

# GKL (114090)

## 2020년 사상 최대 드랍액 가능성

### 목표주가 상향

목표주가 산정 기준을 2020년으로 변경하면서 26,000원 (+11%)으로 상향한다. 올해 감익하겠지만, 4Q18의 대규모 프로모션 영향이 완화되면서 실적은 1분기를 저점으로 점진적인 회복세다. 목표 P/E는 18.7배로 마카오 VIP가 빠르게 감소하고 있는 가운데 중국 VIP들의 회복 가능성이 높아 소폭 프리미엄을 적용했다. 일본 드랍액은 파라다이스의 압도적인 성장과 정치적 이슈로 다소 위축되고 있는 가운데 중국 VIP의 성장 가능성은 분명히 긍정적인 시그널이다.

### 3Q Review: OPM 22.9%(-0.7%p YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 1,334억원/306억원(YoY 2%/-1%)로 컨센서스(306억원)에 부합했다. 드랍액은 1.12조원(+15%)으로 중국/일본이 각각 +39%/-8% 변동했다. 일본에서는 정치적 이슈로 인해 다소 낮은 등급 고객들의 모객에는 차질이 발생했지만, 반대로 중국은 파라다이스와 같이 그룹 투어 인원 증가 및 사드 규제 이후 일부 VIP들의 재방문이 시작되면서 긍정적으로 작용했다. 4Q18에 진행했던 대규모 프로모션의 영향이 완화되면서 홀드율이 12.0%(-1.3%p)로 1년 만에 정상적인 수준에 진입했다.

### 중국 VIP 성장 가능성

마카오 정켓의 비 마카오 확장 전략 속에서 복합리조트(혹은 신축)가 없는 GKL의 드랍액 성장을 예상하기 쉽지 않다. 그렇기에 1) 추가 정켓 확보나 2) 사드 규제 이전 고객들의 자발적인 컴백 움직임이 보여야 하는데 2가지 모두 긍정적이다. 공기업의 한계로 신사업 확장 노력은 매년 좌절되고 있지만 정켓은 빠르면 연내 2곳에서 1곳 더 추가될 가능성이 높은 상황이다. 또한, 사업장 내 분위기를 감지해보면 중국 내 반 부패 정책 기조가 다소 완화되면서 2분기부터 일부 중국인 VIP들의 컴백이 포착되고 있어 긍정적이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 26,000원(상향) | CP(11월 8일): 21,700원

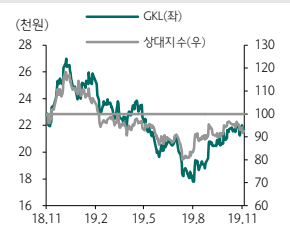
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,137.23
52주 최고/최저(원)	27,000/17,800
시가총액(십억원)	1,342.3
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	61,855.7
60일 평균 거래량(천주)	116.0
60일 평균 거래대금(십억원)	2.4
19년 배당금(예상, 원)	710
19년 배당수익률(예상, %)	3.27
외국인지분율(%)	8.73
주요주주 지분율(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금공단	13.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.2 (3.6) (5.0)
상대	(4.0) (2.2) (7.0)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	489.8	518.5
영업이익(십억원)	104.3	116.5
순이익(십억원)	76.0	85.4
EPS(원)	1,228	1,380
BPS(원)	9,388	10,061

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	501.3	480.3	478.3	527.1	557.5
영업이익	십억원	108.2	104.9	96.0	117.4	129.4
세전이익	십억원	107.3	103.8	95.7	118.2	131.4
순이익	십억원	80.5	77.6	70.8	88.1	97.9
EPS	원	1,302	1,255	1,144	1,424	1,583
증감률	%	(29.6)	(3.6)	(8.8)	24.5	11.2
PER	배	22.46	19.84	18.96	15.24	13.71
PBR	배	3.40	2.74	2.28	2.12	1.97
EV/EBITDA	배	10.16	9.10	7.97	6.27	5.33
ROE	%	15.33	14.19	12.30	14.42	14.88
BPS	원	8,602	9,086	9,521	10,234	11,037
DPS	원	730	710	710	730	750



