

GKL (114090)

봄이 오기 전에 매수하자

시간의 문제일 뿐, 조정을 매수의 기회로 삼아야

가장 큰 리스크인 (확진자 발생에 따른) 영업장 운영 중단 이슈만 발생하지 않는다면 1월의 호실적을 감안했을 때 연간 실적 눈높이를 낮출 필요가 없을 정도로 업황은 안정적이다. 1월에는 정켓을 또 추가했으며, 특히, 3개월 연속 중국 VIP 중심의 강남점이 힐튼점의 매출을 상회하고 있다. 강남점의 1월 중국인 드랍액도 1년 내 최고 수준이다. 기말 배당이 3년 연속 감소한 점은 상당히 아쉽지만, 2주간 사업장을 폐쇄한 마카오 카지노의 주가도 P/E 18배 수준을 회복했고, GKL도 P/E 13배까지 하락한 절대적/상대적 저평가 수준이다. 지루한 조정을 매수의 기회로 활용하자.

4Q Review: OPM 17.4%(+10.2%p YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 1,308억원/228억원(YoY 17%/+182%)로 컨센서스(271억원)를 하회했다. 드랍액은 1.21조원(-20%)으로 부진했는데, 전년 프로모션의 역 기저 효과로 중국/일본이 각각 -39%/-10% 감소했다. 다만, 홀드율은 11.0%(+3.4%p)로 정상화 되었으며, 1월에는 14.2%까지 상승했다. 비용에서는 인건비 및 판매촉진비가 예상보다 높아 이익에 부정적으로 작용했다.

우려 대비 2월 실적은 훨씬 안정적인 것으로 추정

과거 GKL 실적의 중심은 중국인 VIP 비중이 높은 강남이었지만, 마케터 체포 및 사드 규제 이후 최근 3년간은 상대적으로 Mass 비중이 높은 힐튼의 매출이 더 높았다. 그러나, 최근 한한령 완화 기조로 인해 중국 인바운드 및 (과거 이탈했던) VIP가 회복하면서 작년 4분기 이후 정켓도 2곳을 추가로 계약했다. 여기에 더해 드랍액 프로모션의 정상화로 홀드율도 회복하면서 11월부터 3개월 연속 강남의 매출이 힐튼을 상회하고 있다. 코로나 바이러스 확산에 따른 영업장 폐쇄 리스크나 특별한 리의 변수가 발생하지 않는다면, 우려보다 훨씬 괜찮은 2월 실적을 확인할 수 있을 것이다.

Update

BUY

TP(12M): 26,000원 | CP(2월 11일): 19,200원

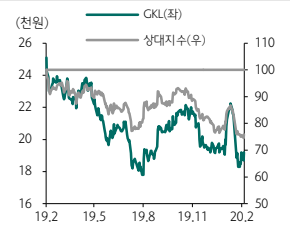
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,223.12
52주 최고/최저(원)	23,950/17,800
시가총액(십억원)	1,187.6
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	61,855.7
60일 평균 거래량(천주)	195.8
60일 평균 거래대금(십억원)	3.9
19년 배당금(예상, 원)	659
19년 배당수익률(예상, %)	3.39
외국인지분율(%)	8.18
주요주주 지분율(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금공단	13.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.6) (1.0) (19.7)
상대	(10.3) (13.7) (21.2)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	490.3	525.1
영업이익(십억원)	98.3	114.7
순이익(십억원)	73.3	85.2
EPS(원)	1,185	1,377
BPS(원)	9,412	10,043

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	501.3	480.3	490.8	544.1	578.9
영업이익	십억원	108.2	104.9	96.8	119.6	133.8
세전이익	십억원	107.3	103.8	95.7	119.7	135.2
순이익	십억원	80.5	77.6	72.4	89.8	101.4
EPS	원	1,302	1,255	1,171	1,452	1,639
증감률	%	(29.6)	(3.6)	(6.7)	24.0	12.9
PER	배	22.46	19.84	16.62	13.23	11.72
PBR	배	3.40	2.74	2.04	1.86	1.71
EV/EBITDA	배	10.16	9.10	6.59	4.88	3.96
ROE	%	15.33	14.19	12.57	14.60	15.22
BPS	원	8,602	9,086	9,547	10,339	11,198
DPS	원	730	710	659	730	830



