

GKL (114090)

긍정 - 부정 = 배당

단기적으로는 딱 배당만큼의 투자 매력도가 있다

3Q 실적 발표에는 긍정과 부정적인 요인들이 혼재되어 있다. 긍정적인 부분은 10월 드랍액이 3년 반 만에 최고 수준을 기록했는데, 중국인 VIP도 동반 성장했다는 점이다. 다만, 10월 홀드올 부진으로 매출이 부진했고, 증설 계획이 잠정 보류되면서 실적과 성장 모멘텀이 사라졌다. 각각의 긍정/부정적 요인들이 서로 상쇄한다고 가정할 때 남은 것은 배당만큼의 매력뿐이다. 다행히도, 올해 배당은 성장뿐만 아니라 시가배당률도 충분히 고려될 것이기에 현 밸류에이션(19년 F P/E 13.7배 vs. 마카오 16.2배)에서 하방경직성은 충분히 확보되어 있어 그만큼의 매력은 있다고 판단한다. 추세적 상승을 위해서는 1) 마카오 밸류에이션 회복 2) 증설 계획, 혹은 3) 사드 규제 완화 중 하나라도 전제되어야 한다.

3Q Review: OPM 23.7%(-5.7%p YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 1,304억원(-6% YoY)/309억원(-24%)으로 컨센서스(337억원)을 하회했다. 매출은 예상대로였으나, 상반기 대비 1) 매출원가 내 Comp 및 판매 촉진비 증가(약 30억원)와 2) 사내복지근로기금 반영 등으로 인건비가 총 33억원 (YoY) 증가한 영향이다.

10월은 매출액 말고 드랍액을 보자

10월 카지노 매출액은 361억원(-11% YoY)으로 8~9월 매출액(각각 507억원/424억원) 대비 하회했다. 다만, 드랍액은 메르스 이전 수준인 2015년 5월 이후 최고인 3,921억원(+15% YoY)를 기록했는데 이 중 중국인 드랍액은 1,102억원(+27%)으로 2017년 1월 이후 처음으로 1,000억원대를 회복했다. 그러나 강남/힐튼/부산 모두 연초 이후 가장 낮은 수준을 기록한 탓에 홀드올이 9.2%(-2.6%p)로 연초 이후 가장 낮았다. GKL에 따르면 올해 많이 잃었던 큰 고객들 중 일부의 10월 승률이 유독 좋았던 영향이다. 올해 3분기 누적으로 홀드올이 너무 좋았기 때문에 평균에 수렴하는 건지는 1달 더 지켜봐야겠지만, 파라다이스와 드랍액이 동반 성장하는 것은 상당히 긍정적인 의미로 해석된다.

Update

BUY

TP(12M): 28,000원 | CP(11월 9일): 22,000원

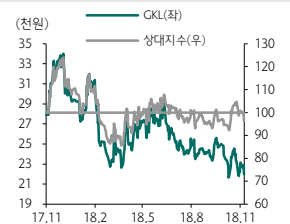
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,086.09		
52주 최고/최저(원)	34,000/21,650		
시가총액(십억원)	1,360.8		
시가총액비중(%)	0.11		
발행주식수(천주)	61,855.7		
60일 평균 거래량(천주)	216.4		
60일 평균 거래대금(십억원)	5.2		
18년 배당금(예상, 원)	930		
18년 배당수익률(예상, %)	4.23		
외국인지분율(%)	12.00		
주요주주 지분율(%)			
한국관광공사	51.00		
국민연금	11.38		
추가상승률	1M	6M	12M
절대	(5.8)	(14.6)	(25.9)
상대	1.8	0.1	(9.4)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	498.3	524.5
영업이익(십억원)	127.4	136.5
순이익(십억원)	96.3	105.7
EPS(원)	1,557	1,708
BPS(원)	9,289	10,058

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	548.2	501.3	490.1	521.5	549.2
영업이익	십억원	151.2	108.2	122.6	131.5	142.7
세전이익	십억원	150.2	107.3	122.6	129.4	140.8
순이익	십억원	114.3	80.5	92.4	97.6	106.2
EPS	원	1,849	1,302	1,494	1,577	1,716
증감률	%	24.7	(29.6)	14.7	5.6	8.8
PER	배	11.06	22.46	14.72	13.95	12.82
PBR	배	2.44	3.40	2.35	2.20	2.04
EV/EBITDA	배	4.42	10.16	5.54	4.90	4.19
ROE	%	23.46	15.33	16.63	16.28	16.49
BPS	원	8,386	8,602	9,366	10,013	10,799
DPS	원	1,000	730	930	930	930



