



2018년 5월 14일 | Equity Research

GKL (114090)

고객 mix 개선에 따른 홀드율 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 편더멘털과는 무관하게 기존 추정치가 상반기부터 사드 규제 완화를 가정했기에 발생한 하향 요인이다. 2018년에는 1) 강점인 비용 통제와 2) 고객 mix 개선에 따른 안정적인 실적 및 홀드율 상승으로 영업이익이 20% (YoY) 증가할 것으로 예상한다. 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 예상한다.

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

1분기 매출액/영업이익은 각각 1,219억원(-3% YoY)/314억 원(-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 홀드율 역시 14.1% (+2.3%p YoY)로 상승했다. 4월 매출액은 395억원(+1%)으로, 드랍액과 홀드율 모두 전년 동기와 비슷한 수준을 기록했다. 2분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,355억원(+24% YoY)/329억원(+86%)으로 2Q17 상당히 부진했던 홀드율 (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 궁정적인 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

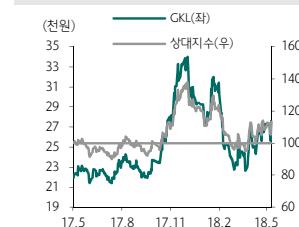
Key Data

| | 2018 | 2019 |
|------------------|------------------|------|
| 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(회석 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

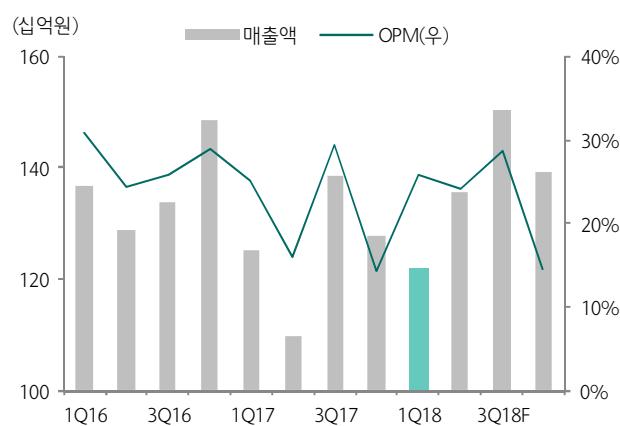
표 2. GKL 실적 추이 및 전망

(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 |
| 홀드율 | 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 |

