

# 카지노 산업

## 마카오 매출 성장 지속: 장기적으로 한국 카지노에 긍정적

### 비중확대 (유지)

성준원 ☎ 02-3772-1538  
✉ jwsung79@shinhan.com

김은혜 ☎ 02-3772-1546  
✉ eunhye.kim@shinhan.com

\* MOP(Macau Pataca, 파타카) = 1HK\$ = 151원

\* 강주아오(港珠澳) 대교

: 홍콩-주하이-마카오 연결하는 세계 최장 해상대교

\* 사드(THAAD): 고고도미사일방어체계

- ◆ 9월 마카오 전체 카지노 매출액: 184억 MOP(+7.4% YoY) 기록
- ◆ 마카오 대표 카지노 주가 상승세의 원동력은 Mass 고객
- ◆ 한국 외국인 카지노는 저평가 구간

### 9월 마카오 전체 카지노 매출액: 184억 MOP(+7.4% YoY) 기록

9월 마카오 카지노 매출액 성장률이 7.4% YoY를 기록하며 8월(+1.1% YoY)에 이어 두달 연속 플러스 성장세를 이어갔다. 2년 넘게 지속되던 매출 감소가 멈추고 턴어라운드에 성공하는 모습이다. 지난 2년간 고점 대비 60% 이상 하락했던 마카오 대표 카지노 업체들의 주가도 2월 중순을 저점으로 현재까지 반등세를 이어오고 있다. Sand China(1928 HK), Galaxy(0027 HK), Wynn Macau(1128 HK) 등은 2월 대비 각각 +42.9%, +34.4%, +65.9% 상승했다.

### 마카오 대표 카지노 주가 상승세의 원동력은 Mass 고객

8월에는 Wynn Palace, 9월에는 Sands China Parisian 등 대형 복합 카지노 리조트가 최근 오픈하면서 Mass 고객의 매출 비중이 증가했다. 덕분에 2Q16에는 1.1% YoY 역성장 하면서 턴어라운드가 임박했던 Mass 매출액이 3분기에는 확실히 성장세로 전환되었을 가능성이 높다. 특히 Premium Mass(쏟음이 가 큰 일반 고객, VIP와 Mass의 중간 단계) 매출액이 성장했을 가능성이 높아서 긍정적이다. 2Q16 마카오 전체 VIP 매출액은 15.7% YoY 감소했다. 하지만 VIP도 3분기에는 감소폭을 크게 줄였을 가능성이 높아보인다.

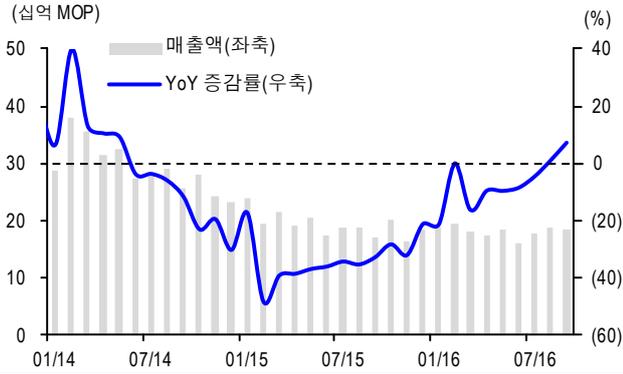
복합 카지노 리조트의 오픈(객실 및 게임기구 공급 증가)으로 인한 Mass 및 Premium Mass 매출 성장 기대감이 주가 상승을 견인했다. 마카오는 향후에도 Mass 중심의 매출 상승이 예상된다. 또한, 강주아오(港珠澳) 대교가 2017년에 개통 예정이어서 Mass 고객의 급격한 증가가 기대된다.

### 한국 외국인 카지노는 저평가 구간

지난 4~5년간 한국 카지노는 마카오 주가에 시차를 두고 연동되는 흐름을 보여왔다. 하지만 최근 마카오 카지노가 반등했음에도 국내 외국인 카지노 업체들의 주가는 부진했다. 사드(THAAD) 때문에 중국인 고객의 감소 우려감이 크다. 그러나 마카오가 Premium Mass 증가로 인한 매출액 상승 추세가 지속된다면 장기적으로 한국 카지노에도 긍정적이다. 한국의 외국인 카지노로 유입되는 중국인 Mass고객의 증가를 기대해 볼 수 있기 때문이다.

