

2023년 6월호

# 미국주식이야기

## BOOKING HOLDINGS (BKNG)

☀️ 최소 50%의 주가 상승 가능성을  
지닌 숨겨진 블루칩



우선, 이번 달의 새로운 종목 추천에 들어가기 전에, 저희가 2021년 말에 추천드린 엔비디아에 투자하신 모든 구독자분들에게 축하의 메시지를 전하고 싶습니다.

뒤돌아보면, 저희는 엔비디아 GPU의 잠재력을 이해하는 데 있어서 시장보다 앞섰지만, 연준이(Fed) 역사적으로 볼 때 최단 기간 내에 가장 가파른 금리 인상을 실행하고 그것이 주식 시장 전체 밸류에이션에 미치는 영향을 과소평가했습니다. 저희는 매크로 트렌드를 항상 일관되게 예측할 수 있는 사람은 없다고 믿기 때문에, 훌륭한 기업에 중장기적으로 투자하는데 초점을 맞추고 있습니다.

하지만.. 인플레이션이 3% 이상으로 오를 때 연준의 정책과 시장 전체 밸류에이션 수준을 고려하는 것 또한 매우 중요하다는 귀중한 교훈을 얻을 수 있었습니다.

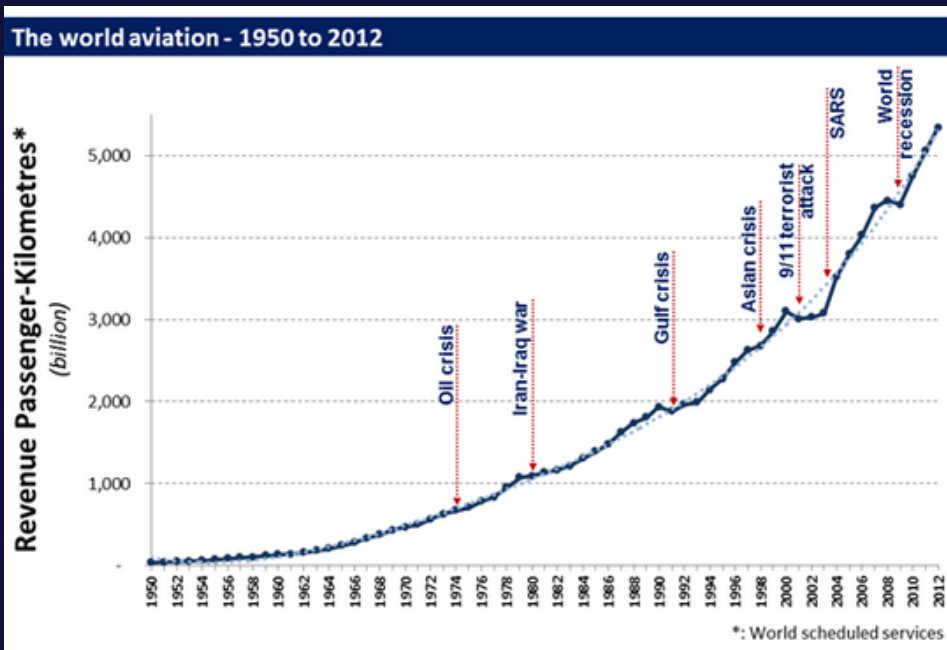
엔비디아를 포함 저희가 추천드린 종목 중 40% 이상 (40% ~ 128%) 수익을 얻은 종목이 드디어 10종목을 달성했습니다. 계속해서 이 숫자를 높이는 방향으로 노력하도록 하겠습니다.

감사합니다

# # 부킹홀딩스

오늘의 추천 종목은 여행을 갈망하는 것이 인간의 DNA에 내재되어 있다는 확신에 근거하고 있습니다.

전 세계 온라인 여행 에이전시(OTA) 산업은 팬데믹으로 인해 심각한 영향을 받았으며 현재 코로나 이전 약 75%의 수준으로 회복한 상태입니다. 역사적으로 전 세계 여행 시장은 전 세계 GDP보다 빠르게 성장했습니다.



