

# GKL (114090)

## 진작 했어야 할 아주 긍정적인 드랍액 변화

### 올해는 마카오와 차별화된 프리미엄이 필요하다

'19년 목표 P/E를 마카오의 3개월 평균(17.3배)에 20% 할증한 20.8배(기준 17.6배)로 상향해 목표주가도 32,000원(+14%)으로 상향한다. 상대적으로 높은 Mass 비중으로 사드 규제 이후에도 4조원 내외의 드랍액을 보이며 성장은 부족하나 안정적인 실적을 유지해왔다. 그러나, 공격적인 프로모션이 당분간 지속됨에 따라 올해 처음으로 4.8조원까지 성장할 것으로 기대하며, 이는 거의 증설에 준하는 차별화된 모멘텀으로 주가에 작용할 것이다. 마카오의 주가(및 밸류에이션) 하락은 오히려 국내 카지노에 긍정적인 요인들이 내재되어 있다. 향후 월별 실적에서도 드랍액만 성장한다면 마카오 대비 밸류에이션 프리미엄이 가능할 것으로 기대한다.

### 4Q Preview: OPM 12.3%(-2.1%p YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 1,154억원(YoY -10%)/141억원(-23%)으로 컨센서스(264억원)를 크게 하회할 것이다. 지침금에 따라 칩을 추가로 지급하는 공격적인 프로모션으로 드랍액은 분기 사상 최대인 1.5조원(+62%)이었으며, 중국인도 최대인 6,300억원(+132%)으로 증가하면서 중국인 비중은 메르스(2Q15) 이후 최대(약 45%)로 상승했다. 프로모션과 '배드 럭'이 더해지면서 홀드올은 분기 사상 최저이자 처음으로 10% 이하인 7.6%(-5.7%p)를 기록했다. 임금인상 소급분과 VIP의 가파른 증대에 따른 콤포 증가 등도 반영되면서 영업이익은 2011년 이후 분기 최저 수준이 예상된다.

### 마카오의 주가 부진은 국내와 별개로 인식할 필요

12월 마카오 GGR은 YoY 17% 상승하며 29개월 연속 성장했으며, 컨센서스(10% 내외)도 상회했다. 연간으로는 \$ 37.6억(약 42조원)으로 YoY 14% 성장했다. 그럼에도 마카오 카지노 인덱스는 27% (YTD) 하락했으며, Forward P/E도 연초 25배에서 최근 3개월 평균 17배까지 하락했다. 미-중 갈등으로 인한 VIP 위축뿐만 아니라 2019년 1월부터 VIP의 금연(기존에는 Mass만)정책이 전면적으로 시행되는 영향이다. 다만, 이는 마카오의 개별적인 정책 영향이자 오히려 국내 카지노에는 약간이라도 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대한다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 32,000원(상향) | CP(1월 4일): 25,250원

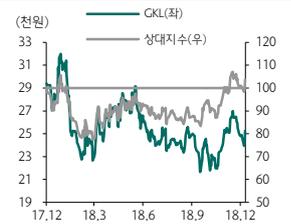
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,010.25
52주 최고/최저(원)	32,000/21,650
시가총액(십억원)	1,561.9
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	61,855.7
60일 평균 거래량(천주)	227.5
60일 평균 거래대금(십억원)	5.5
18년 배당금(예상, 원)	930
18년 배당수익률(예상, %)	3.73
외국인지분율(%)	12.01
주요주주 지분율(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금	11.38
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.6 (0.2) (10.0)
상대	5.8 12.5 10.4

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	495.9	527.8
영업이익(십억원)	124.3	136.2
순이익(십억원)	93.6	104.8
EPS(원)	1,513	1,694
BPS(원)	9,249	10,047

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	548.2	501.3	483.9	531.5	586.3
영업이익	십억원	151.2	108.2	111.1	127.1	152.2
세전이익	십억원	150.2	107.3	111.1	127.2	152.7
순이익	십억원	114.3	80.5	83.8	96.0	115.2
EPS	원	1,849	1,302	1,355	1,552	1,862
증감률	%	24.7	(29.6)	4.1	14.5	20.0
PER	배	11.06	22.46	18.38	16.27	13.56
PBR	배	2.44	3.40	2.70	2.56	2.34
EV/EBITDA	배	4.42	10.16	7.54	6.55	5.13
ROE	%	23.46	15.33	15.20	16.27	18.05
BPS	원	8,386	8,602	9,226	9,848	10,780
DPS	원	1,000	730	930	930	980



