



2019년 2월 13일 | Equity Research

GKL (114090)

2년 연속으로 너무 아쉬운 배당

연간으로 최소 800원은 나와야 현 주가를 설명할 수 있음

부진한 4분기 및 1월 실적을 반영해 '19년 예상 EPS를 15% 하향하며 목표주가도 27,000원(-15%)으로 하향한다. 프로모션의 강도가 예상보다 빨리 둔화되면서 기대했던 드랍액 성장성도 하향하며, 특히 연간 배당도 710원(연말 580원)으로 컨센서스(830원)를 크게 하회했다. 배당주로 접근했을 때 연간 배당이 800원 내외라고 가정해도 시가배당률 3%를 기대할 때 2.4만원 내외의 목표주가가 산출되는데 분명히 2017년 배당 쇼크에 따른 주가 하락을 경험하고도 2년 연속 연간 700원대의 배당을 결정한 것은 너무 아쉬운 결정이다.

4Q Review: OPM 7.2%(-7.2%p YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 1,118억원(YoY -12%)/81억원(-56%)으로 컨센서스(150억원)를 크게 하회했다. 드랍액 관련 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. 다만, 관련한 콤프/판촉비 등의 증가로 매출총이익률이 15%(-11%p YoY)로 하락하며 이익은 부진했다.

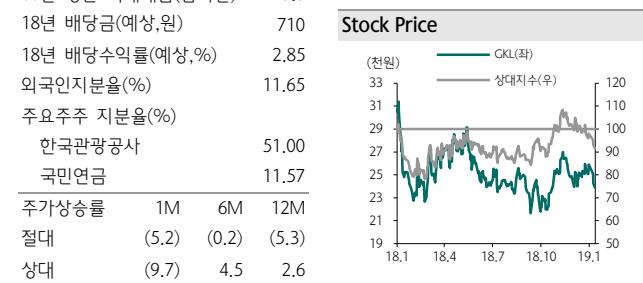
1월 매출액은 347억원(-24% YoY)

1월 드랍액은 3,866억원(+20% YoY)으로 일본/중국/기타 VIP가 각각 46%/17%/37% 증가했다. 12월 대비 중국인 VIP 드랍액 성장률이 둔화되었는데, 12월 대규모 프로모션 이후 2월 춘절을 앞두고 프로모션이 일시적으로 완화된 영향이다. 2월과 합산해서 보면 더 높은 성장을 예상하고 있다. 드랍액 프로모션의 영향과 '배드 럭'이 합쳐지면서 홀드율이 9.0%(-5.2%p YoY)으로 하락해 매출도 부진했다. 홀드율은 2분기부터 정상화될 것으로 기대한다.



| TP(12M): 27,000원(하향) | CP(2월 11일): 23,900원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,180.73		
52주 최고/최저(원)	29,150/21,650	489.2	526.2
시가총액(십억원)	1,478.4	115.8	132.8
시가총액비중(%)	0.12	87.4	102.5
발행주식수(천주)	61,855.7	EPS(원)	1,412
60일 평균 거래량(천주)	219.0	BPS(원)	1,656
60일 평균 거래대금(십억원)	5.5		9,173
18년 배당금(예상,원)	710		9,972
18년 배당수익률(예상,%)	2.85		
외국인지분율(%)	11.65		
주요주주 지분율(%)			
한국관광공사	51.00		
국민연금	11.57		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(5.2) (0.2) (5.3)		
상대	(9.7) 4.5 2.6		



투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	548.2	501.3	480.3	505.6	547.1
영업이익	십억원	151.2	108.2	105.1	108.8	126.5
세전이익	십억원	150.2	107.3	103.9	108.7	126.6
순이익	십억원	114.3	80.5	77.7	81.5	95.0
EPS	원	1,849	1,302	1,257	1,318	1,536
증감률	%	24.7	(29.6)	(3.5)	4.9	16.5
PER	배	11.06	22.46	19.82	18.13	15.56
PBR	배	2.44	3.40	2.73	2.45	2.27
EV/EBITDA	배	4.42	10.16	7.98	6.96	5.67
ROE	%	23.46	15.33	14.17	13.97	15.15
BPS	원	8,386	8,602	9,128	9,736	10,542
DPS	원	1,000	730	710	730	780



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

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



표 1. GKL 목표주가 하향

지배주주순이익('19년)	82	십억원
주식 수	61,855	천주
EPS	1,318	원
목표 P/E	20.2	배
목표 주가	27,000	원
현재 주가	23,900	원
상승 여력	13	%