앞으로도 계속해서 늘어나는 여행 가능한 인구, 수입 수준 등으로 인해 비슷한 추세를 이어나갈 것으로 보입니다.

세계 최대의 온라인 여행 에이전시인 BKNG(Booking.com)은 파편화된 여행 시장에서 핵심적인 역할을 하는데, 특히 다양한 옵션의 숙박 시설을 쉽게 접근할 수 있게 하나의 플랫폼에 모아놓습니다.

# # 부킹홀딩스

여행객들은 종종 익숙하지 않은 장소를 여행하기 때문에 BKNG가 제공하는 다양한 선택지와 포괄적인 소비자 리뷰를 선호합니다. 또한 고정 비용이 높고 객실 수가 한정된 호텔 체인과 숙박 제공업체는 이런 BKNG의 수요 창출 능력을 중요하게 생각합니다.

그리고 BKNG는 여행 생태계에서 자신의 역할을 재정 의하고 있습니다. 이제는 호텔 예약만을 제공하는 것이 아니라 항공편, 자동차 렌탈, 엔터테인먼트 등 여행의 모든 측면으로 확장하고 있습니다.

이 '연결된 여행 (Connected Trip)' 전략은 이전에는 분리되어 있던 요소들을 통합하여 소비자 여행 경험을 향상시키려는 목표를 가지고 있습니다. 또한 이것은 Booking.com 앱과의 사용자 상호작용을 촉진함으로써 BKNG에게 더 많은 수익을 창출하고 서비스의 질을 더욱 향상시키는 것으로 예상됩니다.

	Ground					
	Accommodations	Transportation	Flights	Restaurants	Activities	Meta Search
Booking.com	✓	✓	✓		✓	
Priceline	✓	✓	✓			
agoda	✓	✓	✓		✓	
Rentalcars.com		✓				
KAYAK						✓
OpenTable				✓		

# # 부킹홀딩스

---

또한, 20년 베테랑 경력의 CEO인 Glenn Fogel이 BKNG를 이끌고 있고, 코로나 여파로 인해 중소규모의 경쟁 업체들이 도산함에 따라 경쟁 강도도 감소했습니다.

이로 인해 이 회사는 계속해서 안정적인 성장세를 이어나갈 수 있습니다.



회복 중인 글로벌 여행산업과 훌륭한 현금 흐름을 기반으로 지속되는 자사주 매입을 통해, 당사는 지속적인 두 자릿수 (~15%) 주당 순이익 (EPS) 성장이 가능할 것으로 예상합니다.

지난해에만 BKNG는 거의 8%의 자사주 매입을 진행했고, 앞으로 4년간 20조원의 자사주 매입을 진행할 예정입니다.

# # 부킹홀딩스

---

하지만 올해 하반기 글로벌 거시경제 위기와 그로 인한 여행소비 감소 우려로 인해 BKNG가 현재 24년 잉여현금흐름 (FCF) 대비 14배 수준에 거래되고 있는 상황입니다.

이는 지난 10년간의 평균 멀티플 25배 대비 44% 정도 저평가된 상태입니다. 그렇기 때문에, BKNG의 밸류에이션 멀티플이 평균 수준으로만 re-rating되어도 주가가 최소 40%는 상승할 수 있습니다.

여기에 더해 중장기적으로 매년 15% 정도의 EPS 성장이 가능하기 때문에 BKNG의 주가는 앞으로 2-3년 안에 (거시경제 우려가 해소된 후) 최소 50%는 상승 가능한 잠재력을 가지고 있습니다.