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

RA 박다겸  
02-3771-7529  
dagyeompark@hanafn.com

표 1. GKL 목표주가 상향

지배주주순이익('19년)	96	십억원
주식 수	61,856	천주
EPS	1,552	원
목표 P/E	20.8	배
	32,215	
목표 주가	32,000	원
현재 주가	25,250	원
상승 여력	27	%

자료: 하나금융투자

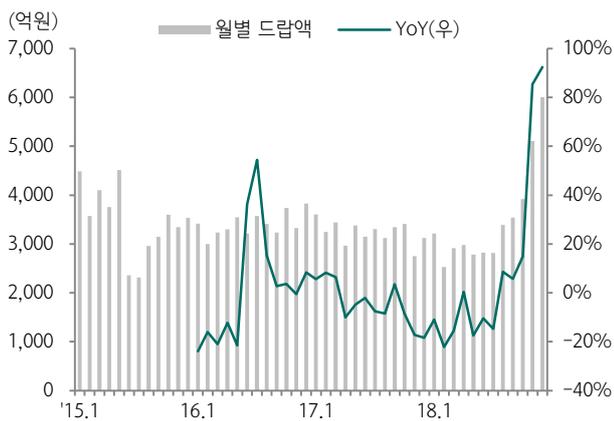
표 2. GKL 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F
드랍액	3,886	4,203	4,826	1,030	949	977	930	865	859	975	1,504
중국인	1,224	1,356	1,754	353	298	301	272	241	233	251	630
일본인	1,112	1,216	1,315	292	254	300	266	252	260	335	369
기타	1,107	1,223	1,326	273	282	267	285	272	266	296	389
홀드올	12.7%	11.4%	10.9%	11.8%	11.4%	14.2%	13.3%	14.1%	13.6%	13.3%	7.6%
매출액	501	484	531	125	110	139	128	122	116	130	115
매출원가	355	337	366	86	85	90	95	83	75	88	91
GPM	29%	30%	31%	31%	23%	35%	26%	32%	36%	33%	21%
영업이익	108	111	127	31	18	41	18	31	35	31	14
OPM	22%	23%	24%	25%	16%	29%	14%	26%	30%	24%	12%
당기순이익	81	84	96	18	15	33	14	17	27	26	13

