



하나금융그룹

2020년 5월 11일 | Equity Research

# GKL (114090)

## 안전한 여행은 한국뿐. 중국 VIP들의 선호도가 높아질 것

### '21년 기준 P/E 10배에서는 잃을게 없다

포스트 코로나19 시대에서(최소한 백신이 나오기 전까지는) 여행의 트렌드는 가성비가 아닌 안전이 될 것이다. 중국인 VIP들의 폭발적인 잠재 수요가 대기하는 가운데, 전세계에서 가장 안전한 국가로 부상하고 있는 한국에 대한 선호도가 당연히 높아질 수밖에 없다. 상호간의 입국 금지 완화 시점은 알 수 없으나, 2021년 기준 P/E 10배까지 하락한 현 주가는 너무 저평가 되어 있다.

### 1Q Review: OPM 24.1%(+8.6%p YoY)

1분기 매출액/영업이익은 각각 1,115억원/269억원(+2%/+58%)로 컨센서스(187억원)를 크게 상회했다. 3/23일부터 5/6일까지 영업장을 휴장하였으며, 코로나19에 대응해 콤프/판매촉진비용을 역대 최저 수준으로 통제했음에도 고객들이 꾸준하게 방문하면서 레버리지 효과가 컸기 때문이다. 드립액은 0.77조원(-32%, 3월 -74%)으로 당연히 부진했지만, 홀드율은 14.4%(+4.8%p YoY)로 1Q14 이후 최고 수준이다.

참고사항은, 파라다이스와 달리 공기업이다 보니 휴장에도 불구하고 인건비에는 큰 변동이 없다.

### 비용 없이 폭발적인 성장이 가능할 수도

전술했듯이, 1분기 실적 서프라이즈의 가장 큰 요인은 콤프 및 판매촉진비가 119억원(-41% YoY, vs. 매출 +2%)으로 사상 최저 수준을 기록했기 때문이다. 코로나19로 제한적인 영업환경에도 휴장 전까지 고객들의 방문이 이어졌는데, 이는 전세계에서 가장 안전한 국가 중 하나가 한국이기 때문이다. 3월 말까지 정상 영업을 한 캄보디아 내 Naga Corp.의 1분기 GGR이 15% 성장했는데, 마찬가지로 코로나19 누적 확진자가 120여명에 불과해 중국 VIP들이 편안함을 느꼈기 때문이라고 언급했다. 한국도 중국인 입국 시 2주간의 의무 격리 이슈가 완화된다면, 굳이 콤프 비용을 쓰지 않더라도 드립액이 빠르게 회복할 가능성성이 상당히 높다.

Update

BUY

| TP(12M): 22,000원 | CP(5월 8일): 15,750원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	1,945.82		
52주 최고/최저(원)	22,500/10,900	매출액(십억원)	432.7 553.0
시가총액(십억원)	974.2	영업이익(십억원)	66.1 134.2
시가총액비중(%)	0.08	순이익(십억원)	56.8 97.3
발행주식수(천주)	61,855.7	EPS(원)	917 1,572
60일 평균 거래량(천주)	365.0	BPS(원)	9,695 10,478
60일 평균 거래대금(십억원)	5.6		
20년 배당금(예상, 원)	500		
20년 배당수익률(예상, %)	3.18		
외국인지분율(%)	7.40		
주요주주 지분율(%)			
한국관광공사	51.00		
국민연금공단	13.05		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	12.5 (27.4) (30.0)		
상대	4.5 (20.3) (22.0)		

Stock Price	
(천원)	
19.5	GKL(주)
19.8	상대지수(우)
19.11	
20.2	
20.5	
110	
100	
90	
80	
70	
60	
50	

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	480.3	490.8	351.1	558.6	602.6
영업이익	십억원	104.9	96.4	31.6	129.3	145.5
세전이익	십억원	103.8	95.3	30.1	128.9	146.3
순이익	십억원	77.6	72.0	21.0	96.7	109.7
EPS	원	1,255	1,165	340	1,563	1,774
증감률	%	(3.6)	(7.2)	(70.8)	359.7	13.5
PER	배	19.84	16.70	46.31	10.08	8.88
PBR	배	2.74	2.06	1.72	1.54	1.40
EV/EBITDA	배	9.10	6.54	12.94	3.83	3.00
ROE	%	14.19	12.56	3.66	16.17	16.54
BPS	원	9,086	9,457	9,138	10,201	11,245
DPS	원	710	659	500	730	880