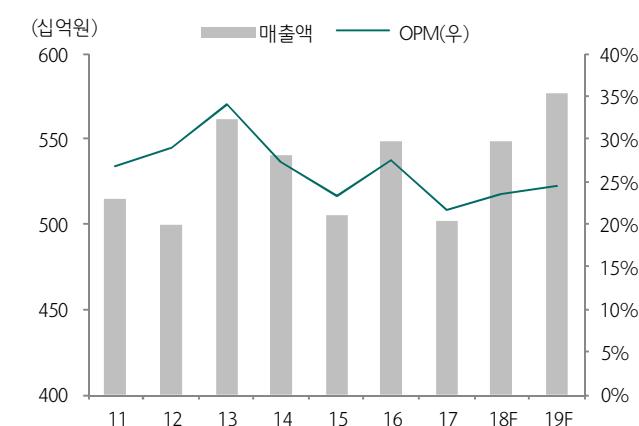
자료: GKL, 하나금융투자

그림 1. 분기별 실적 – 홀드율 상승이 긍정적



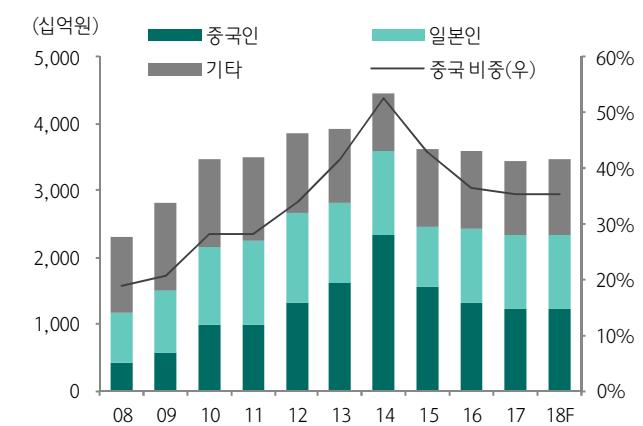
자료: GKL, 하나금융투자

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



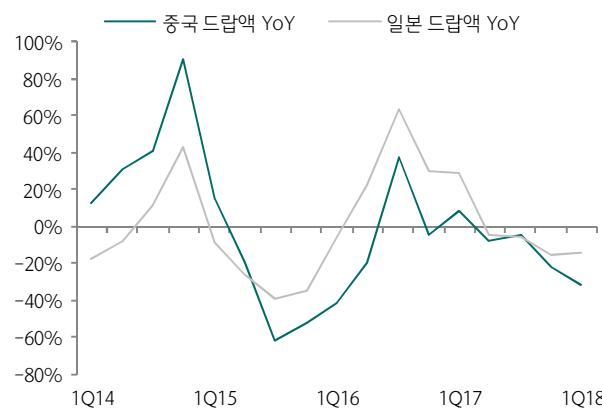
자료: GKL, 하나금융투자

그림 3. 국적별 드랍액- 중국인 비중 추가 하락 가능성 제한적



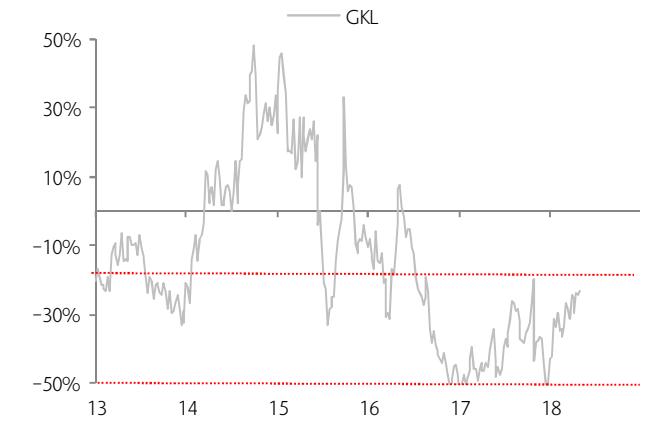
자료: GKL, 하나금융투자

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



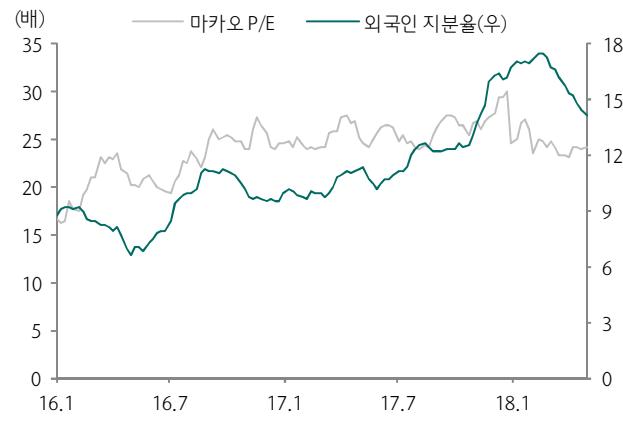
자료: GKL, 하나금융투자

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



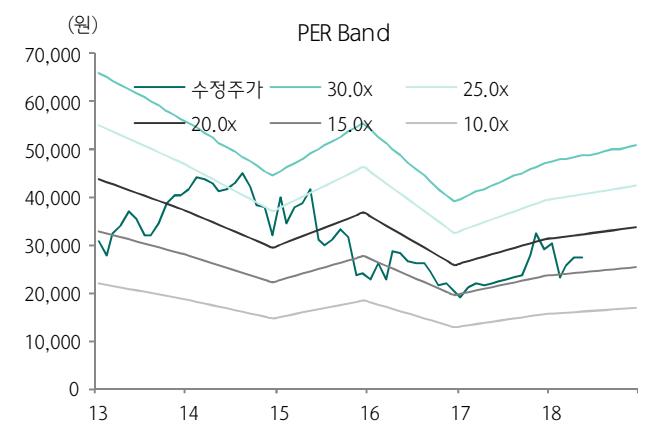
자료: Bloomberg, 하나금융투자

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

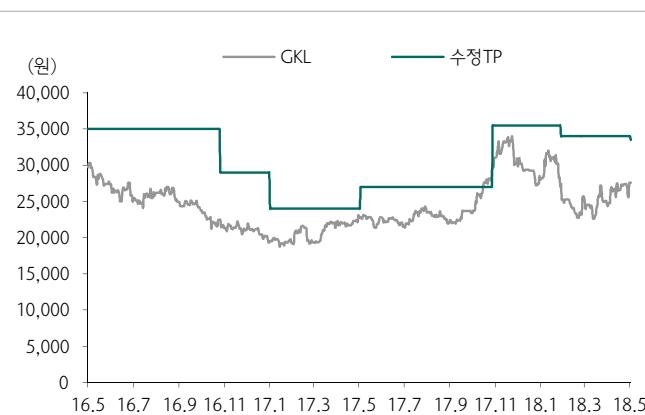
추정 재무제표

| 손익계산서 | | (단위: 십억원) | | | | | 대차대조표 | | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------|
| | | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F | | | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액 | 548.2 | 501.3 | 548.8 | 577.2 | 609.1 | | 유동자산 | 557.6 | 566.2 | 633.3 | 699.3 | 772.8 | |
| 매출원가 | 364.9 | 354.9 | 379.4 | 394.3 | 410.5 | | 금융자산 | 540.0 | 549.0 | 614.5 | 679.6 | 752.0 | |
| 매출총이익 | 183.3 | 146.4 | 169.4 | 182.9 | 198.6 | | 현금성자산 | 191.3 | 125.4 | 150.8 | 191.8 | 237.3 | |
| 판관비 | 32.1 | 38.2 | 39.9 | 41.5 | 43.2 | | 매출채권 등 | 14.3 | 14.0 | 15.3 | 16.1 | 17.0 | |
| 영업이익 | 151.2 | 108.2 | 129.4 | 141.4 | 155.5 | | 재고자산 | 2.0 | 2.3 | 2.5 | 2.6 | 2.8 | |
| 금융순익 | 9.8 | 8.2 | 8.5 | 8.9 | 9.4 | | 기타유동자산 | 1.3 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | |
| 종속/관계기업순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | 비유동자산 | 172.6 | 165.7 | 167.5 | 156.4 | 148.0 | |
| 기타영업외순이익 | (10.8) | (9.0) | (9.2) | (11.6) | (11.9) | | 투자자산 | 28.1 | 26.9 | 29.5 | 31.0 | 32.7 | |
| 세전이익 | 150.2 | 107.3 | 128.7 | 138.7 | 153.0 | | 금융자산 | 28.1 | 26.9 | 29.5 | 31.0 | 32.7 | |
| 법인세 | 35.8 | 26.8 | 31.5 | 33.9 | 37.4 | | 유형자산 | 98.6 | 93.0 | 92.6 | 80.4 | 70.7 | |
| 계속사업이익 | 114.3 | 80.5 | 97.2 | 104.8 | 115.6 | | 무형자산 | 9.4 | 9.5 | 9.0 | 8.6 | 8.2 | |
| 종단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | 기타비유동자산 | 36.5 | 36.3 | 36.4 | 36.4 | 36.4 | |
| 당기순이익 | 114.3 | 80.5 | 97.2 | 104.8 | 115.6 | | 자산총계 | 730.2 | 731.9 | 800.8 | 855.7 | 920.8 | |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | 유동부채 | 185.9 | 169.5 | 183.5 | 191.9 | 201.4 | |