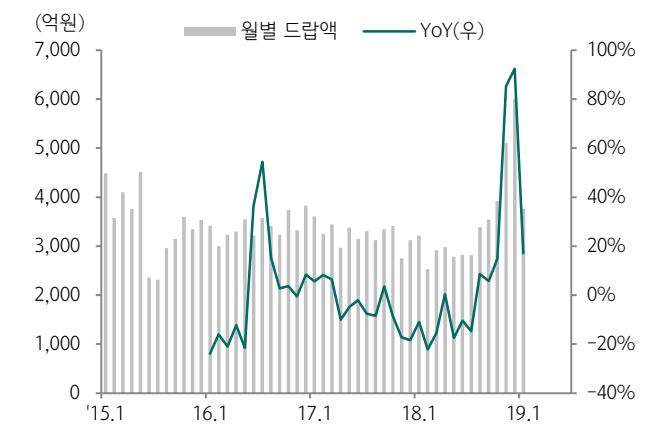
자료: 하나금융투자

표 2. GKL 실적 추이 및 전망

	17	18	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
드랍액	3,886	4,203	4,343	1,030	949	977	930	865	859	975	1,504
중국인	1,224	1,356	1,305	353	298	301	272	241	233	251	630
일본인	1,112	1,216	1,365	292	254	300	266	252	260	335	369
기타	1,107	1,223	1,259	273	282	267	285	272	266	296	389
홀드율	12.7%	11.4%	11.5%	11.8%	11.4%	14.2%	13.3%	14.1%	13.6%	13.3%	7.6%
매출액	501	480	506	125	110	139	128	122	116	130	112
매출원가	355	340	359	86	85	90	95	83	75	88	95
GPM	29%	29%	29%	31%	23%	35%	26%	32%	36%	33%	15%
영업이익	108	105	109	31	18	41	18	31	35	31	8
OPM	22%	22%	22%	25%	16%	29%	14%	26%	30%	24%	7%
당기순이익	81	78	82	18	15	33	14	17	27	26	7