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

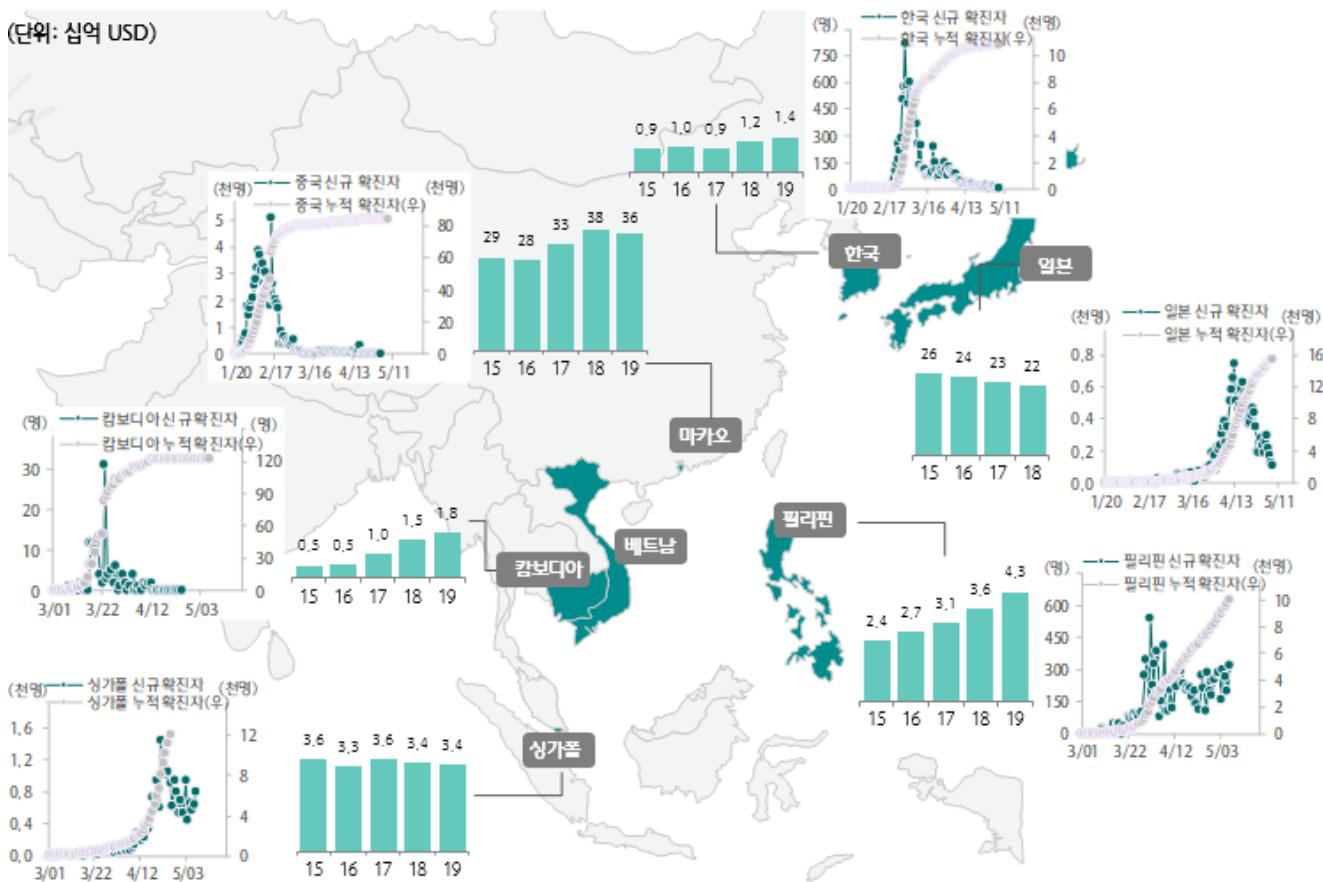
RA 박다겸

02-3771-7529

dagyeompark@hanafn.com

하나금융투자

그림 1. 아시아 주요 국가별 카지노 매출 및 최근 코로나19 확진자 수 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

