

2023년 8월호  
(8.25)

# 미국주식이야기

FLUTTER ENTERTAINMENT (PDYPY)

★ 아직 미개척의 땅,  
미국 스포츠 베팅 시장의 선두주자



# # Flutter Entertainment

---

생각해 보면... 저희 구독자분들과 같은 투자성향을 가지신 분들은 사실 손에 꼽습니다. 말로는 가치 투자라고 하지만, 실상은 인간의 본능을 거스르는 행동이기 때문입니다.  
(인내심, 깊은 생각, 대중과 다를 수 있는 용기)

그렇기 때문에 저희가 B2C (business to consumer) 기업에 투자할 때는, 인간 본연의 변치 않는 욕구를 채워주는 기업을 선호합니다. 일례로, 저희가 이전에 추천드린 CBOE와 LVMH가 여기에 속합니다.

CBOE는 미국 개인투자자들의 주식시장 참여가 늘면서 사람들이 빠르고 쉽게 부자가 되고 싶은 욕심에 옵션 투자가 늘어날 것이라는 이유가 하나의 주요 투자 포인트였습니다. LVMH의 경우 인간 본연의 사치, 남들에게 보이는 모습을 중요시 여기는 본성이 주요 투자 포인트였는데요.

두 종목 모두 40% 이상 상승했네요.

이번 달에 소개해 드릴 종목 역시 인간의 본성 중 빠르고 쉽게 돈을 벌고 싶어 하는 부분과 스포츠를 좋아하는 팬들의 수요를 동시에 충족시켜주는 그런 기업입니다.

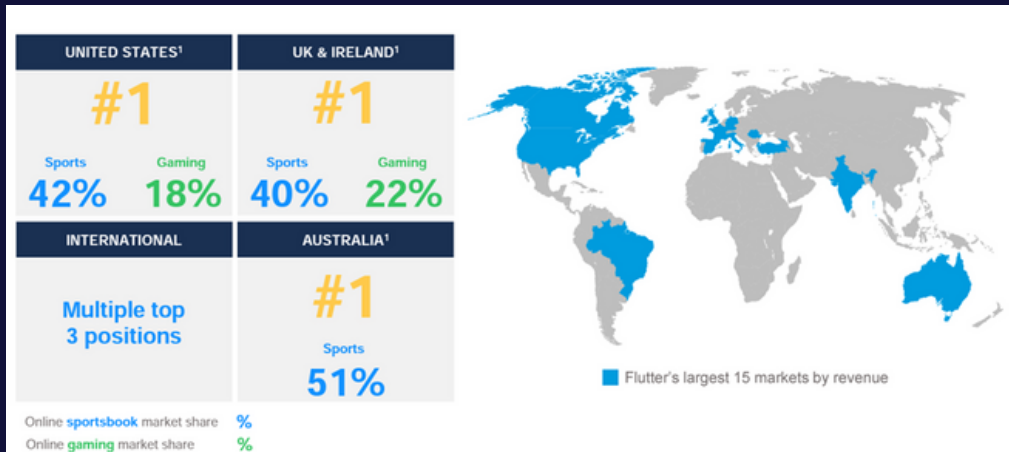
바로.. 미국의 1등 스포츠 베팅 사이트를 소유한 Flutter Entertainment입니다 (Flutter).

한국은 아니지만, 미국, 영국, 호주, 그리고 유럽의 여러 국가들에서는 스포츠 베팅이 합법이기 때문에 정부 감독 아래 사업이 진행 중입니다.

# # Flutter Entertainment

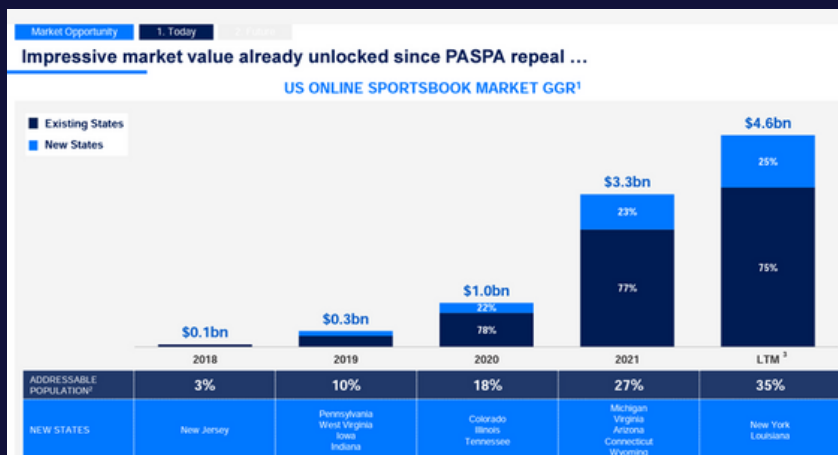
그리고 Flutter는 이런 국가들에서 높은 시장 점유율, 인프라 투자, 그리고 오랜 기간 축적된 사업 노하우를 바탕으로 안정적이고 꾸준하게 잉여현금흐름을 창출하고 있습니다.

