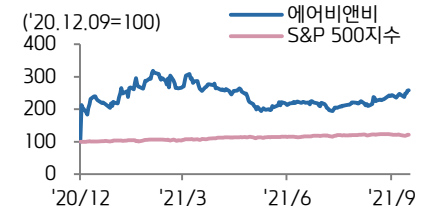
2QFY21 실적발표를 통해 동사 또한 경쟁사로 간주되는 OTA(EXPE, BKNG) 업체들과 유사하게 코로나 19 델타변이 확산으로 7 월 예약 증가세는 일부 축소를 언급. 3 분기 총예약일수 및 예약금의 경우 3 분기 비수기 영향으로 전분기대비 감소 가이던스를 제시했으나, OTA 업체들 중 유일하게 2019 년 대비 개선된 실적을 기록할 것으로 전망. 동사의 3QFY21 예약일수 및 총예약금 실적의 경우 경영진이 제시한 가이던스대로 감소할 전망이다. 역대 최고 매출액 및 조정 EBITDA 기록 가능할 전망이다. 동사가 5 년만에 재개한 대규모 마케팅 캠페인 비용의 경우 상반기 대부분 반영 된 만큼 하반기 실적 및 수익성 개선은 지속될 것으로 전망.

Stock Data

산업분류	미디어
S&P 500 (9/24)	4,455.5
현재주가/목표주가	175.9 / 170
52주 최고/최저 (\$)	219.9 / 68
시가총액 (백만\$)	110,565.7
유통주식 수 (백만 주)	336.6
일평균거래량 (3M)	6,493,448

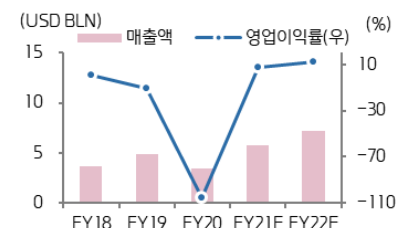
Performance & Price Trend

추가수익률	YTD	1M	6M	12M
절대	19.8	9.0	-1.7	n/a
S&P Index	18.6	-0.7	14.6	37.2



Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY18	FY19	FY20	FY21E
매출액	3,652	4,805	3,378	5,692
영업이익	19	-502	-3,590	430
OPM(%)	0.5	-10.4	-106.3	7.6
순이익	-17	-674	-4,585	-685
EPS	-0.1	-2.6	-16.1	-1.3
증가율(%)	적지	적지	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-
PBR(배)	-	-	31.6	21.0
ROE(%)	-	-	-	-18.3
배당수익률(%)	-	-	-	-



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

손익계산서

(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
매출액	—	2,562	3,652	4,805	3,378
매출원가	—	648	864	1,196	876
매출총이익, GAAP	—	1,914	2,788	3,609	2,502
판매비	—	1,199	1,581	2,319	2,310
연구개발비	—	—	579	977	2,753
영업이익, GAAP	—	-81	19	-502	-3,590
영업외 (이익)손실	—	-22	-28	-90	1,092
세전이익, GAAP	—	-59	47	-412	-4,682
법인세비용	—	11	64	263	-97
당기순이익, GAAP	—	-70	-17	-674	-4,465
EPS, GAAP	—	-0.14	-0.04	-1.30	-16.12
희석 EPS, GAAP	—	-0.14	-0.04	-1.30	-16.12
영업이익, 조정	—	-81	19	-502	-3,439
당기순이익, 조정	—	-70	-17	-674	-4,465
EBITDA	—	-2	101	-305	-3,373

재무상태표

(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
자산총계	—	—	6,613	8,310	10,491
유동자산	—	—	5,875	6,561	8,916
현금 및 현금성자산	—	—	3,329	3,074	6,391
매출채권	—	—	—	—	—
재고자산	—	—	—	—	—
비유동자산	—	—	739	1,749	1,575
유형자산	—	—	309	687	654
무형자산	—	—	319	755	732
부채총계	—	—	3,899	5,886	7,590
유동부채	—	—	3,736	5,234	5,140
매입채무	—	—	3,240	4,520	4,643
단기성부채	—	—	—	38	57
비유동부채	—	—	163	653	2,450
장기성부채	—	—	—	381	2,246
자본총계	—	—	2,714	2,424	2,902

현금흐름표

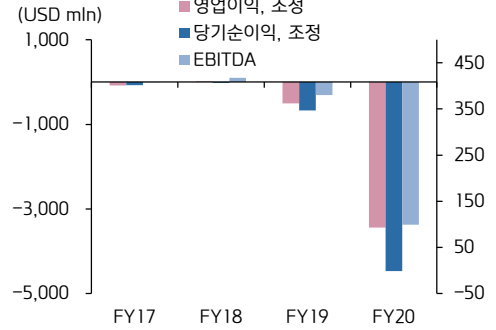
(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
영업활동으로 인한 현금흐름	—	251	596	223	-630
감가상각비, 무형자산상각비	—	79	82	114	126
운전자본 변동	—	48	275	437	-45
투자활동으로 인한 현금흐름	—	-789	-668	-347	80
유, 무형자산 취득(CAPEX)	—	-100	-91	-125	-37
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	—	673	141	855	2,941
지급배당금	—	—	—	—	—
차입금의 증가(감소)	—	—	—	—	5,575
자사주매입	—	51	16	6	15
현금증가	—	362	-91	705	2,525
기초현금	—	4,167	4,530	4,439	5,143
기말현금	—	4,530	4,439	5,143	7,668
FCF	—	151	505	97	-667
FCFF	—	—	496	—	—

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

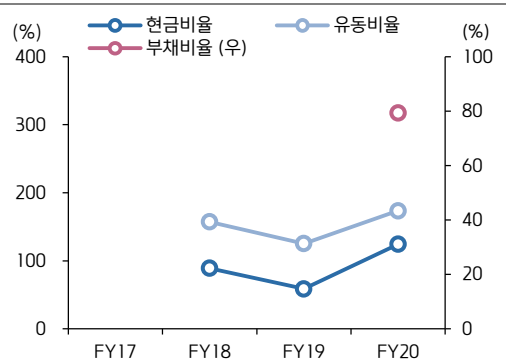
(%, 배)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
보통주 순이익률	—	-2.73	-0.46	-14.03	-135.71
영업이익률	—	-3.18	0.51	-10.44	-106.27
EBITDA 마진	—	-0.08	2.77	-6.35	-99.85
ROE	—	—	—	—	—
ROA	—	—	—	-9.04	-48.77
ROIC	—	—	—	-26.82	-92.50
부채비율	—	—	—	—	79.37
순차입금비율	—	—	-122.66	-109.53	-140.89
EBITDA/현금지급이자	—	-0.15	4.78	-58.97	-25.99
현금비율	—	—	0.89	0.59	1.24
유동비율	—	—	1.57	1.25	1.73
PER	—	—	—	—	—
PBR	—	—	—	—	31.63
EV/EBIT	—	—	—	—	—
EV/EBITDA	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

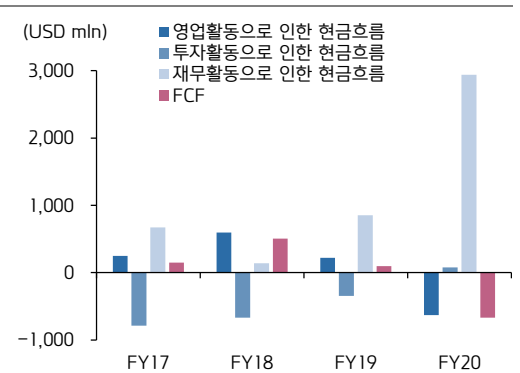
이익 추이



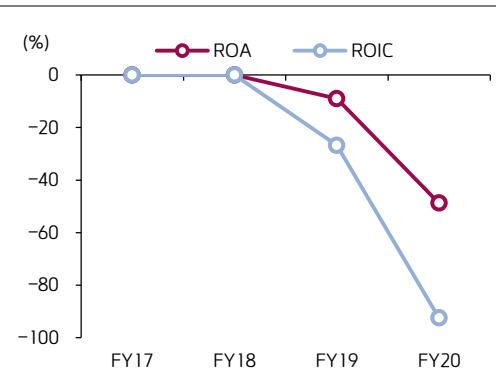
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



부킹 홀딩스 (Booking Holdings)

(BKNG.US)

아직 시간이 필요한 정상화 시점

블룸버그 투자의견 컨센서스

매수 39%	보유 58%	매도 3%
-----------	-----------	----------

현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('21.09.24): \$2,491.35
블룸버그 목표주가: \$2,522.33

기업 개요

- 글로벌 최대 규모의 온라인 여행사(OTA) 사업자. 2000년대부터 인수 합병을 통해 여행을 비롯한 렌트카 및 레스토랑 예약 서비스까지 여행 산업 내 브랜드 수직 계열화 완료

투자 포인트

코로나 19 영향 지속 중

코로나 19 로부터 가장 크게 직접적인 피해를 입은 글로벌 최대 온라인 여행사(OTA). 전세계적으로 백신 보급이 확대되며 2021 년 1 분기부터 북미 & 유럽 지역을 중심으로 점진적인 실적 개선이 나타나고 있으나 회복 속도는 다소 기대보다 느린 상황. 2QFY21(6 월말분기) 실적 기준 객실 예약률의 경우 2019 년의 57% 수준으로 1QFY21 25% 수준 대비 개선. 유럽 지역 국내 여행 수요가 빠르게 증가하며 예약률 증가를 견인했으나, 2QFY21 분기 실적의 경우 코로나 19 기간 동안 억제되었던 여행 수요가 한번에 물리며 일시적인 예약 증가를 견인했을 가능성 존재. 하반기 실적 개선 및 예약률 회복 추세는 전세계적으로 델타 변이 추가 확산 여부에 따라 결정될 전망