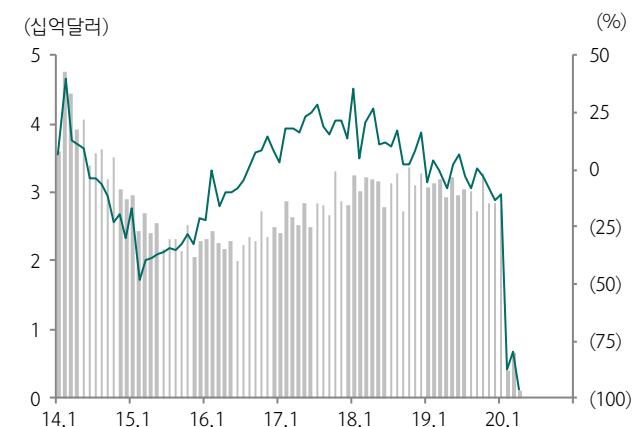
주: 필리핀은 PAGCOR 게이밍 매출 기준, 한국은 파라다이스와 GKL만 반영, 캄보디아는 Naga Corp만 반영

표 1. 아태평양 주요 카지노 운영국의 외국인 입국 금지/규제 내용

국가별	입국 금지/규제 내용
마카오	(3/18~)외국인 입국 금지, (3/25~)중국, 홍콩, 대만 주민 14일 내 외국 방문시 입국 금지
싱가폴	(3/4~)14일 내 한/중/이탈리아(북부)/이란 방문 외국인 입국/경유 금지, (3/23~)모든 단기 방문객 입국/경유 불허
필리핀	(3/22~)모든 비자 발급 중단 및 무비자 입국 중단(외국인 입국 금지), (3/15~5/15)루손섬 전역 이동 제한
베트남	(3/18~)한달간 모든 외국인 비자발급 중단, (3/22~)모든 외국인 대상 입국 금지, (3/25~)국제선 운행 중단
태국	(3/26~4/30)모든 육해공 경로 통한 입국 금지, (4/6~4/30)모든 여객기 도착 전면 금지
캄보디아	(3/31~) 모든 외국인 입국 제한(코로나19음성 확인서 필수), (4/3~5/2)신규 비자 발급 중단, (4/8~)모든 입국자 2주 격리
한국	(2/4~)어베이스, 우한시발 입국 금지, (3/9~)대일본 무비자 입국 잠정 중단, (4/1~)모든 입국자 2주 격리, (4/13~)90개국 무비자 입국 금지
러시아	(3/18~5/1)외국인 입국 금지
호주	(3/20~)모든 외국 국적자 입국 금지

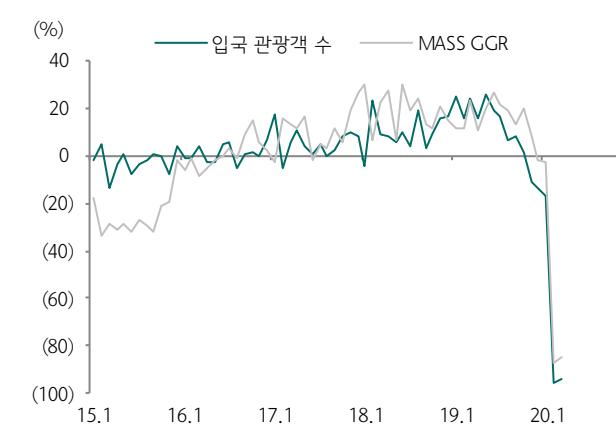
자료: 언론 보도 종합, 하나금융투자

그림 2. 마카오 GGR: 20년 4월 YoY -97%/연간 누적 -69%



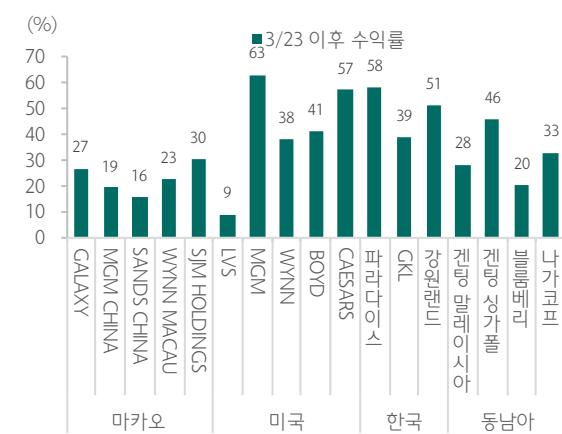
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 마카오 입국 관광객 수와 Mass GGR은 동행