## FLUTTER ENTERTAINMENT 사업 지역 및 시장 점유율



이를 통해, 당사는 스포츠 베팅 사업이 주주들에게 안정적인 수익 창출이 가능하고 한 국가에서 스포츠 베팅 산업이 성숙기에 다다랐을 때 어떤 모습을 보여주는지 좋은 예시도 제공하고 있습니다.

2018년 미국 대법원이 스포츠 베팅을 합법화하면서 전 세계에서 가장 큰 스포츠 베팅 시장의 개화를 알렸습니다. 그 뒤 각 주별로 합법화가 진행 중이며, 2023년 현재 25개의 주에서 합법화 되었습니다. 영국과 호주의 사례를 보면 미국의 나머지 25개의 주들도 대부분 합법화가 진행될 것입니다.



# # Flutter Entertainment

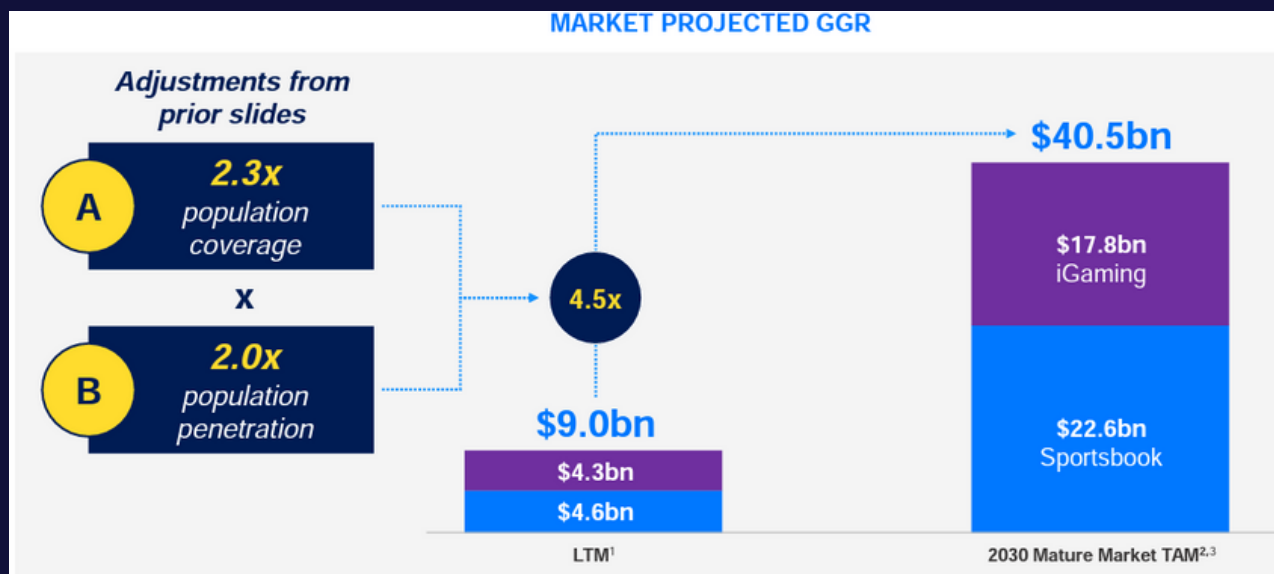
미국 시장이 특히 Flutter에 중요한 이유는 바로 '초대형 시장 규모'입니다.

각 나라의 스포츠 베팅 시장 규모는 (인구수 x 참여율 x 베팅 사이즈)입니다.

미국은 3억 명이 넘는 인구로 호주, 영국, 이탈리아를 합친 것보다 많은 인구를 가지고 있고, GDP per Capita 또한 가장 높습니다. 그렇기 때문에 최소한 영국과 비슷하거나 더 높은 베팅 사이즈를 가질 수 있습니다.

여기에 더해 전 세계에서 가장 큰 스포츠 시장을 자랑하는 미국은 스포츠 종류 및 팬덤 또한 매우 두텁기 때문에 높은 시장 참여율이 예상됩니다.

업계에 따르면 미국의 스포츠 베팅 시장은 2022년부터 2030년까지 5배 정도 성장할 것으로 내다보고 있습니다.



# # Flutter Entertainment

이로 인해 Flutter의 미국 사업 부문 (Fanduel)은 2023년 상반기 60% 이상의 매출 성장률을 기록하면서 그룹 전체의 높은 성장률을 견인하고 있고, 미국을 제외한 기타 지역들은 10% 정도의 성장률을 보여주면서 든든한 잉여 현금(FCF)을 생산하고 있습니다.

여기에 또 하나의 중요한 변곡점은 올해 2분기부터 Fanduel이 업계 최초로 흑자전환에 성공하면서 앞으로는 **고속 매출 증가 뿐만 아니라 그룹 전체의 수익 마진 개선도 이끌어 낼 것**이라는 점입니다.