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

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

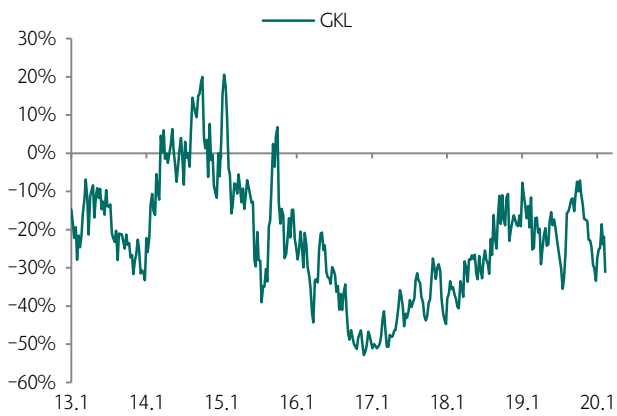
표 1. GKL 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	18	19P	20F	21F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
드랍액	4,203	4,546	4,550	4,800	1,132	1,090	1,116	1,208	949	1,119	1,175	1,308
중국인	1,356	1,466	1,492	1,593	372	360	350	385	325	362	382	423
일본인	1,215	1,294	1,209	1,262	346	306	309	333	235	303	311	359
기타	1,223	1,331	1,384	1,454	310	315	343	363	290	338	360	396
홀드올	11.4%	10.8%	11.8%	11.9%	9.6%	10.8%	12.0%	11.0%	12.7%	11.5%	11.9%	11.3%
매출액	480	491	544	579	109	117	133	131	122	130	142	150
매출원가	340	357	386	405	84	83	91	99	90	94	96	107
GPM	29%	27%	29%	30%	23%	29%	32%	24%	26%	28%	33%	29%
영업이익	105	97	120	134	17	26	31	23	24	28	34	34
OPM	22%	20%	22%	23%	16%	23%	23%	17%	20%	22%	24%	23%
당기순이익	78	72	90	101	9	20	25	18	14	23	27	26

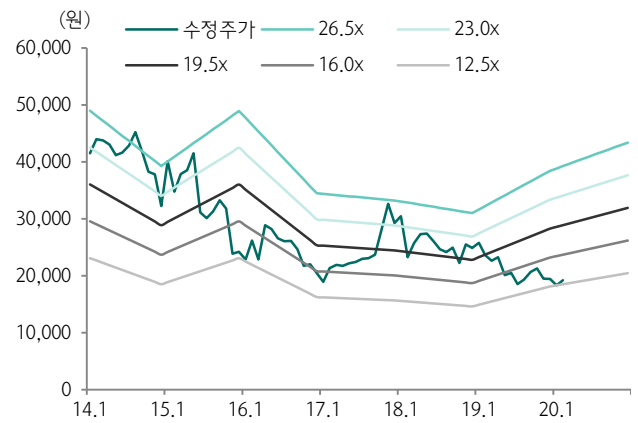
자료: GKL, 하나금융투자

그림 1. 마카오 대비 GKL 밸류에이션 할인 -31%



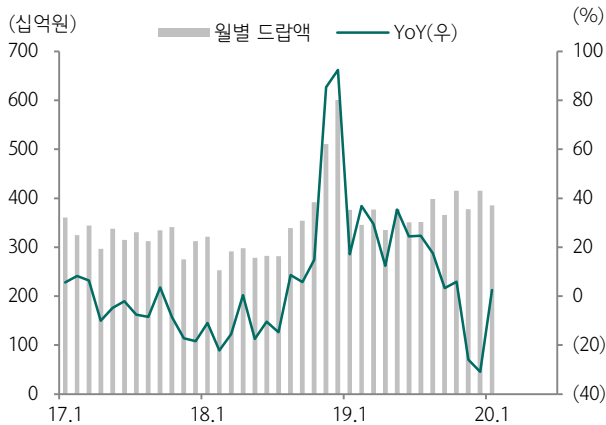
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. GKL 12MF P/E 밴드 차트