자료: Bloomberg, 하나금융투자

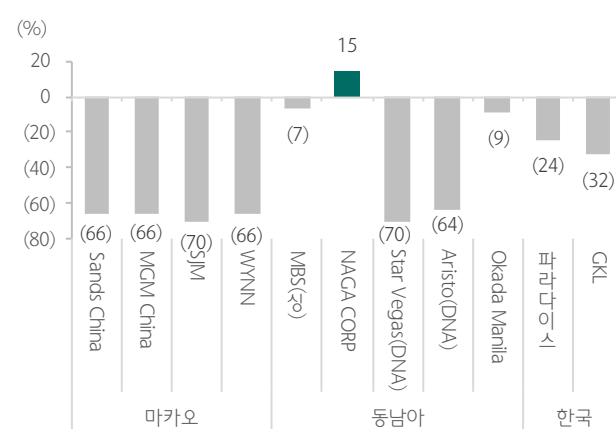
그림 4. 3/23 이후 주요 카지노 업체 주가 수익률 추이



자료: 각사, 하나금융투자

주: 마카오/한국은 카지노 순매출, 나머지는 전사 순매출 기준

그림 5. 아시아 카지노 내 1Q20 Naga Corp만 드랍액 성장 기록



자료: 각사, 하나금융투자

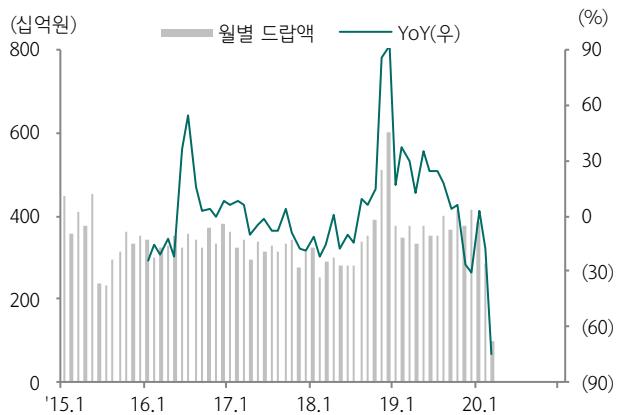
주: 도나코는 IR 아닌 중소형사로 타격 더 심함

표 2. GKL 실적 추이 및 전망

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
드랍액	4,546	2,813	4,588	4,929	1,132	1,090	1,116	1,208	768	211	690	1,144
중국인	1,466	932	1,563	1,685	372	360	350	385	251	54	232	395
일본인	1,294	698	1,272	1,382	346	306	309	333	178	29	174	317
기타	1,331	893	1,299	1,372	310	315	343	363	263	95	221	314
홀드율	10.7%	12.2%	12.0%	12.1%	9.6%	10.8%	12.0%	11.0%	14.4%	13.9%	12.5%	10.3%
매출액	491	351	559	603	109	117	133	131	112	31	88	120
매출원가	357	283	390	417	84	83	91	98	77	46	67	93
GPM	27%	19%	30%	31%	23%	29%	32%	25%	31%	-50%	24%	23%
영업이익	97	32	129	146	17	26	31	23	27	(22)	9	18
OPM	20%	9%	23%	24%	16%	23%	23%	18%	24%	-72%	10%	15%
당기순이익	72	21	97	110	9	20	25	19	15	(19)	8	18