매출£ (백만)	1H23	2H23	YoY %
US	1,797	1,051	71%
UK	1,089	956	14%
Australia	601	612	-2%
Others	1,169	1,035	13%

EBITDA £ (백만)	1H23	EBITDA 마진%
US	49	3%
UK	369	34%
Australia	158	26%
Others	284	24%
<b>Group Total</b>	<b>860</b>	<b>18%</b>
<b>Group Ex US</b>		<b>25%</b>

# # Flutter Entertainment

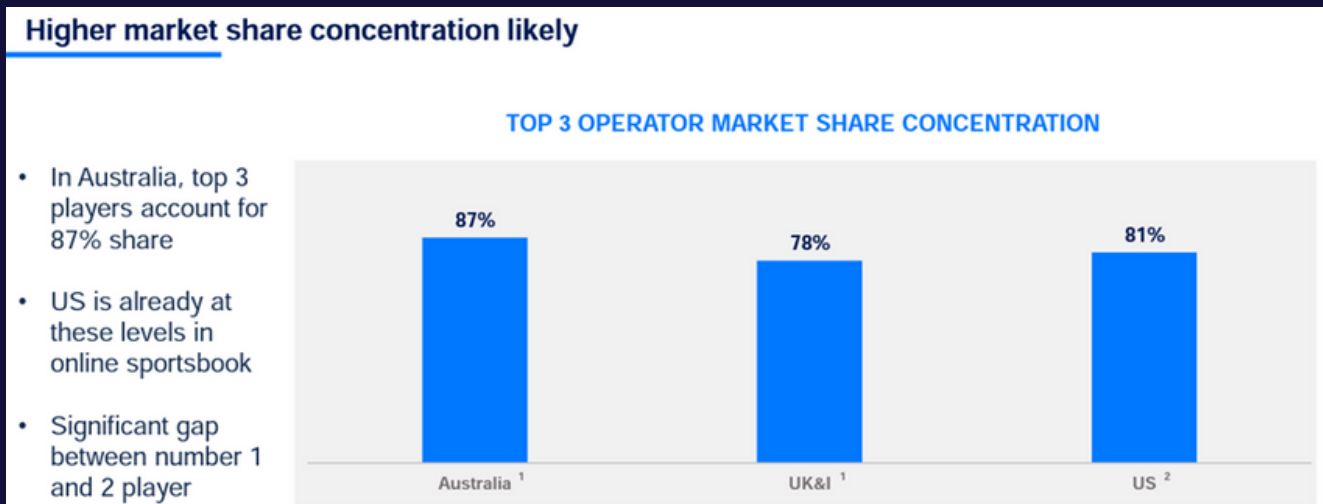
## + 스포츠 베팅 시장... 투자하기 매력적인가요?

성공적인 장기투자를 위해서는 '단지' 빠르게 성장하는 것뿐만 아니라, 성장률과 높은 수익 마진의 '지속 가능성'이 매우 중요합니다.

Flutter는 미국과 비슷한 여러 나라에서 이미 사업을 영위하고 있고 미국 시장으로의 지역 확장을 하고 있는 상황이기 때문에 기존 시장에서의 수익 마진과 시장 점유율 변화 추이를 살펴본다면 미국 시장이 완속기에 접어들었을 때 어떻게 변하는지 추론해 볼 수 있습니다.

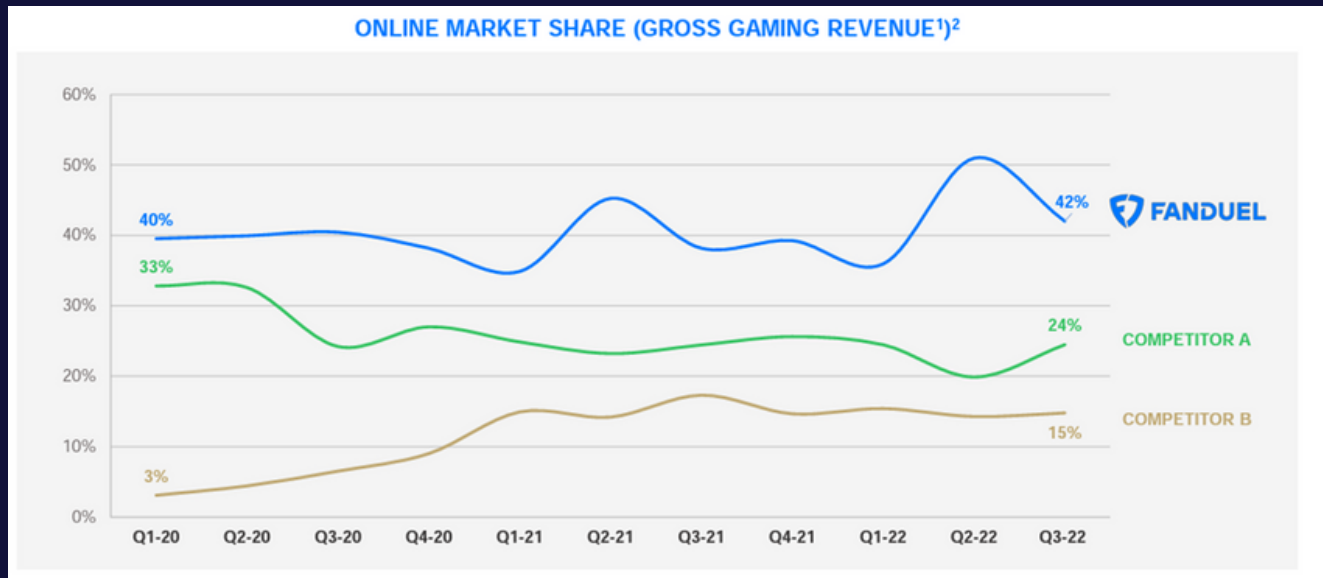
Flutter가 시장 1위를 차지하고 있는 영국, 호주, 이탈리아를 살펴보면 상위 3개 기업이 시장 점유율 ~80%를 가져가고 있는 모습입니다. 왜냐하면, 정부의 합법적인 제도 아래서 사업을 진행하기 때문에 세율이 상대적으로 높습니다. (매출의 30% 이상).

