



하나금융그룹

2018년 8월 8일 | Equity Research

GKL (114090)

경영평가 등급 하락에 따른 1회성 서프라이즈

연말까지 기다릴 수 있다면 편안하게 투자할 수 있는 구간

드랍액 감소(-8% YoY)에도 1) mix 개선에 따른 훌드율 상승과 2) 비용효율화 및 경영평가 등급 하락에 인센티브 감소로 영업이익은 22% (YoY) 증익할 전망이다. 다만, 최근 성장률 둔화 우려로 마카오 주가가 약 10% (YTD) 조정 받으면서 마카오 대비 GKL의 P/E 할인율이 16%까지 축소되어 단기 투자 매력도는 높지 않다. 다만 연말까지 보면 1) 신임 대표 하에서 새로운 중장기(5개년) 경영전략이 10~11월쯤 발표되며, 2) 배당 매력(배당수익률 3.7%)도 부각될 것이고, 3) 사드 규제 완화 기대감까지 재차 반영 될 수도 있음을 감안하면 편하게 투자하고 기다릴 수 있는 주가로 판단한다.

2Q Review: OPM 29.9%(+13.8%p YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 1,161억원(+6% YoY)/347억 원(+97%)으로 컨센서스를 상회했다. 다만, 올해 기타공공기관에서 공기업으로 소속이 바뀐 후 경영평가가 기존 B등급에서 E등급(최하)으로 하락하면서 임직원들의 인센티브가 약 70억원 감소한 1회성 영향 때문이다. 인센티브율로는 2017년 380%(B등급)에서 2018년 250%(D~E등급)으로 하락했다. 다만, 금번 경영평가는 1) '최순실게이트'에 따른 1회성 폐널티일 가능성이 있고, 2) 향후 관련비용을 안분함에 있어서는 인센티브율을 3개년 평균(350%)으로 적용하기에 하반기 이후 실적 추정 변동 폭은 크지 않다. 드랍액은 8,588억원(-10%)으로, 중국/일본/기타 각각 -22%/+2%/-6% 변동했지만, 훌드율은 13.6%(+2.2%p YoY)로 상승했다.

3Q Preview: OPM 26.0%(-3.3%p YoY)

3분기 드랍액은 9,186억원(-6%), 매출액/영업이익은 각각 1,292억원(-7% YoY)/336억원(-17%)을 예상한다. 연간 판매촉진비 예산을 전년(315억원) 동기 대비 20% 이상 확보했지만 상반기에는 오히려 16% 감소했기에, 하반기에는 중국 국경절 등에 적극적인 프로모션/이벤트를 통해 매출 감소폭을 줄일 수 있을 것으로 기대한다. 사회복지기금은 3분기에 약 32억원 반영('17년에는 4Q에 45억원)된다.

Update

BUY

| TP(12M): 33,500원 | CP(8월 7일): 25,450원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,300.16		
52주 최고/최저(원)	34,000/21,950	515.2	543.9
시가총액(십억원)	1,574.2	128.4	135.1
시가총액비중(%)	0.13	98.0	105.4
발행주식수(천주)	61,855.7		
60일 평균 거래량(천주)	272.9		
60일 평균 거래대금(십억원)	7.3		
18년 배당금(예상,원)	950		
18년 배당수익률(예상,%)	3.73		
외국인지분율(%)	12.81		
주요주주 지분율(%)			
한국관광공사	51.00		
국민연금	11.30		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	3.7 (5.9) 7.4		
상대	2.4 (2.0) 12.0		

Stock Price	
(천원)	GKL(좌) 상대지수(우)

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	548.2	501.3	497.7	523.3	551.1
영업이익	십억원	151.2	108.2	132.1	138.1	149.6
세전이익	십억원	150.2	107.3	131.4	135.4	147.2
순이익	십억원	114.3	80.5	98.4	101.4	110.3
EPS	원	1,849	1,302	1,591	1,640	1,783
증감률	%	24.7	(29.6)	22.2	3.1	8.7
PER	배	11.06	22.46	15.99	15.52	14.28
PBR	배	2.44	3.40	2.69	2.51	2.32
EV/EBITDA	배	4.42	10.16	6.58	6.04	5.27
ROE	%	23.46	15.33	17.62	16.72	16.88
BPS	원	8,386	8,602	9,463	10,153	10,976
DPS	원	1,000	730	950	960	980



