

GKL (114090)

고객 mix 개선에 따른 홀드올 상승 추세 지속

다만, 주가는 마카오 대비 할인율이 -23%까지 회복

GKL의 목표주가를 마카오 대비 약 15% 할인한 목표 P/E 21.3배를 적용하면서 33,500원(-6%) 하향한다. 기업의 펀더멘털과는 무관하게 기존 추정치가 상반기부터 사드 규제 완화를 가정했기에 발생한 하향 요인이다. 2018년에는 1) 강점인 비용 통제와 2) 고객 mix 개선에 따른 안정적인 실적 및 홀드올 상승으로 영업이익이 20% (YoY) 증가할 것으로 예상된다. 다만, 사드 규제 이후 마카오 P/E 대비 약 -20%~-50% 할인 받는 박스권 흐름(그림 5. 참조)이 지속되고 있는데, -23%까지 할인율을 회복한 현 주가에서는 추가 상승여력은 10~15% 수준이며, 1) 신임 대표 취임(6~7월)에 따른 추가 성장 동력 확보나 2) 사드 규제 완화 시 추가적인 상승이 가능할 것으로 예상된다.

1Q Review: OPM 25.7%(+0.6%p YoY)

1분기 매출액/영업이익은 각각 1,219억원(-3% YoY)/314억원(-0%)으로 컨센서스(296억원)를 상회했다. 드랍액은 8,655억원(-16%)으로, 중국/일본/기타 각각 -32%/-14%/+0% 변동했다. 주목할 점은 VIP/Mass(or Silver) 드랍액이 각각 -25%/+8%로 고객별 성장률이 크게 상이했는데 실버 고객 증가에 따른 mix 개선으로 홀드올 역시 14.1% (+2.3%p YoY)로 상승했다. 4월 매출액은 395억원(+1%)으로, 드랍액과 홀드올 모두 전년 동기와 비슷한 수준을 기록했다. 2분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,355억원(+24% YoY)/329억원(+86%)으로 2Q17 상당히 부진했던 홀드올 (11.4% → 2Q18F 14.3%)에서 회복하면서 개선될 것이다.

6월 이후 취임할 신임 대표의 정책 방향성이 중요

현재 공석인 대표직은 6월 중순에 임시주총 및 대통령 임명을 통해 정해진다. 고객 mix 개선과 비용 효율화를 통한 성장 노력이 긍정적인 실적으로 나타나고 있지만, 성장 잠재력은 다소 낮을 수 밖에 없다. 성장 동력 확보를 위해 신규 투자(혹은 M&A)나 도심형 복합리조트 등이 검토되고 있지만, 이는 신임 대표가 누가 임명되는가에 달라지기에 지켜볼 필요가 있다. 배당은 다시 2016년 수준으로 회복될 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 33,500원(하향) | CP(5월 11일): 27,600원

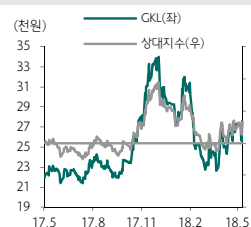
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,477.71
52주 최고/최저(원)	34,000/21,400
시가총액(십억원)	1,707.2
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	61,855.7
60일 평균 거래량(천주)	330.0
60일 평균 거래대금(십억원)	8.4
18년 배당금(예상, 원)	970
18년 배당수익률(예상, %)	3.51
외국인지분율(%)	14.18
주요주주 지분율(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금	10.14
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.4 (11.1) 19.5
상대	10.9 (8.8) 10.7

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	529.5	550.1
영업이익(십억원)	122.3	126.9
순이익(십억원)	94.0	98.7
EPS(원)	1,520	1,595
BPS(원)	9,407	10,127

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	548.2	501.3	548.8	577.2	609.1
영업이익	십억원	151.2	108.2	129.4	141.4	155.5
세전이익	십억원	150.2	107.3	128.7	138.7	153.0
순이익	십억원	114.3	80.5	97.2	104.8	115.6
EPS	원	1,849	1,302	1,572	1,694	1,869
증감률	%	24.7	(29.6)	20.7	7.8	10.3
PER	배	11.06	22.46	17.56	16.29	14.77
PBR	배	2.44	3.40	2.92	2.71	2.50
EV/EBITDA	배	4.42	10.16	7.53	6.67	5.77
ROE	%	23.46	15.33	17.42	17.27	17.62
BPS	원	8,386	8,602	9,444	10,167	11,036
DPS	원	1,000	730	970	1,000	1,030



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

표 1. GKL 목표주가 하향

'18년 지배주주순이익	97	십억원
주식 수(희석 후)	61,856	천주
EPS	1,572	원
목표 P/E	21.3	배
	33,411	
목표 주가	33,500	원
현재 주가	27,600	원
상승 여력	21%	%