그렇기 때문에 산업이 구조적으로 '규모의 경제'를 갖춘 소수의 기업만이 살아남고 산업의 수익을 과점 형식으로 가져가는 모습입니다.



# # Flutter Entertainment

미국 시장도 영국과 호주 시장의 모습을 따라가고 있습니다. Flutter의 미국 사업 부문인 Fanduel, Draftkings, 그리고 BetMGM, 3사가 시장 과점체제를 굳히면서 지난 3년간 시장 점유율에 큰 변화가 없는 모습입니다.



(Fanduel은 '23년 2분기 미국 시장 점유율이 47%라고 발표했습니다).

그리고 미국을 제외한 다른 시장에서 Flutter는 25-30%의 영업이익 (EBITDA) 마진을 보여주고 있어서 앞으로 5년간 Flutter의 그룹 전체 수익 마진도 1.5배 정도 상승할 수 있는 상황입니다.

그렇기 때문에 미국의 스포츠 베팅 시장은 '승자 독식'이 가능하고 영국, 호주, 이탈리아를 합친 것보다 더 큰 시장 규모를 가지고 있기 때문에 가파른 매출 성장과 수익 마진 개선이라는 두 마리 토끼를 모두 잡을 수 있는 좋은 기회를 제공하고 있습니다.

# # 경제적 해자

---

스포츠 베팅 시장에서 승자가 되기 위해서는 누가 먼저 '규모의 경제'를 달성하느냐의 싸움입니다.

이를 위해 필수 조건은 (i) 인지도 (Brand), (ii) 자본, 그리고 (iii) 기술과 노하우입니다.

미국에서는 스포츠 베팅이 합법화되기 이전부터 이미 Daily Fantasy Sports (DFS)를 통해 강력한 스포츠 팬덤이 구축되어 있었습니다. 그리고 그 팬덤을 이끌었던 두 기업이 바로 Fanduel과 Draftkings였습니다.

2018년 스포츠 베팅이 합법화되면서 Draftkings는 기존 DFS 팬덤을 가지고 스포츠 베팅 사업을 시작했고, Flutter 역시 Fanduel을 인수하면서 스포츠 베팅 사업에 뛰어들었습니다.

이런 강력한 스포츠 팬덤을 기반으로 이 두 회사는 새롭게 오픈한 미국의 스포츠 베팅 시장에서 높은 인지도를 우선적으로 확보할 수 있었습니다. 그로 인해 인지도 측면에서 후발주자들 보다 앞서갈 수 있었고 마케팅 비용도 절약할 수 있었습니다.

여기에 더해, Flutter는 이미 글로벌 스포츠 베팅 선두 기업으로 미국을 제외한 다른 시장에서 안정적인 사업을 영위하면서 자체적으로 규모 있는 잉여현금흐름을 생산하고 있습니다.

그렇기 때문에 미국에서 처음으로 스포츠 베팅 사업을 시작한 Draftkings처럼 자본시장에서 현금을 수혈받을 필요가 없습니다. 3위 기업인 BetMGM과 비교해 보아도, Flutter의 사업 규모와 유동성은 더욱 뛰어난 상태였기 때문에, Flutter는 사업 초창기에 상대적으로 가장 공격적인 투자가 가능한 재무 구조를 가지고 있었습니다.



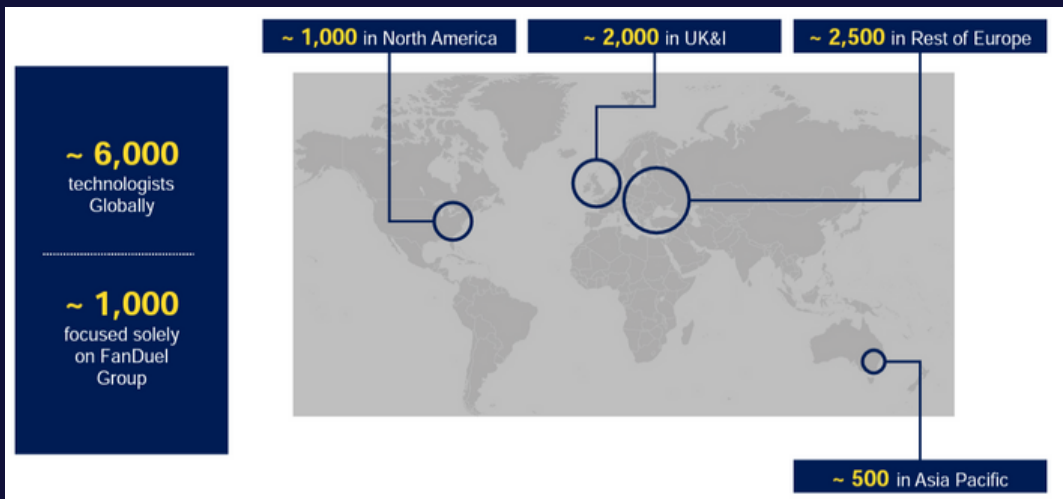
# # 경제적 해자

그리고 가장 중요한 점은 기술과 노하우입니다.

