

GKL (114090)

모두가 아는 시기에 오를 때까지 정보

정상화 기준 P/E 11배면 가격은 바닥

아시아 카지노 주가의 핵심은 결국 중국인 VIP가 어디서 얼마나 게임을 즐기는 가에 있는데, 글로벌 1위 시장인 마카오 조차 중국인들의 입국 제한으로 아시아 카지노 시장이 멈춰 있는 상황이기에 영업환경 및 주가는 상당히 지지부진하다. 주가는 자유로이 입/출국이 가능한 모두가 아는 타이밍에 상승하겠지만, 현 주가는 2019년 기준 P/E 11배로 향후 정상화된다는 가정 하에서는 100% 이상의 상승 잠재력도 충분한 상황이다. 중장기적으로는 매수 의견이나 단기적으로는 기회 비용을 감안한 매매 전략이 필요하다.

2Q Review: OPM -138.0%(적전)

2분기 매출액/영업이익은 각각 233억원(-80% YoY)/-321억원(적전)로 컨센서스(-254억원)을 하회했다. 드랍액은 2,091억원(-81%), 홀드올은 10.9%(+0.1%p)로, 코로나19로 상호간의 입국 금지 및 3/23일부터 5/6일까지 영업장을 휴장한 영향이다. 콤프/판매촉진비가 분기 합산 10억원에 불과했음에도 공기업의 한계로 고정비인 인건비가 거의 그대로 유지되면서 디레버리지 효과가 상당히 컸다.

3Q 예상 영업적자는 230억원(적전)

2분기보다는 적자 폭이 다소 개선될 것이다. 2분기에는 약 1달 정도의 영업장 휴장이 있었으며, 인건비 또한 경영평가 관련 성과급이 반영되었기 때문이다. 이를 제외하면 예상 영업적자는 -230억원이며, 코로나19의 변수가 없다면 -200억원 내외의 적자 수준을 예상하면 된다. 보유 현금 여력을 감안할 때 보수적으로 연간 500억원 내외의 적자에도 불구하고 연말 기준으로는 충분한 배당 여력이 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 17,000원 | CP(8월 10일): 12,950원

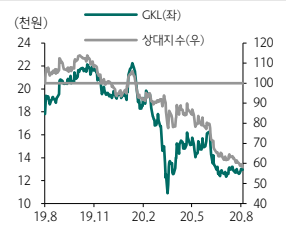
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,386.38
52주 최고/최저(원)	22,250/10,900
시가총액(십억원)	801.0
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	61,855.7
60일 평균 거래량(천주)	432.0
60일 평균 거래대금(십억원)	6.0
20년 배당금(예상, 원)	370
20년 배당수익률(예상, %)	2.86
외국인지분율(%)	6.68
주요주주 지분율(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금공단	11.89
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.9 (30.7) (33.2)
상대	(5.5) (36.1) (45.8)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	315.0	472.8
영업이익(십억원)	4.9	78.3
순이익(십억원)	23.0	69.3
EPS(원)	371	1,120
BPS(원)	9,158	9,629

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	480.3	490.8	222.7	506.6	550.8
영업이익	십억원	104.9	96.4	(43.5)	102.1	118.6
세전이익	십억원	103.8	95.3	(45.1)	101.8	119.4
순이익	십억원	77.6	72.0	(36.1)	76.3	89.5
EPS	원	1,255	1,165	(583)	1,234	1,447
증감률	%	(3.6)	(7.2)	적전	흑전	17.3
PER	배	19.84	16.70	N/A	10.50	8.95
PBR	배	2.74	2.06	1.55	1.43	1.31
EV/EBITDA	배	9.10	6.54	N/A	4.02	3.10
ROE	%	14.19	12.56	(6.55)	14.16	15.25
BPS	원	9,086	9,457	8,344	9,078	9,895
DPS	원	710	659	370	630	730



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

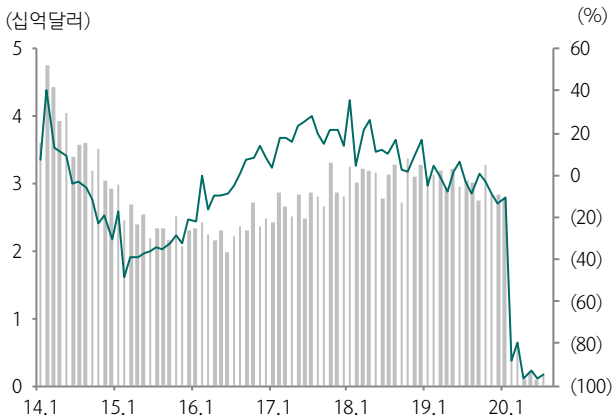
RA 박다경
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