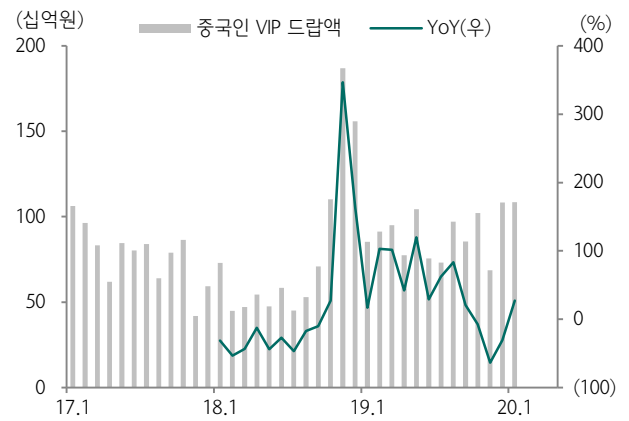
자료: GKL, 하나금융투자

그림 3. 월별 드랍액 추이 - 1월 YoY 2% 증가



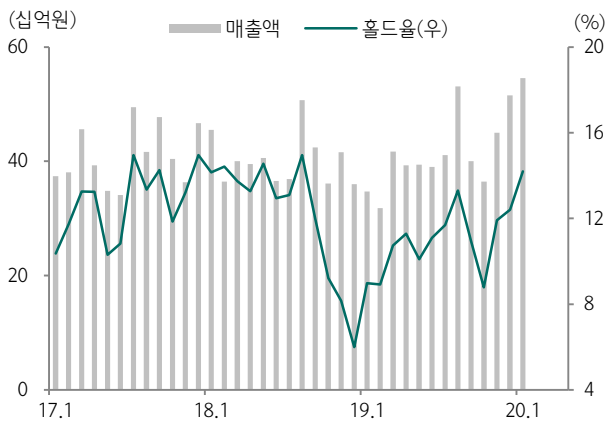
자료: GKL, 하나금융투자

그림 4. 중국인 VIP 드랍액 - 1월 YoY 27% 증가



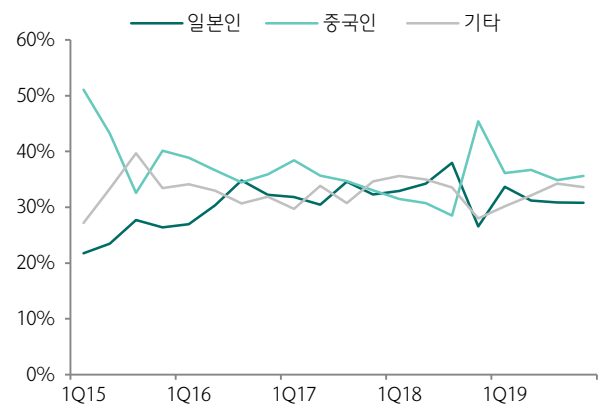
자료: GKL, 하나금융투자

그림 5. 매출액 및 홀드올 추이



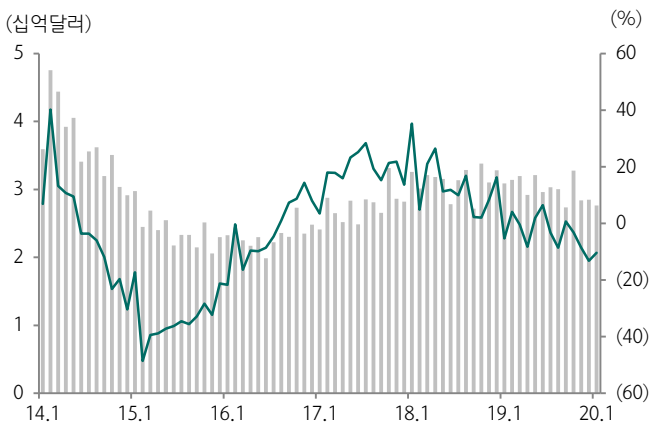
자료: GKL, 하나금융투자

그림 6. 국적별 드랍액 - 4Q19 중국인 비중은 36%



자료: GKL, 하나금융투자

그림 7. 마카오 GGR 추이 - 1월 \$28억(YoY -11%)