# # 부킹홀딩스



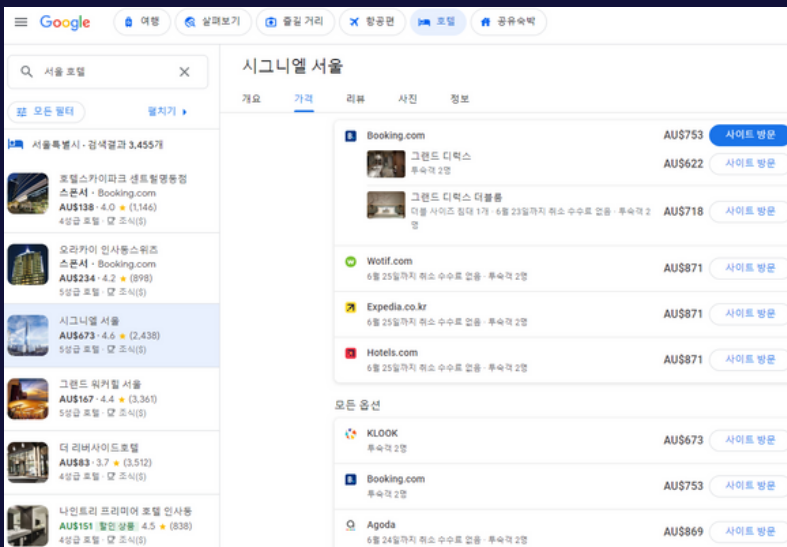
BKNG가 영위하는 사업에 대한 일반 사람들의 견해는 단순하게 여행객과 호텔을 연결해 주는 서비스를 제공한다. 입니다. 이 경우 Google과 다른 서비스 제공 업체들이 쉽게 경쟁할 수 있을 것이라 생각하실 수 있습니다.

하지만, BKNG는 단지 인터넷 트래픽을 팔지 않을 뿐 아니라, 호텔에 예약된 손님을 확보해 줍니다. 이는 단지 트래픽의 문제가 아니라 마케팅 문제이며, BKNG는 이 문제를 해결하는 데 있어 업계에서 가장 뛰어나다고 널리 인정받고 있습니다.

# # 부킹홀딩스

대형 브랜드 호텔들은 자체 마케팅 팀을 운영할 수 있지만, 수많은 중소규모의 독립 호텔과 체인에서는 이것이 불가능합니다. 여기에 더해 수많은 호텔들이 동시에 Google의 검색 결과 상단에 노출될 수도 없고, 대다수의 호텔들은 그런 비용을 부담스러워합니다.

Google Hotels에서도 검색 결과가 상위 3-4곳의 광고비를 지불한 OTA 기업들의 링크를 우선으로 보여주기 때문에 일반 검색보다 오히려 더 광고비를 지불하는 OTA에 유리한 상황입니다.



Google Hotels과 서치는 클릭수 당 비용이 발생하는 구조입니다. 고객이 예약을 완료해야 수수료를 받는 OTA와는 다른 수익 구조를 가지고 있는 것입니다.

그렇기 때문에 수많은 호텔들은 예약이 확정된 건에만 비용을 지불하면 되는 BKNG 서비스를 적극적으로 이용하고, BKNG가 Google Hotels와 직접적으로 경쟁하지 않는 이유이기도 합니다.