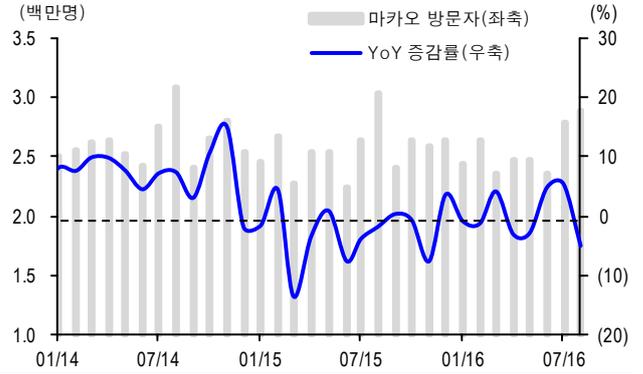
한국 카지노는 마카오 대비 약 20~25% Valuation Discount를 받아왔다. 최근에는 30~40%로 확대되었다. 현재 마카오의 2016년 평균 PER(주가수익비율)은 24.3배다. GKL은 14.9배, 파라다이스는 18.7배다. 한국 카지노들은 일시적으로 저평가 되어 있다. 현 주가에서 약 3.2%의 기말배당수익률이 가능한 GKL은 매수 접근이 가능하다.

마카오 카지노 전체 매출 추이 (월별)



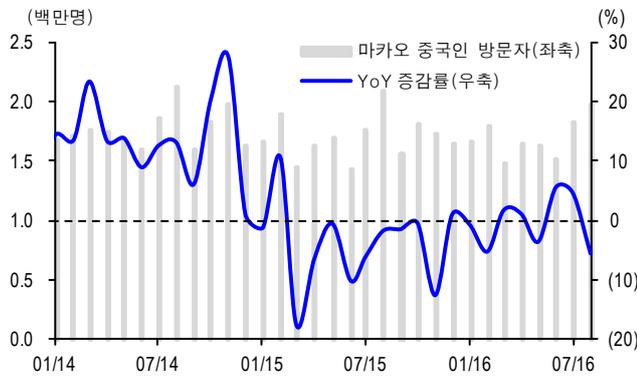
자료: DICJ, 신한금융투자 추정

마카오 방문자 추이 (월별)



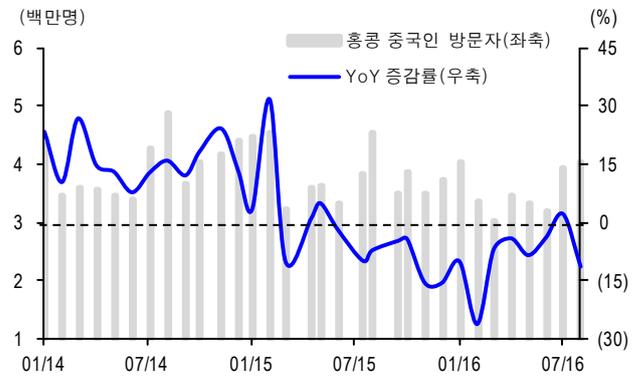
자료: DSEC, 신한금융투자

중국인의 마카오 방문자 추이 (월별)



자료: DSEC, 신한금융투자

중국인의 홍콩 방문자 추이 (월별)



자료: PartnerNet, 신한금융투자

마카오 방문자 및 마카오 카지노 매출액 추이

(천명, 백만MOP)	2012	2013	2014	2015	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
전체 방문자(천명)	28,082	29,324	31,526	30,715	7,690	7,594	8,245	7,997	7,412	7,344	8,097	7,861	7,457	7,307
VIP	210,850	238,524	212,535	127,818	65,062	54,643	46,771	46,059	37,671	31,568	28,991	29,588	30,382	26,598
Mass	93,289	122,224	138,987	100,903	37,137	36,245	36,084	29,521	27,107	25,299	25,380	25,237	25,795	25,012
- Slot Machine	13,244	14,384	14,444	11,754	3,943	3,621	3,747	3,133	2,905	2,961	2,940	2,948	2,857	2,627
Total	304,139	360,748	351,522	228,721	102,199	90,888	82,855	75,580	64,778	56,867	54,371	54,825	56,177	51,610
<% YoY growth>														
VIP	7.5	13.1	(10.9)	(39.9)	12.5	(5.8)	(19.1)	(29.0)	(42.1)	(42.2)	(38.0)	(35.8)	(19.3)	(15.7)
Mass	30.0	31.0	13.7	(27.4)	35.2	28.8	14.9	(16.2)	(27.0)	(30.2)	(29.7)	(14.5)	(4.8)	(1.1)
- Slot Machine	15.9	8.6	0.4	(18.6)	10.4	3.8	5.4	(16.8)	(26.3)	(18.2)	(21.5)	(5.9)	(1.7)	(11.3)