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

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

표 1. GKL 목표주가 상향

지배주주순이익('20년)	88	십억원
주식 수	61,856	천주
EPS	1,424	원
목표 P/E	18.7	배
목표 주가	26,000	원
현재 주가	21,700	원
상승 여력	20	%

자료: 하나금융투자

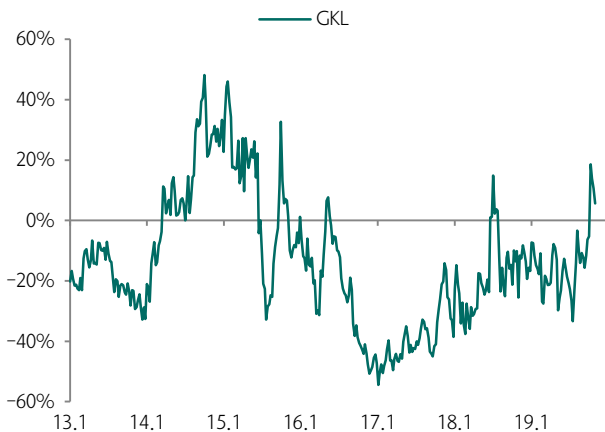
표 2. GKL 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F
드랍액	4,203	4,442	4,648	865	859	975	1,504	1,132	1,090	1,116	1,104
중국인	1,356	1,443	1,516	241	233	251	630	372	360	350	362
일본인	1,215	1,262	1,305	252	260	335	369	346	306	309	301
기타	1,223	1,297	1,362	272	266	296	389	310	315	343	329
홀드올	11.4%	10.7%	11.2%	14.1%	13.6%	13.3%	7.6%	9.6%	10.8%	12.0%	10.6%
매출액	480	478	527	122	116	130	112	109	117	133	118
매출원가	340	344	370	83	75	88	95	84	83	91	86
GPM	29%	28%	30%	32%	36%	33%	15%	23%	29%	32%	27%
영업이익	105	96	117	31	35	31	8	17	26	31	22
OPM	22%	20%	22%	26%	30%	24%	7%	16%	23%	23%	19%
당기순이익	78	71	88	17	27	26	7	9	20	25	17

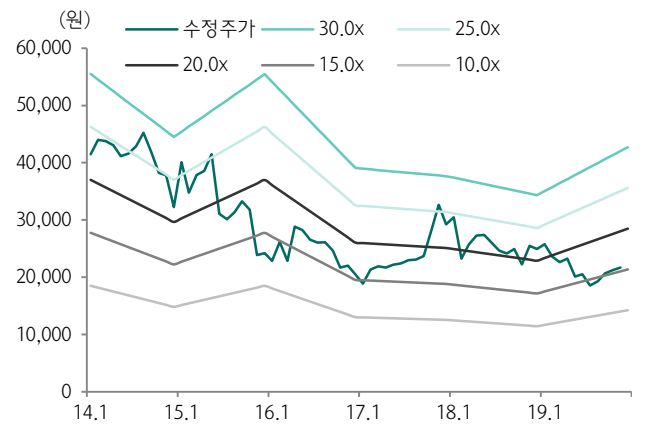
자료: GKL, 하나금융투자

그림 1. 마카오 대비 GKL 밸류에이션 할증 6%



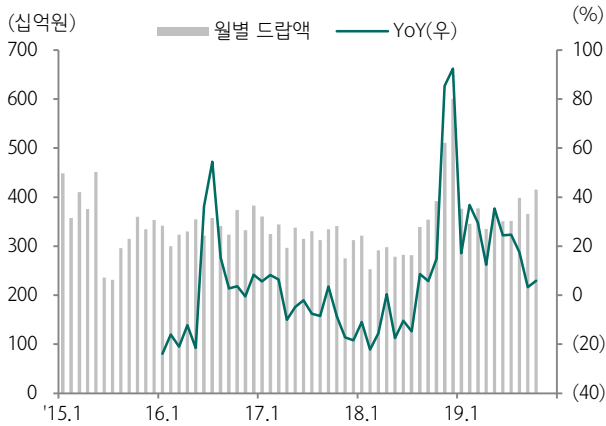
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. GKL 12MF P/E 밴드 차트