코로나를 통해 얻어낸 구조조정

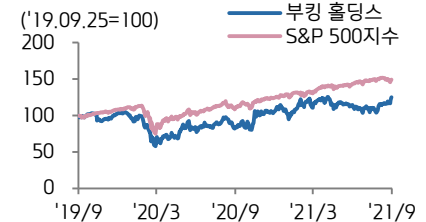
동사는 코로나 19 영향으로 악화된 재무구조를 원인으로 2020 년 구조조정을 단행하여 연간 인건비 1 억달러 이상, 마케팅 비용 감축 완료. OTA 사업 특성상 경쟁사(EXPE)와 함께 영업이익의 약 50% 수준을 마케팅 비용 지출하고 있었으나 비용을 30% 수준으로 감축. 마케팅 비용 감축에도 불구하고 직접접속 고객 비중이 2019 년 이전 수준을 상회하여 수익성 개선이 나타난 점은 긍정적이며, 코로나 19 이후에도 지속될 수 있다면 장기 수익성 개선에도 긍정적으로 작용할 전망. 동사는 2018 년 경쟁사 인수합병을 통해 온라인 숙박 예약 서비스 플랫폼 Booking.com 이 외에도 Rentalcars.com(렌터카), Kayak(메타서치), OpenTable(식당 예약) 등 다수의 플랫폼을 보유하고 있어 여행 산업내 브랜드 수직계열화를 완료한 상황. 코로나 19 영향이 완화될 것으로 전망되는 2022 년 이후 여행 팬트업 수요가 확대될 경우 직접적인 수혜를 받을 수 있는 기업 중 한 곳이 될 것으로 판단

Stock Data

산업분류	미디어
S&P 500 (9/24)	4,455.5
현재주가/목표주가	2491.4 / 2522.3
52주 최고/최저 (\$)	2516 / 1589
시가총액 (백만\$)	102,294.4
유통주식 수 (백만 주)	41.1
일평균거래량 (3M)	305,780

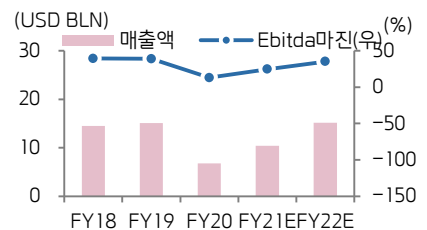
Performance & Price Trend

주가수익률	YTD	1M	6M	12M
절대	11.9	11.6	13.1	50.9
S&P Index	18.6	-0.7	14.6	37.2



Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY18	FY19	FY20	FY21E
매출액	14,527	15,066	6,796	10,448
EBITDA	5,729	5,855	879	2,578
Ebitda 마진(%)	39.4	38.9	12.9	24.7
순이익	4,446	4,463	194	1,685
EPS	92.6	102.6	4.7	39.5
증가율(%)	20.2	10.8	-95.4	738.1
PER(배)	19.2	20.9	2685.8	63.1
PBR(배)	8.9	14.3	18.6	15.3
ROE(%)	39.9	66.1	1.1	24.6
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

손익계산서

(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
매출액	10,743	12,681	14,527	15,066	6,796
매출원가	428	242	—	—	—
매출총이익, GAAP	10,315	12,439	—	—	—
판매비	3,935	4,737	5,655	5,764	2,760
연구개발비	142	189	233	285	299
영업이익, GAAP	2,906	4,538	5,341	5,345	-631
영업외 (이익)손실	193	139	506	-613	-1,198
세전이익, GAAP	2,713	4,399	4,835	5,958	567
법인세비용	578	2,058	837	1,093	508
당기순이익, GAAP	2,135	2,352	4,313	4,272	34
EPS, GAAP	43.14	47.78	84.26	112.93	1.45
희석 EPS, GAAP	42.65	46.86	83.26	111.82	1.44
영업이익, 조정	3,847	4,545	5,359	5,411	453
당기순이익, 조정	3,120	2,352	4,313	4,272	34
EBITDA	3,215	4,901	5,767	5,995	19

재무상태표

(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
자산총계	19,839	25,451	22,687	21,402	21,874
유동자산	5,402	9,035	8,407	9,833	12,206
현금 및 현금성자산	4,300	7,402	6,284	7,310	11,063
매출채권	860	1,218	1,523	1,680	529
재고자산	—	—	—	—	—
비유동자산	14,437	16,416	14,280	11,569	9,668
유형자산	347	480	656	1,358	1,285
무형자산	4,391	4,915	5,035	4,867	3,707
부채총계	9,990	14,187	13,902	15,469	16,981
유동부채	2,859	3,498	3,555	5,366	3,425
매입채무	1,277	1,807	2,533	2,817	2,117
단기성부채	968	711	—	1,149	1,144
비유동부채	7,132	10,689	10,347	10,103	13,556
장기성부채	6,171	8,810	8,649	8,102	11,395
자본총계	9,849	11,264	8,785	5,933	4,893

현금흐름표

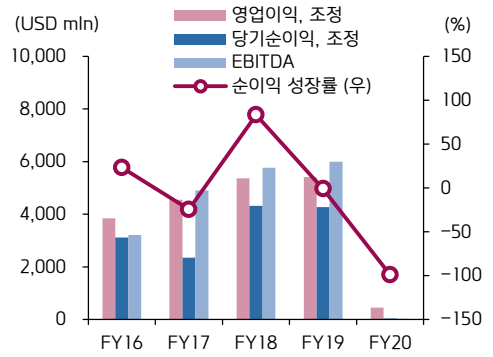
(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
영업활동으로 인한 현금흐름	3,984	4,662	5,338	4,865	85
감가상각비, 무형자산상각비	309	363	426	469	458
운전자본 변동	236	293	115	-106	-1,214
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,333	-4,202	2,215	7,050	2,637
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-268	-288	-442	-368	-286
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	-1	-79	-7,431	-8,220	1,528
지급배당금	—	—	—	—	—
차입금의 증가(감소)	995	1,744	-1,462	-25	2,864
자사주매입	-996	-1,823	-5,971	-8,187	-1,303
현금증가	604	481	82	3,687	4,250
기초현금	1,478	2,082	2,563	2,645	6,332
기말현금	2,082	2,563	2,645	6,332	10,582
FCF	3,764	4,374	4,896	4,497	-201
FCFF	3,927	4,509	5,118	4,714	-164

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

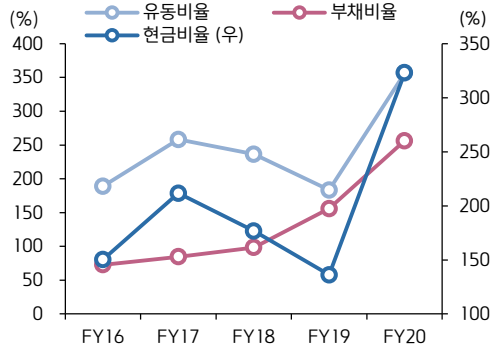
(%, 배)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
보통주 순이익률	19.87	18.46	27.52	32.29	0.87
영업이익률	27.05	35.79	36.77	35.48	-9.28
EBITDA 마진	29.93	38.65	39.70	39.79	0.28
ROE	22.94	22.21	39.89	66.11	1.09
ROA	11.46	10.34	16.61	22.07	0.27
ROIC	13.59	12.36	22.60	26.04	-0.39
부채비율	72.69	84.55	98.45	155.92	256.26
순차입금비용	-68.57	-77.72	-68.79	-42.74	-46.66
EBITDA/현금지급이자	25.54	31.62	26.33	27.13	0.07
현금비용	1.50	2.12	1.77	1.36	3.23
유동비율	1.89	2.58	2.36	1.83	3.56
PER	23.52	36.91	19.18	20.92	2685.77
PBR	7.34	7.48	8.95	14.34	18.64
EV/EBIT	22.50	16.63	13.58	15.41	—
EV/EBITDA	20.34	15.40	12.58	13.77	4681.32

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

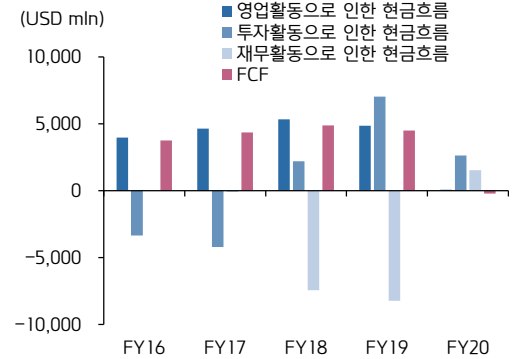
이익 추이



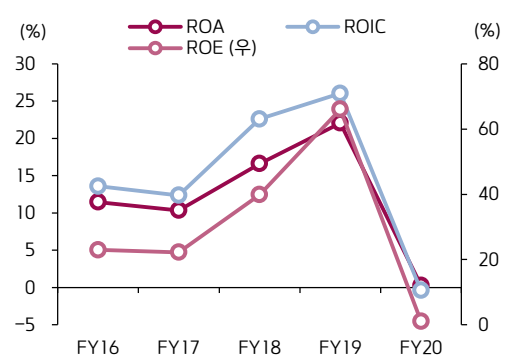
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



카니발 크루즈 (Carnival Cruise)

(CCL.US)

지연되는 운영 정상화

블룸버그 투자의견 컨센서스

매수 37%	보유 42%	매도 21%
-----------	-----------	-----------

현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('21.09.24): \$25.44

블룸버그 목표주가: \$27.95

기업 개요

- 총 9개의 크루즈 계열사를 통해 91대의 크루즈 선박을 운영중이며, 크루즈 시장 점유율 45% 이상 보유한 글로벌 최대 크루즈 사업자
- 2020년 3월 크루즈 선박 운영 중단 이후, 2021년 하반기로 예상된 운영 재개 시점은 2022년 상반기로 지연