자료: DSEC, DICJ, 신한금융투자

주: 3Q16 매출액 자료는 11월에 발표

월별 마카오 입국자 및 매출액 추이				
날짜	입국자 합계(백만명)	% YoY Growth	매출액(십억 MOP)	% YoY Growth
Jan.14	2.504	8.3	28.739	7.0
Feb.14	2.561	7.7	38.007	40.3
Mar.14	2.626	10.0	35.453	13.1
Apr.14	2.637	9.9	31.318	10.6
May.14	2.525	7.8	32.354	9.3
Jun.14	2.432	4.6	27.215	(3.7)
Jul.14	2.753	7.3	28.415	(3.6)
Aug.14	3.086	7.5	28.876	(6.1)
Sep.14	2.405	3.2	25.564	(11.7)
Oct.14	2.654	10.9	28.025	(23.2)
Nov.14	2.802	15.2	24.269	(19.6)
Dec.14	2.540	(1.8)	23.285	(30.4)
Jan.15	2.466	(1.5)	23.748	(17.4)
Feb.15	2.676	4.5	19.542	(48.6)
Mar.15	2.271	(13.5)	21.487	(39.4)
Apr.15	2.547	(3.4)	19.167	(38.8)
May.15	2.549	0.9	20.346	(37.1)
Jun.15	2.248	(7.6)	17.355	(36.2)
Jul.15	2.649	(3.8)	18.615	(34.5)
Aug.15	3.033	(1.7)	18.623	(35.5)
Sep.15	2.415	0.4	17.133	(33.0)
Oct.15	2.637	(0.6)	20.059	(28.4)
Nov.15	2.589	(7.6)	16.448	(32.2)
Dec.15	2.634	3.7	18.340	(21.2)
Jan.16	2.446	(0.8)	18.674	(21.4)
Feb.16	2.644	(1.2)	19.521	(0.1)
Mar.16	2.367	4.2	17.981	(16.3)
Apr.16	2.471	(3.0)	17.341	(9.5)
May.16	2.478	(2.8)	18.389	(9.6)
Jun.16	2.358	4.9	15.881	(8.5)
Jul.16	2.795	5.5	17.774	(4.5)
Aug.16	2.883	(5.0)	18.836	1.1
Sep.16	-	-	18.396	7.4

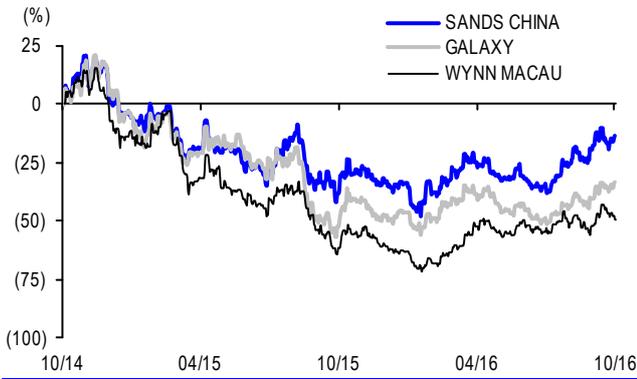
자료: DICJ, DSEC, 신한금융투자

주: 9월 마카오 입국자 통계는 10월 중순에 발표

Casino Global Peers 요약														
기업명	Ticker	시가총액 (십억원)	매출액성장률(%)		순이익성장률(%)		PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			16F	17F	16F	17F	16F	17F	16F	17F	16F	17F	16F	17F
GKL	114090 KS	1,534.0	5.0	4.9	11.9	9.3	14.9	13.7	3.1	2.8	6.6	5.9	22.0	23.0
파라다이스	034230 KS	1,455.1	14.3	15.8	16.5	(9.5)	18.7	20.6	1.3	1.3	13.4	12.0	7.1	6.1
Lasvagas Sands	LVS US	51,815.8	(4.3)	9.2	(16.3)	14.4	27.1	23.9	7.3	7.8	15.0	13.4	24.9	29.7
Sands China	1928 HK	39,927.2	(5.0)	12.8	(13.7)	12.2	28.1	24.8	7.0	7.7	19.6	17.4	23.6	30.3
Galaxy	27 HK	18,468.8	(1.0)	(1.5)	27.7	(1.2)	24.3	24.6	2.9	2.7	12.9	12.9	12.2	11.4
MGM Resorts	MGM US	16,405.6	0.5	19.6	20.2	63.7	38.4	24.6	2.8	2.5	12.2	10.2	7.0	8.2
Wynn Macau	1128 HK	9,228.5	14.5	28.6	(10.1)	34.4	29.8	21.4	16.5	13.5	17.7	13.3	52.9	70.4
Crown Resorts	CWN AU	8,096.8	4.8	4.6	(22.7)	15.4	23.6	20.4	2.0	1.9	13.5	12.4	8.4	8.9
MGM China	2282 HK	7,444.2	(16.6)	30.4	(25.4)	(20.6)	22.4	28.4	8.4	6.9	16.9	14.1	39.7	26.0
SJM Holdings	880 HK	4,685.0	(15.7)	(5.7)	(23.8)	(40.4)	16.9	28.4	1.4	1.4	6.4	7.1	7.9	4.6
마카오 평균			(4.8)	12.9	(9.1)	(3.1)	24.3	25.5	7.2	6.4	14.7	12.9	27.3	28.5