결국 스포츠 베팅은 확률 게임입니다. Flutter와 같은 '하우스'의 이점은 경기의 '배당률'을 정할 수 있다는 것입니다. 여기서 중요한 것은 '배당률'이 확률적으로 하우스가 수익을 낼 수밖에 없는 구조이면서도 동시에 경쟁업체 (다른 하우스) 대비 고객들에게 매력적인 배당률을 제공해 주어야 한다는 것입니다.

우선, 첫 번째 포인트인 하우스가 구조적으로 수익을 가져갈 수밖에 없는 배당률을 계산하기 위해서는 축적된 데이터, 기술 인프라, 그리고 전문 인력이 반드시 필요합니다.

Flutter는 미국 시장 진출 이전부터 오랜 시간 동안 해당 사업을 진행해 왔기 때문에 이러한 것들을 스스로 (in-house) 할 수 있는 인력과 기술을 이미 확보하고 있었습니다.

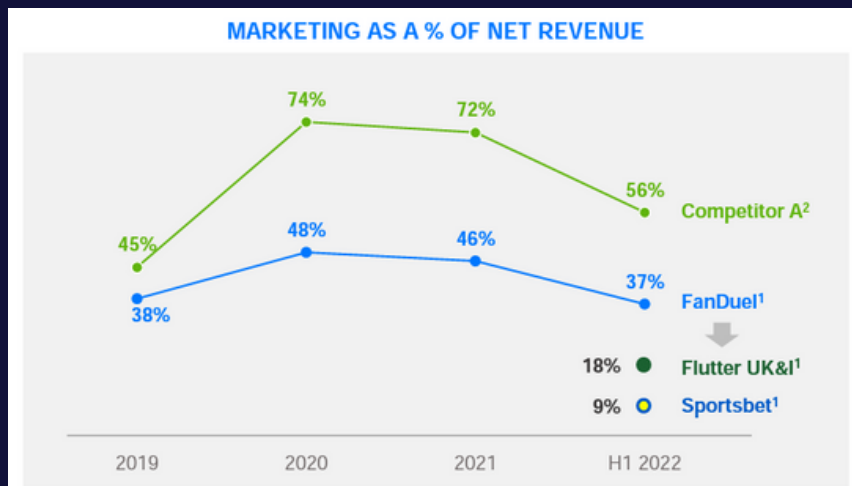


반면, 경쟁 업체들은 이런 노하우와 전문 인력이 부족해 외부 업체에 외주를 맡길 수밖에 없었습니다. 이러한 차이는 Flutter가 경쟁업체에 비해 다양한 베팅 옵션을 제공하면서도 비용을 절감할 수 있게 만들었습니다.

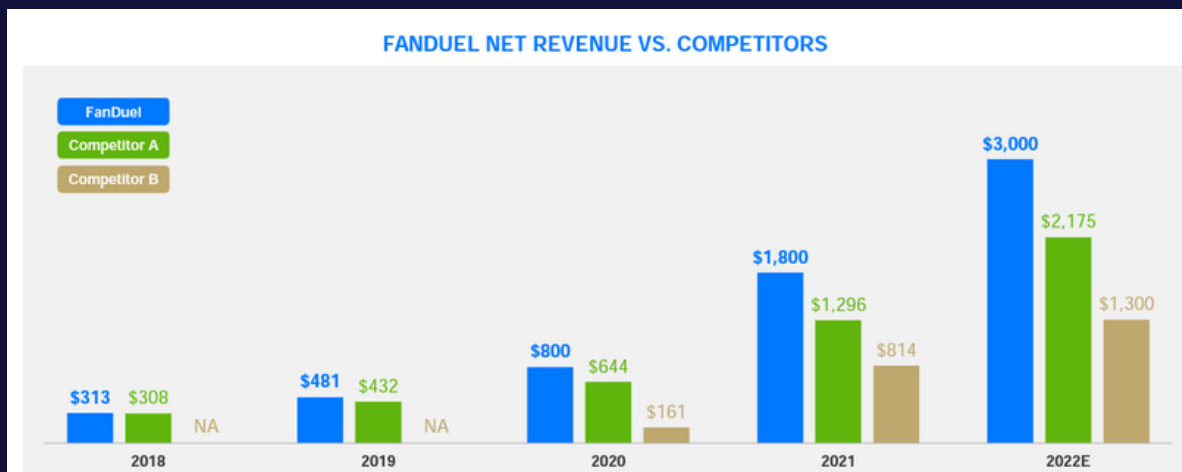
# # 경제적 해자

두 번째 포인트인 고객들에게 경쟁업체 보다 '상대적으로' 매력적인 배당률을 제공하는 것은 결국 프로모션과 마케팅 비용을 누가 더 많이 그리고 효과적으로 사용하는지의 싸움입니다.