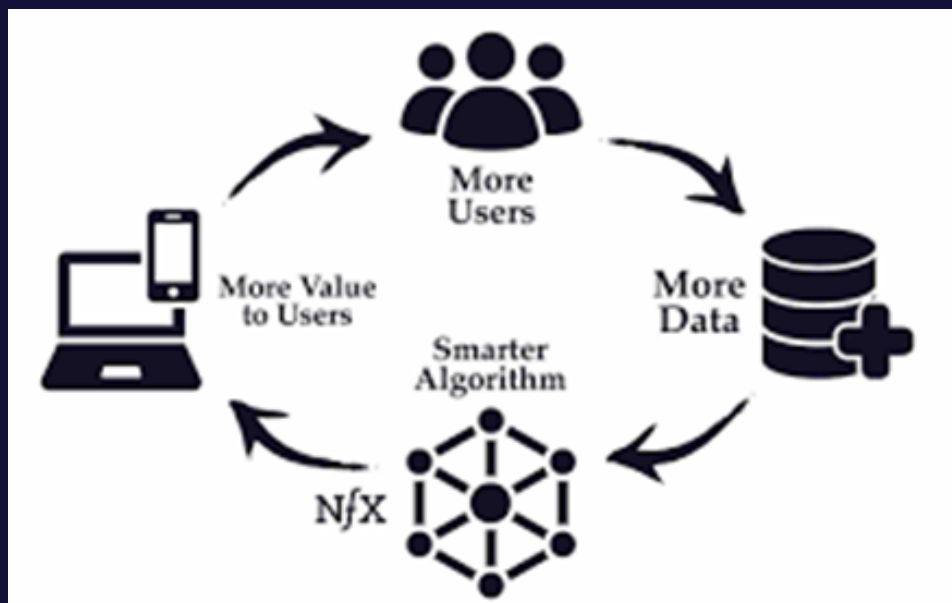
# # 경제적 해자

BKNG는 업계 1위답게 규모의 경제를 바탕으로 기술 투자, 광고, 로열티 프로그램 등에서 경쟁 기업 대비 상대적 우위를 점하고 있습니다.

가장 큰 매출과 가장 많은 사용자 및 호텔 파트너를 보유하고 있어서 동사의 기술 및 광고 투자의 '단위' 비용이 경쟁 업체 대비 가장 낮습니다. 이로 인해 동사는 공격적인 투자를 손쉽게 진행하면서도 경쟁업체 대비 높은 수익 마진을 유지할 수가 있습니다.

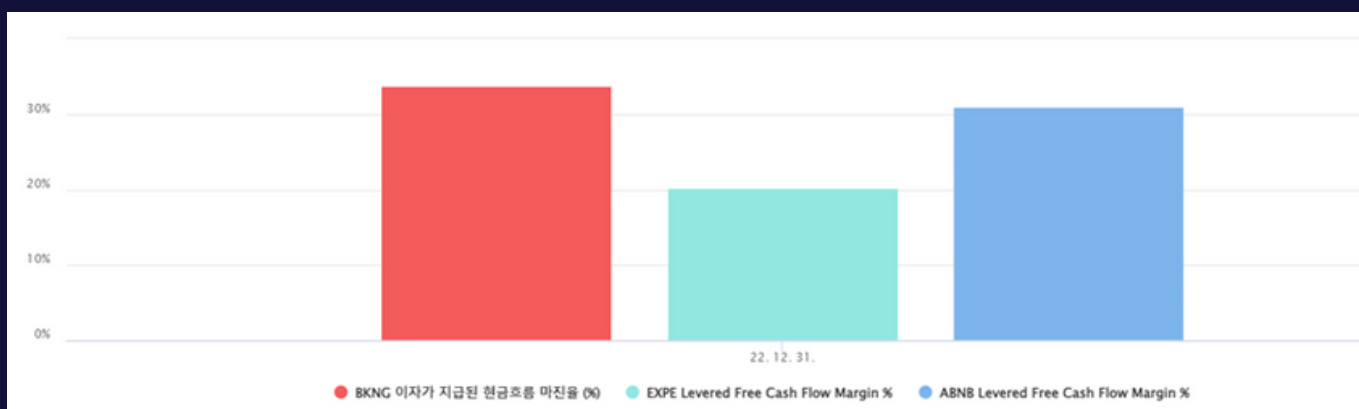
또한 소비자들은 가장 많은 숙박업소 정보와 리뷰를 제공하는 Booking.com에 몰려들고, 이로 인해 더 많은 숙박업소들과 리뷰가 생기는 선순환 구조가 형성됩니다.

이런 선순환 구조는 매일매일 BKNG의 네트워크 효과를 강화시키고 있습니다.



# # 경제적 해자

이런 경제적 해자를 바탕으로 BKNG는 경쟁업체들보다 우수한 실적 및 높은 수익 마진을 기록하고 있습니다.



특히 에어비앤비의 경우 저희도 관심을 가지고 지켜보고 있는 기업인데요. 저희는 앞으로 두 회사 모두 좋은 성과를 거둘 것으로 예상합니다.

**그러나 투자자 관점에서 중요한 차이점은 두 회사의 '주당' 수익률 성장 전망이 매우 다르다는 것입니다.**

# # BKNG vs ABNB

BKNG는 더욱 큰 규모의 잉여 현금 흐름을 바탕으로 사업에 필요한 (i) 재투자, (ii) 타 기업 인수, 그리고 (iii) 공격적인 자사주 매입을 실행하고 있습니다. 이를 통해 주당 이익은 전체 순이익보다 빠르게 성장할 수 있습니다.