투자 포인트

지연되는 운영 정상화

동사는 2020년 3월 상업용 운행이 전면 금지된 이후 현재 시점까지 정상적인 운영을 못하고 있는 상황. 21년 4월 미국 질병통제예방센터(CDC) 운항 조건 개정안 발표를 통해 조건부 운행을 재개할 예정이었으나, 코로나 19 델타 변이 바이러스 확산으로 인해 정상 운항 재개 시점이 연기. 2QFY21(5월말) 기준 탑승률은 20% 미만 수준으로, 동사가 제시한 21년 11월말까지 보유중인 91대의 선박 중 42대 선박 운영 재개 목표 달성은 어려울 것으로 전망. 동사의 계획대로 선박 운영 재개가 이뤄질 경우 탑승률은 40% 수준까지 증가할 것으로 전망되나, 모든 선박의 운영 정상화는 '22년 2분기 이후가 될 전망

본격적인 실적 개선은 2023년 이후

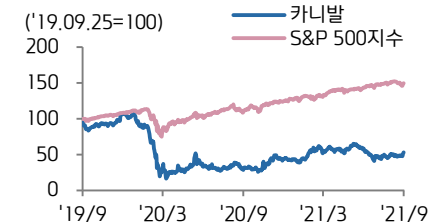
2020년 3월 이후 실질적인 상업용 운행이 중단된 이후 월 평균 약 5억달러 이상 현금 소진 중. 2QFY21(5월말) 약 20억달러의 현금 소진으로 보유 현금성 자산은 93억달러 수준으로 감소. 동사가 제시한 월 평균 현금 소진 가이드선 5억달러 기준 약 14개월을 버틸 수 있는 현금성 자산을 보유하고 있으며, 22년 상반기 이내 운영 정상화가 이뤄질 경우 순현금 소진 중단 및 실적 개선이 가능할 전망. 2020년 코로나 19 영향으로 처음 크루즈 여행이 취소될 당시 50% 이상의 고객이 현금 환불 대신 크루즈 크레딧(FCC) 환불을 선택할 만큼 크루즈 여행 상품 수요는 견고. 또한, 운행이 불분명한 2021년 하반기 및 2022년 상반기 여행 상품 가격이 견조하게 유지되고 있는 점을 감안 시, 크루즈 선박들의 운영 정상화될 경우 탑승률 개선이 전망되며 2023년 실적의 경우 2019년과 유사한 수준으로 회복 가능할 것으로 전망

Stock Data

산업분류	자유소비재 서비스
S&P 500 (9/24)	4,455.5
현재주가/목표주가	25.4 / 28
52주 최고/최저 (\$)	31.5 / 12.1
시가총액 (백만\$)	28,332.3
유통주식 수 (백만 주)	973.8
일평균거래량 (3M)	33,335,558

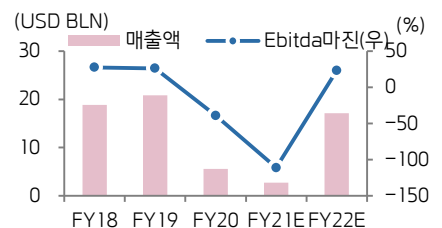
Performance & Price Trend

주가수익률	YTD	1M	6M	12M
절대	17.5	6.7	2.4	85.2
S&P Index	18.6	-0.7	14.6	37.2



Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY18	FY19	FY20	FY21
매출액	18,881	20,825	5,595	2,745
EBITDA	5,219	5,487	-2,181	-3,054
Ebitda 마진(%)	27.6	26.3	-39.0	-111.3
순이익	3,029	3,041	-5,793	-6,956
EPS	4.3	4.4	-7.5	-6.3
증가율(%)	11.5	3.3	적전	적지
PER(배)	14.1	10.1	n/a	n/a
PBR(배)	1.7	1.2	1.1	1.9
ROE(%)	13.0	12.0	-44.6	-40.6
배당수익률(%)	3.3	4.4	15.6	n/a



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

손익계산서

(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
매출액	16,389	17,510	18,881	20,825	5,595
매출원가	6,858	1,781	1,884	3,452	1,018
매출총이익, GAAP	9,531	15,729	16,997	17,373	4,577
판매비	2,197	2,265	2,450	2,480	1,878
연구개발비	—	—	—	—	—
영업이익, GAAP	3,071	2,809	3,325	3,276	-8,865
영업외 (이익)손실	243	143	118	216	1,388
세전이익, GAAP	2,828	2,666	3,207	3,060	-10,253
법인세비용	49	60	55	70	-17
당기순이익, GAAP	2,779	2,829	3,029	3,041	-5,793
EPS, GAAP	3.73	3.61	4.45	4.34	-13.20
희석 EPS, GAAP	3.72	3.59	4.44	4.32	-13.20
영업이익, 조정	3,108	3,293	3,285	3,341	-4,158
당기순이익, 조정	2,580	2,829	3,029	3,041	-5,793
EBITDA	4,809	4,655	5,342	5,436	-6,421

재무상태표

(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
자산총계	38,881	40,778	42,401	45,058	53,593
유동자산	1,689	1,596	2,225	2,059	10,563
현금 및 현금성자산	603	395	982	518	9,513
매출채권	298	312	358	444	273
재고자산	322	387	450	427	335
비유동자산	37,192	39,182	40,176	42,999	43,030
유형자산	32,429	34,430	35,336	38,131	39,443
무형자산	4,185	4,167	4,101	4,086	1,993
부채총계	16,284	16,562	17,958	19,693	33,038
유동부채	7,072	8,800	9,204	9,127	8,686
매입채무	2,207	2,521	2,365	2,549	1,758
단기성부채	1,097	2,202	2,426	1,827	4,977
비유동부채	9,212	7,762	8,754	10,566	24,352
장기성부채	8,302	6,993	7,897	9,675	23,403
자본총계	22,597	24,216	24,443	25,365	20,555

현금흐름표

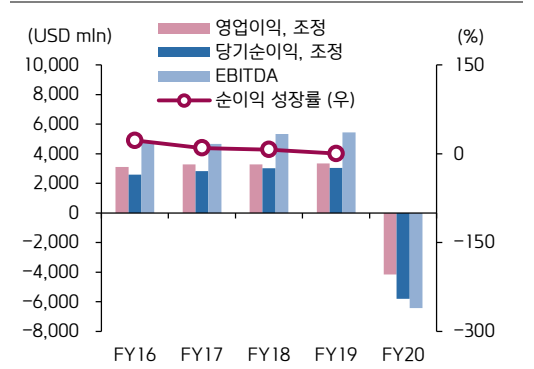
(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
영업활동으로 인한 현금흐름	5,134	5,322	5,549	5,475	-6,301
감가상각비, 무형자산상각비	1,738	1,846	2,017	2,160	2,241
운전자본 변동	444	399	364	210	-3,186
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,323	-3,089	-3,514	-5,277	-3,240
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-3,062	-2,944	-3,749	-5,429	-3,620
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,591	-2,452	-1,460	-654	18,650
지급배당금	—	—	—	—	—
차입금의 증가(감소)	711	-789	1,403	1,418	16,251
자사주매입	-2,300	-552	-1,468	-603	3237
현금증가	-792	-208	574	-465	9,161
기초현금	1,395	603	422	996	530
기말현금	603	395	996	530	9,692
FCF	2,072	2,378	1,800	46	-9,921
FCFF	2,291	2,572	1,991	247	—

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

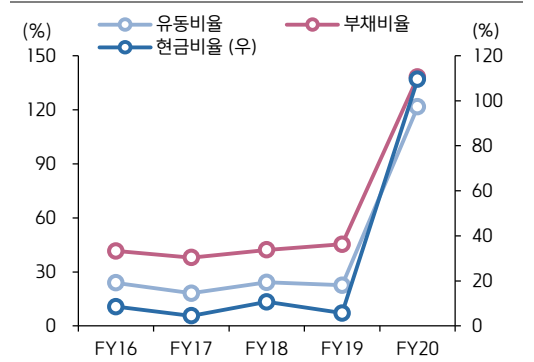
(%, 배)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
보통주 순이익률	16.96	14.88	16.69	14.36	-182.95
영업이익률	18.74	16.04	17.61	15.73	-158.45
EBITDA 마진	29.34	26.58	28.29	26.10	-114.76
ROE	11.99	11.13	12.96	12.01	-44.58
ROA	7.11	6.54	7.58	6.84	-20.75
ROIC	9.43	8.56	9.69	9.03	-21.30
부채비율	41.59	37.97	42.23	45.35	138.07
순차입금비율	38.93	36.34	38.22	43.30	91.79
EBITDA/현금지급이자	22.79	24.37	29.35	31.79	-10.53
현금비율	0.09	0.04	0.11	0.06	1.10
유동비율	0.24	0.18	0.24	0.23	1.22
PER	14.89	16.84	14.13	10.26	—
PBR	1.65	1.95	1.72	1.22	1.06
EV/EBIT	15.02	19.91	15.43	12.77	—
EV/EBITDA	9.59	12.01	9.60	7.69	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

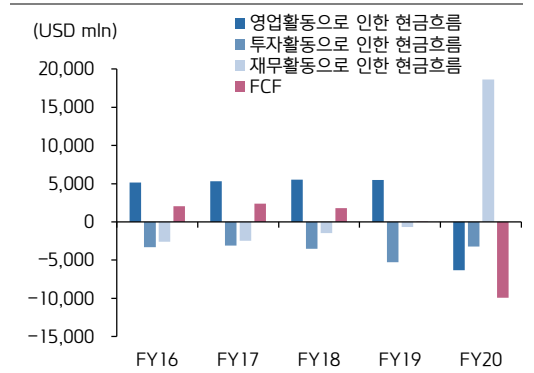
이익 추이



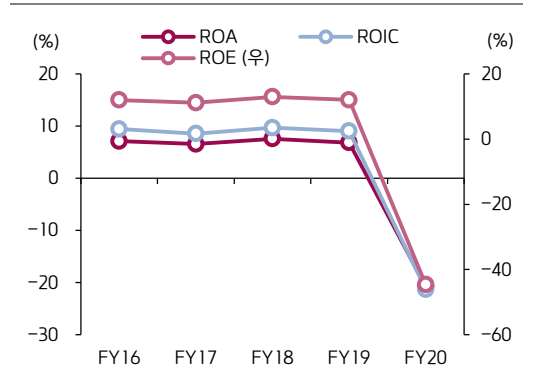
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