Flutter는 이미 완성된 운영 인프라를 통해 최소한의 추가 비용으로 활성 유저를 타깃으로 한 전 세계적인 프로모션을 실행하고 있습니다. 더불어, 미국 내의 미디어 업체들과 함께 50개 주 전체를 대상으로 광고를 진행하기 때문에 사용자 당 광고비가 경쟁업체에 비해 훨씬 낮습니다.



이런 이유로 Flutter는 경쟁 업체보다, 더욱 효과적으로 사용자를 유치하고 빠르게 수익화할 수 있는 것입니다. 그리고 이렇게 얻어진 매출과 이익을 다시 사업에 재투자하면서 계속해서 규모의 경제를 늘려나갈 수 있는 것입니다.



# # Financials & Valuation

Flutter의 미국 사업 부문인 Fanduel은 그룹 내에서 40% 이상의 매출을 차지하며, 2023년 2분기부터 흑자 전환에 성공하였습니다. Fanduel의 이런 변화는 향후 그룹 전체의 수익 마진 개선과 빠른 실적 성장을 주도할 것으로 예상됩니다.

매출 £ (백만)	1H23	2H23	YoY %	EBITDA £ (백만)	1H23	EBITDA 마진 %
US	1,797	1,051	71%	US	49	3%
UK	1,089	956	14%	UK	369	34%
Australia	601	612	-2%	Australia	158	26%
Others	1,169	1,035	13%	Others	284	24%
				<b>Group Total</b>	<b>860</b>	<b>18%</b>
				<b>Group Ex US</b>		<b>25%</b>

컨센서스 전망에 따르면 Flutter의 FCF는 앞으로 3년 동안 매년 20% 이상 성장할 것으로 예상됩니다. 현재 FY24 EBITDA와 FCF(컨센서스 기준)는 각각 13배와 18배의 수준에서 거래되고 있습니다. 앞으로 동사의 성장률과 수익 마진 개선 가능성을 감안할 때 크게 저평가되어 있다고 판단됩니다.

US\$백만	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 F	2024 F	2025 F	2026 F
매출	1,893	2,427	2,528	2,759	7,351	8,043	9,194	12,305	13,603	15,014	16,993
EBITDA	488	658	594	548	1,719	1,334	1,249	2,115	2,649	3,230	3,780
FCF	201	584	381	497	1,284	927	1,446	1,230	1,699	2,094	2,649
FCF Margin %	11%	24%	15%	18%	17%	12%	16%	10%	12%	14%	16%
								EV/EBITDA	13.4x	11.0x	9.4x
								P/FCF	17.7x	14.4x	11.4x

저희 생각에 Flutter의 주식이 저평가된 주요 원인 중 하나는 Flutter가 현재 영국에서만 상장되어 있고, NASDAQ에서는 ADR 형태로만 거래되기 때문입니다.

따라서 미국의 투자자들 사이에서 충분한 인지도를 얻지 못하고 있고 NASDAQ에 상장된 기업들이 영국의 FTSE에 상장된 기업들보다 상대적으로 더 높은 밸류에이션을 받고 있기 때문입니다.

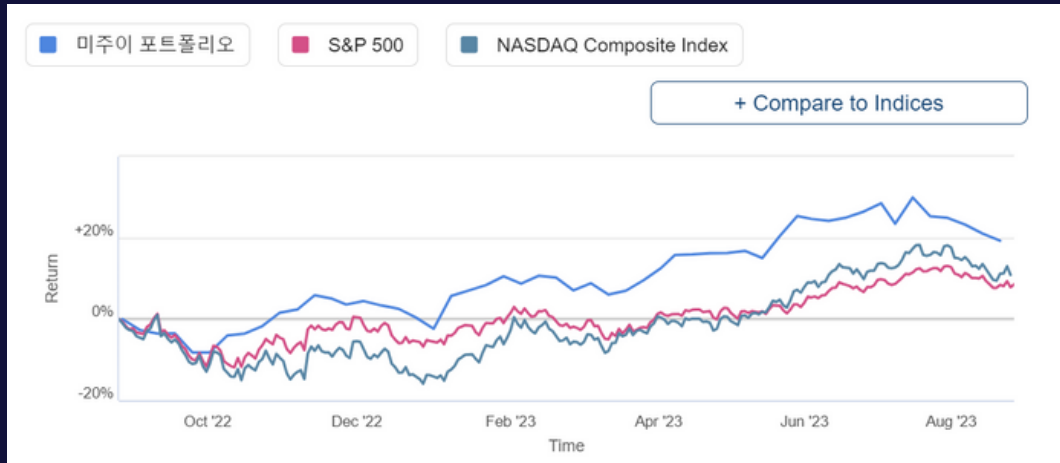
# # Financials & Valuation

---

이런 저평가 문제를 해소하기 위해 Flutter는 올해 말 미국에서 2차 직상장을 계획하고 있습니다. 이 계획이 성공적으로 실행된다면, 미국 내에서의 인지도는 크게 향상될 것이며, 신규 투자자 유치를 통해 Flutter 주식에 대한 수요도 증가할 것입니다. 이와 같은 변화는 Flutter의 밸류에이션을 미국 기업 수준으로 리레이팅 하는데 큰 도움을 줄 것으로 보입니다.