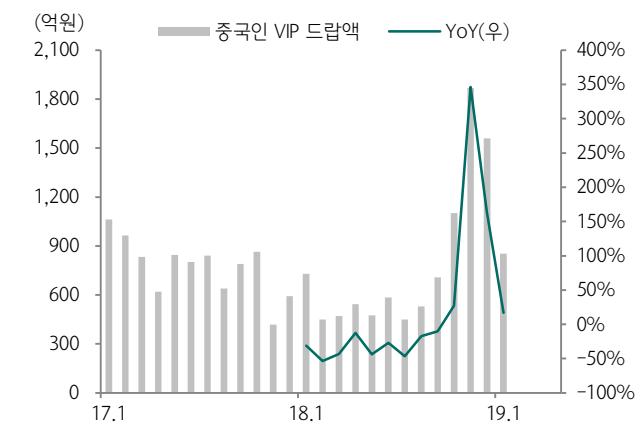
자료: GKL, 하나금융투자

그림 1. 월별 드랍액 추이 – 1월 YoY 17% 상승



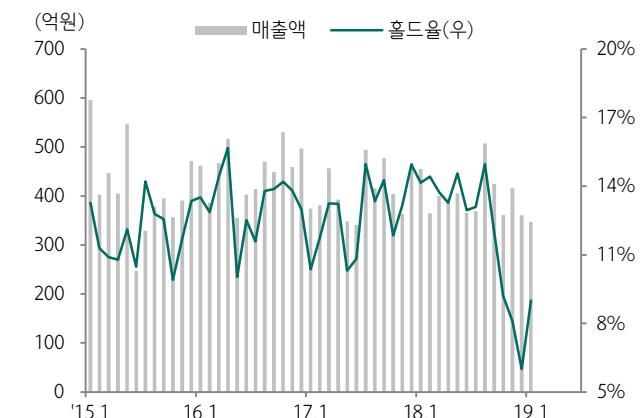
자료: GKL, 하나금융투자

그림 2. 중국인 VIP 드랍액 – 메르스 이후 분기 사상 최대



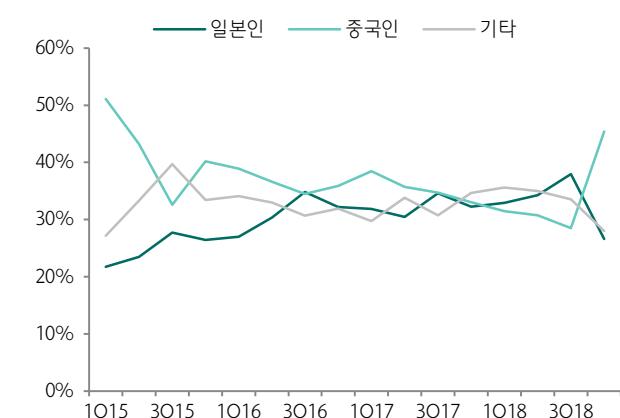
자료: GKL, 하나금융투자

그림 3. 매출액 및 홀드율 추이 – 프로모션과 배드럭에 따른 부진



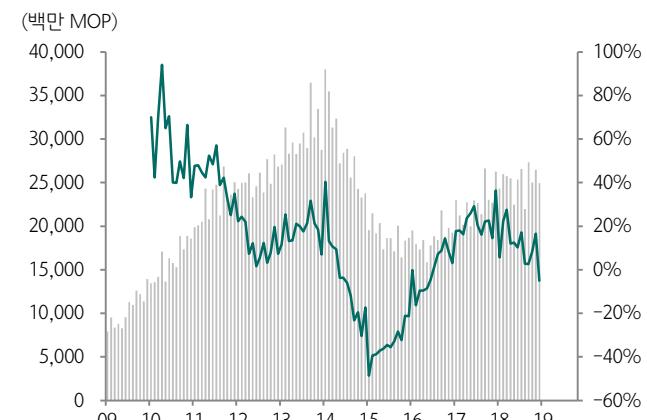
자료: GKL, 하나금융투자

그림 4. 국적별 드랍액 – 중국 비중은 메르스 이후 최대인 45%



자료: GKL, 하나금융투자

그림 5. 마카오 GGR – 1월 YoY -5% 역성장



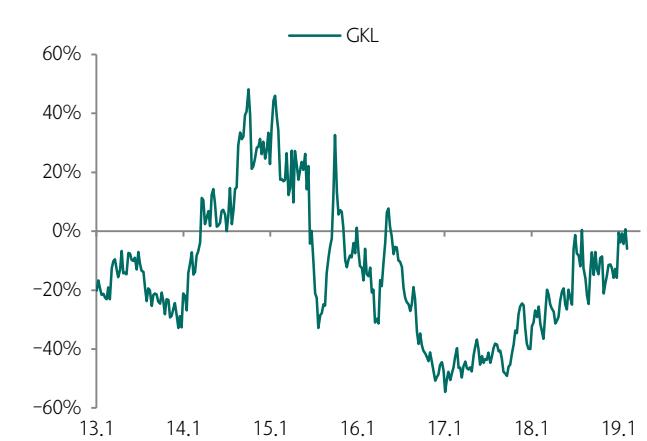
자료: DICJ, 하나금융투자

그림 6. 마카오 카지노 index – YTD 17% 상승



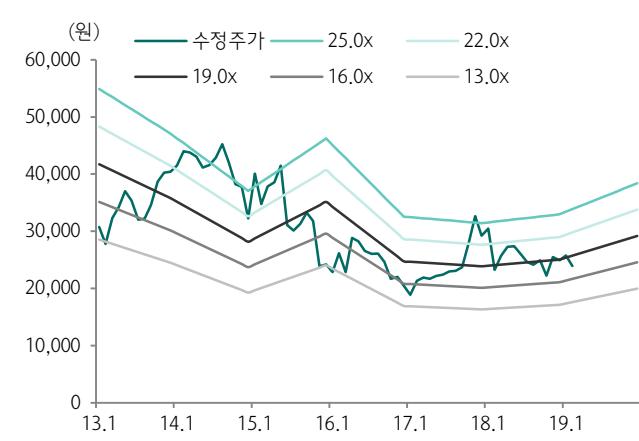
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. 마카오 대비 GKL 밸류에이션 할인율 -6%



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. GKL 12MF P/E 밴드 차트



자료: GKL, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	548.2	501.3	480.3	505.6	547.1
매출원가	364.9	354.9	339.8	359.2	381.4
매출총이익	183.3	146.4	140.5	146.4	165.7
판관비	32.1	38.2	35.5	37.5	39.1
영업이익	151.2	108.2	105.1	108.8	126.5
금융순익	9.8	8.2	10.6	11.0	11.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(10.8)	(9.0)	(11.7)	(11.1)	(11.3)
세전이익	150.2	107.3	103.9	108.7	126.6
법인세	35.8	26.8	26.2	27.2	31.7
계속사업이익	114.3	80.5	77.7	81.5	95.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	114.3	80.5	77.7	81.5	95.0
비지배주주지분					
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	114.3	80.5	77.7	81.5	95.0
지배주주지분포괄이익	113.9	75.2	77.7	81.5	95.0
NOPAT	115.1	81.2	78.6	81.6	94.9
EBITDA	164.0	124.1	120.8	121.4	136.6
성장성(%)					
매출액증가율	8.4	(8.6)	(4.2)	5.3	8.2
NOPAT증가율	28.3	(29.5)	(3.2)	3.8	16.3
EBITDA증가율	25.1	(24.3)	(2.7)	0.5	12.5
영업이익증가율	27.7	(28.4)	(2.9)	3.5	16.3
(지배주주)순익증가율	24.6	(29.6)	(3.5)	4.9	16.6
EPS증가율	24.7	(29.6)	(3.5)	4.9	16.5
수익성(%)					
매출총이익률	33.4	29.2	29.3	29.0	30.3
EBITDA이익률	29.9	24.8	25.2	24.0	25.0
영업이익률	27.6	21.6	21.9	21.5	23.1
계속사업이익률	20.9	16.1	16.2	16.1	17.4

