

Issue Comment

2019. 1. 24

카지노

2015년과 무엇이 같고, 무엇이 다른가

● 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6098-6671

hyojinlee@meritz.co.kr

마카오 Underground lending 우려를 한국으로 전염시킬 필요가 없는 이유

지난 1월 22일 중국 공안 당국은 마카오에서 300억위안(한화 5조원 상당) 규모의 ‘Underground lending’ 사건에 연루된 용의자 39명을 체포함. 용의자들은 마카오 카지노에서 현금을 인출할 수 있도록 본토에서 유니온페이를 들여온 것이 체포된 주 혐의. 중국 본토인들이 마카오에서 하루에 2만위안(한화 약 300만원)으로 제한된 현금 인출규제를 피하기 위한 수단으로써, 마카오 현지에서 이동단말기(POS)를 통해 본인의 은행 계좌로부터 현금을 인출하는 데 거래는 중국 본토로 승인(domestic transaction)되는 구조임

보도된 바에 따르면, 이러한 불법 자금 유출을 단행한 이들(39명)의 인당 평균 유출액은 1,200억원에 상당함. 유출액의 규모를 차치하더라도, 이러한 행위 자체는 카지노가 아니더라도 본래 단속대상에 해당함

이번 사건으로 인해 마카오 카지노 일부는 영향이 있을 것으로 추정됨. 유출된 자금의 상당 부분이 카지노 도박 자금에 활용되었을 것으로 추정되기 때문. 다만 이에 따른 우려를 한국 본토 외인 카지노에 적용할 필요는 없다고 판단됨. 이는 1) 자금 유출 단위를 고려했을 때 체포된 이들은 마카오 VIP 내에서도 high roller일 가능성이 높음. 인당 유출 금액이 평균 1,200억원에 달하는 데 반해 국내 외인 카지노 중국 VIP의 인당 드롭액은 4천만원으로 1/3000 수준에 불과함. 이러한 high roller는 한국 (제주를 제외한) 본토 외인 카지노 내 고객군에 포함되지 않음. 또한 2) 언급된 불법 승인 방법은 한국 본토에서 행해지지 않는 방법임. 때문에 이에 따른 국내 외인 카지노 영향은 전무함

2015년과 무엇이 같고, 무엇이 다른가

2015년 시진핑 정부의 반부패 정책 본격화로 마카오 내 정킷 영업이 타격을 입고, 한국 외인 카지노 업체들이 자행했던 중국 본토 내 직접 마케팅(중국 내 모든 카지노 영업은 불법)이 중단되며 마카오 및 한국 카지노 업체의 주가가 큰 폭으로 하락한 바 있음

이번 사건과의 공통점은 마카오에서 사건이 시작했다는 점임. 그러나 이 외 요소들은 이전과 다름. 우선, 1) 파라다이스의 중국 VIP 드롭액 비중이 2014년(2015년 사건 직전) 64%에 달했으나 2018년 이 비중은 28%까지 하락함. 혹 이번 사건으로 한국 외인카지노 센터먼트에 영향을 미치더라도 그 정도는 과거보다 작아야 함. 반면 마카오는 매출의 80~90%가 중국으로 의존도가 높음. 2) 과거 사건의 경우 마카오가 한국 모두 해당 이슈에 노출되어 있었다면, 이번 유니온페이 POS 불법 활용 사건에 대해서 마카오와 달리 한국은 노출되어 있지 않다는 점 또한 과거 사건과의 차이점임

정킷 영업 어떻게 봐야 할까?

2018년 상반기 신화월드의 카지노 순매출(본토가 인식하는 매출 기준. 정킷 수수료를 제한 매출로, GKL, 파라다이스 등 본토 업체들이 매출을 인식하는 방식임)은 2,000억원에 달했음. 알려진 바에 따르면, 신화월드를 소유한 Landing International development의 Yang Zuihui 회장이 관여하는 정킷을 활용해 중국 VIP 고객을 모집하는 데 성공했기 때문

그러나 8월 Yang Zuihui이 중국 공안에 체포된 이후 순매출은 8월 -20억, 9월 -200억까지 하락함. 큰 폭의 마이너스 매출이 발생한 이유는 카지노에 돈을 맡기고 간 고객들이 찾아간 데 따른. 이는, 상반기 고객이 카지노에 맡기고 간 금액 또한 매출로 인식했던 뜻임. 이 때문에 카지노 업계에서는 지난 상반기 신화월드의 카지노 매출에 대한 의구심이 제기되고 있음

Yang 회장이 8월 23일 캄보디아 공항에서 체포됐다는 언론 보도가 나온 지 3개월 후인 11월 26일, Landing International 본사로 복귀한 것으로 알려짐. 당사가 파악한 바에 따르면, 양 회장의 복귀 후인 지난해 11월, 12월 신화월드의 카지노 순매출은 20~40억원 수준임(동기간 파라다이스시티 카지노 매출은 월평균 230억원). 이를 포함한 신화월드의 8월~12월 카지노 순매출은 -50억원에 불과해 상반기 매출과 큰 차이를 보임