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

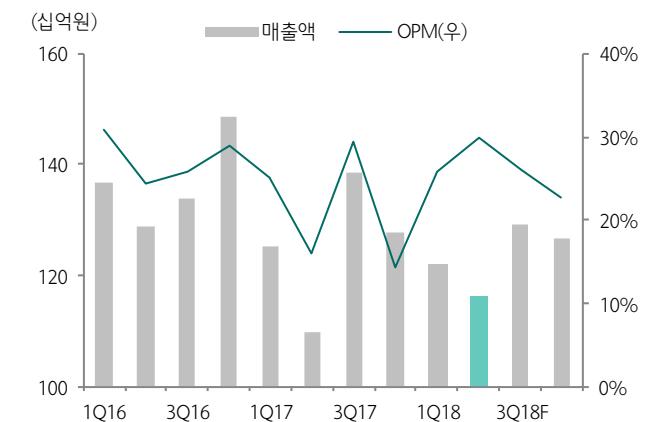
표 1. GKL 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
드랍액	3,886	3,590	3,744	1,030	949	977	930	865	859	919	947
중국인	1,224	984	1,047	353	298	301	272	241	233	244	266
일본인	1,112	1,075	1,089	292	254	300	266	252	260	286	277
기타	1,107	1,123	1,178	273	282	267	285	272	266	284	301
홀드율	12.7%	13.7%	13.8%	11.8%	11.4%	14.2%	13.3%	14.1%	13.6%	13.8%	13.2%
매출액	501	498	523	125	110	139	128	122	116	129	127
매출원가	355	330	348	86	85	90	95	83	75	84	89
GPM	29%	34%	34%	31%	23%	35%	26%	32%	36%	35%	30%
영업이익	108	132	138	31	18	41	18	31	35	34	29
OPM	22%	27%	26%	25%	16%	29%	14%	26%	30%	26%	23%
당기순이익	81	98	103	18	15	33	14	17	27	27	23