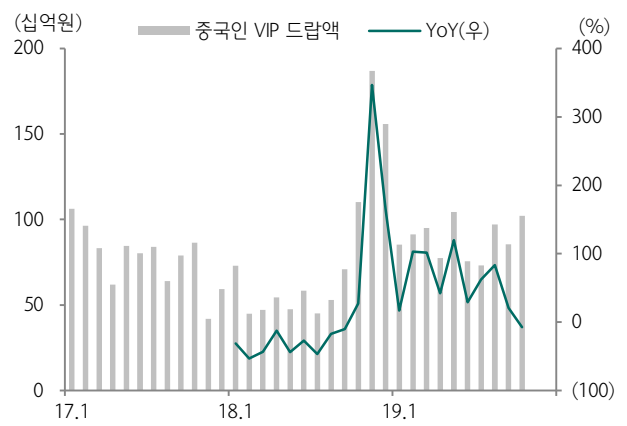
자료: GKL, 하나금융투자

그림 3. 월별 드랍액 추이 - 10월 YoY 6% 상승



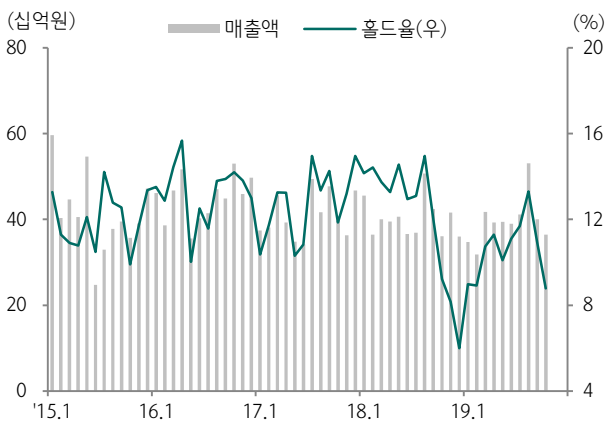
자료: GKL, 하나금융투자

그림 4. 중국인 VIP 드랍액 - 10월 YoY -7% 감소



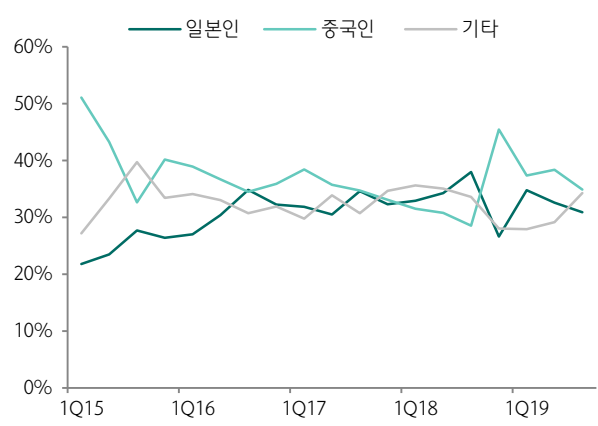
자료: GKL, 하나금융투자

그림 5. 매출액 및 홀드율 추이 - 프로모션과 배드럭에 따른 부진



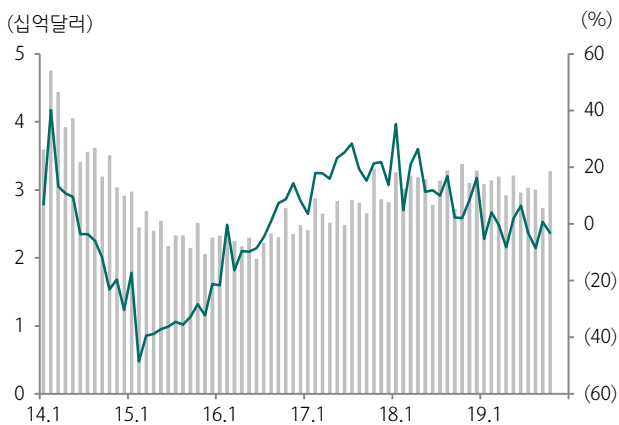
자료: GKL, 하나금융투자

그림 6. 국적별 드랍액 - 1Q19 중국인 비중은 37%



자료: GKL, 하나금융투자

그림 7. 마카오 GGR - 10월 YoY -3%



자료: DIC, 하나금융투자

그림 8. 마카오 카지노 index - YTD 13% 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