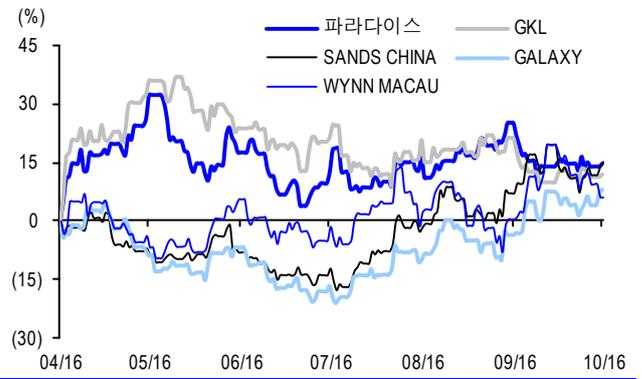
자료: Bloomberg, 신한금융투자

마카오 대표 카지노 주가 추이(2년)



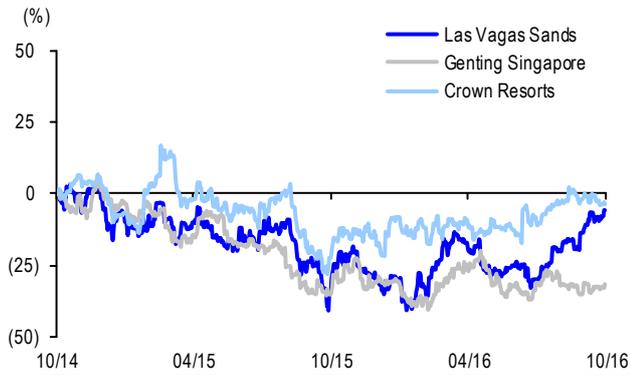
자료: Bloomberg, 신한금융투자

마카오 대표 카지노 vs. 한국 카지노 주가 추이(6개월)



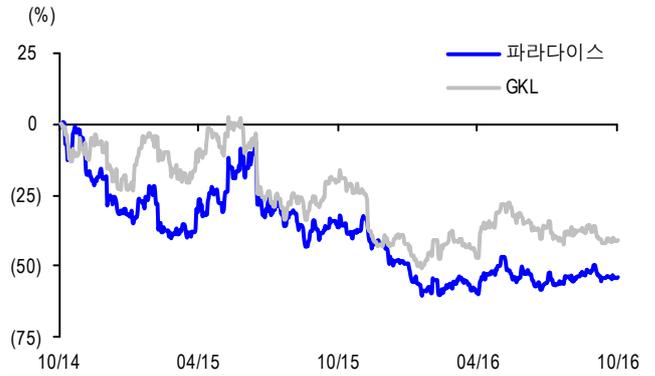
자료: Bloomberg, 신한금융투자

해외 카지노 주가 추이(2년)



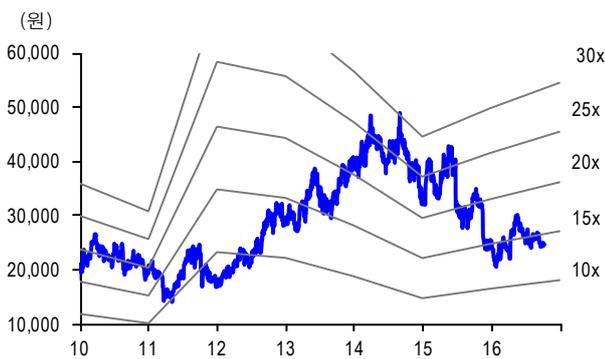
자료: Bloomberg, 신한금융투자

한국 외국인 카지노 주가 추이(2년)