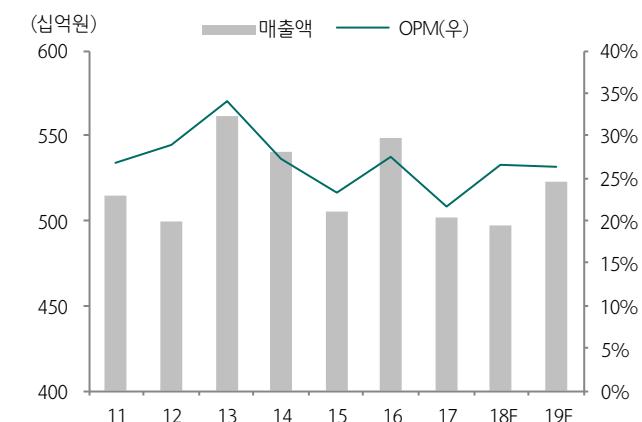
자료: GKL, 하나금융투자

그림 1. 분기별 실적 – 경영평가 등급 하락에 따른 1회성 서프라이즈



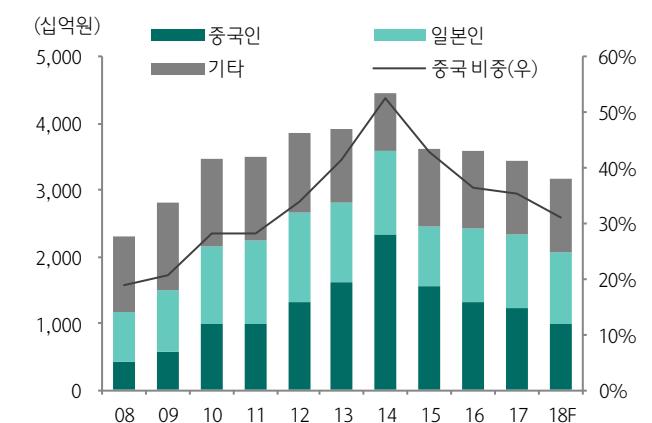
자료: GKL, 하나금융투자

그림 2. 연간 실적 – mix 개선과 비용 절감으로 약 22% 증액



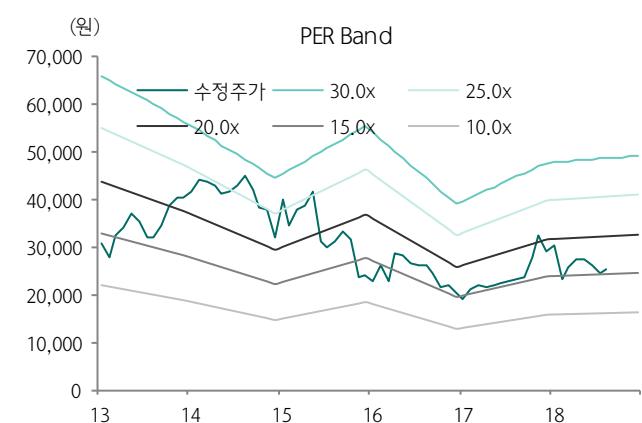
자료: GKL, 하나금융투자

그림 3. 국적별 드랍액- 중국인 비중 31% vs. 일본 34%



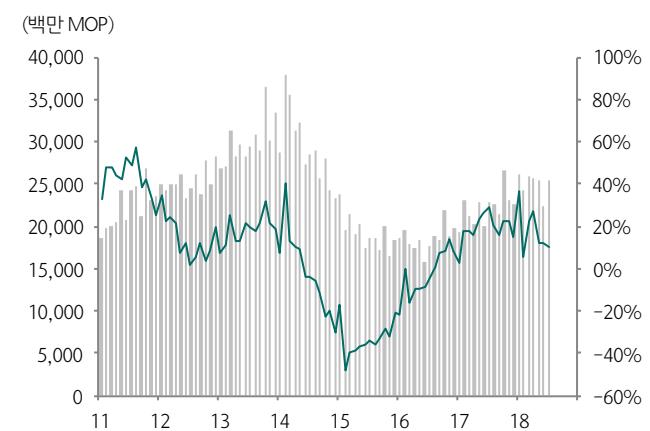
자료: GKL, 하나금융투자

그림 4. 12MF P/E – ‘준비’하기 아주 편한 베류에이션



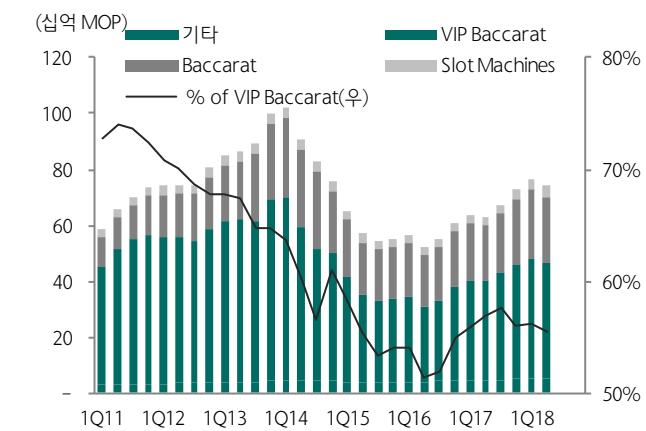
자료: GKL, 하나금융투자

그림 5. 마카오 GGR – 최근 3개월간 성장률은 10~12%



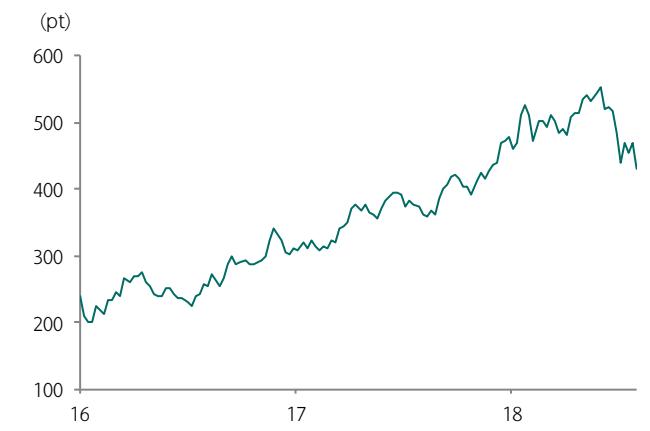
자료: DICJ, 하나금융투자

그림 6. 마카오 고객별 성장을 – VIP 성장을 다소 둔화



자료: DICJ, 하나금융투자

그림 7. 마카오 카지노 index – YTD 11% 하락



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 마카오 부진으로 GKL과의 밸류에이션 Gap은 16%까지 축소