신화월드를 통해 정킷 영업은 relationship을 확보하는 문제가 아닌, 영업의 유지에 대한 문제임을 알 수 있음. 중국 업체가 운영하는 제주 복합 리조트에서 조차 정킷 영업 유지가 어렵다는 것이 이를 뒷받침함. Landing International의 주가는 지난해 7월 8.34HKD를 기록, 이후 회장이 체포되며 1.55HKD까지 하락, 회장 복귀 후 3.40HKD까지 회복했으나 현재 2.56HKD를 기록 중. 특히 카지노 매출 90% 이상이 중국 정킷 영업을 통해 나오는 구조였음을 고려했을 때 신화월드의 카지노 매출은 회장 복귀 3개월 후인 현재까지 회복되고 있지 않음을 유추할 수 있음

종합해 봤을 때, 중국 관계 회복이 이루어지더라도 정킷 영업에 대한 규제 완화는 기대하기 어려울 것으로 판단됨. 현재 파라다이스와 GKL의 정킷 영업 매출은 전무한 수준. 당사가 서울/인천 카지노의 중국 회복/성장을 기대하는 요인은 정킷이 아닌 중국 대형공항 증설에 따른 인천 노선 확대, 이에 따른 Q 증가 효과임. 2018년 1월 제2터미널 개장으로 인천공항은 확대되는 중국 노선을 처리할 capa가 마련되었기 때문. 정킷 영업 없이도 파라다이스와 GKL의 중국인 드롭액은 2019년 각각 20%, 10% 성장할 것으로 전망함

표1 복합리조트 설립 후 연차 쌓인 글로벌 peer들은 매출 및 이익 성장 마무리 단계로 밸류에이션 낮아

(백만달러)	국가	마카오					싱가폴	미국	
	회사	샌즈 차이나	원 마카오	Galaxy	MGM CN	SJM	Genting	원 리조트	LV Sands
매출액	2017	7,715	4,625	8,014	1,971	5,374	1,734	6,306	12,882
	2018E	8,800	5,121	8,949	2,478	5,376	1,878	6,647	13,573
	2019E	9,248	5,252	9,240	2,959	5,532	1,912	6,899	14,295
영업이익	2017	1,784	689	1,252	337	231	752	1,056	3,462
	2018E	2,279	976	1,592	259	327	738	1,313	3,888
	2019E	2,469	976	1,695	431	322	743	1,275	4,128
EBITDA	2017	2,460	1,045	1,681	439	385	957	1,608	4,633
	2018E	2,902	1,325	2,146	545	487	918	1,884	5,055
	2019E	3,115	1,338	2,202	670	501	926	1,869	5,380
순이익	2017	1,603	475	1,348	298	252	497	747	2,806
	2018E	2,063	795	1,658	185	330	581	732	2,630
	2019E	2,219	801	1,788	350	286	589	683	2,858
매출액 (% YoY)	2017	16.0	62.5	17.8	2.6	(0.2)	7.4	41.2	12.9
	2018E	14.1	10.7	11.7	25.8	0.0	8.4	5.4	5.4
	2019E	5.1	2.6	3.3	19.4	2.9	1.8	3.8	5.3
영업이익 (% YoY)	2017	32.1	136.2	58.4	(15.7)	(18.3)	131.8	102.3	38.9
	2018E	27.7	41.6	27.2	(23.0)	41.5	(1.9)	24.4	12.3
	2019E	8.3	0.0	6.4	66.0	(1.4)	0.7	(2.9)	6.2
EBITDA (% YoY)	2017	25.4	110.4	34.5	(11.9)	(8.3)	77.4	73.6	28.6
	2018E	18.0	26.7	27.6	24.1	26.3	(4.1)	17.2	9.1
	2019E	7.3	1.0	2.6	22.9	2.9	0.9	(0.8)	6.4
PER (배)	2017	26.0	34.9	25.6	38.7	20.2	26.2	20.4	23.8
	2018E	17.6	15.1	16.2	39.0	15.4	16.8	16.3	16.9
	2019E	16.5	14.5	15.2	20.6	17.3	16.5	17.6	15.5
PBR (배)	2017	9.2	42.9	4.9	10.6	1.6	2.1	18.3	8.4
	2018E	8.1	37.3	3.3	5.5	1.5	1.7	7.1	6.5
	2019E	8.1	42.9	2.9	4.7	1.5	1.6	6.2	6.4
EV/EBITDA (배)	2017	18.2	18.6	20.1	29.9	10.7	10.0	15.0	13.6
	2018E	14.0	11.2	12.7	15.0	9.1	8.2	10.1	10.5
	2019E	13.0	11.1	12.3	12.2	8.9	8.2	10.2	9.9
ROE (%)	2017	33.6	135.7	20.6	29.5	7.8	8.2	135.1	44.3
	2018E	46.1	230.4	21.5	16.6	9.5	10.2	39.6	36.4
	2019E	49.5	318.0	19.0	25.3	7.9	9.9	47.1	38.9
Div. Yield (%)	2017	5.6	8.5	1.8	1.2	3.2	3.2	2.4	5.2
	2018E	5.7	7.2	1.8	1.2	3.8	3.3	2.4	5.4
	2019E	5.8	6.8	1.8	2.5	3.5	3.4	2.7	5.5
절대 주가 상승률 (%)	1D	(0.7)	(1.0)	0.2	(0.7)	9.4	(1.8)	1.0	0.4
	1W	(0.7)	2.5	3.8	(0.3)	13.1	(0.9)	4.9	1.2
	1M	6.8	4.4	3.1	4.8	11.5	8.6	22.9	18.3
	3M	7.3	6.3	14.5	13.6	17.8	17.6	13.7	10.2
	6M	(10.9)	(24.7)	(20.3)	(18.1)	(16.3)	(16.4)	(30.9)	(23.1)
	1Y	(26.5)	(37.6)	(24.6)	(46.1)	(7.7)	(23.0)	(43.6)	(26.0)
	YTD	3.2	2.6	(1.0)	2.9	7.9	9.7	14.3	10.1