반면, ABNB는 직원들에게 엄청난 양의 주식 옵션을 계속 발행해 왔는데, 이는 개별 주식의 가치를 희석시키고 BKNG와는 반대의 결과로 이어지고 있습니다.

BKNG (\$ 백만)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	LTM
FCF	4,374	4,896	4,497	-201	2,516	6,186	7,401
주식보상비용 (SBC)	261	331	325	255	376	404	424
<b>FCF - SBC</b>	<b>4,113</b>	<b>4,565</b>	<b>4,172</b>	<b>-456</b>	<b>2,140</b>	<b>5,782</b>	<b>6,977</b>
<b>FCF 성장률</b>		<b>11%</b>	<b>-9%</b>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>	<b>170%</b>	<b>21%</b>
평균 희석 주식수	50	48	44	41	41	40	39
주당 FCF	82.3	95.1	95.9	-11.1	51.7	144.4	177.4
<b>주당 FCF 성장률</b>		<b>15%</b>	<b>1%</b>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>	<b>179%</b>	<b>23%</b>
ABNB (\$; 백만)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	LTM
FCF	151	505	97	-777	2,288	3,405	3,790
주식보상비용 (SBC)	38	54	98	3,003	899	930	975
<b>FCF - SBC</b>	<b>113</b>	<b>451</b>	<b>-0</b>	<b>-3,780</b>	<b>1,389</b>	<b>2,475</b>	<b>2,815</b>
<b>FCF 성장률</b>		<b>300%</b>	<b>-100%</b>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>	<b>78%</b>	<b>14%</b>
평균 희석 주식수	255	256	261	284	616	680	689
주당 FCF	0.4	1.8	-0.0	-13.3	2.3	3.6	4.1
<b>주당 FCF 성장률</b>		<b>298%</b>	<b>-100%</b>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>	<b>61%</b>	<b>12%</b>

따라서 BKNG의 주주 친화적인 정책과 더 큰 규모의 FCF를 통해 더 많은 옵션리티를 제공한다는 점에서 아직까지는 BKNG를 선호할 수밖에 없습니다.

(# SBC의 경우 회계처리상 지금 당장 현금 지출로 인식되지 않지만 결국에는 주식 발행이 늘어나고 이는 직원에 대한 보상이기 때문에 재무 분석 관점에서는 비용으로 처리되어야 합니다.)

# # 밸류에이션

---

현재 BKNG의 밸류에이션은 24년 선행 FCF 기준 14배입니다. 지난 10년 평균은 25배였으며, 현재 밸류에이션 수준은 코로나가 시작된 2020년 3월 제외하면 역사적으로 최저점 수준입니다.

올해 하반기 유럽과 미국의 경기 침체에 대한 우려로 인해 시장은 현재 이 탄탄한 기업을 매우 저평가하고 있습니다. 시장의 단기적인 변동성 우려보다는 훌륭한 기업의 미래에 투자하시는 저희 구독자분들에게는 아주 매력적인 매수 기회입니다.

중장기적인 관점에서 보면, 글로벌 여행 산업은 꾸준히 성장할 것이고, 온라인 예약 또한 기술의 발전과 높아진 접근성으로 인해 꾸준히 늘어나는 추세입니다.

그리고 이렇게 성장하는 산업에서 BKNG은 굳건히 선두 자리를 지키며, 오늘도 스스로가 할 수 있는 최선의 주주 환원 정책으로 주주들에게 보답하고 있습니다.

지난 20여 년간 해온 그대로 말이죠..

그렇기 때문에 동사의 밸류에이션 멀티플이 역사적 평균 수준으로만 리레이팅 되어도 최소 40%의 수익 실현이 가능합니다.

여기에 더해서 지속적인 자사주 매입을 기반으로 한 연간 EPS 성장률이 ~15% 정도 예상되기 때문에 BKNG는 향후 2-3년간 최소 50%의 주가 상승 잠재력을 가지고 있습니다.

---