자료: DIC, 하나금융투자

그림 8. 마카오 카지노 index - YTD -6% 하락



자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 2. GKL 월별 테이블 드랍액 및 매출액

(단위: 십억원, %)

	19.1	19.2	19.3	19.4	19.5	19.6	19.7	19.8	19.9	19.10	19.11	19.12	20.1
GKL	343	314	337	302	337	315	317	360	325	372	337	371	347
VIP	254	238	255	213	248	209	213	249	222	265	239	258	248
Japan	114	100	104	93	96	86	92	106	84	101	104	103	83
China	85	91	95	77	104	76	73	97	86	102	69	108	108
Others	55	47	56	42	48	48	48	46	53	61	67	46	56
Mass	89	76	83	89	88	105	104	111	103	108	98	113	100
홀드올(%)	9.0	8.9	10.7	11.3	10.1	11.1	11.7	13.3	10.9	8.8	11.9	12.4	14.2
매출액	35	31.8	41.7	39.3	39.4	39.0	41.1	53.1	40.0	36.4	45.0	51.5	54.6
서울 강남	168	155	178	138	165	148	152	170	165	212	175	178	177
VIP	135	129	150	110	134	116	121	134	133	176	147	144	147
Japan	43	40	47	31	32	37	37	46	41	59	53	44	34
China	53	57	64	49	64	46	49	53	56	67	43	66	69
Others	39	32	41	29	38	33	35	35	36	50	52	34	44
Mass	33	26	27	28	31	32	31	35	32	36	27	34	30
매출액	13	11	18	13	13	14	15	22	13	14	19	23	26
서울 힐튼	117	105	116	122	119	104	114	126	107	104	111	125	111
VIP	63	55	60	60	63	46	55	67	52	47	53	61	56
Japan	46	38	37	39	41	26	34	38	24	27	32	32	31
China	6	6	14	12	15	13	11	21	14	12	13	20	15
Others	11	10	9	9	6	7	10	7	14	8	8	9	10
Mass	55	50	56	61	56	58	58	59	56	57	58	64	55
매출액	15	15	16	20	20	15	21	23	20	17	18	20	22
부산 롯데	68	66	56	56	66	63	51	65	53	57	52	67	59
VIP	57	54	44	43	52	47	37	48	38	42	39	53	45
Japan	25	22	20	23	23	23	21	22	19	15	19	27	18
China	27	29	17	16	25	17	13	24	16	23	13	22	24
Others	5	4	7	4	4	7	3	3	3	4	7	3	2
Mass	5	4	7	4	4	7	3	3	3	4	7	3	2
매출액	6	5	7	6	7	10	5	8	7	6	8	8	7
Growth (YoY, %)													
GKL 전체	20	43	31	16	37	25	25	17	1	6	(29)	(34)	1
VIP	33	67	47	23	60	25	27	15	(1)	(1)	(34)	(33)	(2)
Japan	46	49	26	13	18	21	10	(5)	(27)	5	(13)	(19)	(27)
China	17	103	102	42	120	29	62	83	21	(7)	(63)	(31)	27
Others	37	52	27	16	76	25	23	(11)	41	2	26	(54)	2
Mass	(7)	(2)	(1)	2	(2)	24	21	21	5	29	(16)	(36)	12
매출액	(24)	(13)	4	(1)	(3)	7	11	5	(6)	1	8	43	57
서울 강남	23	53	59	27	57	27	43	9	(2)	17	(26)	(43)	5
VIP	29	67	76	35	72	25	47	3	(5)	13	(24)	(41)	9
Japan	75	45	57	14	10	26	13	(15)	(31)	59	35	(24)	(21)
China	7	105	137	59	110	27	99	44	5	(7)	(64)	(41)	31
Others	26	47	38	26	107	22	41	(9)	35	8	46	(55)	13
Mass	3	8	4	4	14	31	30	35	9	43	(33)	(50)	(10)
매출액	(28)	(17)	(2)	(9)	(24)	5	(7)	(9)	(26)	(15)	24	104	98
서울 힐튼	24	46	29	19	30	27	16	18	1	(3)	(20)	(29)	(5)
VIP	43	88	35	12	54	35	16	23	5	(21)	(30)	(24)	(11)
Japan	52	107	17	(3)	36	12	(2)	(5)	(39)	(38)	(28)	(31)	(33)
China	(15)	44	255	190	281	274	163	275	392	213	(23)	35	162
Others	61	62	2	(6)	(4)	(1)	14	(9)	99	(32)	(42)	(55)	(9)
Mass	7	17	23	28	11	21	17	13	(2)	20	(10)	(33)	1
매출액	(10)	(9)	14	24	24	(7)	40	23	(2)	21	(13)	18	41
부산 롯데	23	38	(0)	13	33	17	4	44	13	(9)	(49)	(6)	(13)
VIP	34	49	1	13	39	15	(1)	50	7	(18)	(57)	(10)	(21)
Japan	7	4	(5)	53	5	24	32	24	14	(1)	(47)	19	(26)
China	58	116	7	(18)	93	(10)	(19)	120	8	(31)	(74)	(24)	(9)
Others	106	66	8	8	52	99	(43)	(27)	(27)	45	108	(51)	(56)
Mass	(12)	4	(7)	12	13	23	22	29	31	35	9	17	26
매출액	(40)	(13)	2	(33)	(13)	39	(11)	1	48	(0)	49	9	12

