

GKL (114090)

실적도 주가도 단기 바닥

2분기부터 실적 반등 기대

프로모션의 여파가 2월까지 부진한 홀드옴으로 나타나면서 1분기 실적은 좋지 않다. 다만, 이미 3월부터 프로모션 영향이 둔화되면서 홀드옴이 점진적으로 상승하고 있고, 사측 역시 비용/프로모션 관리를 통한 높은 실적 개선 의지를 가지고 있다. 2분기부터 너무 불운하지만 않다면 분기 1조원 내외의 드랍액, 11~12%대의 홀드옴, 그리고 300억원 내외의 영업이익이 가능할 것으로 예상된다. 작년 최하 등급의 경영 평가를 받은 만큼 실적 개선의 의지는 매우 높은 상황이고, 주가는 박스권 하단이며, 마카오의 가파른 주가 상승에 따른 상대적 밸류에이션 메리트가 부각될 수 있는 시점이기에 트레이딩이 가능한 구간으로 판단한다.

1Q Preview: OPM 11.8%(-14.0%p YoY)

1분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,062억원(-13% YoY)/125억원(-60%)이다. 드랍액은 1.1조원(+27%)으로 중국/일본이 각각 +54%/+37% 증가했다. 다만, 프로모션의 영향이 이어지면서 홀드옴이 9.5%(-4.6%p)로 부진했고, 관련한 콤포/관측비도 보수적으로 추정해 실적은 부진할 전망이다.

마카오 카지노 주가는 31% (YTD) 상승

마카오 카지노 주가는 연초 이후 31% 상승했다. 마카오 GGR은 1월부터 각각 -5%/+4%/+0%로 부진한데, 1월 VIP 테이블의 금연 정책 시작으로 예상했던 수순이다. 다만, 이와 별개로 미-중 무역 분쟁 완화에 따른 VIP 증가에 대한 기대감이 반영되면서 주가는 상승했다. GKL은 4분기 실적과 배당 쇼크로 연초 이후 주가가 하락했지만, 밸류에이션의 기준점이 되는 마카오의 가파른 주가 상승에 따른 상대적 밸류에이션 메리트가 부각될 수 있는 시점이다.

Update

BUY

TP(12M): 27,000원 | CP(4월 10일): 23,000원

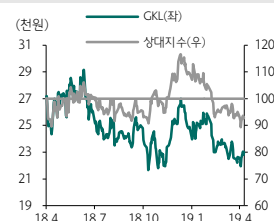
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,224.39
52주 최고/최저(원)	29,150/21,650
시가총액(십억원)	1,422.7
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	61,855.7
60일 평균 거래량(천주)	215.7
60일 평균 거래대금(십억원)	5.1
19년 배당금(예상, 원)	710
19년 배당수익률(예상, %)	3.09
외국인지분율(%)	11.18
주요주주 지분율(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금	11.57
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.9) 0.9 (8.2)
상대	(4.7) 1.1 1.2

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	501.8	544.0
영업이익(십억원)	114.7	137.7
순이익(십억원)	88.5	106.2
EPS(원)	1,431	1,717
BPS(원)	9,762	10,632

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	501.3	480.3	503.9	545.3	589.6
영업이익	십억원	108.2	104.9	106.3	123.8	142.7
세전이익	십억원	107.3	103.8	106.2	124.7	144.8
순이익	십억원	80.5	77.6	79.7	93.6	108.6
EPS	원	1,302	1,255	1,288	1,512	1,755
증감률	%	(29.6)	(3.6)	2.6	17.4	16.1
PER	배	22.46	19.84	17.86	15.21	13.10
PBR	배	3.40	2.74	2.38	2.20	2.01
EV/EBITDA	배	10.16	11.59	9.38	8.06	6.84
ROE	%	15.33	14.19	13.74	15.03	16.02
BPS	원	8,602	9,086	9,664	10,467	11,442
DPS	원	730	710	710	780	760