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,849	1,302	1,257	1,318	1,536
BPS	8,386	8,602	9,128	9,736	10,542
CFPS	2,657	1,988	1,797	1,817	2,059
EBITDAPS	2,652	2,006	1,954	1,963	2,208
SPS	8,863	8,104	7,765	8,173	8,844
DPS	1,000	730	710	730	780
주가지표(배)					
PER	11.1	22.5	19.8	18.1	15.6
PBR	2.4	3.4	2.7	2.5	2.3
PCFR	7.7	14.7	13.9	13.2	11.6
EV/EBITDA	4.4	10.2	8.0	7.0	5.7
PSR	2.3	3.6	3.2	2.9	2.7
재무비율(%)					
ROE	23.5	15.3	14.2	14.0	15.1
ROA	16.6	11.0	10.4	10.5	11.4
ROIC	(345.4)	(339.5)	(420.2)	(314.4)	(205.8)
부채비율	40.8	37.6	34.0	33.4	33.1
순부채비율	(104.1)	(103.1)	(102.1)	(105.2)	(108.0)
이자보상배율(배)	120,946.4	9,842.4	6,213.6	9,194.1	10,687.2

자료: 하나금융투자

대차대조표

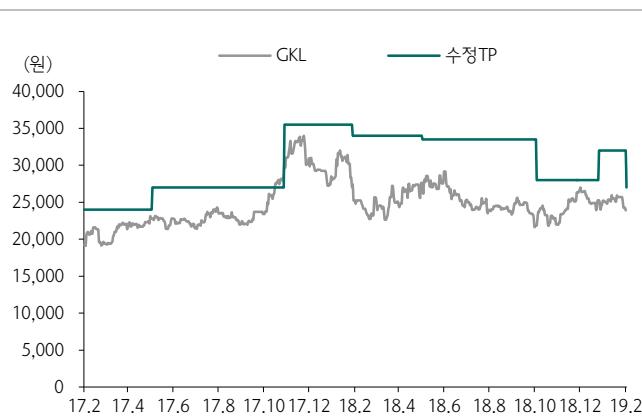
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	557.6	566.2	593.0	650.9	723.4
금융자산	540.0	549.0	576.6	633.6	704.7
현금성자산	191.3	125.4	170.7	206.4	242.4
매출채권 등	14.3	14.0	13.4	14.1	15.2
재고자산	2.0	2.3	2.2	2.3	2.5
기타유동자산	1.3	0.9	0.8	0.9	1.0
비유동자산	172.6	165.7	163.8	152.5	144.7
투자자산	28.1	26.9	25.8	27.2	29.4
금융자산	28.1	26.9	25.8	27.2	29.4
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	36.3	36.4
자산총계	730.2	731.9	756.8	803.4	868.1
유동부채	185.9	169.5	163.2	170.6	183.0
금융부채	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	150.8	140.3	134.4	141.5	153.1
기타유동부채	35.1	29.0	28.8	29.1	29.9
비유동부채	25.5	30.3	29.0	30.6	33.1
금융부채	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
기타비유동부채	25.5	30.1	28.8	30.4	32.9
부채총계	211.5	199.9	192.2	201.2	216.0
지배주주지분	518.7	532.1	564.6	602.2	652.1
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	512.4	550.1	599.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	518.7	532.1	564.6	602.2	652.1
순금융부채	(540.0)	(548.7)	(576.4)	(633.4)	(704.5)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	137.8	78.4	86.7	102.3	118.5
당기순이익	114.3	80.5	77.7	81.5	95.0
조정	26.2	21.0	15.8	12.7	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)	(6.8)	8.1	13.4
투자활동 현금흐름	(89.8)	(82.6)	3.8	(22.7)	(37.3)
투자자산감소(증가)	7.1	1.1	(1.4)	(2.2)	
유형자산감소(증가)	(33.8)	(9.4)	(15.0)	0.0	0.0
기타	(63.1)	(74.3)	17.7	(21.3)	(35.1)
재무활동 현금흐름	(51.6)	(61.5)	(45.3)	(43.9)	(45.2)
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)	(43.9)	(45.2)
현금의 증감	(3.5)	(65.9)	45.3	35.7	36.0
Unlevered CFO	164.4	123.0	111.2	112.4	127.4
Free Cash Flow	104.0	69.0	71.7	102.3	118.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

GKL



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.2.13	BUY	27,000		
19.1.7	BUY	32,000	-21.66%	-18.91%
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%
17.2.10	BUY	24,000	-12.04%	-3.75%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 02월 12일

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 2019년 02월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 02월 13일 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.