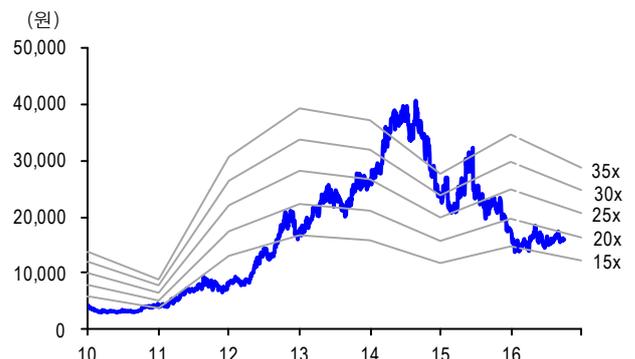
자료: Bloomberg, 신한금융투자

GKL의 PER Band(12M FWD)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

파라다이스의 PER Band(12M FWD)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

Galaxy Macau Phase 2 (1,300 객실) – 15년 5월 오픈



자료: 회사 자료, 신한금융투자

Melco Crown Studio City (1,600 객실) – 15년 10월 오픈



자료: 회사 자료, 신한금융투자

Wynn Palace (1,700 객실) – 16년 8월 오픈



자료: 회사 자료, 신한금융투자

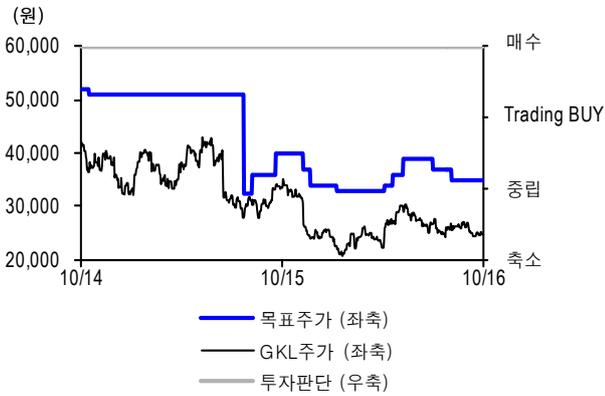
Sands China Parisian Project (3,000 객실) – 16년 9월 오픈



자료: 회사 자료, 신한금융투자

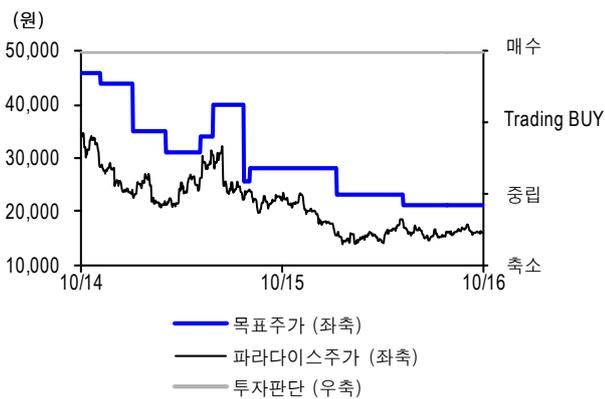
## 투자의견 및 목표주가 추이

### GKL (114090)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2014년 10월 04일	매수	52,000
2014년 10월 17일	매수	51,000
2015년 07월 26일	매수	32,500
2015년 08월 10일	매수	36,000
2015년 09월 22일	매수	40,000
2015년 11월 11일	매수	37,000
2015년 11월 24일	매수	34,000
2016년 01월 11일	매수	33,000
2016년 04월 07일	매수	34,000
2016년 04월 22일	매수	36,000
2016년 05월 11일	매수	39,000
2016년 07월 04일	매수	37,000
2016년 08월 07일	매수	35,000

### 파라다이스 (034230)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2014년 10월 04일	매수	46,000
2014년 11월 07일	매수	44,000
2015년 01월 05일	매수	35,000
2015년 03월 06일	매수	31,000
2015년 05월 08일	매수	34,000
2015년 05월 31일	매수	40,000
2015년 07월 26일	매수	25,500
2015년 08월 06일	매수	28,000
2016년 01월 11일	매수	23,000
2016년 05월 11일	매수	21,000

**Compliance Notice**

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 성준원, 김은혜 )
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기회사(파라다이스)를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다.
- ◆ 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

**투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)**

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하		

**신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 30일 기준)**

매수 (매수)	89.72%	Trading BUY (중립)	4.21%	중립 (중립)	6.07%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----