자료: GKL, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	501.3	480.3	490.8	544.1	578.9
매출원가	354.9	338.7	357.2	386.2	405.1
매출총이익	146.4	141.6	133.6	157.9	173.8
판관비	38.2	36.7	36.8	38.4	40.1
영업이익	108.2	104.9	96.8	119.6	133.8
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)	(9.5)	(8.9)	(8.3)
세전이익	107.3	103.8	95.7	119.7	135.2
법인세	26.8	26.2	23.3	29.9	33.8
계속사업이익	80.5	77.6	72.4	89.8	101.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	80.5	77.6	72.4	89.8	101.4
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	80.5	77.6	72.4	89.8	101.4
지배주주지분포괄이익	75.2	75.1	72.4	89.8	101.4
NOPAT	81.2	78.4	73.2	89.7	100.3
EBITDA	124.1	121.2	109.4	129.4	141.4
성장성(%)					
매출액증가율	(8.6)	(4.2)	2.2	10.9	6.4
NOPAT증가율	(29.5)	(3.4)	(6.6)	22.5	11.8
EBITDA증가율	(24.3)	(2.3)	(9.7)	18.3	9.3
영업이익증가율	(28.4)	(3.0)	(7.7)	23.6	11.9
(지배주주)순이익증가율	(29.6)	(3.6)	(6.7)	24.0	12.9
EPS증가율	(29.6)	(3.6)	(6.7)	24.0	12.9
수익성(%)					
매출총이익률	29.2	29.5	27.2	29.0	30.0
EBITDA이익률	24.8	25.2	22.3	23.8	24.4
영업이익률	21.6	21.8	19.7	22.0	23.1
계속사업이익률	16.1	16.2	14.8	16.5	17.5