# # 포트폴리오 업데이트

지난 12개월 추천 종목들을 살펴보면 반도체, 원자력, 구리, 여행 및 명품 관련 주식들이 좋은 수익을 가져다 주었습니다. 그리고 미국 경제의 부활과 함께 오일 관련 주식들도 힘찬 도약을 준비하고 있습니다.



그리고 요즘 중국 경제가 폭망했다는 뉴스가 쏟아지고 있는데요. **과연 실제로도 그럴까요?**

데이터로 바라보면 중국 경제가 이전만큼 강력하진 않지만, '폭망'이라고 칭할 정도는 아닙니다.

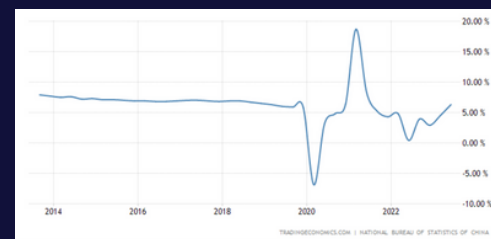
중국의 GDP 성장률은

코로나 이전에는 5% 이상을 기록했고 시장에서는 앞으로 5% 미만으로 줄어든 것으로 내다보고 있습니다.

것으로 예상됩니다.

중국 정부도 4.7%의 성장률을 전망했습니다. 반대로, 2023년 한국의 GDP 성장률이 1.5%로 예상되는데, 이를 경제 위기라고 부르는 사람은 아무도 없죠.

중국 경제가 앞으로 3-4%대의 성장률을 유지한다면, 2035년 중국의 경제 규모는 2022년의 일본, 유럽, 인도 합계와 유사하며, 현재의 미국 수준에 버금갈 것입니다. 그렇기 때문에 꾸준히 전 세계 소비와 생산의 한 축을 담당할 것입니다.



# # 포트폴리오 업데이트

중국 GDP 성장률이 하락하는 이유는 대표적으로 2가지가 있는데요.

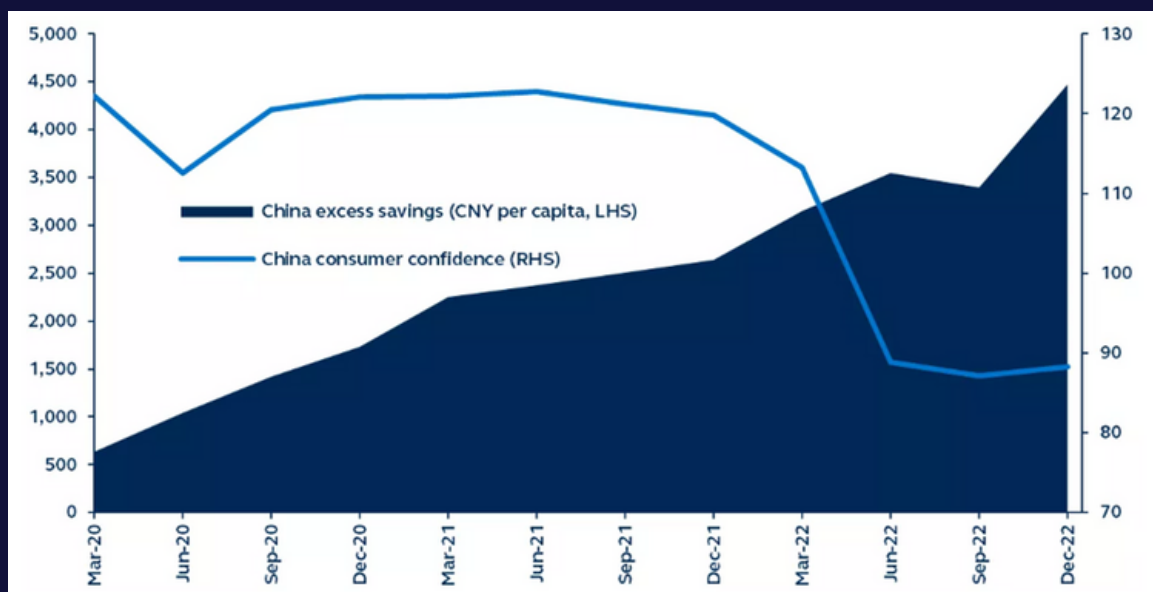
첫 번째는 당연히 중국 경제의 규모가 이미 미국을 제외하고는 세계에서 가장 큰 수준이기 때문에 규모가 커질수록 성장률이 줄어드는 것은 당연한 수순입니다..

두 번째는 부동산과 인프라 투자 위주의 성장에서 내수 소비 기반의 경제 성장 모델로의 체질 개선을 시도하면서 발생하는 성장통입니다.

## +1990년 일본 버블 vs GFC vs 현재 중국 부동산 상황

중국이 일본의 뒤를 밟는다는 이야기도 많은데요. 데이터를 살펴보면 두 나라의 상황이 많이 다릅니다.

우선, 중국 가구의 저축률은 수입 대비 약 25%로, 누적된 저축도 상당합니다. 하지만 중국 정부의 부동산 규제가 부동산 시장 유동성 축소와 주택 가격 하락으로 인해 소비자 심리지수가 많이 하락한 상태입니다.