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

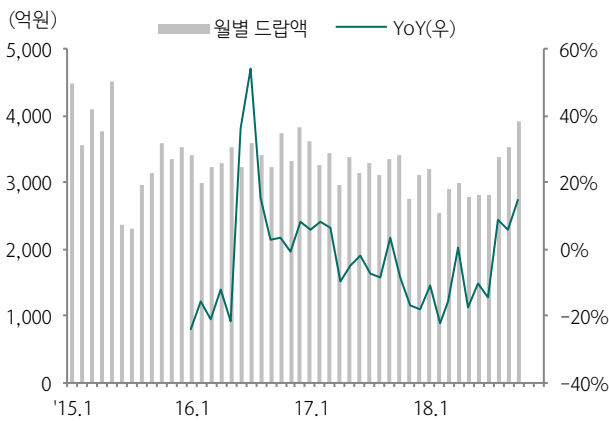
표 1. GKL 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F
드랍액	3,886	3,692	3,871	1,030	949	977	930	865	859	975	993
중국인	1,224	1,010	1,076	353	298	301	272	241	233	251	284
일본인	1,112	1,141	1,169	292	254	300	266	252	260	335	295
기타	1,107	1,147	1,210	273	282	267	285	272	266	296	312
홀드율	12.7%	13.1%	13.3%	11.8%	11.4%	14.2%	13.3%	14.1%	13.6%	13.3%	12.1%
매출액	501	490	521	125	110	139	128	122	116	130	122
매출원가	355	331	351	86	85	90	95	83	75	88	86
GPM	29%	32%	33%	31%	23%	35%	26%	32%	36%	33%	29%
영업이익	108	123	131	31	18	41	18	31	35	31	26
OPM	22%	25%	25%	25%	16%	29%	14%	26%	30%	24%	21%
당기순이익	81	92	99	18	15	33	14	17	27	26	22