자료: Bloomberg, 하나금융투자

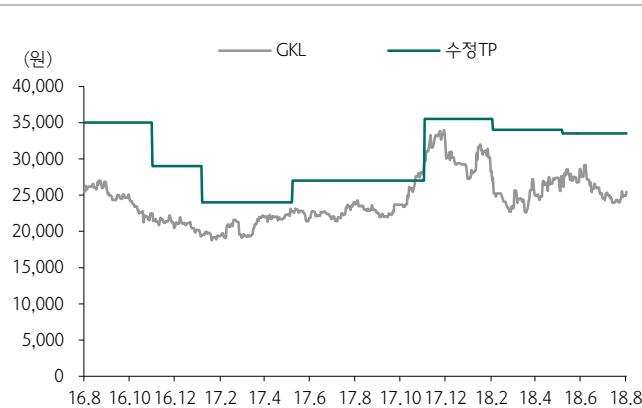
추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)					대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F			2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	548.2	501.3	497.7	523.3	551.1		유동자산	557.6	566.2	619.0	682.1	751.5	
매출원가	364.9	354.9	330.3	347.7	362.5		금융자산	540.0	549.0	602.0	664.1	732.6	
매출총이익	183.3	146.4	167.4	175.6	188.6		현금성자산	191.3	125.4	181.4	222.0	267.0	
판관비	32.1	38.2	35.3	37.5	38.9		매출채권 등	14.3	14.0	13.9	14.6	15.4	
영업이익	151.2	108.2	132.1	138.1	149.6		재고자산	2.0	2.3	2.3	2.4	2.5	
금융순익	9.8	8.2	8.5	8.9	9.4		기타유동자산	1.3	0.9	0.8	1.0	1.0	
종속/관계기업순익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		비유동자산	172.6	165.7	164.7	153.5	144.9	
기타영업외손익	(10.8)	(9.0)	(9.2)	(11.6)	(11.9)		투자자산	28.1	26.9	26.7	28.1	29.6	
세전이익	150.2	107.3	131.4	135.4	147.2		금융자산	28.1	26.9	26.7	28.1	29.6	
법인세	35.8	26.8	32.9	33.9	36.9		유형자산	98.6	93.0	92.6	80.4	70.7	
계속사업이익	114.3	80.5	98.4	101.4	110.3		무형자산	9.4	9.5	9.0	8.6	8.2	
중단사업이익	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	98.4	101.4	110.3		자산총계	730.2	731.9	783.7	835.5	896.4	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		유동부채	185.9	169.5	168.3	175.9	184.2	
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	98.4	101.4	110.3		매입채무 등	150.8	140.3	139.3	146.4	154.2	
지배주주지분포괄이익	113.9	75.2	98.4	101.4	110.3		기타유동부채	35.1	29.0	29.0	29.5	30.0	
NOPAT	115.1	81.2	99.0	103.5	112.1		비유동부채	25.5	30.3	30.1	31.6	33.3	
EBITDA	164.0	124.1	147.9	150.7	159.7		금융부채	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	
성장률(%)							기타비유동부채	25.5	30.1	29.9	31.4	33.1	
매출액증가율	8.4	(8.6)	(0.7)	5.1	5.3		부채총계	211.5	199.9	198.4	207.5	217.5	
NOPAT증가율	28.3	(29.5)	21.9	4.5	8.3		지배주주지분	518.7	532.1	585.3	628.0	678.9	
EBITDA증가율	25.1	(24.3)	19.2	1.9	6.0		자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9	
영업이익증가율	27.7	(28.4)	22.1	4.5	8.3		자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3	
(지배주주)순익증가율	24.6	(29.6)	22.2	3.0	8.8		자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
EPS증가율	24.7	(29.6)	22.2	3.1	8.7		기타포괄이익누계액	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
수익성(%)							이익잉여금	466.3	479.9	533.1	575.8	626.7	
매출총이익률	33.4	29.2	33.6	33.6	34.2		비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
EBITDA이익률	29.9	24.8	29.7	28.8	29.0		자본총계	518.7	532.1	585.3	628.0	678.9	
영업이익률	27.6	21.6	26.5	26.4	27.1		순금융부채	(540.0)	(548.7)	(601.8)	(663.9)	(732.4)	
계속사업이익률	20.9	16.1	19.8	19.4	20.0								
투자지표													
		2016	2017	2018F	2019F	2020F							
주당지표(원)							현금흐름표						
EPS	1,849	1,302	1,591	1,640	1,783								
BPS	8,386	8,602	9,463	10,153	10,976								
CFPS	2,657	1,988	2,238	2,244	2,387								
EBITDAPS	2,652	2,006	2,391	2,436	2,582								
SPS	8,863	8,104	8,046	8,459	8,909								
DPS	1,000	730	950	960	980								
주가지표(배)													
PER	11.1	22.5	16.0	15.5	14.3								
PBR	2.4	3.4	2.7	2.5	2.3								
PCFR	7.7	14.7	11.4	11.3	10.7								
EV/EBITDA	4.4	10.2	6.6	6.0	5.3								
PSR	2.3	3.6	3.2	3.0	2.9								
재무비율(%)													
ROE	23.5	15.3	17.6	16.7	16.9								
ROA	16.6	11.0	13.0	12.5	12.7								
ROIC	(345.4)	(339.5)	(471.8)	(338.4)	(229.1)								
부채비율	40.8	37.6	33.9	33.0	32.0								
순부채비율	(104.1)	(103.1)	(102.8)	(105.7)	(107.9)								
이자보상배율(배)	120,946.4	9,842.4	7,811.8	11,664.4	12,642.8								

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

GKL



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.8.8	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	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 8월 8일

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 08월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 08월 08일 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.