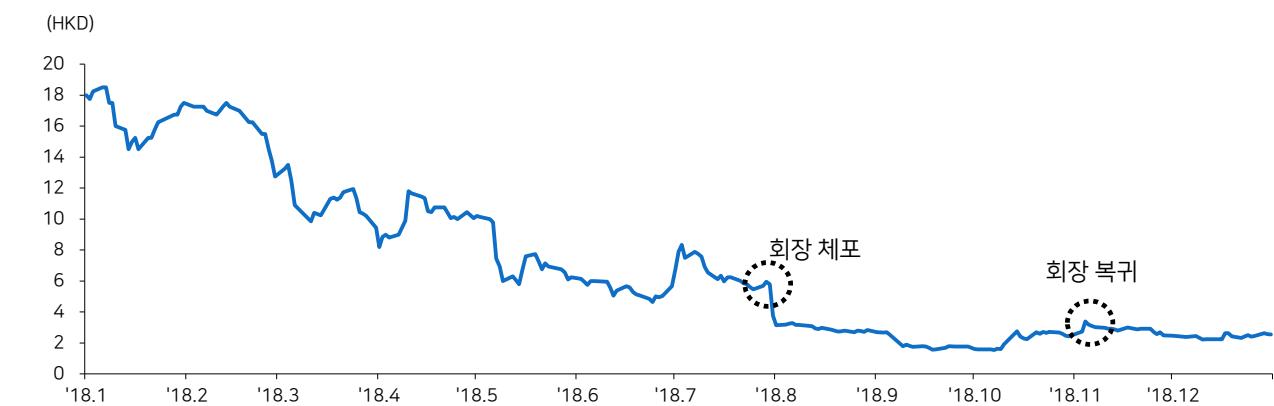
자료: Bloomberg 컨센서스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 마카오 vs 한국 주가: 2016년 이후 마카오는 주가 상승 경험했지만 한국은 상승분 없어 de-coupling 시작



자료: Datastream, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 Landing International 주가: 회장 복귀 이후 주가 상승 미미. 이전 수준으로의 회복은 아직 보이지 않는 듯



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

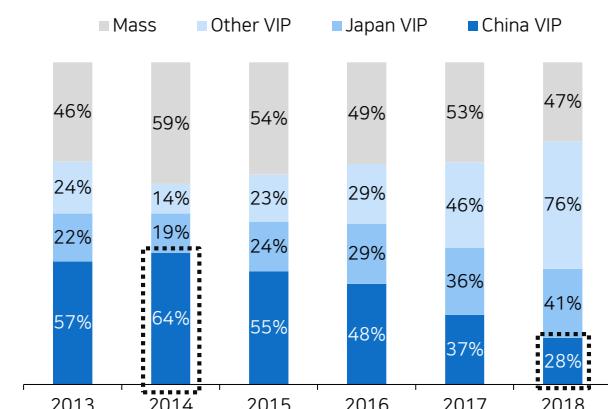
표2 파라다이스 국적별 드롭액 추이

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total(Consolidated)	4,190	5,294	4,324	4,831	5,075	5,804
VIP	3,804	4,762	3,830	4,234	4,268	4,855
China VIP	2,387	3,378	2,375	2,341	1,891	1,618
Japan VIP	843	904	910	1,222	1,516	2,010
Other VIP	574	480	545	671	860	1,228
Mass	386	532	495	597	807	949
중국 VIP 드롭액 비중	57.0%	63.8%	54.9%	48.5%	37.3%	27.9%

주: GKL은 2016년 이전 자료가 없어 비교 불가

자료: 파라다이스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 2015년 이전 중국 비중 64%였으나 현재는 28%에 불과



주: 파라다이스 국적별 드롭액 비중

자료: 파라다이스, 메리츠종금증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이효진)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.