

GKL (114090)

줄타기(하락)보다 역(상승)에 베팅하자

마카오 주가 조정으로 목표주가 하향하나 매수 추천

마카오 주가 조정으로 목표 P/E를 18.4배(기존 20배)로 하향해 목표주가가 28,000원(-16%) 하향한다. 마카오 주가가 최근 3개월간 26% 하락하며 평균 Forward P/E가 18.6배까지 하락했다. GKL이 평균 20% 할인되어 거래 뒀을 감안하면 단기 적정 P/E는 14.9배로 현재 역사적 저점 부근의 밸류에이션(14.2배)도 어느 정도 설명된다. 물론, 추세적 상승을 위해서는 1) 마카오 주가의 정상화와 2) 사드 규제 완화 및 증설계획이 필요하다. 그러나, 1) 하반기 견조한 실적 2) 기말배당수익률 3.75%(연말 820원 가정) 3) 중장기 성장 계획 발표 가시화, 그리고 4) 최근 9거래일 중 8일간 하락한 충분한 주가 조정을 근거로 매수를 추천한다.

3Q Preview: OPM 26.1%(-3.2%p YoY)

3분기 드랍액은 9,748억원(-0%), 매출액/영업이익은 각각 1,318억원(-5% YoY)/344억원(-15%)으로 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 6개 분기째 드랍액 감소가 이어지고 있지만 기저가 충분히 낮아 하향 안정화되고 있다. 중국인 드랍액은 16% (YoY) 하락했지만, 일본/기타가 각각 12%/11% 상승하며 상쇄하고 있다. 3분기 중국인 드랍액 비중은 29%로 2Q12 이후 처음으로 30% 이하로 하락했다. 고객 mix 개선에 따라 홀드율도 13.3%(-0.9%p YoY)로 5개 분기 연속 13%대 이상을 기록 중이다. 비용 측면에서는 사회복지기금이 32억원('17년에는 4Q에 45억원)이 반영된다.

태풍과 경기 우려로 마카오 주가는 YTD 28% 하락

GKL은 주요 아시아 카지노 사업자 중 최근 몇 년간 증설하지 않은 몇 안 되는 기업으로 매출 성장성이 상대적으로 낮아 주가가 마카오 대비 상대적 밸류에이션 매력에 따라 움직이고 있다. 아쉽게도 마카오 주가가 연초 이후(YTD)/3개월간 각각 28%/26% 하락했는데 1) 마카오를 강타한 태풍(망쿳) 영향으로 사상 첫 카지노 영업중단(33시간)과 2) 미중 무역분쟁에 따른 경기 우려에 따른 VIP 드랍액 감소로 9월 카지노 매출액(GGR)이 2.8%(최근 2년 내 최저) 상승에 그치며 컨센서스(6.5%)를 하회했기 때문이다.

Update

BUY

| TP(12M): 28,000원(하향) | CP(10월 12일): 21,850원

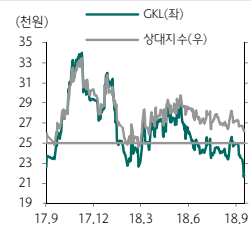
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,161.85
52주 최고/최저(원)	34,000/21,650
시가총액(십억원)	1,351.5
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	61,855.7
60일 평균 거래량(천주)	230.5
60일 평균 거래대금(십억원)	5.6
18년 배당금(예상, 원)	950
18년 배당수익률(예상, %)	4.35
외국인지분율(%)	11.90
주요주주 지분율(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금	11.38
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.8) (10.3) (6.6)
상대	(2.6) 1.4 6.9

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	495.9	520.9
영업이익(십억원)	126.7	134.4
순이익(십억원)	95.7	104.1
EPS(원)	1,547	1,684
BPS(원)	9,211	9,967

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	548.2	501.3	492.7	525.8	553.7
영업이익	십억원	151.2	108.2	128.8	139.0	150.6
세전이익	십억원	150.2	107.3	128.4	136.5	148.3
순이익	십억원	114.3	80.5	95.3	101.3	110.1
EPS	원	1,849	1,302	1,541	1,638	1,780
증감률	%	24.7	(29.6)	18.4	6.3	8.7
PER	배	11.06	22.46	14.18	13.34	12.28
PBR	배	2.44	3.40	2.32	2.16	2.00
EV/EBITDA	배	4.42	10.16	5.22	4.55	3.87
ROE	%	23.46	15.33	17.10	16.79	16.94
BPS	원	8,386	8,602	9,412	10,100	10,920
DPS	원	1,000	730	950	960	980



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

표 1 GKL 목표주가 하향

지배주주순이익('19년)	95	십억원
주식 수	61,856	천주
EPS	1,541	원
목표 P/E('19년)	18.4	배
	28,351	원
목표 주가	28,000	원
현재 주가	21,850	원
상승 여력	28	%