자료: 하나금융투자

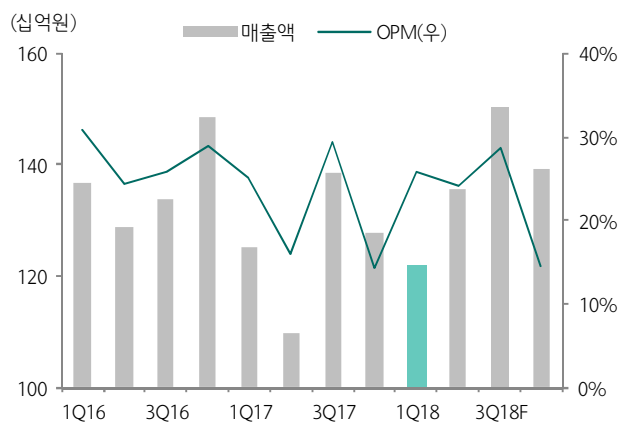
표 2. GKL 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	16	17	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
드랍액	4,082	3,886	3,918	1,030	949	977	930	865	937	1,052	1,063
중국인	1,310	1,224	1,227	353	298	301	272	241	261	357	368
일본인	1,122	1,112	1,104	292	254	300	266	252	287	287	279
기타	1,164	1,107	1,145	273	282	267	285	272	277	290	306
홀드올	13.2%	12.7%	13.8%	11.8%	11.4%	14.2%	13.3%	14.1%	14.3%	14.1%	12.9%
매출액	548	501	549	125	110	139	128	122	136	151	139
영업이익	151	108	129	31	18	41	18	31	33	43	20
OPM	28%	22%	24%	25%	16%	29%	14%	26%	24%	29%	15%
당기순이익	114	81	97	18	15	33	14	17	27	35	17