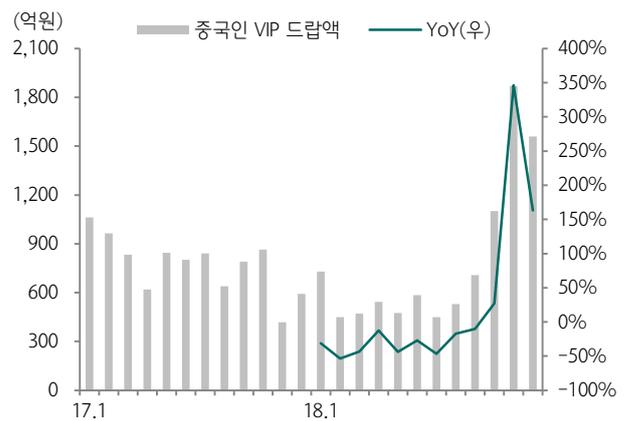
자료: GKL, 하나금융투자

그림 1. 월별 드랍액 추이 - 12월 YoY 92% 상승



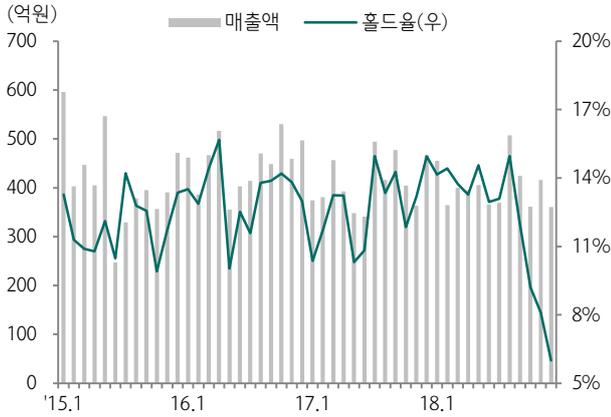
자료: GKL, 하나금융투자

그림 2. 중국인 VIP 드랍액 - 메르스 이후 분기 사상 최대



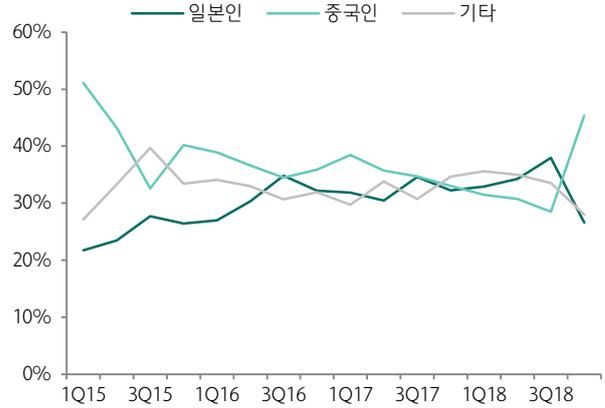
자료: GKL, 하나금융투자

그림 3. 매출액 및 홀드올 추이 - 프로모션과 배드럭에 따른 부진



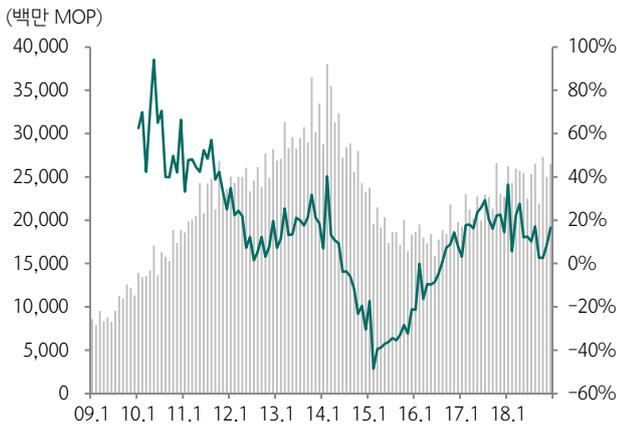
자료: GKL, 하나금융투자

그림 4. 국적별 드랍액 - 중국 비중은 메르스 이후 최대인 45%



자료: GKL, 하나금융투자

그림 5. 마카오 GGR - 12월 YoY 17% 성장



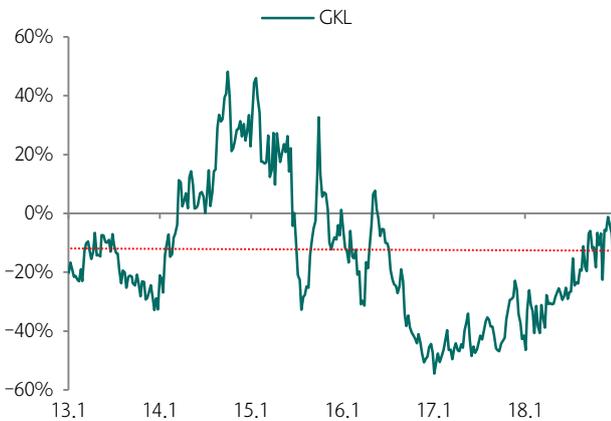
자료: DIC, 하나금융투자

그림 6. 마카오 카지노 index - '18년 연간 27% 하락



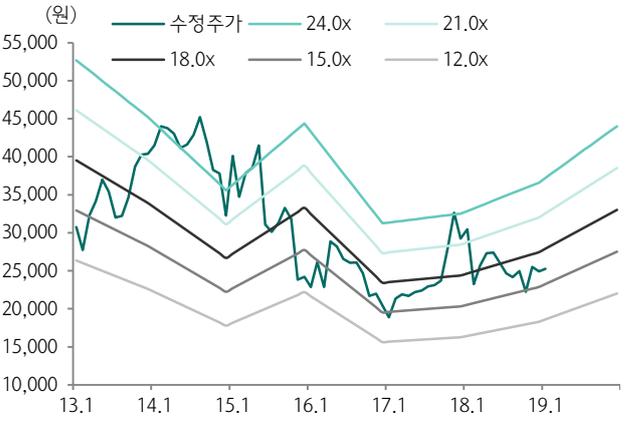
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. 마카오 대비 GKL 밸류에이션 할인율 -9%