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 운영 중단
태국	(3/26~4/30)모든 육해공 경로 통한 입국 금지, (4/6~4/30)모든 여객기 도착 전면 금지, (7/1~)제한적 입국 허용
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~)허베이성, 우한시발 입국 금지, (3/9~)대일본 무비자 입국 잠정 중단, (4/1~)모든 입국자 2주 격리, (4/13~)56개국 무비자 입국 금지
러시아	(3/18~)코로나19 역학적 상황 개선시까지 외국인 입국 금지
호주	(3/20~)모든 외국 국적자 입국 금지

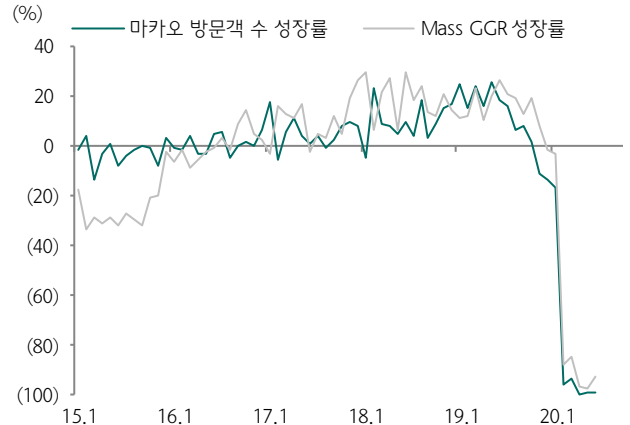
자료: 언론 보도 종합, 하나금융투자

그림 1. 마카오 GGR: 20년 7월 YoY -95%/연간 누적 -80%



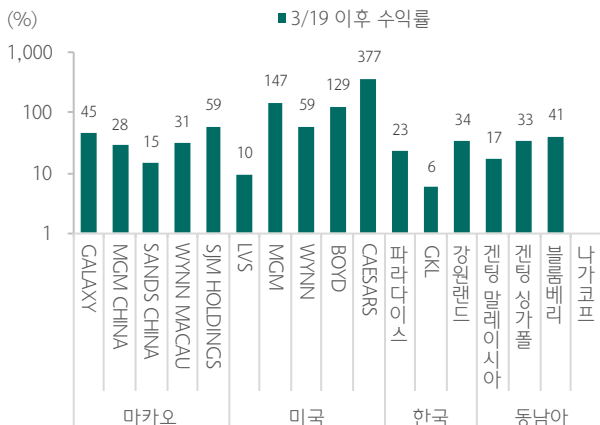
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 마카오 입국 관광객 수와 Mass GGR은 동행