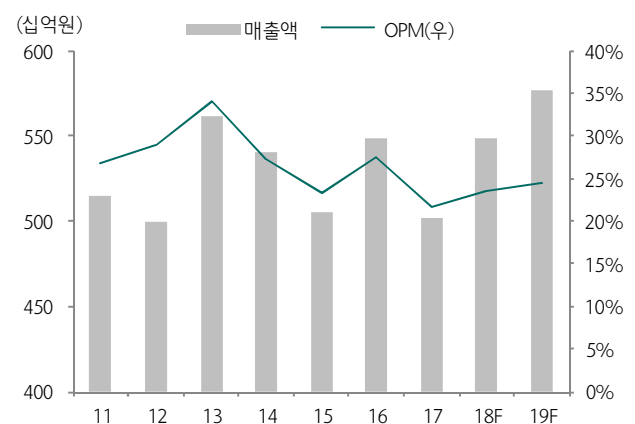
자료: GKL, 하나금융투자

그림 1. 분기별 실적 - 홀드올 상승이 긍정적



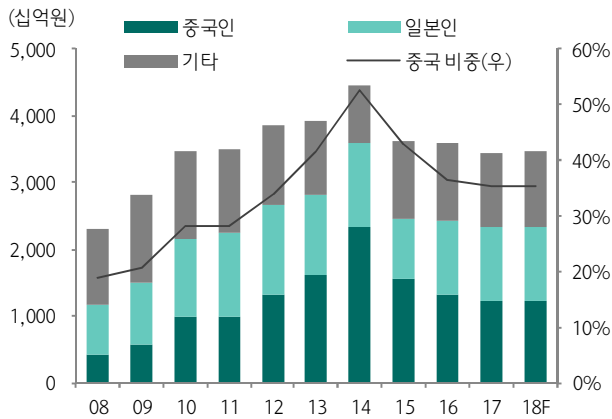
자료: GKL, 하나금융투자

그림 2. 연간 실적 - mix 개선과 비용 절감으로 약 20% 증익



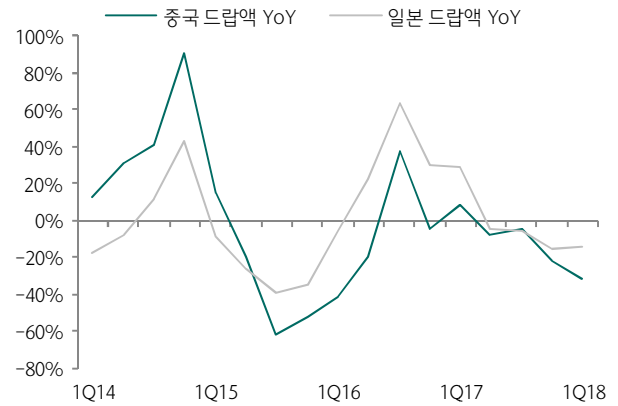
자료: GKL, 하나금융투자

그림 3. 국적별 드랍액- 중국인 비중 추가 하락 가능성 제한적



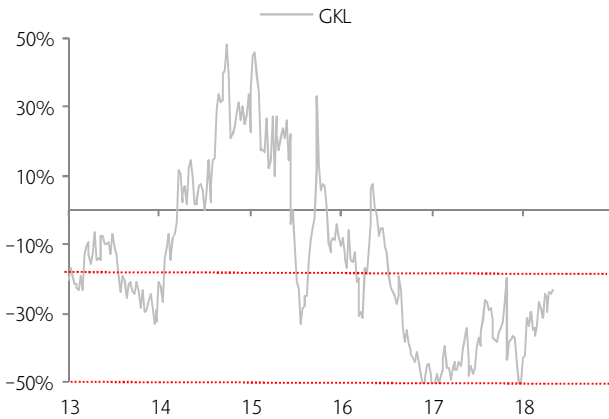
자료: GKL, 하나금융투자

그림 4. 국적별 드랍액 추이 - 사드 규제 완화 시 중국 반등할 것



자료: GKL, 하나금융투자

그림 5. 마카오와 대비 GKL의 밸류에이션 Gap은 23%까지 축소



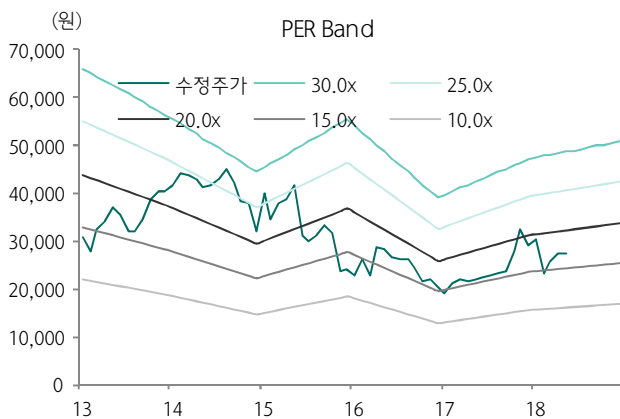
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. 마카오 P/E와 GKL의 외국인지분율 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. 12MF P/E 차트



자료: GKL, 하나금융투자

그림 8. 마카오 카지노 index - YTD 12% 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