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. GKL 12MF P/E 밴드 차트



자료: GKL, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>548.2</b>	<b>501.3</b>	<b>483.9</b>	<b>531.5</b>	<b>586.3</b>
매출원가	364.9	354.9	336.5	366.1	394.0
매출총이익	183.3	146.4	147.4	165.4	192.3
판매비	32.1	38.2	36.3	38.3	40.0
<b>영업이익</b>	<b>151.2</b>	<b>108.2</b>	<b>111.1</b>	<b>127.1</b>	<b>152.2</b>
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)	(9.4)	(9.6)
<b>세전이익</b>	<b>150.2</b>	<b>107.3</b>	<b>111.1</b>	<b>127.2</b>	<b>152.7</b>
법인세	35.8	26.8	27.3	31.3	37.5
계속사업이익	114.3	80.5	83.8	96.0	115.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>114.3</b>	<b>80.5</b>	<b>83.8</b>	<b>96.0</b>	<b>115.2</b>
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>114.3</b>	<b>80.5</b>	<b>83.8</b>	<b>96.0</b>	<b>115.2</b>
지배주주지분포괄이익	113.9	75.2	83.8	96.0	115.2
NOPAT	115.1	81.2	83.8	95.9	114.8
EBITDA	164.0	124.1	126.9	139.7	162.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	8.4	(8.6)	(3.5)	9.8	10.3
NOPAT증가율	28.3	(29.5)	3.2	14.4	19.7
EBITDA증가율	25.1	(24.3)	2.3	10.1	16.2
영업이익증가율	27.7	(28.4)	2.7	14.4	19.7
(지배주주)순이익증가율	24.6	(29.6)	4.1	14.6	20.0
EPS증가율	24.7	(29.6)	4.1	14.5	20.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	33.4	29.2	30.5	31.1	32.8
EBITDA이익률	29.9	24.8	26.2	26.3	27.7
영업이익률	27.6	21.6	23.0	23.9	26.0
계속사업이익률	20.9	16.1	17.3	18.1	19.6