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

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

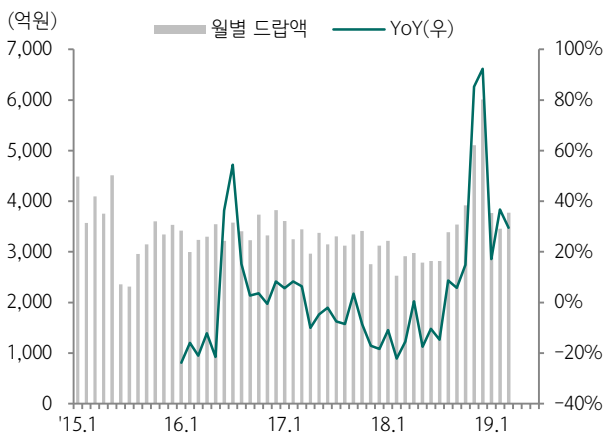
표 1. GKL 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
드랍액	4,203	4,331	4,521	865	859	975	1,504	1,099	1,035	1,071	1,126
중국인	1,356	1,309	1,376	241	233	251	630	372	308	306	323
일본인	1,216	1,364	1,402	252	260	335	369	346	318	352	349
기타	1,223	1,242	1,304	272	266	296	389	277	306	314	344
홀드올	11.4%	11.5%	11.9%	14.1%	13.6%	13.3%	7.6%	9.5%	11.9%	12.4%	12.2%
매출액	480	504	545	122	116	130	112	106	125	134	139
매출원가	340	360	382	83	75	88	95	85	87	90	98
GPM	29%	29%	30%	32%	36%	33%	15%	20%	31%	33%	29%
영업이익	105	106	124	31	35	31	8	12	31	33	31
OPM	22%	21%	23%	26%	30%	24%	7%	12%	25%	24%	22%
당기순이익	78	80	94	17	27	26	7	4	25	26	24