샌즈차이나 (SANDS CHINA)

(1928.HK)

마카오 카지노 Mass 시장점유율 1위 기업

블룸버그 투자의견 컨센서스

매수	보유	매도
83%	13%	4%

현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('21.09.26): HKD 15.48
블룸버그 목표주가: HKD 33.83

기업 개요

- 라스베이거스 샌즈(지분 70% 보유) 산하 마카오 카지노 자회사
- 마카오 카지노 Mass 시장점유율 1위 기록 중
- 2020년 기준 Mass 비중은 81%, 비카지노 매출은 31%

투자 포인트

향후 성장 동력인 마카오 Mass 시장점유율 1위 기록 중

마카오 카지노 산업은 향후 Mass 시장을 중심으로 성장할 전망. VIP 시장은 중국정부의 '공동부유' 정책으로 인해 회복이 더욱 더딜것으로 예상. 다만, 이는 지난 2013 년 반부패 정책 시행부터 이미 이어져왔던 추세. Mass 시장 비중은 2013 년 34%에서 2019 년 54%까지 증가. 다수가 즐기는 마카오는 '공동부유' 정책기조와 모순되지 않다는 판단. 또한 중국정부는 마카오를 글로벌 관광지로 성장시키고자하는 목표는 변함이 없음. 최근 '형친(橫琴)-광둥-마카오 합작구 건설 종합방안'을 발표하며, 마카오와 본토지역과의 융합 및 경제활성화를 도모. 이는 중장기적으로 마카오 여행 증가에 기여할 것. 2019 년 Mass 시장이 결국 반부패 정책 시행 이전 수준을 초과했던 것처럼 중국 여행객 유입이 자유로워지면 실적은 빠르게 회복할 것으로 예상. 그 중 높은 마카오 카지노 시장점유율 점유하고 있으며, Mass 비중이 높은 기업이 유망하다는 판단. 2020 년 기준 샌즈차이나는 마카오 Mass 시장점유율 1 위(25%)로, 2 위 기업(18%)과 격차 유지 중. Mass 매출비중은 81%로 산업 평균인 66%를 크게 상회. 동기간 비(非)카지노 사업 매출비중도 31%로 경쟁사(3~27%) 대비 높아 엔터테인먼트 인프라 경쟁력 보유하고 있다는 판단

'공동부유' 정책보다는 코로나 19 재확산 여부가 중요할 전망

마카오 카지노 산업의 가장 큰 변수는 '공동부유' 정책보다는 코로나 19 재확산 여부임. 실적 반등에 가장 중요한 요소인 중국 여행객 유입이 마카오 정부의 타이트한 방역 정책으로 인해 회복이 늦어지고 있기 때문. 긍정적인 점은 중국인 여행객수가 8 월 초 일평균 2 천명에서 8 월 말 1.5 만명으로 빠르게 회복. 중국인의 마카오 여행 수요는 견조하다는 판단. 코로나 19 재확산 여부에 따른 변동성은 불가피하나, 해외 여행이 제한적인 상황에서 중국 여행산업은 자국 내 여행 중심의 성장이 지속될 전망. 특히 마카오 카지노 산업의 탄력적인 회복 기대. 다만 최근 중국정부의 카지노 법안 수정과 관련해 추가적인 규제 내용이 나올 가능성 존재. 법안의 최종 확정까지 마카오 카지노 업체에 대한 신중한 접근이 필요하다는 판단

Stock Data

산업분류	자유소비재 서비스
HSI (9/26)	24,192.2
현재주가/목표주가	15.5 / 33.8
52주 최고/최저 (HKD)	40.6 / 14.6
시가총액 (백만 HKD)	125,282.6
유통주식 수 (백만 주)	8,093.2
일평균거래량 (3M)	18,674,510

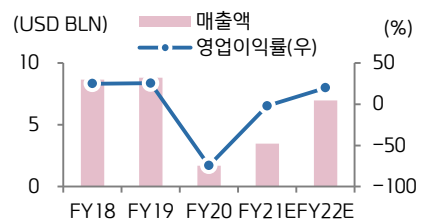
Performance & Price Trend

주가수익률	YTD	1M	6M	12M
절대	-54.5	-35.8	-58.4	-48.9
HSI Index	-11.2	-6.0	-13.3	3.8

('19.09.25=100)

Earnings & Valuation

(백만 USD)	FY19	FY20	FY21E	FY22E
매출액	8,808	1,687	3,490	6,977
영업이익	2,240	-1,256	-75	1,38
OPM(%)	25.4	-74.5	-2.1	19.3
순이익	2,033	-1,523	-610	1,11
EPS	0.3	-0.2	-0.1	0.1
증가율(%)	8.3	-174.9	-59.6	-309.3
PER(배)	21.3	-	-	13.3
PBR(배)	9.7	18.4	12.6	7.1
ROE(%)	45.9	-47.8	-36.4	51.1
배당수익률(%)	4.8	3.0	n/a	n/a



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

손익계산서

(CNY 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
매출액	44,198	51,225	57,361	60,861	11,637
영업비용	35,223	39,179	43,128	45,383	20,301
감가상각비&무형자산	4,059	4,565	4,336	4,878	4,718
대손상각비	120	27	0	166	345
기타 영업비용	31,044	34,587	38,792	40,339	15,238
영업이익, GAAP	8,975	12,047	14,233	15,478	-8,664
영업외 (이익)손실	551	1,074	1,867	1,430	1,731
세전이익, GAAP	8,424	10,973	12,366	14,047	-10,395
법인세비용	292	149	-46	0	110
당기순이익, GAAP	8,131	10,936	13,666	14,674	-9,993
EPS, GAAP	1.01	1.34	1.54	1.74	-1.30
희석 EPS, GAAP	1.01	1.34	1.54	1.74	-1.30
영업이익, 조정	9,899	12,175	15,133	16,196	-8,084
당기순이익, 조정	8,946	10,936	13,666	14,674	-9,993
EBITDA	13,034	16,611	18,569	20,356	-3,946

재무상태표

(CNY 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
자산총계	77,607	69,277	82,941	84,257	68,849
유동자산	11,520	10,137	21,874	21,217	7,062
현금 및 현금성자산	8,911	8,062	18,407	17,207	5,620
매출채권	2,061	1,542	2,524	2,785	783
재고자산	97	98	96	111	98
비유동자산	66,087	59,139	61,067	63,040	61,786
유형자산	56,288	50,017	55,950	58,221	57,648
무형자산	243	221	316	334	268
부채총계	42,860	39,749	52,614	53,298	56,258
유동부채	11,478	10,391	13,365	13,217	9,229
매입채무	11,298	10,040	9,878	10,334	6,403
단기성부채	180	351	69	132	137
비유동부채	31,381	29,358	39,249	40,081	47,028
장기성부채	30,174	28,356	38,189	38,918	45,978
자본총계	34,747	29,527	30,327	30,959	12,591

현금흐름표

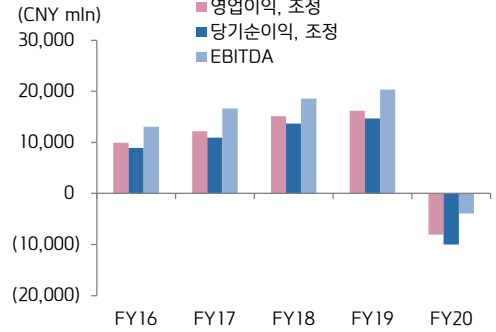
(CNY 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
영업활동으로 인한 현금흐름	14,981	16,895	19,442	17,813	-6,981
감가상각비, 무형자산상각비	4,059	4,565	4,336	4,878	4,718
운전자본 변동	2,199	851	530	-1817	-2,407
투자활동으로 인한 현금흐름	-7,653	-3,140	-3,502	-5,217	-7,153
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-6,982	-2,917	-3,416	-5,099	-7,105
유, 무형자산 처분	7	87,7838	33	7	7
재무활동으로 인한 현금흐름	-7,314	-14,039	-6,428	-14,082	3,035
지급배당금	-13,752	-13,958	-13,584	-14,172	-7,105
차입금의 증가(감소)	6,617	-162	7600	-90	10,237
자사주매입	33	81,0312	152	193	41
현금증가	7	-304	9513	-1,416	-11,106
기초현금	8,904	8,355	8,522	18,634	16,129
기말현금	8,911	8,062	18,407	17,207	5,620
FCF	8,118	14,039	16,185	12,838	-14,010
FCFF	8,612	14,991	—	14683	—

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

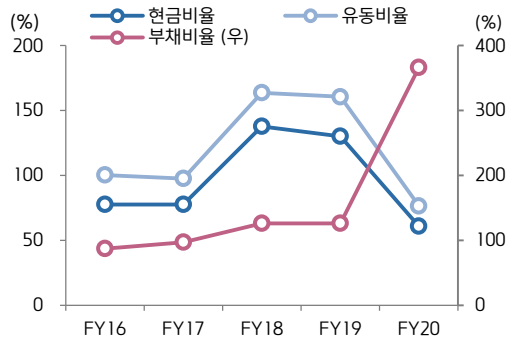
(%, 배)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
보통주 순이익률	18.40	21.13	21.64	23.08	-90.28
영업이익률	20.31	23.52	24.81	25.43	-74.45
EBITDA 마진	29.49	32.43	32.37	33.45	-33.91
ROE	22.57	33.59	41.91	45.92	-47.78
ROA	11.15	14.69	16.52	16.83	-13.45
ROIC	13.72	18.31	21.36	21.61	-12.62
부채비율	87.36	97.22	126.15	126.14	366.25
순차입금비율	61.71	69.92	65.46	70.56	321.62
EBITDA/현금지급이자	20.87	19.22	21.91	10.75	-2.74
현금비율	0.78	0.78	1.38	1.30	0.61
유동비율	1.00	0.98	1.64	1.61	0.77
PER	28.65	26.01	18.87	21.27	—
PBR	7.01	9.19	8.03	9.73	18.42
EV/EBIT	28.25	25.16	17.80	20.71	—
EV/EBITDA	19.45	18.24	13.64	15.75	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