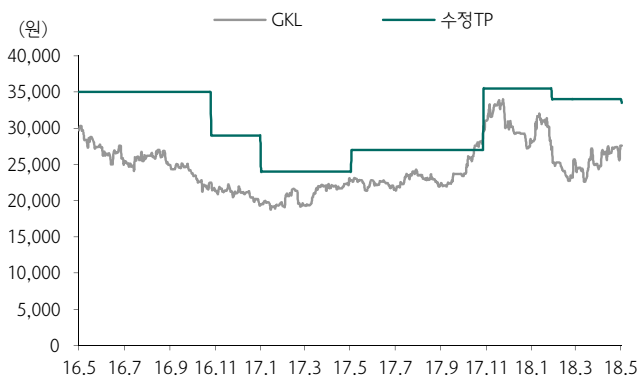
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	548.2	501.3	548.8	577.2	609.1
매출원가	364.9	354.9	379.4	394.3	410.5
매출총이익	183.3	146.4	169.4	182.9	198.6
판매비	32.1	38.2	39.9	41.5	43.2
영업이익	151.2	108.2	129.4	141.4	155.5
금융손익	9.8	8.2	8.5	8.9	9.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(10.8)	(9.0)	(9.2)	(11.6)	(11.9)
세전이익	150.2	107.3	128.7	138.7	153.0
법인세	35.8	26.8	31.5	33.9	37.4
계속사업이익	114.3	80.5	97.2	104.8	115.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	114.3	80.5	97.2	104.8	115.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	114.3	80.5	97.2	104.8	115.6
지배주주순이익	113.9	75.2	97.2	104.8	115.6
지배주주지분포괄이익	115.1	81.2	97.8	106.8	117.4
NOPAT	164.0	124.1	145.2	154.0	165.5
EBITDA	164.0	124.1	145.2	154.0	165.5
성장성(%)					
매출액증가율	8.4	(8.6)	9.5	5.2	5.5
NOPAT증가율	28.3	(29.5)	20.4	9.2	9.9
EBITDA증가율	25.1	(24.3)	17.0	6.1	7.5
영업이익증가율	27.7	(28.4)	19.6	9.3	10.0
(지배주주)순이익증가율	24.6	(29.6)	20.7	7.8	10.3
EPS증가율	24.7	(29.6)	20.7	7.8	10.3
수익성(%)					
매출총이익률	33.4	29.2	30.9	31.7	32.6
EBITDA이익률	29.9	24.8	26.5	26.7	27.2
영업이익률	27.6	21.6	23.6	24.5	25.5
계속사업이익률	20.9	16.1	17.7	18.2	19.0
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,849	1,302	1,572	1,694	1,869
BPS	8,386	8,602	9,444	10,167	11,036
CFPS	2,657	1,988	2,195	2,298	2,481
EBITDAPS	2,652	2,006	2,348	2,490	2,676
SPS	8,863	8,104	8,872	9,332	9,847
DPS	1,000	730	970	1,000	1,030
주가지표(배)					
PER	11.1	22.5	17.6	16.3	14.8
PBR	2.4	3.4	2.9	2.7	2.5
PCFR	7.7	14.7	12.6	12.0	11.1
EV/EBITDA	4.4	10.2	7.5	6.7	5.8
PSR	2.3	3.6	3.1	3.0	2.8
재무비율(%)					
ROE	23.5	15.3	17.4	17.3	17.6
ROA	16.6	11.0	12.7	12.7	13.0
ROIC	(345.4)	(339.5)	(353.1)	(240.7)	(184.5)
부채비율	40.8	37.6	37.1	36.1	34.9
순부채비율	(104.1)	(103.1)	(105.2)	(108.0)	(110.1)
이자보상배율(배)	120,946.4	9,842.4	7,655.5	11,945.7	13,135.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	557.6	566.2	633.3	699.3	772.8
금융자산	540.0	549.0	614.5	679.6	752.0
현금성자산	191.3	125.4	150.8	191.8	237.3
매출채권 등	14.3	14.0	15.3	16.1	17.0
채고자산	2.0	2.3	2.5	2.6	2.8
기타유동자산	1.3	0.9	1.0	1.0	1.0
비유동자산	172.6	165.7	167.5	156.4	148.0
투자자산	28.1	26.9	29.5	31.0	32.7
금융자산	28.1	26.9	29.5	31.0	32.7
유형자산	98.6	93.0	92.6	80.4	70.7
무형자산	9.4	9.5	9.0	8.6	8.2
기타비유동자산	36.5	36.3	36.4	36.4	36.4
자산총계	730.2	731.9	800.8	855.7	920.8
유동부채	185.9	169.5	183.5	191.9	201.4
금융부채	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	150.8	140.3	153.6	161.5	170.5
기타유동부채	35.1	29.0	29.9	30.4	30.9
비유동부채	25.5	30.3	33.2	34.9	36.8
금융부채	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
기타비유동부채	25.5	30.1	33.0	34.7	36.6
부채총계	211.5	199.9	216.6	226.8	238.2
지배주주지분	518.7	532.1	584.1	628.9	682.6
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	466.3	479.9	532.0	576.7	630.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	518.7	532.1	584.1	628.9	682.6
순금융부채	(540.0)	(548.7)	(614.3)	(679.4)	(751.8)
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	137.8	78.4	128.4	126.6	136.0
당기순이익	114.3	80.5	97.2	104.8	115.6
조정	26.2	21.0	15.9	12.6	10.1
감가상각비	12.8	15.9	15.8	12.6	10.1
외환거래손익	(0.1)	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	13.5	4.8	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(2.7)	(23.1)	15.3	9.2	10.3
투자활동 현금흐름	(89.8)	(82.6)	(57.7)	(25.6)	(28.7)
투자자산감소(증가)	7.1	1.1	(2.6)	(1.5)	(1.7)
유형자산감소(증가)	(33.8)	(9.4)	(15.0)	0.0	0.0
기타	(63.1)	(74.3)	(40.1)	(24.1)	(27.0)
재무활동 현금흐름	(51.6)	(61.5)	(45.3)	(60.0)	(61.9)
금융부채증가(감소)	(0.2)	0.4	(0.2)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
배당지급	(51.4)	(61.9)	(45.2)	(60.0)	(61.9)
현금의 증감	(3.5)	(65.9)	25.4	41.0	45.4
Unlevered CFO	164.4	123.0	135.8	142.1	153.5
Free Cash Flow	104.0	69.0	113.4	126.6	136.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GKL



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.14	BUY	33,500		
18.2.9	BUY	34,000	-26.01%	-18.82%
17.11.9	BUY	35,500	-13.87%	-4.23%
17.5.15	BUY	27,000	-13.76%	6.85%
17.1.13	BUY	24,000	-13.54%	-3.75%
16.11.7	BUY	29,000	-27.40%	-23.28%
16.8.8	BUY	35,000	-29.75%	-22.86%
16.4.11	BUY	32,000	-15.39%	-5.31%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 05월 14일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.