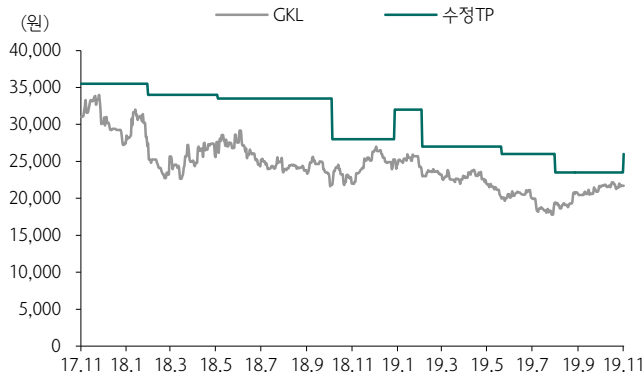
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>501.3</b>	<b>480.3</b>	<b>478.3</b>	<b>527.1</b>	<b>557.5</b>
매출원가	354.9	338.7	344.1	369.8	386.5
매출총이익	146.4	141.6	134.2	157.3	171.0
판매비	38.2	36.7	38.2	39.8	41.6
<b>영업이익</b>	<b>108.2</b>	<b>104.9</b>	<b>96.0</b>	<b>117.4</b>	<b>129.4</b>
금융손익	8.2	10.6	8.5	9.1	9.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(9.0)	(11.7)	(8.8)	(8.2)	(7.7)
<b>세전이익</b>	<b>107.3</b>	<b>103.8</b>	<b>95.7</b>	<b>118.2</b>	<b>131.4</b>
법인세	26.8	26.2	24.9	30.1	33.5
계속사업이익	80.5	77.6	70.8	88.1	97.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>80.5</b>	<b>77.6</b>	<b>70.8</b>	<b>88.1</b>	<b>97.9</b>
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>80.5</b>	<b>77.6</b>	<b>70.8</b>	<b>88.1</b>	<b>97.9</b>
지배주주지분포괄이익	75.2	75.1	70.8	88.1	97.9
NOPAT	81.2	78.4	71.1	87.5	96.4
EBITDA	124.1	121.2	108.6	127.2	137.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(8.6)	(4.2)	(0.4)	10.2	5.8
NOPAT증가율	(29.5)	(3.4)	(9.3)	23.1	10.2
EBITDA증가율	(24.3)	(2.3)	(10.4)	17.1	7.7
영업이익증가율	(28.4)	(3.0)	(8.5)	22.3	10.2
(지배주주)순이익증가율	(29.6)	(3.6)	(8.8)	24.4	11.1
EPS증가율	(29.6)	(3.6)	(8.8)	24.5	11.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	29.2	29.5	28.1	29.8	30.7
EBITDA이익률	24.8	25.2	22.7	24.1	24.6
영업이익률	21.6	21.8	20.1	22.3	23.2
계속사업이익률	16.1	16.2	14.8	16.7	17.6
<b>투자지표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,302	1,255	1,144	1,424	1,583
BPS	8,602	9,086	9,521	10,234	11,037
CFPS	1,988	1,927	1,648	1,959	2,128
EBITDAPS	2,006	1,959	1,756	2,056	2,215
SPS	8,104	7,765	7,733	8,521	9,013
DPS	730	710	710	730	750
<b>주가지표(배)</b>					
PER	22.5	19.8	19.0	15.2	13.7
PBR	3.4	2.7	2.3	2.1	2.0
PCFR	14.7	12.9	13.2	11.1	10.2
EV/EBITDA	10.2	9.1	8.0	6.3	5.3
PSR	3.6	3.2	2.8	2.5	2.4
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	15.3	14.2	12.3	14.4	14.9
ROA	11.0	10.4	9.1	10.7	11.0
ROIC	(339.5)	(283.9)	(176.7)	(150.6)	(123.4)
부채비율	37.6	36.3	34.4	35.1	34.3
순부채비율	(103.1)	(77.8)	(80.9)	(86.1)	(89.5)
이자보상배율(배)	9,842.4	11,353.5	24.0	29.4	32.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>566.2</b>	<b>455.1</b>	<b>493.7</b>	<b>564.1</b>	<b>631.7</b>
금융자산	549.0	437.6	476.3	544.9	611.4
현금성자산	125.4	130.7	169.5	237.6	303.7
매출채권 등	14.0	14.3	14.2	15.7	16.6
재고자산	2.3	2.5	2.4	2.7	2.9
기타유동자산	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
<b>비유동자산</b>	<b>165.7</b>	<b>310.7</b>	<b>298.0</b>	<b>291.0</b>	<b>285.2</b>