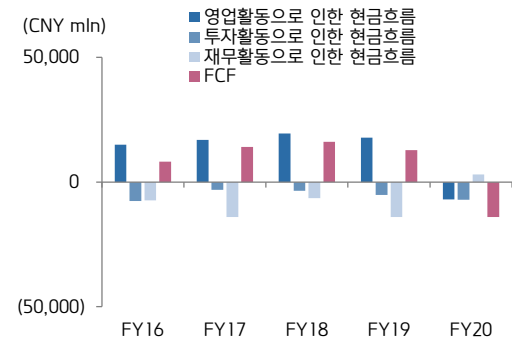
이익 추이



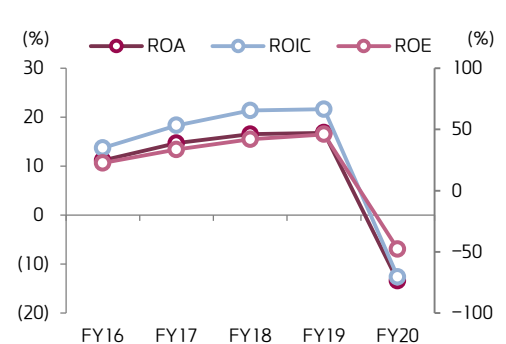
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



갤럭시엔터 (Galaxy Entertainment Group)

(0027.HK)

중국 여행객만으로도 마카오
카지노는 유의미한 회복 가능

블룸버그 투자의견 컨센서스

매수 74%	보유 26%
-----------	-----------

현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('21.09.26): HKD 40.25
블룸버그 목표주가: HKD 60.78

기업 개요

- 마카오 카지노 시장점유율 3위 기업
- 2020년 기준 Mass 비중은 45%, 비카지노 매출은 12%
- 2022년 Raffles 호텔 오픈 예정. 증설 모멘텀 기대

투자 포인트

2022년 Raffles 호텔 오픈 예정. 증설 모멘텀 기대

갤럭시엔터의 VIP 비중은 2019년 48%, 2020년 45%, 1H21 37%로 하락. 샌즈차이나 대비 높은 수준이나, 프리미엄 Mass 비중이 높은 점이 긍정적. 기존 VIP 사업을 전략적으로 프리미엄 Mass 로 전환 중. 그 외 갤럭시엔터는 Galaxy Macau 의 3-4 기 확장 건설 계획. 총 3 천개 프리미엄 객실 및 50 만제곱피트 규모의 엔터테인먼트 시설 구축 예정. 그 중 3 기의 일부분인 Raffles 호텔(450 개 객실)은 2022년 연초 오픈 예정, 컨벤션센터 GICC 및 호텔 Andaz Macau 는 향후 코로나 19 상황에 따라서 오픈시기가 결정될 것. 갤럭시엔터는 백신 접종률이 상승하며 중국 여행객 유입이 자유로워지는 시점에 맞춰 호텔 오픈을 계획하고 있어 시너지 효과 기대. 한편 갤럭시엔터는 2020년 기준 마카오 카지노 시장점유율 20%로 3위 기록 중

중국 여행객만으로도 마카오 카지노실적은 유의미하게 반등할 것

글로벌 여행이 여전히 제한적인 상황에서 중국 및 홍콩 여행객의 회복만으로도 마카오 카지노 실적은 유의미하게 반등할 것으로 기대. 2019년 기준 홍콩을 포함한 중국 여행객 비중이 90%를 차지하고 있고, 중국인의 마카오 여행수요는 견조하기 때문. 지난 8월 25일 마카오 정부가 중국 여행객의 PCR 음성 확인서 기한을 입국 7일 이내로 완화(일부지역 제외)하면서 중국 여행객 수는 8월 초 2 천명에서 8월 말 1.5 만명 수준으로 회복한 바 있음. 중국인 여행객의 마카오 여행 수요는 변함없다는 판단. 최근 중국정부의 '공동부유' 정책기조에도 불구하고 Mass 시장은 지속적으로 성장할 전망. Mass 시장은 2019년 반부패 정책 시행 이전 수준을 초과한 바 있음. 코로나 19 재확산 여부에 따른 변동성은 불가피하나, 백신 접종률이 상승하며 중국 여행객 유입이 자유로워지면 실적은 빠르게 회복할 것으로 기대. '공동부유' 정책보다는 코로나 19 재확산 여부에 유의할 필요. 그 외 중국정부의 카지노 법안 수정과 관련해 하반기 추가적인 규제 내용이 나올 가능성 존재. 법안의 최종 확정까지 마카오 카지노 업체에 대한 신중한 접근이 필요하다는 판단

Stock Data

산업분류	자유소비재 서비스
HSI (9/26)	24,192.2
현재주가/목표주가	40.3 / 60.8
52주 최고/최저 (HKD)	80.3 / 38.3
시가총액 (백만 HKD)	175,182.8
유통주식 수 (백만 주)	4,352.4
일평균거래량 (3M)	15,807,140

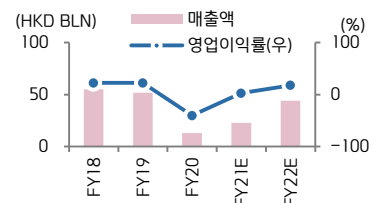
Performance & Price Trend

주가수익률	YTD	1M	6M	1Y
절대	-33.2	-15.7	-40.4	-23.3
HSI Index	-11.2	-6.0	-13.3	3.8

('19.09.25=100)

Earnings & Valuation

(백만 HKD)	FY19	FY20	FY21E	FY22E
매출액	51,902	12,876	22,715	44,011
영업이익	11,695	-5,191	662	7,861
OPM(%)	22.5	-40.3	2.9	17.7
순이익	13,042	-3,973	1,346	9,001
EPS	3.0	-0.9	0.3	2.1
증가율(%)	-3.7	-130.4	-133.5	563.1
PER(배)	19.1	-	122.3	19.1
PBR(배)	3.4	3.9	2.6	2.1
ROE(%)	19.2	-5.6	3.0	12.1
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

손익계산서

(CNY 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
매출액	45,211	42,150	46,633	45,773	11,451
영업비용	39,994	33,721	36,255	35,501	16,122
감가상각비, 무형자산	3,058	2,902	2,801	3,048	2,505
대손상각비	—	—	—	—	—
기타 영업비용	36,936	30,819	33,454	32,452	13,617
영업이익, GAAP	5,250	8,453	10,414	10,314	-4,617
영업외 (이익)손실	-183	-757	-1,085	-1,401	-1,270
세전이익, GAAP	5,433	9,210	11,499	11,715	-3,346
법인세비용	66	98	37	138	134
당기순이익, GAAP	5,378	9,196	11,406	11,808	-3,152
EPS, GAAP	1.26	2.12	2.64	2.66	-0.81
희석 EPS, GAAP	1.25	2.11	2.63	2.65	-0.81
영업이익, 조정	5,297	8,559	10,411	10,661	-4,189
당기순이익, 조정	5,419	9,196	11,406	11,808	-3,152
EBITDA	8,308	11,355	13,214	13,362	-2,112

재무상태표

(CNY 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
자산총계	59,303	69,807	76,743	85,551	78,059
유동자산	19,718	16,742	16,083	17,447	17,224
현금 및 현금성자산	17,589	14,183	13,456	15,190	15,417
매출채권	456	545	359	474	431
재고자산	142	143	167	159	170
비유동자산	39,585	53,065	60,660	68,103	60,835
유형자산	34,509	30,663	31,863	29,266	34,555
무형자산	1,019	767	634	496	301
부채총계	17,361	23,153	21,563	19,258	20,784
유동부채	16,398	22,517	20,848	18,476	20,109
매입채무	11,359	14,420	13,078	17,894	12,296
단기성부채	5,020	8,066	7,732	531	7,813
비유동부채	964	636	715	781	675
장기성부채	471	216	221	286	250
자본총계	41,942	46,654	55,180	66,293	57,275

현금흐름표

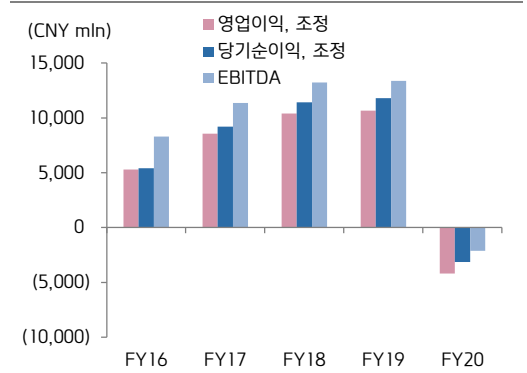
(CNY 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
영업활동으로 인한 현금흐름	11,009	16,590	12,673	18,565	-5,424
감가상각비, 무형자산상각비	3,058	2,902	2,801	3,048	2,505
운전자본 변동	2,312	4390	-1494	3867	-4,771
투자활동으로 인한 현금흐름	-14,951	-10,175	-10,523	-14,546	7,088
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-1,821	-1,752	-2,562	-3,679	-5,156
유, 무형자산 처분	19	8,378	43	2	1
재무활동으로 인한 현금흐름	2,953	1,283	-3,768	-10,658	6,020
지급배당금	-1,205	-2,189	-3,319	-3,475	-1,735
차입금의 증가(감소)	4,112	3,205	-730	-7,326	7,636
자사주매입	93	286,0137	303	198	166
현금증가	-1,006	7,712	-1625	-6,641	7,701
기초현금	7,141	5,666	13,790	12,317	5,260
기말현금	6,089	13,078	12,100	5,586	12,549
FCF	9,212	14,850	10,131	14,933	-10,558
FCFF	9,249	14,904	10,246	15039	—