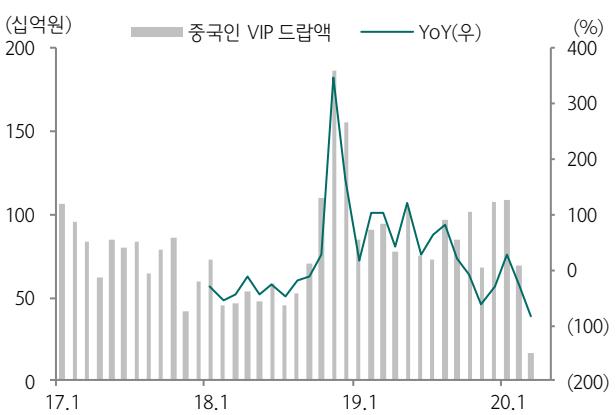
자료: GKL, 하나금융투자

그림 6. 월별 드랍액 추이 – 1Q20 YoY -30%



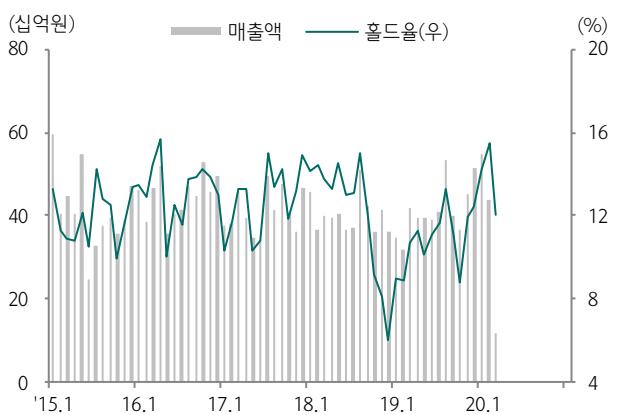
자료: GKL, 하나금융투자

그림 7. 중국인 VIP 드랍액 – 1Q20 YoY -28%



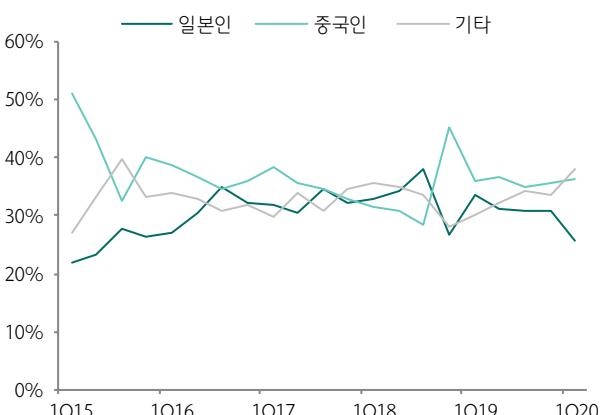
자료: GKL, 하나금융투자

그림 8. 매출액 및 홀드율 추이



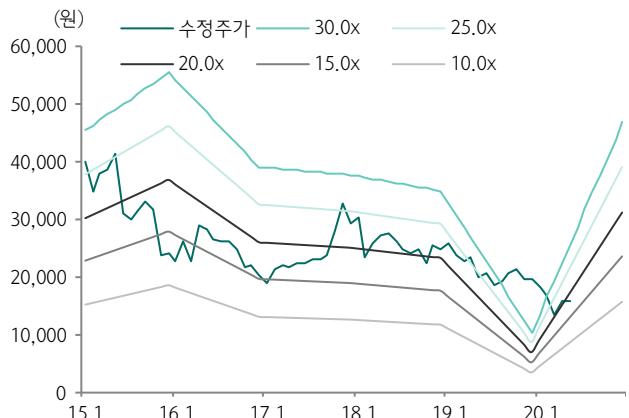
자료: GKL, 하나금융투자

그림 9. 국적별 드랍액 – 1Q20 중국인 비중은 36%



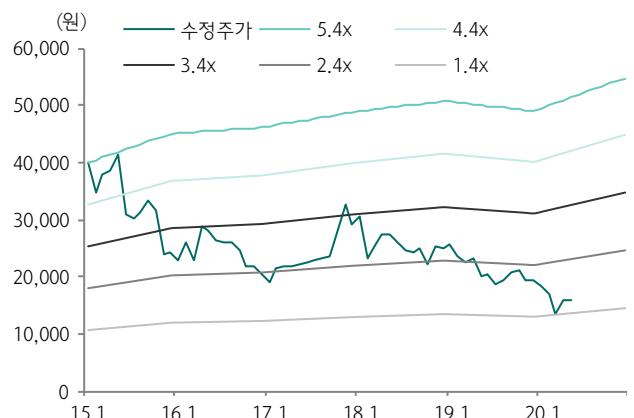
자료: GKL, 하나금융투자

그림 10. GKL 12MF P/E 밴드차트



자료: GKL, 하나금융투자

그림 11. GKL 12MF P/B 밴드차트



자료: GKL, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>480.3</b>	<b>490.8</b>	<b>351.1</b>	<b>558.6</b>	<b>602.6</b>
매출원가	338.7	357.1	283.4	390.4	416.6
매출총이익	141.6	133.7	67.7	168.2	186.0
판관비	36.7	37.3	36.0	38.9	40.4
<b>영업이익</b>	<b>104.9</b>	<b>96.4</b>	<b>31.6</b>	<b>129.3</b>	<b>145.5</b>
금융순익	10.6	7.5	6.4	7.1	7.7
종속/관계기업순익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	(11.7)	(8.6)	(8.0)	(7.5)	(6.9)
<b>세전이익</b>	<b>103.8</b>	<b>95.3</b>	<b>30.1</b>	<b>128.9</b>	<b>146.3</b>
법인세	26.2	23.2	9.0	32.2	36.6
계속사업이익	77.6	72.0	21.0	96.7	109.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>77.6</b>	<b>72.0</b>	<b>21.0</b>	<b>96.7</b>	<b>109.7</b>
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>77.6</b>	<b>72.0</b>	<b>21.0</b>	<b>96.7</b>	<b>109.7</b>