투자자산	26.9	178.5	178.4	181.2	183.0
금융자산	26.9	26.8	26.7	29.4	31.1
유형자산	93.0	85.5	73.2	63.8	56.5
무형자산	9.5	9.6	9.2	8.8	8.5
기타비유동자산	36.3	37.1	37.2	37.2	37.2
<b>자산총계</b>	<b>731.9</b>	<b>765.8</b>	<b>791.8</b>	<b>855.2</b>	<b>916.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>169.5</b>	<b>168.8</b>	<b>168.0</b>	<b>183.7</b>	<b>193.5</b>
금융부채	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	140.3	144.9	144.3	159.0	168.2
기타유동부채	29.0	23.7	23.7	24.7	25.3
<b>비유동부채</b>	<b>30.3</b>	<b>35.0</b>	<b>34.9</b>	<b>38.4</b>	<b>40.6</b>
금융부채	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	30.1	35.0	34.9	38.4	40.6
<b>부채총계</b>	<b>199.9</b>	<b>203.8</b>	<b>202.9</b>	<b>222.1</b>	<b>234.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>532.1</b>	<b>562.0</b>	<b>588.9</b>	<b>633.1</b>	<b>682.7</b>
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	536.7	580.9	630.5
<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>532.1</b>	<b>562.0</b>	<b>588.9</b>	<b>633.1</b>	<b>682.7</b>
손금부채	(548.7)	(437.4)	(476.3)	(544.9)	(611.3)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>78.4</b>	<b>93.0</b>	<b>82.7</b>	<b>115.3</b>	<b>116.4</b>
당기순이익	80.5	77.6	70.8	88.1	97.9
조정	21.0	17.5	12.6	9.7	7.6
감가상각비	15.9	16.3	12.6	9.8	7.6
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)	(0.7)	17.5	10.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(82.6)</b>	<b>(42.5)</b>	<b>0.1</b>	<b>(3.3)</b>	<b>(2.1)</b>
투자자산감소(증가)	1.1	(151.6)	0.1	(2.8)	(1.8)
유형자산감소(증가)	(9.4)	(7.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(74.3)	116.8	0.0	(0.5)	(0.3)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(61.5)</b>	<b>(45.3)</b>	<b>(44.1)</b>	<b>(43.9)</b>	<b>(48.2)</b>
금융부채증가(감소)	0.4	(0.2)	(0.2)	0.0	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)
<b>현금의 증감</b>	<b>(65.9)</b>	<b>5.3</b>	<b>38.7</b>	<b>68.1</b>	<b>66.1</b>
Unlevered CFO	123.0	119.2	102.0	121.2	131.7
Free Cash Flow	69.0	85.4	82.7	115.3	116.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GKL



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.11	BUY	26,000		
19.8.11	BUY	23,500	-11.84%	-5.74%
19.5.31	BUY	26,000	-24.45%	-18.85%
19.2.13	BUY	27,000	-15.82%	-11.30%
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%

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	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

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