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

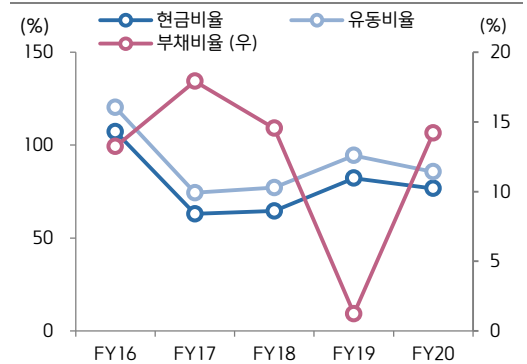
(%, 배)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
보통주 순이익률	11.89	21.60	24.47	25.13	-30.86
영업이익률	11.61	20.05	22.33	22.53	-40.32
EBITDA 마진	18.38	26.94	28.34	29.19	-18.44
ROE	14.37	20.63	22.94	19.20	-5.64
ROA	10.33	14.00	15.78	14.25	-4.22
ROIC	12.54	16.14	17.76	15.68	-6.67
부채비율	13.24	17.92	14.54	1.24	14.21
순차입금비율	-28.85	-12.65	-9.97	-21.68	-12.84
EBITDA/현금지급이자	214.82	106.15	111.82	127.01	-32.52
현금비율	1.07	0.63	0.65	0.82	0.77
유동비율	1.20	0.74	0.77	0.94	0.86
PER	22.95	25.58	15.92	19.06	—
PBR	3.12	4.87	3.46	3.38	3.88
EV/EBIT	21.42	27.02	17.01	19.94	—
EV/EBITDA	13.53	20.11	13.40	15.39	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

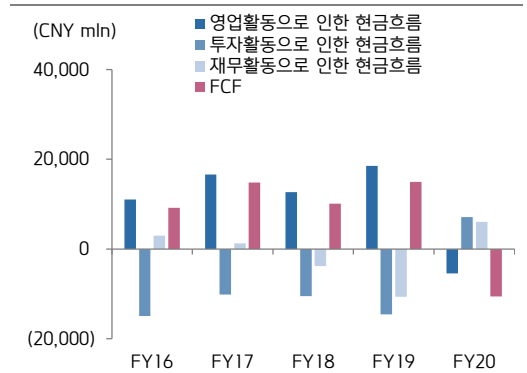
이익 추이



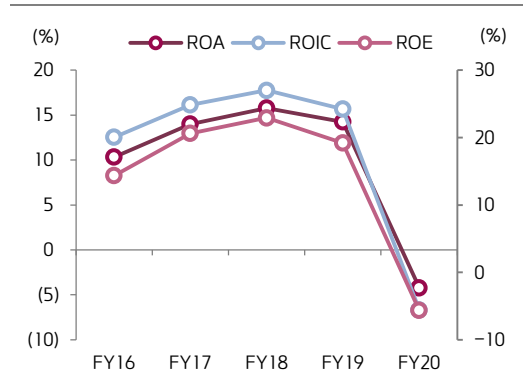
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



트립닷컴 (Trip.com)

(TCOM.US)

중국 OTA 시장 1위 기업

블룸버그 투자의견 컨센서스

매수 74%	보유 26%
-----------	-----------

현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('21.09.26): USD 29.07
블룸버그 목표주가: USD 38.34

기업 개요

- 중국 1위 OTA 기업. 자체 플랫폼인 Ctrip 및 중국 M/S 3위 플랫폼 Qunar 보유하며 압도적인 시장지배력 보유
- 그 외 OTA 4위 기업 통칭이룽, 호텔 체인점 BTG Hotels 등 중국 여행/레저 산업 전반에 지분투자
- 최대주주는 지분 11.5% 보유한 바이두

투자 포인트

점진적 실적회복은 긍정적이나 2019년 수준까지는 시간 필요

해외 여행이 제한적인 상황에서 중국 여행산업은 자국 내 여행을 중심으로 빠르게 성장. 상대적으로 1선 도시 고객 및 해외 매출 비중이 높은 트립닷컴의 실적 회복은 경쟁사 대비 늦은 상황. 1Q21 기준 매출 및 순이익은 2019년 대비 각각 50%, 39% 회복. 중저가 여행시장 침투율이 높은 통칭이룽(매출/순이익, 90%/174%) 대비 하회. 2022년 베이징 동계올림픽(2월) 및 제 20차 전국대표 대회(10월)를 앞두고 있는 중국은 하반기에도 타이트한 코로나 19 방역 정책을 시행할 것으로 예상. 중국 국내 여행 중심의 성장은 지속될 것. 트립닷컴은 점진적인 실적 회복세를 보이고 있으나, 낮은 중저가 시장점유율로 인해 회복세는 더딜 것으로 예상. 그 외 6~9월 중국 내 산발적인 코로나 19 재확산으로 인해 3분기 실적은 부진이 불가피하며, 코로나 19 이전 수준 회복은 2022년 가능할 것으로 기대. 다만 트립닷컴은 2020년 기준 중국 OTA 시장점유율 41%로 2위 기업(19%)과 압도적인 격차를 보유하고 있어 향후 빠른 실적 회복이 가능할 전망. 한편 중국 문화관광부 산하 연구기관인 중국여행연구원은 2H21 중국 여행자 수는 25.9억명, 여행 소비는 2.2조위안으로 2019년 대비 각각 88%, 76% 회복할 것으로 전망

중장기 투자매력 유효하나 단기 코로나 19 재확산 여부 체크 필요

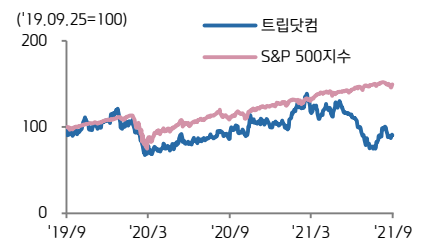
트립닷컴 주가는 연초 대비 14% 조정(중국 여행업종 -12%, 항셍테크 -27%). 리오프닝 기대감으로 인해 상대적으로 중국 기타 플랫폼 대비 조정 폭이 작았다는 판단. 다만, 트립닷컴은 중국 OTA 시장점유율 41%로 1위를 기록 중. 그 외 OTA 4위 기업 통칭이룽, 호텔 체인점 BTG Hotels 등 중국 여행/레저 산업 전반에 투자하며 영향력을 보유. 현재 OTA 시장은 중국정부의 주요 규제 대상은 아니나 가능성을 완전히 배제하기는 어렵다는 판단. 또한 중장기적으로 중국 OTA 시장점유율 1위 기업인 트립닷컴의 실적 성장은 긍정적이나, 단기적으로 해외여행은 여전히 가능성이 크지 않고, 중국 국내 여행도 코로나 19 재확산 여부에 따라 영향받을 것으로 전망. 중장기 관점에서 투자매력 유효

Stock Data

산업분류	미디어
S&P 500 (9/26)	4,455.5
현재주가/목표주가	29.1 / 38.3
52주 최고/최저 (USD)	45.2 / 23.6
시가총액 (백만 USD)	18,530.9
유통주식 수 (백만 주)	637.5
일평균거래량 (3M)	5,278,396

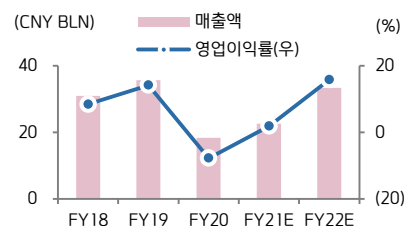
Performance & Price Trend

주가수익률	YTD	1M	6M	12M
절대	-13.8	1.1	-23.3	4.8
S&P Index	18.6	-0.7	14.6	37.2



Earnings & Valuation

(백만 CNY)	FY19	FY20	FY21E	FY22E
매출액	35,666	18,316	22,606	33,35
영업이익	5,040	-1,423	417	5,25
OPM(%)	14.1	-7.8	1.8	15.1
순이익	7,011	-3,247	1,474	3,87
EPS	12.3	-5.4	1.9	4.1
증가율(%)	507.9	-143.7	-134.6	156.1
PER(배)	28.9	-	85.2	23.1
PBR(배)	1.3	1.3	1.1	1.1
ROE(%)	7.4	-3.2	1.3	4.1
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

손익계산서

(CNY 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
매출액	19,228	26,796	30,965	35,666	18,316
매출원가	4,730	4,678	6,324	7,372	4,031
매출총이익, GAAP	14,499	22,118	24,641	28,294	14,285
판매비	8,380	10,916	12,416	12,584	8,041
연구개발비	7,687	8,259	9,620	10,670	7,667
영업이익, GAAP	-1,568	2,943	2,605	5,040	-1,423
영업외 (이익)손실	192	-581	684	-4,047	-198
세전이익, GAAP	-1,760	3,524	1,921	9,087	-1,225
법인세비용	478	1,285	793	1,742	355
당기순이익, GAAP	-1,431	2,155	3,773	4,813	-2,786
EPS, GAAP	-3.02	4.06	2.03	12.35	-5.40
희석 EPS, GAAP	-3.02	3.84	1.96	11.50	-5.40
영업이익, 조정	-1,568	2,943	2,605	5,040	-1,423
당기순이익, 조정	-1,431	2,155	3,773	4,813	-2,786
EBITDA	-850	3,826	3,587	6,541	210

재무상태표

(CNY 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
자산총계	144,414	162,240	185,830	200,169	187,249
유자산	45,911	59,418	79,394	67,955	58,011
현금 및 현금성자산	32,548	46,373	58,283	42,981	42,916
매출채권	4,625	4,749	5,668	7,661	4,119
재고자산	-	-	-	-	-
비유동자산	98,502	102,822	106,436	132,214	129,238
유형자산	5,592	5,616	5,872	7,342	6,767
무형자산	70,040	70,093	71,843	71,572	72,697
부채총계	68,893	75,625	97,097	93,324	85,682
유동부채	30,295	42,162	68,784	69,182	58,369
매입채무	11,530	12,461	16,955	19,050	9,735
단기성부채	6,887	16,316	36,011	30,954	34,074
비유동부채	38,598	33,463	28,313	24,142	27,313
장기성부채	34,651	29,220	24,146	20,286	23,336
자본총계	75,521	86,615	88,733	106,845	101,567