# # 포트폴리오 업데이트

그리고 미국과 달리 중국은 국민들에게 직접 금전적 지원을 하지 않아서 코로나 종료 이후 소비가 폭발적으로 늘어나지 않았습니다. 물론 이로 인해 미국과 같은 고물가 상황도 아니지만요. 이 결과 중국에서는 폭발적인 소비 증가보다는 '선택적 소비'가 주를 이루고 있습니다.



반대로 1990년 일본의 경제 버블 당시 일본은 부동산, 주식, 내수 소비 등 거의 모든 분야에서 부채를 기반으로 한 과잉 현상이 발생했고 이는 가파른 물가 상승으로 이어졌습니다. 일본 중앙은행은 물가 상승을 저지하기 위해 금리 인상을 해야만 했고 그로 인해 부채 폭탄이 폭발했습니다. 그 뒤 일본 중앙은행의 미숙한 대처가 일본의 경제를 30년간 제자리 횡보하게 했습니다.

반면 지금 중국의 경제 위기는 부동산 시장에만 국한되어 있습니다. 지방 정부와 부동산 기업들의 부채 문제가 제일 큰 문제이며, 중국 가구의 부채 수준은 GDP 대비 63%입니다. (한국은 104%). 지방정부는 주로 부동산 기업들에 땅을 팔아 현금을 확보하는 방식으로 운영되고 있었는데, 중앙정부가 부동산 시장에 브레이크를 걸자 주된 수입원이 막히면서 지방정부의 부채위기가 대두된 것입니다.

# # 포트폴리오 업데이트

---

미디어에서 말하는 중국의 인구 노령화와 24세 미만 청년 실업률 상승 문제는 향후 2-3년 내에 중국의 경제 위기를 초래할 수 없는 것들입니다. 그리고 수출 하락은 중국 내수시장의 문제가 아니라 중국의 물건을 구매해 주는 다른 국가들의 경기가 둔화하면서 발생한 것입니다.

여기서 재미있는 점이.. 이런 상황에 대한 대처입니다.

미국에서는 2008년 부동산 버블 붕괴 후에 일본과 같은 상황을 피하기 위해 대규모 양적 완화를 시행하였습니다.

하지만 중국은 미국처럼 기축통화국이 아니기 때문에 무한한 양적 완화는 불가능하다는 점, 그리고 시진핑 주석의 유명한 (?) 신조로 "젊을 때는 고생을 좀 해야.." 인해서 미국과 같이 국민들에게 직접 현금을 지원해 주는 방식의 대처도 없을 것입니다.

그렇기 때문에 2008년부터 미국의 경제 변화와 정책을 지켜본 미국의 이코노미스트들과 투자자들은 중국 정부가 너무 미온(?) 적인 태도를 보인다고 걱정하고 있습니다.

저희가 생각할 때.. 물컵에 물이 반 정도 차 있을 때.. 이를 바라보는 시각의 차이 같습니다. 누구는 이를 "반밖에 없다"라고 할 수 있고.. 누구는 "아직 반이나 있다"라고 하는 것처럼 말이지요.

- 미국 시점: 중국 경제가 4.7% 밖에 성장을 못해? (미국 2023년 경제 성장률 전망 1.5%); 중국 물가 상승률 마이너스네? 망했네..
- 중국 시점: 4.7%.. 너네 보다 높은데? 부동산 가격 하락으로 부채 상환을 우선해서 CPI가 잠깐 마이너스 난 거야.. 중국 가구 저축률 보면 아직은 탄탄하고 부동산 규제 완화했어..



# # 포트폴리오 업데이트

---

물론 장기적으로 두 부모 한 자녀 가정의 노후 문제를 생각하면.. 중국의 주식과 부동산 시장이 지속적으로 우상향하지 않을 경우, 20년 뒤 중국 경제가 후퇴할 가능성도 있습니다.

**하지만.. 한 가지 확실한 것은.. 향후 10년 중국의 미래가 일본의 1990년 버블 붕괴때와는 다르다는 것입니다.**

중국 국채, 은행주, 관광객 추이 모두 긍정적인 모습을 보여주고 있으며, 중국 부동산 위기가 다른 곳으로 확산되는 시그널은 아직 발견되지 않았습니다.

특히, 중국 물가가 견잡을 수 없이 상승하는 상황이 아니기 때문에.. 필요하다면.. 부동산 시장의 부채비율을 유지하거나 높이면서 현재의 위기를 극복할 수도 있습니다. 물론 단기적인 처방이지만 1990년의 일본처럼 중국 경제가 루비콘 강을 건넌 상황은 아니라는 것입니다.

이런 상황에서.. 저희가 추천드린 3개의 중국 관련 종목 중 아이러니하게도 투자할 당시 가장 리스크가 높아 보였던 신동방은 현재 200%가 넘는 수익을 보여주고 있고.. 알리바바와 텐센트는 주가 '만' 보면 고전하고 있는 상황입니다.

하지만.. 꾸준한 기업의 실적과 계속해서 우상향하는 실적 전망치를 살펴보면 펀더멘털의 문제는 없습니다. 그리고 이런 실적 향상이 결국은 주가 상승으로 이어질 것입니다.

**결국 현재 상황은 중국 경제의 폭락이 아니라 중국을 바라보는 투자자들의 투심이 흔들린 것입니다.**