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,302	1,255	1,171	1,452	1,639
BPS	8,602	9,086	9,547	10,339	11,198
CFPS	1,988	1,927	1,649	1,983	2,189
EBITDAPS	2,006	1,959	1,769	2,091	2,286
SPS	8,104	7,765	7,934	8,797	9,359
DPS	730	710	659	730	830
주가지표(배)					
PER	22.5	19.8	16.6	13.2	11.7
PBR	3.4	2.7	2.0	1.9	1.7
PCFR	14.7	12.9	11.8	9.7	8.8
EV/EBITDA	10.2	9.1	6.6	4.9	4.0
PSR	3.6	3.2	2.5	2.2	2.1
재무비율(%)					
ROE	15.3	14.2	12.6	14.6	15.2
ROA	11.0	10.4	9.3	10.8	11.2
ROIC	(339.5)	(283.9)	(174.4)	(143.9)	(120.0)
부채비율	37.6	36.3	35.2	35.8	35.0
순부채비율	(103.1)	(77.8)	(81.6)	(87.0)	(90.6)
이자보상배율(배)	9,842.4	11,353.5	24.2	29.9	33.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	566.2	455.1	499.6	576.4	648.8
금융자산	549.0	437.6	481.7	556.6	627.8
현금성자산	125.4	130.7	174.7	249.0	319.9
매출채권 등	14.0	14.3	14.6	16.2	17.2
재고자산	2.3	2.5	2.5	2.8	3.0
기타유동자산	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
비유동자산	165.7	310.7	298.7	292.0	286.4
투자자산	26.9	178.5	179.1	182.2	184.2
금융자산	26.9	26.8	27.4	30.4	32.3
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
자산총계	731.9	765.8	798.3	868.4	935.2
유동부채	169.5	168.8	172.0	189.2	200.4
금융부채	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	140.3	144.9	148.1	164.2	174.7
기타유동부채	29.0	23.7	23.9	25.0	25.7
비유동부채	30.3	35.0	35.8	39.7	42.2
금융부채	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	30.1	35.0	35.8	39.7	42.2
부채총계	199.9	203.8	207.8	228.8	242.6
지배주주지분	532.1	562.0	590.5	639.5	692.7
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	538.3	587.4	640.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	532.1	562.0	590.5	639.5	692.7
손금유부채	(548.7)	(437.4)	(481.7)	(556.5)	(627.7)

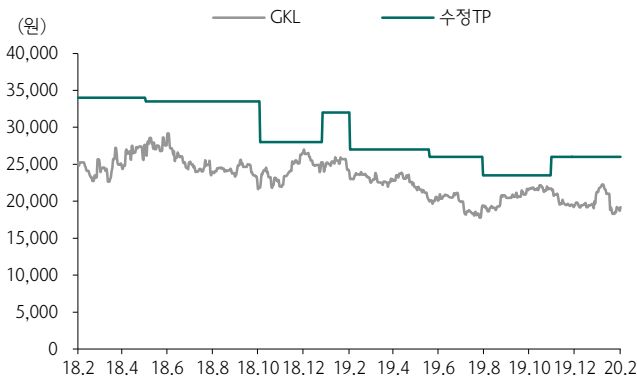
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	78.4	93.0	88.8	118.7	121.5
당기순이익	80.5	77.6	72.4	89.8	101.4
조정	21.0	17.5	12.7	9.8	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	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(23.1)	(2.1)	3.7	19.1	12.5
투자활동 현금흐름	(82.6)	(42.5)	(0.7)	(3.6)	(2.4)
투자자산감소(증가)	1.1	(151.6)	(0.6)	(3.1)	(2.0)
유형자산감소(증가)	(9.4)	(7.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(74.3)	116.8	(0.1)	(0.5)	(0.4)
재무활동 현금흐름	(61.5)	(45.3)	(44.1)	(40.8)	(48.2)
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)	(40.8)	(48.2)
현금의 증감	(65.9)	5.3	44.0	74.3	70.9
Unlevered CFO	123.0	119.2	102.0	122.7	135.4
Free Cash Flow	69.0	85.4	88.8	118.7	121.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GKL



날짜	투자의견	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%
18.4.4	BUY	34,000	-22.81%	-18.82%
17.11.9	BUY	35,500	-20.20%	-4.23%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자등급의 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 12일

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 2020년 02월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 02월 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.