현금흐름표

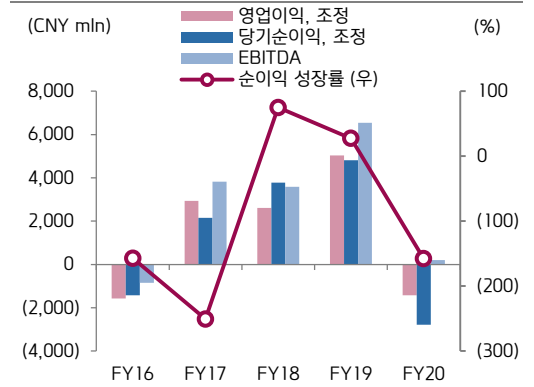
(CNY 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
영업활동으로 인한 현금흐름	5,273	7,069	7,115	7,333	-3,823
감가상각비, 무형자산상각비	719	883	982	1,096	1,217
운전차분 변동	3,410	2180	2123	282	-6,934
투자활동으로 인한 현금흐름	-19,825	-15,229	-14,078	-2,413	-3,821
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-689	-494	-708	-834	-532
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	12,290	8,020	11,926	-9,256	6,025
자금배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	9,905	8,339	14,741	-1,080	14,620
자사주매입	10,864	732	677	467	159
현금증가	-781	-187	5782	-4,027	-2,332
기초현금	19,216	20,179	19,992	25,774	21,747
기말현금	18,435	19,992	25,774	21,747	19,415
FCF	4,590	6,598	6,442	6,510	-4,355
FCFF	-	7,415	7,327	7866	-

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

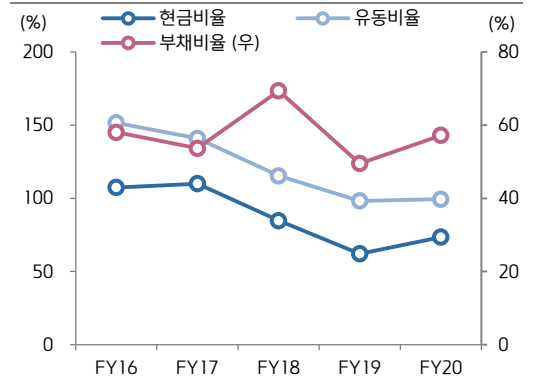
(%, 배)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
보통주 순이익률	-7.44	8.04	3.59	19.66	-17.73
영업이익률	-8.16	10.98	8.41	14.13	-7.77
EBITDA 마진	-4.42	14.28	11.58	18.34	1.15
ROE	-2.46	2.76	1.30	7.37	-3.19
ROA	-1.09	1.41	0.64	3.63	-1.68
ROIC	-1.35	1.40	1.03	2.36	-2.10
부채비율	58.07	53.68	69.37	49.54	57.21
순차입금비율	11.90	-0.97	2.11	7.73	14.27
EBITDA/현금지급이자	-1.43	3.14	2.48	4.00	0.13
현금비율	1.07	1.10	0.85	0.62	0.74
유동비율	1.52	1.41	1.15	0.98	0.99
PER	-	74.65	28.00	28.91	-
PBR	1.99	1.83	1.19	1.34	1.32
EV/EBIT	-	53.05	41.01	29.49	-
EV/EBITDA	-	40.81	29.78	22.95	703.44

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

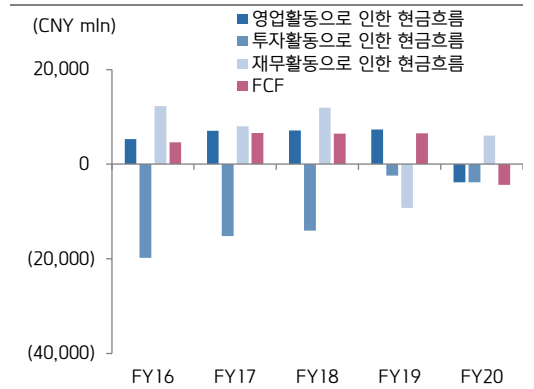
이익 추이



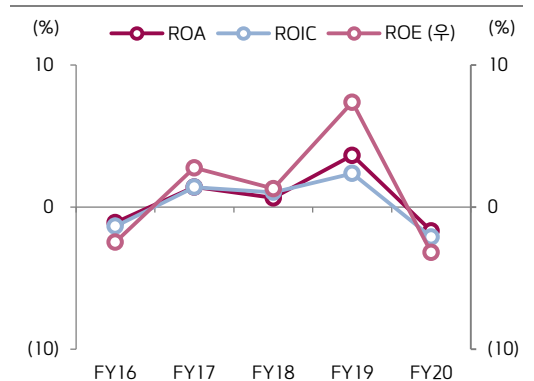
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



통칭이롱 (Tongcheng-Elong Holdings)

(0780.HK)

중국 중저가 여행시장의
온라인 침투율 상승 수혜

블룸버그 투자의견 컨센서스

매수
90%

보유
10%

기업 개요

- 중국 OTA 시장점유율 4위(13%) 기업. 높은 중소형 도시 침투율 보유
- 전체 이용자의 80%가 위챗을 통해 트래픽이 유입됨
- 주요 주주로는 텐센트(22%)와 트립닷컴(21%)이 있음

투자 포인트

코로나 19가 촉발한 중저가 여행시장의 온라인화 수혜

해외 여행이 제한적인 상황에서 중국 여행산업은 자국 내 여행을 중심으로 빠르게 성장. 특히 상대적으로 오프라인 채널 중심인 중저가 여행시장은 코로나 19로 인해 온라인 침투율이 상승. 농촌지역의 인터넷 보급률은 1H21 72%로 2019년 말 65% 대비 확대되며 트래픽 증가. 중소형 도시 호텔도 OTA로 편입되면서 공급 확대. 통칭이롱은 위챗페이의 호텔 및 티켓팅 창구를 통해 트래픽을 확보하면서 중소형 도시 유저를 빠르게 흡수하는 중. 1H21 월간활성이용자수(MAU)의 80%가 위챗을 통해 유입되고 있으며, 2019년 대비 53% 증가한 2.8억명 기록. 전체 이용자의 87%가 1선 도시 이하 유저. 월간 결제 이용자수(MPU)도 2019년 대비 20% 증가하며 최종 결제까지 이어지고 있는 모습. 위챗페이를 통한 신규 결제 이용자의 60%가 3선 도시 이하 유저. 상반기 통칭이롱 매출 및 순이익은 각각 37억위안, 5억위안으로 2019년 대비 각각 11%, 55% 증가하며, 코로나 19 이전 수준을 상회. 중국 3선도시 이하 여행시장의 온라인 침투율은 20~25% 수준으로 1~2선 도시(40~50%)를 크게 하회. 코로나 19가 촉발한 중저가 여행시장의 온라인화 추세는 지속될 것으로 예상되며 통칭이롱 수혜 기대

그러나 실적 기대감은 주가에 상당 부분 반영됐다는 판단

2022년 베이징 동계올림픽(2월) 및 제 20차 전국대표 대회(10월)를 앞두고 있는 중국은 하반기에도 타이트한 코로나 19 방역 정책을 시행할 것으로 예상. 다만 6~9월 중국 내 산발적인 코로나 19 재확산으로 인해 여행 소비는 3분기 부진이 불가피. 통칭이롱은 3분기 매출 가이드ansom으로 2019년 대비 약 5~10% 감소를 제시(1H21, 2019년 대비 +11%). 통칭이롱 주가는 연초 대비 22% 상승하며, 주요 경쟁사인 트립닷컴(-14%), 중국 여행업종(-12%) 및 항셍테크(-27%)를 크게 상회. 중저가 여행시장의 온라인 침투율 상승을 기반으로 가시적인 실적 성장을 보였기 때문. 실적 성장 기대감은 유효하나 이는 주가에 상당부분 반영됐다는 판단이며, 하반기 중국 코로나 19의 산발적인 재확산에 따른 주가 하방압력도 상존한 상황

현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('21.09.26): HKD 18.26

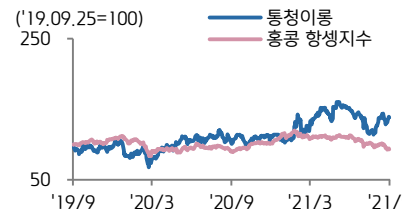
블룸버그 목표주가: HKD 20.54

Stock Data

산업분류	미디어
HSI (9/26)	24,192.2
현재주가/목표주가	18.3 / 20.5
52주 최고/최저 (HKD)	21.4 / 12.5
시가총액 (백만 HKD)	40,394.1
유통주식 수 (백만 주)	2,212.2
일평균거래량 (3M)	6,365,669

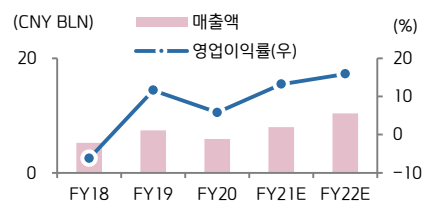
Performance & Price Trend

주가수익률	YTD	1M	6M	12M
절대	21.7	11.5	13.3	35.3
HSI Index	-11.2	-6.0	-13.3	3.8



Earnings & Valuation

(백만 CNY)	FY19	FY20	FY21E	FY22E
매출액	7,393	5,933	7,973	10,38
영업이익	859	344	1,052	1,64
OPM(%)	11.6	5.8	13.2	15.1
순이익	688	328	782	1,17
EPS	0.3	0.2	0.4	0.5
증가율(%)	0.0	-54.5	150.7	51.1
PER(배)	37.9	84.2	23.8	17.1
PBR(배)	2.0	2.0	2.2	2.1
ROE(%)	5.6	2.4	7.4	10.1
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