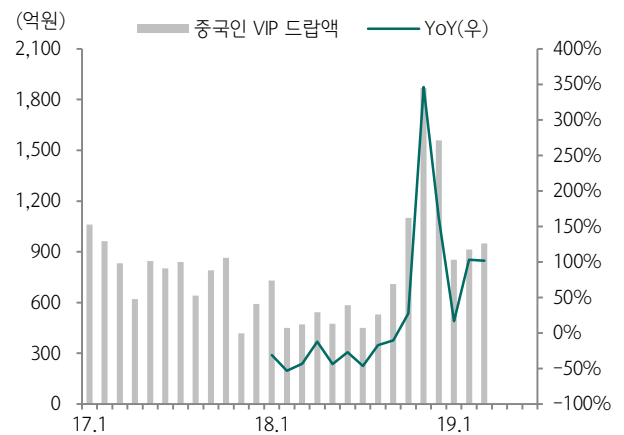
자료: GKL, 하나금융투자

그림 1. 월별 드랍액 추이 - 3월 YoY 30% 상승



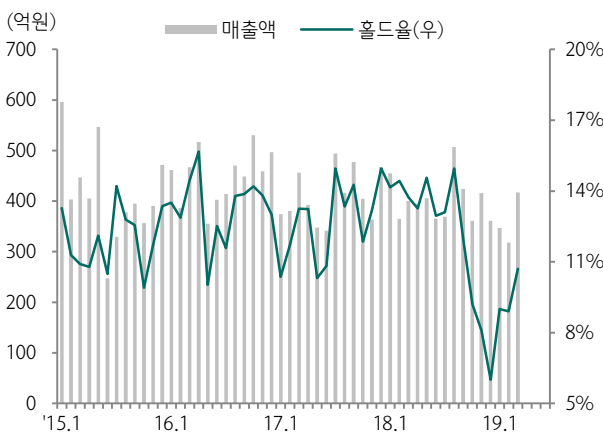
자료: GKL, 하나금융투자

그림 2. 중국인 VIP 드랍액 - 메르스 이후 분기 사상 최대



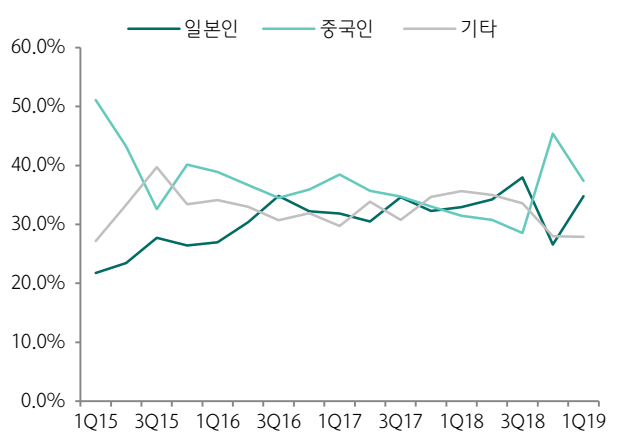
자료: GKL, 하나금융투자

그림 3. 매출액 및 홀드올 추이 - 프로모션과 배드럭에 따른 부진



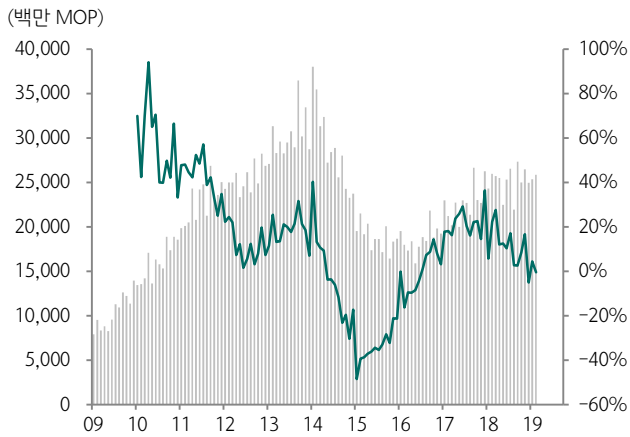
자료: GKL, 하나금융투자

그림 4. 국적별 드랍액 - 1Q19 중국인 비중은 37%



자료: GKL, 하나금융투자

그림 5. 마카오 GGR - 3월 YoY 0%



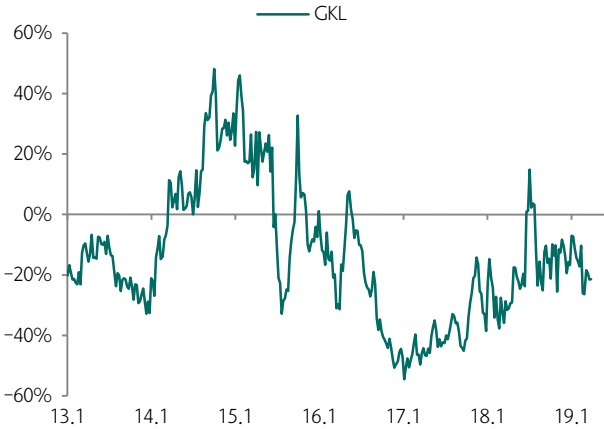
자료: DICJ, 하나금융투자

그림 6. 마카오 카지노 index - YTD 31% 상승



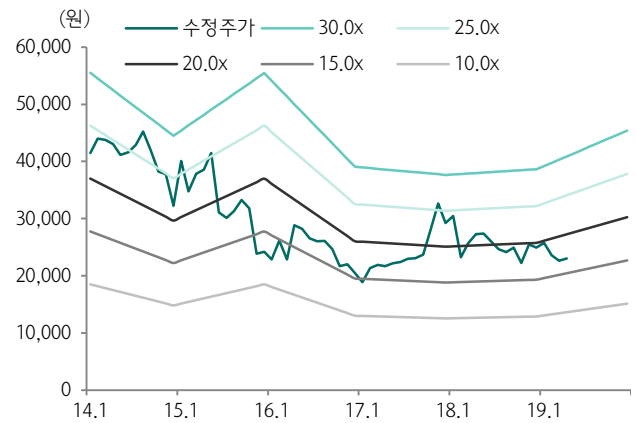
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. 마카오 대비 GKL 밸류에이션 할인율 -21%



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. GKL 12MF P/E 밴드 차트



자료: GKL, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	501.3	480.3	503.9	545.3	589.6
매출원가	354.9	338.7	360.1	382.4	406.0
매출총이익	146.4	141.6	143.8	162.9	183.6
판매비	38.2	36.7	37.5	39.1	40.8
영업이익	108.2	104.9	106.3	123.8	142.7
금융손익	8.2	10.6	11.0	11.4	11.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(9.0)	(11.7)	(11.1)	(10.5)	(9.9)
세전이익	107.3	103.8	106.2	124.7	144.8
법인세	26.8	26.2	26.6	31.2	36.2
계속사업이익	80.5	77.6	79.7	93.6	108.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	80.5	77.6	79.7	93.6	108.6
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	80.5	77.6	79.7	93.6	108.6
지배주주지분포괄이익	75.2	75.1	79.7	93.6	108.6
NOPAT	81.2	78.4	79.7	92.8	107.0
EBITDA	124.1	121.2	119.9	134.1	150.6
성장성(%)					
매출액증가율	(8.6)	(4.2)	4.9	8.2	8.1
NOPAT증가율	(29.5)	(3.4)	1.7	16.4	15.3
EBITDA증가율	(24.3)	(2.3)	(1.1)	11.8	12.3
영업이익증가율	(28.4)	(3.0)	1.3	16.5	15.3
(지배주주)순이익증가율	(29.6)	(3.6)	2.7	17.4	16.0
EPS증가율	(29.6)	(3.6)	2.6	17.4	16.1
수익성(%)					
매출총이익률	29.2	29.5	28.5	29.9	31.1
EBITDA이익률	24.8	25.2	23.8	24.6	25.5
영업이익률	21.6	21.8	21.1	22.7	24.2
계속사업이익률	16.1	16.2	15.8	17.2	18.4