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,849	1,302	1,355	1,552	1,862
BPS	8,386	8,602	9,226	9,848	10,780
CFPS	2,657	1,988	1,910	2,114	2,477
EBITDAPS	2,652	2,006	2,052	2,259	2,624
SPS	8,863	8,104	7,824	8,592	9,478
DPS	1,000	730	930	930	980
<b>주가지표(배)</b>					
PER	11.1	22.5	18.4	16.3	13.6
PBR	2.4	3.4	2.7	2.6	2.3
PCFR	7.7	14.7	13.0	11.9	10.2
EV/EBITDA	4.4	10.2	7.5	6.5	5.1
PSR	2.3	3.6	3.2	2.9	2.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	23.5	15.3	15.2	16.3	18.1
ROA	16.6	11.0	11.2	12.1	13.4
ROIC	(345.4)	(339.5)	(437.2)	(321.2)	(210.1)
부채비율	40.8	37.6	33.9	34.6	34.5
순부채비율	(104.1)	(103.1)	(102.2)	(106.3)	(109.4)
이자보상배율(배)	120,946.4	9,842.4	6,571.7	10,737.9	12,863.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>557.6</b>	<b>566.2</b>	<b>600.2</b>	<b>665.7</b>	<b>750.0</b>
금융자산	540.0	549.0	583.6	647.5	730.0
현금성자산	191.3	125.4	174.7	198.4	234.6
매출채권 등	14.3	14.0	13.5	14.8	16.3
재고자산	2.0	2.3	2.2	2.4	2.7
기타유동자산	1.3	0.9	0.9	1.0	1.0
<b>비유동자산</b>	<b>172.6</b>	<b>165.7</b>	<b>164.0</b>	<b>153.9</b>	<b>146.8</b>
투자자산	28.1	26.9	26.0	28.6	31.5
금융자산	28.1	26.9	26.0	28.6	31.5
유형자산	98.6	93.0	92.6	80.4	70.7
무형자산	<b>9.4</b>	<b>9.5</b>	<b>9.0</b>	<b>8.6</b>	<b>8.2</b>
기타비유동자산	<b>36.5</b>	<b>36.3</b>	<b>36.4</b>	<b>36.3</b>	<b>36.4</b>
<b>자산총계</b>	<b>730.2</b>	<b>731.9</b>	<b>764.2</b>	<b>819.6</b>	<b>896.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>185.9</b>	<b>169.5</b>	<b>164.2</b>	<b>178.4</b>	<b>194.6</b>
금융부채	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	150.8	140.3	135.4	148.8	164.1
기타유동부채	35.1	29.0	28.8	29.6	30.5
<b>비유동부채</b>	<b>25.5</b>	<b>30.3</b>	<b>29.3</b>	<b>32.1</b>	<b>35.4</b>
금융부채	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>
기타비유동부채	25.5	30.1	29.1	31.9	35.2
<b>부채총계</b>	<b>211.5</b>	<b>199.9</b>	<b>193.5</b>	<b>210.5</b>	<b>230.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>518.7</b>	<b>532.1</b>	<b>570.7</b>	<b>609.1</b>	<b>666.8</b>
자본금	<b>30.9</b>	<b>30.9</b>	<b>30.9</b>	<b>30.9</b>	<b>30.9</b>
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	518.5	557.0	614.6
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>518.7</b>	<b>532.1</b>	<b>570.7</b>	<b>609.1</b>	<b>666.8</b>
손금유부채	(540.0)	(548.7)	(583.4)	(647.3)	(729.8)

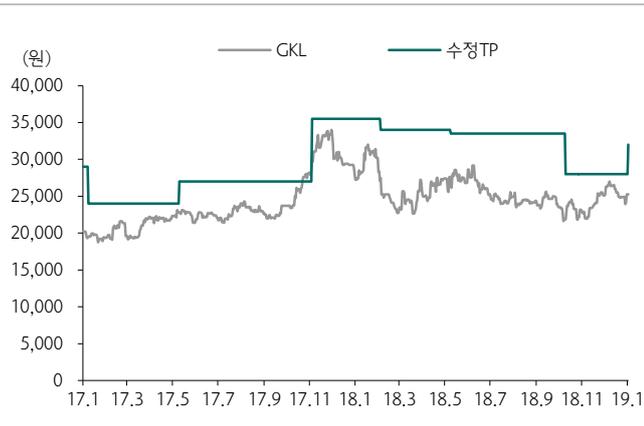
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>137.8</b>	<b>78.4</b>	<b>94.0</b>	<b>124.0</b>	<b>142.9</b>
당기순이익	114.3	80.5	83.8	96.0	115.2
조정	26.2	21.0	15.8	12.6	10.0
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	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(2.7)	(23.1)	(5.6)	15.4	17.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(89.8)</b>	<b>(82.6)</b>	<b>0.6</b>	<b>(42.7)</b>	<b>(49.2)</b>
투자자산감소(증가)	7.1	1.1	0.9	(2.6)	(2.9)
유형자산감소(증가)	(33.8)	(9.4)	(15.0)	0.0	0.0
기타	(63.1)	(74.3)	14.7	(40.1)	(46.3)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(51.6)</b>	<b>(61.5)</b>	<b>(45.3)</b>	<b>(57.5)</b>	<b>(57.5)</b>
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)
<b>현금의 증감</b>	<b>(3.5)</b>	<b>(65.9)</b>	<b>49.3</b>	<b>23.7</b>	<b>36.2</b>
Unlevered CFO	164.4	123.0	118.2	130.8	153.2
Free Cash Flow	104.0	69.0	79.0	124.0	142.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GKL



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.7	BUY	32,000		
18.10.15	BUY	28,000	-13.31%	-3.57%
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 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	94.6%	4.6%	0.9%	100.1%

\* 기준일: 2019년 01월 06일

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 2019년 01월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 01월 07일 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.