손익계산서

(CNY 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
매출액	2,205	2,519	5,256	7,393	5,933
매출원가	1,033	812	1,601	2,318	1,697
매출총이익, GAAP	1,172	1,707	3,655	5,075	4,236
판매비	2,780	1,191	2,770	2,872	2,653
연구개발비	0	0	0	0	0
영업이익, GAAP	-2,113	27	-328	859	344
영업외 (이익)손실	47	-107	-930	-23	-54
세전이익, GAAP	-2,160	134	602	882	398
법인세비용	1	-60	67	195	72
당기순이익, GAAP	-2,139	114	32	736	336
EPS, GAAP	—	—	0.33	0.33	0.15
희석 EPS, GAAP	—	—	0.22	0.33	0.15
영업이익, 조정	-1,373	16	-84	994	420
당기순이익, 조정	-1,557	114	32	736	336
EBITDA	-2,035	112	128	1,440	946

재무상태표

(CNY 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
자산총계	2,306	2,768	16,791	19,483	19,114
유동자산	1,722	1,844	7,497	9,691	8,830
현금 및 현금성자산	410	938	5,975	6,812	6,717
매출채권	883	539	857	1,096	932
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	584	924	9,294	9,792	10,284
유형자산	101	442	950	1,143	1,468
무형자산	348	309	7,962	7,860	7,481
부채총계	7,838	8,100	5,264	6,332	5,097
유동부채	1,433	1,578	4,534	5,606	4,234
매입채무	1,255	1,442	3,916	4,719	3,470
단기성부채	0	20	20	113	77
비유동부채	6,405	6,522	729	726	863
장기성부채	6,399	6,520	153	151	319
자본총계	-5,532	-5,332	11,528	13,152	14,017

현금흐름표

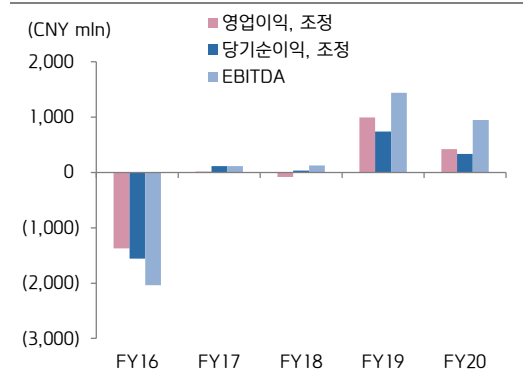
(CNY 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
영업활동으로 인한 현금흐름	-410	720	2,361	1,696	136
감가상각비, 무형자산상각비	77	84	456	581	602
운전자본 변동	-255	554	1,680	-1	-1,179
투자활동으로 인한 현금흐름	117	-542	-1,400	-2,955	-773
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-57	-392	-338	-303	-166
유, 무형자산 처분	0	0.062	7	0	2
재무활동으로 인한 현금흐름	-80	186	1,481	373	177
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	190	-30	59	-91
자사주매입	2	0	72	0	0
현금증가	-371	362	2,442	-873	-467
기초현금	710	339	702	3,144	2,271
기말현금	339	702	3,144	2,271	1,804
FCF	-467	328	2,023	1,394	-31
FCFF	—	—	2,026	1,404	-19

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

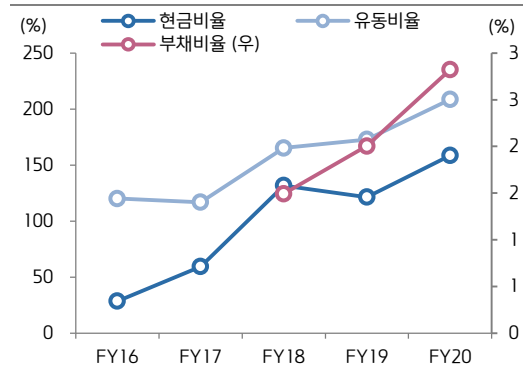
(%, 배)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
보통주 순이익률	-97.04	7.77	10.08	9.31	5.52
영업이익률	-95.84	1.09	-6.24	11.62	5.79
EBITDA 마진	-92.33	4.43	2.43	19.48	15.94
ROE	—	—	—	5.57	2.41
ROA	-93.77	7.71	5.42	3.79	1.70
ROIC	-216.47	11.17	-4.37	5.13	1.95
부채비율	—	—	1.49	2.00	2.82
순차입금비용	—	—	-50.34	-49.79	-45.10
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	0.29	0.59	1.32	1.22	1.59
유동비율	1.20	1.17	1.65	1.73	2.09
PER	—	—	33.27	37.87	84.18
PBR	—	—	1.98	2.02	1.96
EV/EBIT	—	—	—	23.32	61.74
EV/EBITDA	—	—	132.94	13.91	22.43

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

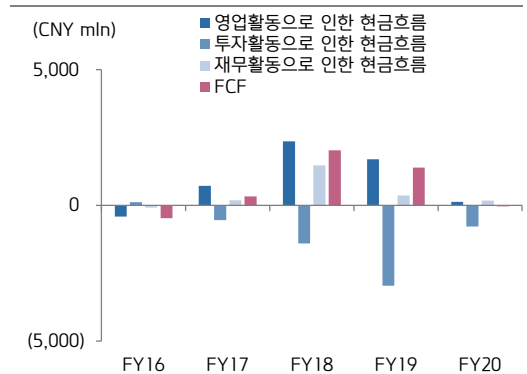
이익 추이



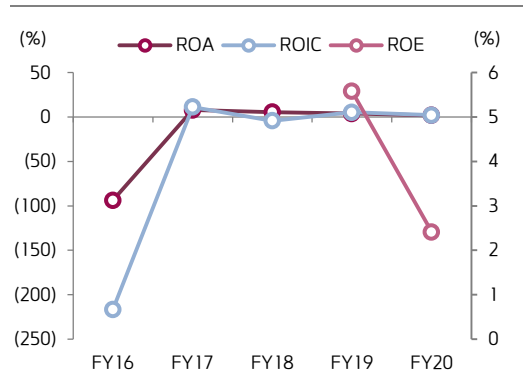
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전상, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자이건 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이건	목표 주가	과리율(%)			종목명	일자	투자이건	목표주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비					가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
롯데 관광개발 (032350)	2021-02-26	BUY(Initial)	26,000원	6개월	-24.9%	-16.35	GKL (114090)	2019-11-11	Outperform(Maintain)	25,000원	6개월	-20.90	-13.80
	2021-04-27	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-25.70	-16.35		2020-01-10	BUY(Upgrade)	27,000원	6개월	-36.11	-17.59
	2021-05-31	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-27.85	-21.38		2020-04-14	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-33.13	-29.57
	2021-07-16	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-29.57	-21.38		2020-05-11	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-40.40	-29.35
	2021-08-18	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-30.53	-21.38		2020-09-18	BUY(Maintain)	21,000원	6개월	-41.54	-39.05
	2021-09-27	BUY(Maintain)	29,000원	6개월				2020-11-10	BUY(Maintain)	17,500원	6개월	-18.75	-17.43
강원랜드 (035250)	2019-11-11	Outperform(Maintain)	36,500원	6개월	-17.89	-13.70	파라다이스 (034230)	2020-11-18	BUY(Maintain)	17,500원	6개월	-7.98	3.43
	2020-01-10	BUY(Upgrade)	36,500원	6개월	-27.64	-13.70		2021-04-27	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-19.15	-16.50
	2020-04-17	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.41	-18.71		2021-05-12	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-14.04	-4.75
	2020-05-13	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.63	-15.32		2021-07-13	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-27.66	-24.55
	2020-06-10	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-22.95	-15.32		2021-09-27	BUY(Maintain)	20,500원	6개월		
	2020-07-20	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-26.06	-15.32		2019-11-05	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-25.86	-24.81
	2021-01-19	BUY(Maintain)	29,500원	6개월	-15.15	-8.31	파라다이스 (034230)	2019-11-08	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-28.58	-24.44
	2021-04-27	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-18.28	-15.97		2020-01-10	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-28.75	-22.14
	2021-05-12	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-22.07	-16.76		2020-02-03	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-40.91	-22.14
	2021-05-31	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-26.77	-22.63		2020-04-14	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-36.14	-33.54
	2021-07-07	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-28.95	-22.63		2020-05-13	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-37.35	-33.54
	2021-08-11	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-28.40	-22.63		2020-06-04	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-41.69	-33.54
	2021-09-27	BUY(Maintain)	38,000원	6개월				2020-11-11	BUY(Maintain)	19,500원	6개월	-16.50	-4.36
								2021-04-27	BUY(Maintain)	22,500원	6개월	-17.73	-11.56
								2021-07-16	BUY(Maintain)	22,500원	6개월	-19.55	-11.56
								2021-08-12	BUY(Maintain)	22,500원	6개월	-21.39	-11.56
								2021-09-27	BUY(Maintain)	22,500원	6개월		

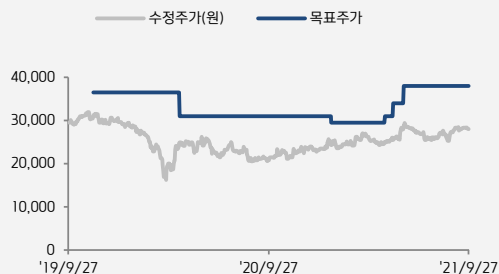
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

롯데관광개발 (032350)



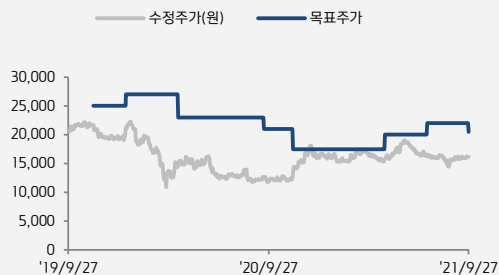
강원랜드 (035250)



파라다이스 (034230)



GKL (114090)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%