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,302	1,255	1,288	1,512	1,755
BPS	8,602	9,086	9,664	10,467	11,442
CFPS	1,988	1,927	1,793	2,032	2,308
EBITDAPS	2,006	1,959	1,939	2,168	2,435
SPS	8,104	7,765	8,147	8,816	9,531
DPS	730	710	710	780	760
주가지표(배)					
PER	22.5	19.8	17.9	15.2	13.1
PBR	3.4	2.7	2.4	2.2	2.0
PCFR	14.7	12.9	12.8	11.3	10.0
EV/EBITDA	10.2	11.6	9.4	8.1	6.8
PSR	3.6	3.2	2.8	2.6	2.4
재무비율(%)					
ROE	15.3	14.2	13.7	15.0	16.0
ROA	11.0	10.4	9.9	10.6	11.3
ROIC	(339.5)	63.6	28.4	31.2	35.0
부채비율	37.6	36.3	41.8	41.5	40.9
순부채비율	(103.1)	(24.1)	(49.8)	(52.7)	(55.5)
이자보상배율(배)	9,842.4	11,353.5	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	566.2	455.1	694.4	770.8	856.6
금융자산	549.0	135.6	297.7	341.5	392.5
현금성자산	125.4	130.7	291.7	335.0	385.5
매출채권 등	14.0	14.3	17.7	19.2	20.7
재고자산	2.3	2.5	3.0	3.3	3.6
기타유동자산	0.9	302.7	376.0	406.8	439.8
비유동자산	165.7	310.7	153.0	145.5	140.6
투자자산	26.9	178.5	34.4	37.2	40.3
금융자산	26.9	26.8	33.3	36.0	39.0
유형자산	93.0	85.5	72.3	62.4	54.9
무형자산	9.5	9.6	9.1	8.7	8.3
기타비유동자산	36.3	37.1	37.2	37.2	37.1
자산총계	731.9	765.8	847.4	916.2	997.2
유동부채	169.5	168.8	206.2	221.8	238.6
금융부채	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0
매입채무 등	140.3	144.9	179.9	194.7	210.5
기타유동부채	29.0	23.7	26.1	27.1	28.1
비유동부채	30.3	35.0	43.5	47.0	50.9
금융부채	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	30.1	35.0	43.5	47.0	50.9
부채총계	199.9	203.8	249.6	268.8	289.5
지배주주지분	532.1	562.0	597.8	647.4	707.7
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	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	479.9	509.8	545.6	595.2	655.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	532.1	562.0	597.8	647.4	707.7
순금융부채	(548.7)	(135.4)	(297.5)	(341.5)	(392.5)

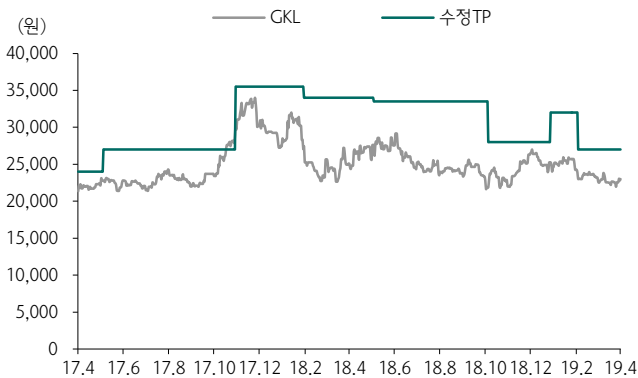
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	78.4	93.0	61.9	90.7	102.3
당기순이익	80.5	77.6	79.7	93.6	108.6
조정	21.0	17.5	13.6	10.3	7.9
감가상각비	15.9	16.3	13.6	10.4	7.9
외환거래손익	0.3	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.8	1.3	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(23.1)	(2.1)	(31.4)	(13.2)	(14.2)
투자활동 현금흐름	(82.6)	(42.5)	143.0	(3.3)	(3.5)
투자자산감소(증가)	1.1	(151.6)	144.1	(2.8)	(3.0)
유형자산감소(증가)	(9.4)	(7.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(74.3)	116.8	(1.1)	(0.5)	(0.5)
재무활동 현금흐름	(61.5)	(45.3)	(43.9)	(44.1)	(48.2)
금융부채증가(감소)	0.4	(0.2)	0.0	(0.2)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	(61.9)	(45.2)	(43.9)	(43.9)	(48.2)
현금의 증감	(65.9)	5.3	161.0	43.3	50.5
Unlevered CFO	123.0	119.2	110.9	125.7	142.8
Free Cash Flow	69.0	85.4	61.9	90.7	102.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GKL



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			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 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	92.2%	7.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 10일

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 04월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 04월 11일 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.