| 순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | 금융부채 | 0.0 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 지배주주순이익 | 114.3 | 80.5 | 97.2 | 104.8 | 115.6 | | 매입채무 등 | 150.8 | 140.3 | 153.6 | 161.5 | 170.5 | |
| 지배주주지분포괄이익 | 113.9 | 75.2 | 97.2 | 104.8 | 115.6 | | 기타유동부채 | 35.1 | 29.0 | 29.9 | 30.4 | 30.9 | |
| NOPAT | 115.1 | 81.2 | 97.8 | 106.8 | 117.4 | | 비유동부채 | 25.5 | 30.3 | 33.2 | 34.9 | 36.8 | |
| EBITDA | 164.0 | 124.1 | 145.2 | 154.0 | 165.5 | | 금융부채 | 0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | |
| 성장률(%) | | | | | | | 기타비유동부채 | 25.5 | 30.1 | 33.0 | 34.7 | 36.6 | |
| 매출액증가율 | 8.4 | (8.6) | 9.5 | 5.2 | 5.5 | | 부채총계 | 211.5 | 199.9 | 216.6 | 226.8 | 238.2 | |
| NOPAT증가율 | 28.3 | (29.5) | 20.4 | 9.2 | 9.9 | | 지배주주지분 | 518.7 | 532.1 | 584.1 | 628.9 | 682.6 | |
| EBITDA증가율 | 25.1 | (24.3) | 17.0 | 6.1 | 7.5 | | 자본금 | 30.9 | 30.9 | 30.9 | 30.9 | 30.9 | |
| 영업이익증가율 | 27.7 | (28.4) | 19.6 | 9.3 | 10.0 | | 자본잉여금 | 21.3 | 21.3 | 21.3 | 21.3 | 21.3 | |
| (지배주주)순익증가율 | 24.6 | (29.6) | 20.7 | 7.8 | 10.3 | | 자본조정 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| EPS증가율 | 24.7 | (29.6) | 20.7 | 7.8 | 10.3 | | 기타포괄이익누계액 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 수익성(%) | | | | | | | 이익포괄이익금 | 466.3 | 479.9 | 532.0 | 576.7 | 630.5 | |
| 매출총이익률 | 33.4 | 29.2 | 30.9 | 31.7 | 32.6 | | 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| EBITDA이익률 | 29.9 | 24.8 | 26.5 | 26.7 | 27.2 | | 자본총계 | 518.7 | 532.1 | 584.1 | 628.9 | 682.6 | |
| 영업이익률 | 27.6 | 21.6 | 23.6 | 24.5 | 25.5 | | 순금융부채 | (540.0) | (548.7) | (614.3) | (679.4) | (751.8) | |
| 계속사업이익률 | 20.9 | 16.1 | 17.7 | 18.2 | 19.0 | | | | | | | | |
| 투자지표 | | | | | | | | | | | | | |
| | | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F | | | | | | | |
| 주당지표(원) | | | | | | | 현금흐름표 | | | | | | |
| 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 | | | | | | | | |
| PCF | 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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

GKL



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | |
|---------|------|--------|---------|---------|
| | | | 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 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 05월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.