자료: 하나금융투자

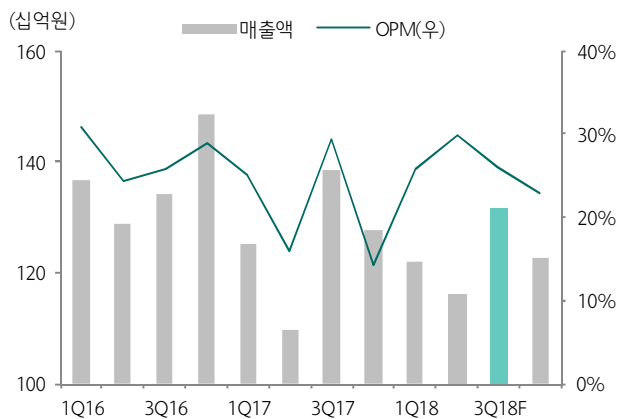
표 2. GKL 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
드랍액	3,886	3,632	3,815	1,030	949	977	930	865	859	975	933
중국인	1,224	970	1,062	353	298	301	272	241	233	251	245
일본인	1,112	1,120	1,134	292	254	300	266	252	260	335	274
기타	1,107	1,147	1,202	273	282	267	285	272	266	296	312
홀드올	12.7%	13.4%	13.6%	11.8%	11.4%	14.2%	13.3%	14.1%	13.6%	13.3%	13.0%
매출액	501	493	526	125	110	139	128	122	116	132	123
매출원가	355	328	349	86	85	90	95	83	75	86	85
GPM	29%	33%	34%	31%	23%	35%	26%	32%	36%	35%	31%
영업이익	108	129	139	31	18	41	18	31	35	34	28
OPM	22%	26%	26%	25%	16%	29%	14%	26%	30%	26%	23%
당기순이익	81	95	103	18	15	33	14	17	27	28	23