지배주주지분포괄이익	75.1	71.1	21.0	96.7	109.7
NOPAT	78.4	72.9	22.1	97.0	109.2
EBITDA	121.2	133.3	52.8	141.5	152.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(4.2)	2.2	(28.5)	59.1	7.9
NOPAT증가율	(3.4)	(7.0)	(69.7)	338.9	12.6
EBITDA증가율	(2.3)	10.0	(60.4)	168.0	7.8
영업이익증가율	(3.0)	(8.1)	(67.2)	309.2	12.5
(지배주주)순익증가율	(3.6)	(7.2)	(70.8)	360.5	13.4
EPS증가율	(3.6)	(7.2)	(70.8)	359.7	13.5
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	29.5	27.2	19.3	30.1	30.9
EBITDA이익률	25.2	27.2	15.0	25.3	25.3
영업이익률	21.8	19.6	9.0	23.1	24.1
계속사업이익률	16.2	14.7	6.0	17.3	18.2

## 투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,255	1,165	340	1,563	1,774
BPS	9,086	9,457	9,138	10,201	11,245
CFPS	1,927	2,233	739	2,184	2,374
EBITDAPS	1,959	2,155	853	2,287	2,467
SPS	7,765	7,934	5,676	9,030	9,743
DPS	710	659	500	730	880
<b>주가지표(배)</b>					
PER	19.8	16.7	46.3	10.1	8.9
PBR	2.7	2.1	1.7	1.5	1.4
PCFR	12.9	8.7	21.3	7.2	6.6
EV/EBITDA	9.1	6.5	12.9	3.8	3.0
PSR	3.2	2.5	2.8	1.7	1.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	14.2	12.6	3.7	16.2	16.5
ROA	10.4	8.6	2.4	10.7	10.7
ROIC	(283.9)	1,145.0	39.1	322.2	(683.3)
부채비율	36.3	54.9	45.5	55.8	53.5
순부채비율	(77.8)	(56.7)	(51.5)	(68.4)	(74.3)
이자보상배율(배)	11,353.5	25.4	8.3	34.0	38.3