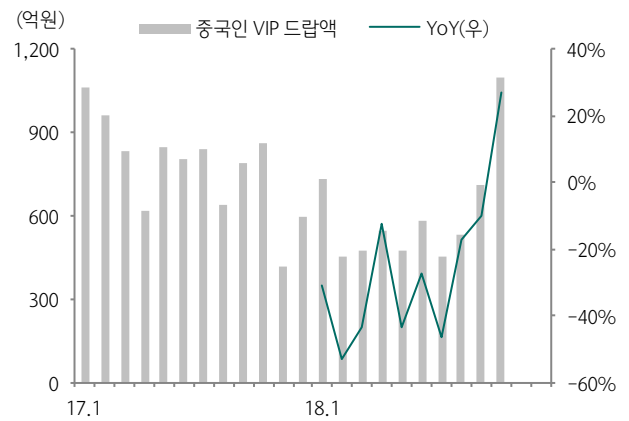
자료: GKL, 하나금융투자

그림 1. 월별 드랍액 추이 - 2015년 5월 메르스 이후 최대



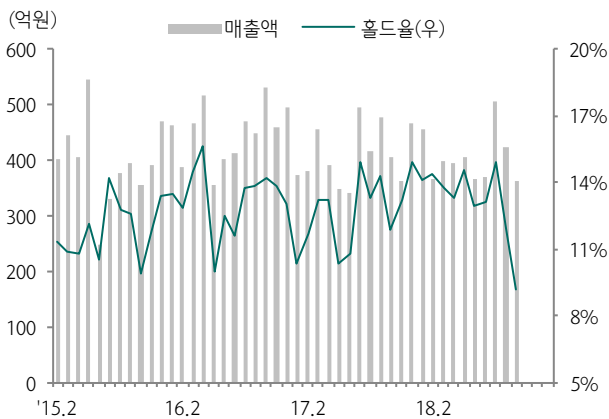
자료: GKL, 하나금융투자

그림 2. 중국인 VIP 드랍액 - 2017년 1월 이후 첫 1,000억원대



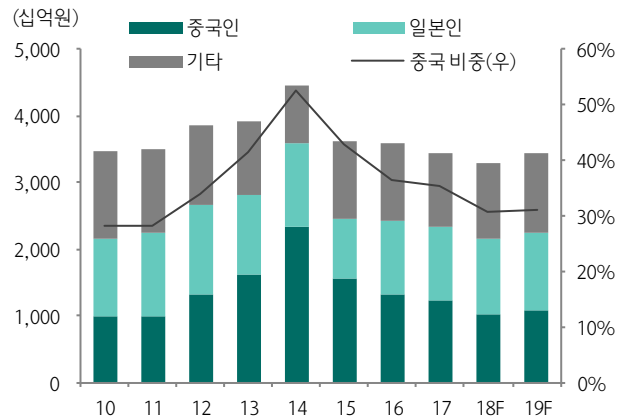
자료: GKL, 하나금융투자

그림 3. 매출액 및 홀드율 추이 - 정말 운이 없었던 10월



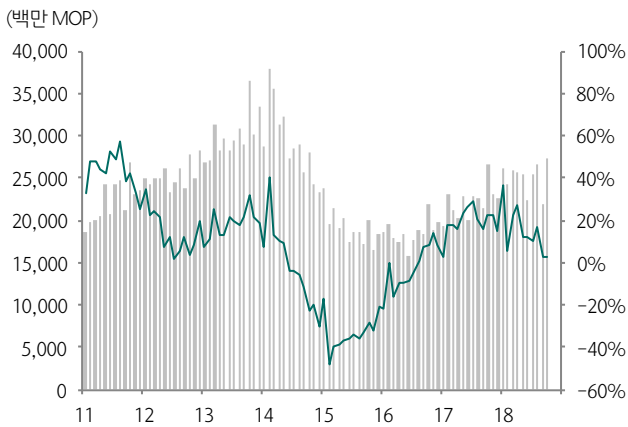
자료: GKL, 하나금융투자

그림 4. 국적별 드랍액 - '18년 기준 중국 비중은 31%까지 하락



자료: GKL, 하나금융투자

그림 5. 마카오 GGR - 10월 성장률은 2.6%



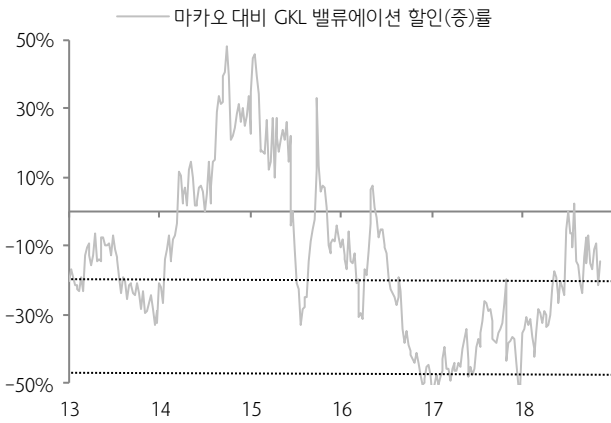
자료: DICJ, 하나금융투자

그림 6. 마카오 카지노 index - YTD 33% 하락



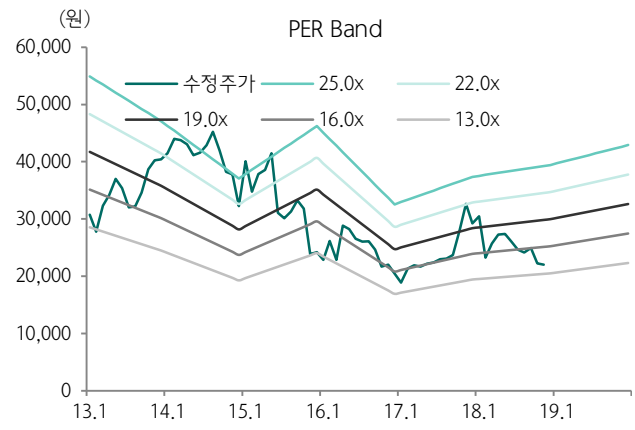
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. 마카오 대비 GKL 밸류에이션 할인율 - 15%