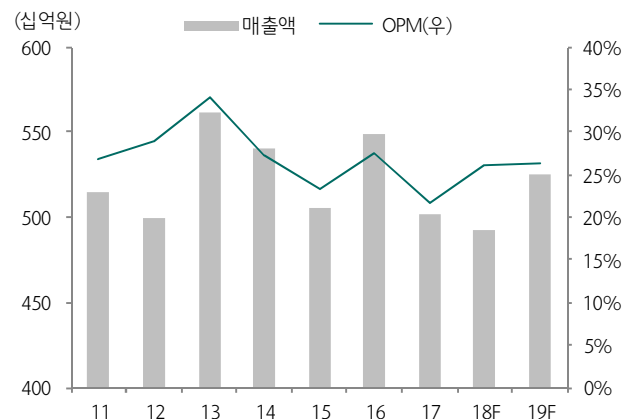
자료: GKL, 하나금융투자

그림 1. 분기별 실적 - 3Q 영업이익은 컨센 부합 전망



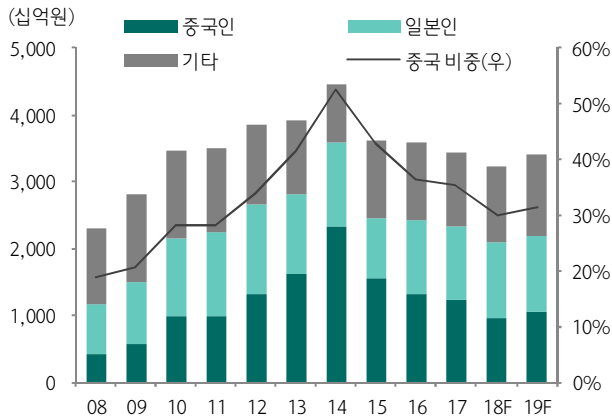
자료: GKL, 하나금융투자

그림 2. 연간 실적 - mix 개선과 비용 절감으로 약 22% 증익



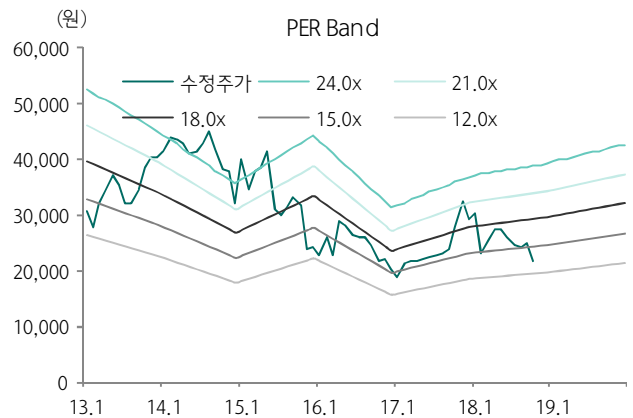
자료: GKL, 하나금융투자

그림 3. 국적별 드랍액 - 중국인 비중 30% vs. 일본/기타 각각 35%



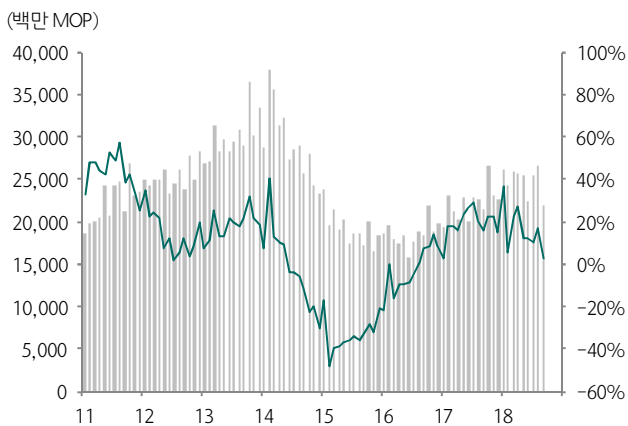
자료: GKL, 하나금융투자

그림 4. 12MF P/E - 역사적 저점



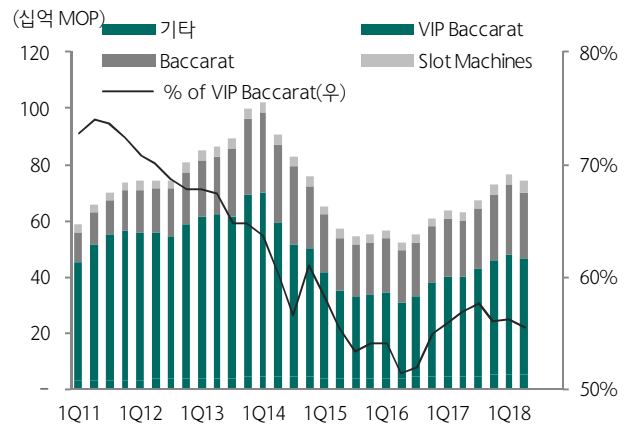
자료: GKL, 하나금융투자

그림 5. 마카오 GGR - 9월은 최근 2년 내 가장 낮은 2.8% 성장



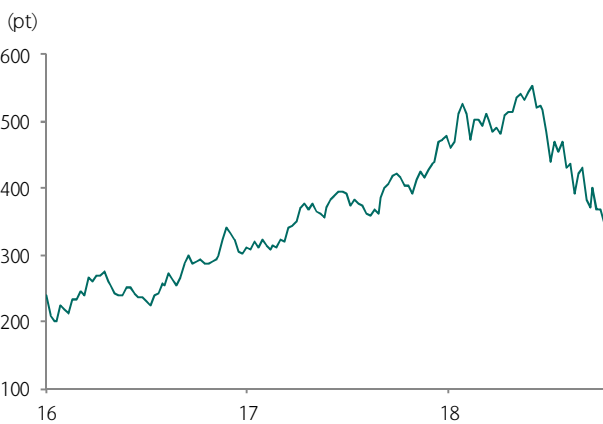
자료: DIC, 하나금융투자

그림 6. 마카오 고객별 성장률 - VIP 성장을 다소 둔화



자료: DIC, 하나금융투자

그림 7. 마카오 카지노 index - YTD 28% 하락



자료: Bloomberg, 하나금융투자

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



자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

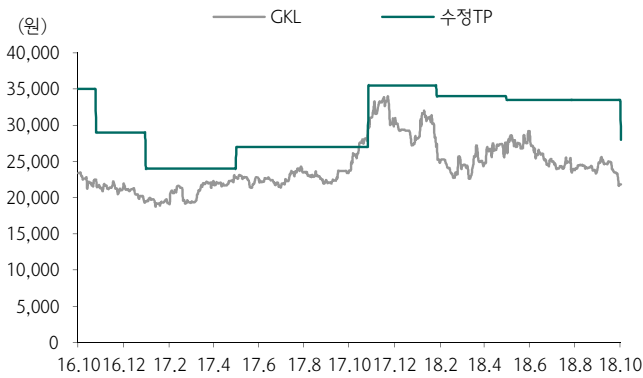
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	548.2	501.3	492.7	525.8	553.7
매출원가	364.9	354.9	328.1	348.9	363.6
매출총이익	183.3	146.4	164.6	176.9	190.1
판매비	32.1	38.2	35.8	38.0	39.5
영업이익	151.2	108.2	128.8	139.0	150.6
금융손익	9.8	8.2	8.8	9.2	9.6
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(10.8)	(9.0)	(9.2)	(11.6)	(11.9)
세전이익	150.2	107.3	128.4	136.5	148.3
법인세	35.8	26.8	33.1	35.2	38.2
계속사업이익	114.3	80.5	95.3	101.3	110.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	114.3	80.5	95.3	101.3	110.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
손이익					
지배주주순이익	114.3	80.5	95.3	101.3	110.1
지배주주지분포괄이익	113.9	75.2	95.3	101.3	110.1
NOPAT	115.1	81.2	95.6	103.2	111.8
EBITDA	164.0	124.1	144.6	151.6	160.6
성장성(%)					
매출액증가율	8.4	(8.6)	(1.7)	6.7	5.3
NOPAT증가율	28.3	(29.5)	17.7	7.9	8.3
EBITDA증가율	25.1	(24.3)	16.5	4.8	5.9
영업이익증가율	27.7	(28.4)	19.0	7.9	8.3
(지배주주)순이익증가율	24.6	(29.6)	18.4	6.3	8.7
EPS증가율	24.7	(29.6)	18.4	6.3	8.7
수익성(%)					
매출총이익률	33.4	29.2	33.4	33.6	34.3
EBITDA이익률	29.9	24.8	29.3	28.8	29.0
영업이익률	27.6	21.6	26.1	26.4	27.2
계속사업이익률	20.9	16.1	19.3	19.3	19.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,849	1,302	1,541	1,638	1,780
BPS	8,386	8,602	9,412	10,100	10,920
CFPS	2,657	1,988	2,189	2,264	2,407
EBITDAPS	2,652	2,006	2,337	2,450	2,597
SPS	8,863	8,104	7,965	8,501	8,952
DPS	1,000	730	950	960	980
주가지표(배)					
PER	11.1	22.5	14.2	13.3	12.3
PBR	2.4	3.4	2.3	2.2	2.0
PCFR	7.7	14.7	10.0	9.7	9.1
EV/EBITDA	4.4	10.2	5.2	4.6	3.9
PSR	2.3	3.6	2.7	2.6	2.4
재무비율(%)					
ROE	23.5	15.3	17.1	16.8	16.9
ROA	16.6	11.0	12.6	12.6	12.8