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

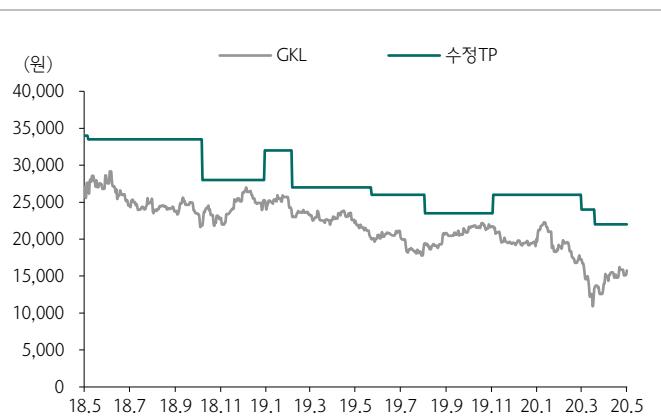
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>455.1</b>	<b>453.9</b>	<b>400.3</b>	<b>560.0</b>	<b>648.9</b>
금융자산	437.6	430.0	383.2	532.8	619.6
현금성자산	130.7	129.0	83.6	231.1	317.5
매출채권 등	14.3	20.7	14.8	23.5	25.4
재고자산	2.5	2.5	1.8	2.8	3.1
기타유동자산	0.7	0.7	0.5	0.9	0.8
<b>비유동자산</b>	<b>310.7</b>	<b>452.2</b>	<b>422.1</b>	<b>423.1</b>	<b>418.9</b>
투자자산	178.5	231.2	222.3	235.5	238.3
금융자산	26.8	30.4	21.7	34.6	37.3
유형자산	85.5	80.5	59.7	47.9	41.2
무형자산	9.6	9.0	8.7	8.3	8.0
기타비유동자산	37.1	131.5	131.4	131.4	131.4
<b>자산총계</b>	<b>765.8</b>	<b>906.1</b>	<b>822.4</b>	<b>983.1</b>	<b>1,067.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>168.8</b>	<b>210.1</b>	<b>156.0</b>	<b>236.3</b>	<b>253.3</b>
금융부채	0.2	21.7	15.5	24.7	26.6
매입채무 등	144.9	155.2	111.0	176.7	190.6
기타유동부채	23.7	33.2	29.5	34.9	36.1
<b>비유동부채</b>	<b>35.0</b>	<b>111.0</b>	<b>101.2</b>	<b>115.8</b>	<b>118.9</b>
금융부채	0.0	76.4	76.4	76.4	76.4
기타비유동부채	35.0	34.6	24.8	39.4	42.5
<b>부채총계</b>	<b>203.8</b>	<b>321.1</b>	<b>257.2</b>	<b>352.1</b>	<b>372.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>562.0</b>	<b>585.0</b>	<b>565.2</b>	<b>631.0</b>	<b>695.5</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	509.8	532.8	513.0	578.8	643.3
<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>562.0</b>	<b>585.0</b>	<b>565.2</b>	<b>631.0</b>	<b>695.5</b>
순금융부채	(437.4)	(331.9)	(291.4)	(431.7)	(516.6)

## 현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>93.0</b>	<b>114.7</b>	<b>(8.7)</b>	<b>184.5</b>	<b>132.8</b>
당기순이익	77.6	72.0	21.0	96.7	109.7
조정	17.5	53.5	21.2	12.1	7.0
감가상각비	16.3	36.9	21.2	12.2	7.1
외환거래손익	(0.1)	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.3	16.4	0.0	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(2.1)	(10.8)	(50.9)	75.7	16.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(42.5)</b>	<b>(51.5)</b>	<b>10.3</b>	<b>(15.2)</b>	<b>(3.2)</b>
투자자산감소(증가)	(151.6)	(52.6)	8.9	(13.2)	(2.8)
유형자산감소(증가)	(7.7)	(5.5)	0.0	0.0	0.0
기타	116.8	6.6	1.4	(2.0)	(0.4)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(45.3)</b>	<b>(64.9)</b>	<b>(47.0)</b>	<b>(21.8)</b>	<b>(43.2)</b>
금융부채증가(감소)	(0.2)	97.9	(6.2)	9.2	1.9
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	(118.9)	0.0	(0.1)	0.1
배당지급	(45.2)	(43.9)	(40.8)	(30.9)	(45.2)
<b>현금의 증감</b>	<b>5.3</b>	<b>(1.7)</b>	<b>(45.4)</b>	<b>147.5</b>	<b>86.4</b>
Unlevered CFO	119.2	138.1	45.7	135.1	146.9
Free Cash Flow	85.4	109.2	(8.7)	184.5	132.8

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

GKL



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.3.27	BUY	22,000	-41.19%	-30.21%
20.3.9	BUY	24,000	-24.79%	-14.42%
19.11.11	BUY	26,000	-11.84%	-5.74%
19.8.11	BUY	23,500	-24.45%	-18.85%
19.5.31	BUY	26,000	-15.82%	-11.30%
19.2.13	BUY	27,000	-21.66%	-18.91%
19.1.7	BUY	32,000	-13.31%	-3.57%
18.10.15	BUY	28,000	-24.59%	-12.99%
18.5.14	BUY	33,500	-22.81%	-18.82%
18.4.4	BUY	34,000		

## 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	91.3%	8.7%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 5월 11일

## 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 2020년 05월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 05월 09일 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.