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. GKL 12MF P/E



자료: GKL, 하나금융투자

추정 재무제표

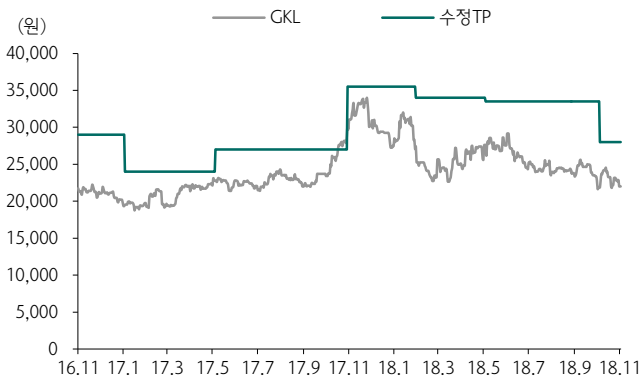
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	548.2	501.3	490.1	521.5	549.2
매출원가	364.9	354.9	331.1	351.4	366.4
매출총이익	183.3	146.4	159.0	170.1	182.8
판매비	32.1	38.2	36.3	38.6	40.1
영업이익	151.2	108.2	122.6	131.5	142.7
금융손익	9.8	8.2	9.2	9.6	10.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(10.8)	(9.0)	(9.2)	(11.6)	(11.9)
세전이익	150.2	107.3	122.6	129.4	140.8
법인세	35.8	26.8	30.2	31.8	34.7
계속사업이익	114.3	80.5	92.4	97.6	106.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	114.3	80.5	92.4	97.6	106.2
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	114.3	80.5	92.4	97.6	106.2
지배주주지분포괄이익	113.9	75.2	92.4	97.6	106.2
NOPAT	115.1	81.2	92.4	99.1	107.6
EBITDA	164.0	124.1	138.4	144.1	152.8
성장성(%)					
매출액증가율	8.4	(8.6)	(2.2)	6.4	5.3
NOPAT증가율	28.3	(29.5)	13.8	7.3	8.6
EBITDA증가율	25.1	(24.3)	11.5	4.1	6.0
영업이익증가율	27.7	(28.4)	13.3	7.3	8.5
(지배주주)순이익증가율	24.6	(29.6)	14.8	5.6	8.8
EPS증가율	24.7	(29.6)	14.7	5.6	8.8
수익성(%)					
매출총이익률	33.4	29.2	32.4	32.6	33.3
EBITDA이익률	29.9	24.8	28.2	27.6	27.8
영업이익률	27.6	21.6	25.0	25.2	26.0
계속사업이익률	20.9	16.1	18.9	18.7	19.3
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,849	1,302	1,494	1,577	1,716
BPS	8,386	8,602	9,366	10,013	10,799
CFPS	2,657	1,988	2,096	2,149	2,285
EBITDAPS	2,652	2,006	2,238	2,330	2,469
SPS	8,863	8,104	7,923	8,431	8,878
DPS	1,000	730	930	930	930
추가지표(배)					
PER	11.1	22.5	14.7	13.9	12.8
PBR	2.4	3.4	2.3	2.2	2.0
PCFR	7.7	14.7	10.5	10.2	9.6
EV/EBITDA	4.4	10.2	5.5	4.9	4.2
PSR	2.3	3.6	2.8	2.6	2.5
재무비율(%)					
ROE	23.5	15.3	16.6	16.3	16.5
ROA	16.6	11.0	12.3	12.2	12.4
ROIC	(345.4)	(339.5)	(462.9)	(337.9)	(222.0)
부채비율	40.8	37.6	33.8	33.4	32.5
순부채비율	(104.1)	(103.1)	(102.5)	(105.7)	(107.9)
이자보상배율(배)	120,946.4	9,842.4	7,252.8	11,109.3	12,053.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	557.6	566.2	610.7	672.9	740.0
금융자산	540.0	549.0	593.9	655.0	721.2
현금성자산	191.3	125.4	179.8	214.4	257.2
매출채권 등	14.3	14.0	13.7	14.5	15.3
재고자산	2.0	2.3	2.2	2.4	2.5
기타유동자산	1.3	0.9	0.9	1.0	1.0
비유동자산	172.6	165.7	164.3	153.4	144.8
투자자산	28.1	26.9	26.3	28.0	29.5
금융자산	28.1	26.9	26.3	28.0	29.5
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	775.0	826.3	884.8
유동부채	185.9	169.5	166.0	175.4	183.6
금융부채	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	150.8	140.3	137.2	146.0	153.7
기타유동부채	35.1	29.0	28.8	29.4	29.9
비유동부채	25.5	30.3	29.6	31.5	33.2
금융부채	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
기타비유동부채	25.5	30.1	29.4	31.3	33.0
부채총계	211.5	199.9	195.7	206.9	216.8
지배주주지분	518.7	532.1	579.3	619.4	668.0
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	527.1	567.2	615.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	518.7	532.1	579.3	619.4	668.0
순금융부채	(540.0)	(548.7)	(593.7)	(654.8)	(721.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	137.8	78.4	104.6	120.3	125.2
당기순이익	114.3	80.5	92.4	97.6	106.2
조정	26.2	21.0	15.8	12.5	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	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(2.7)	(23.1)	(3.6)	10.2	8.9
투자활동 현금흐름	(89.8)	(82.6)	(4.9)	(28.3)	(24.9)
투자자산감소(증가)	7.1	1.1	0.6	(1.7)	(1.5)
유형자산감소(증가)	(33.8)	(9.4)	(15.0)	0.0	0.0
기타	(63.1)	(74.3)	9.5	(26.6)	(23.4)
재무활동 현금흐름	(51.6)	(61.5)	(45.3)	(57.5)	(57.5)
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)	(57.5)	(57.5)
현금의 증감	(3.5)	(65.9)	54.4	34.6	42.8
Unlevered CFO	164.4	123.0	129.7	132.9	141.4
Free Cash Flow	104.0	69.0	89.6	120.3	125.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GKL



날짜	투자 의견	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%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	92.8%	6.3%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 11월 11일

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 11월 12일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 11월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 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.