ROIC	(345.4)	(339.5)	(470.5)	(341.1)	(225.3)
부채비율	40.8	37.6	33.8	33.4	32.3
순부채비율	(104.1)	(103.1)	(102.6)	(105.9)	(108.0)
이자보상배율(배)	120,946.4	9,842.4	7,616.3	11,740.5	12,720.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	557.6	566.2	614.3	679.6	748.9
금융자산	540.0	549.0	597.5	661.6	729.9
현금성자산	191.3	125.4	181.2	217.3	262.0
매출채권 등	14.3	14.0	13.7	14.7	15.4
재고자산	2.0	2.3	2.3	2.4	2.5
기타유동자산	1.3	0.9	0.8	0.9	1.1
비유동자산	172.6	165.7	164.5	153.6	145.0
투자자산	28.1	26.9	26.5	28.2	29.7
금융자산	28.1	26.9	26.5	28.2	29.7
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	778.8	833.2	893.9
유동부채	185.9	169.5	166.8	176.7	185.0
금융부채	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	150.8	140.3	137.9	147.2	155.0
기타유동부채	35.1	29.0	28.9	29.5	30.0
비유동부채	25.5	30.3	29.8	31.8	33.5
금융부채	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
기타비유동부채	25.5	30.1	29.6	31.6	33.3
부채총계	211.5	199.9	196.6	208.4	218.4
지배주주지분	518.7	532.1	582.2	624.8	675.5
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	530.0	572.6	623.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	518.7	532.1	582.2	624.8	675.5
순금융부채	(540.0)	(548.7)	(597.3)	(661.4)	(729.7)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	137.8	78.4	108.3	124.6	129.2
당기순이익	114.3	80.5	95.3	101.3	110.1
조정	26.2	21.0	15.8	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	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채	(2.7)	(23.1)	(2.8)	10.7	9.0
변동					
투자활동 현금흐름	(89.8)	(82.6)	(7.3)	(29.8)	(25.1)
투자자산감소(증가)	7.1	1.1	0.5	(1.8)	(1.5)
유형자산감소(증가)	(33.8)	(9.4)	(15.0)	0.0	0.0
기타	(63.1)	(74.3)	7.2	(28.0)	(23.6)
재무활동 현금흐름	(51.6)	(61.5)	(45.3)	(58.8)	(59.4)
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)	(58.8)	(59.4)
현금의 증감	(3.5)	(65.9)	55.7	36.1	44.8
Unlevered CFO	164.4	123.0	135.4	140.0	148.9
Free Cash Flow	104.0	69.0	93.3	124.6	129.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GKL



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.15	BUY	28,000		
18.5.14	BUY	33,500	-24.59%	-12.99%
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%
16.10.11	BUY	35,000	-35.56%	-32.14%

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	92.1%	7.1%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2018년 10월 12일

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 10월 15일 현재 해당 회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 10월 15일 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.