자료: Bloomberg, 하나금융투자

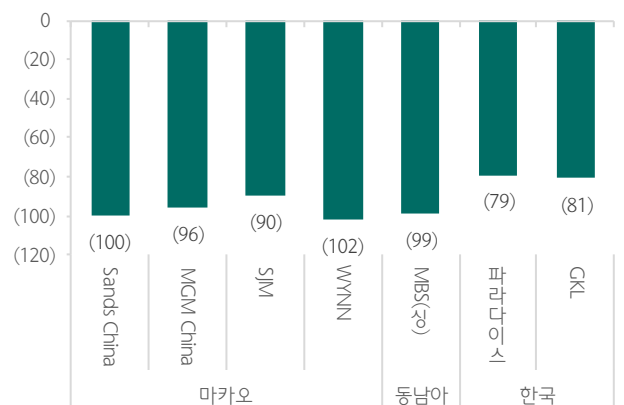
그림 3. 3/19 이후 주요 카지노 업체 주가 수익률 추이



자료: 각사, 하나금융투자

주: 마카오/한국은 카지노 순매출, 나머지는 전사 순매출 기준

그림 4. 2Q20 아시아 카지노 전체 GGR 역성장 or 영업 중단



자료: 각사, 하나금융투자

주: 주 한국은 드림액으로 대체

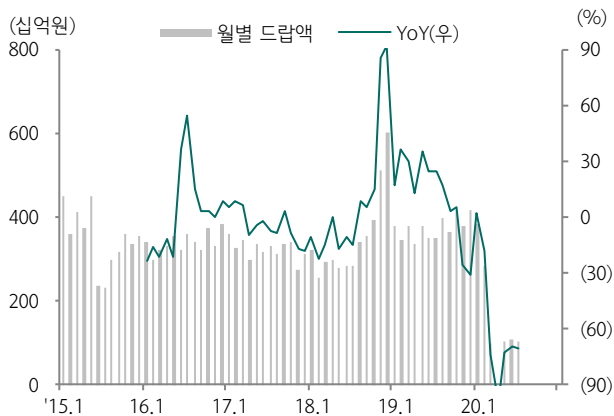
표 2. GKL 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F
드랍액	4,546	1,748	4,144	4,483	1,132	1,090	1,116	1,208	768	209	297	474
중국인	1,466	530	1,343	1,458	372	360	350	385	251	72	95	113
일본인	1,294	288	1,106	1,216	346	306	309	333	178	2	4	104
기타	1,331	737	1,257	1,335	310	315	343	363	263	105	167	203
홀드올	10.7%	12.6%	12.1%	12.2%	9.6%	10.8%	12.0%	11.0%	14.4%	10.9%	12.8%	10.5%
매출액	491	223	507	551	109	117	133	131	112	23	38	50
매출원가	357	232	365	391	84	83	91	98	77	48	51	57
GPM	27%	-4%	28%	29%	23%	29%	32%	25%	31%	-106%	-33%	-14%
영업이익	97	(44)	102	119	17	26	31	23	27	(32)	(23)	(15)
OPM	20%	-20%	20%	22%	16%	23%	23%	18%	24%	-138%	-60%	-31%
당기순이익	72	(36)	76	90	9	20	25	19	15	(24)	(17)	(10)

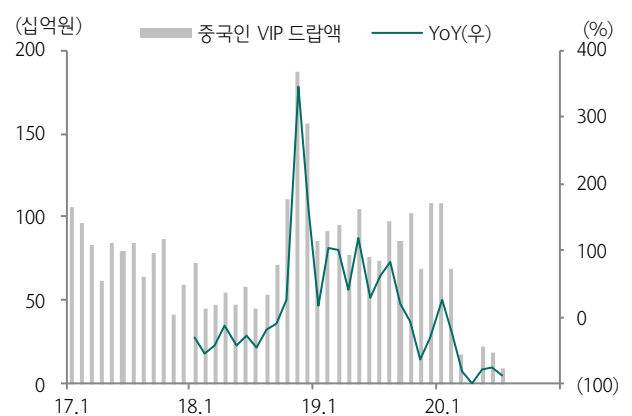
자료: GKL, 하나금융투자

그림 5. 월별 드랍액 추이 - 2Q20 YoY -81%



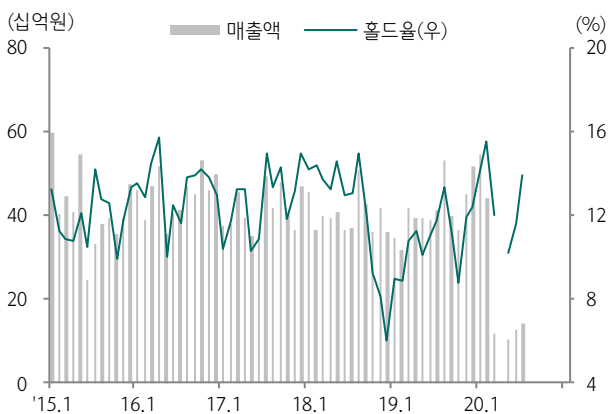
자료: GKL, 하나금융투자

그림 6. 중국인 VIP 드랍액 - 2Q20 YoY -84%



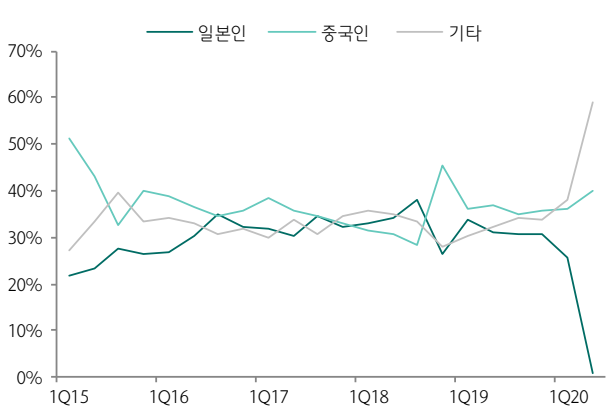
자료: GKL, 하나금융투자

그림 7. 매출액 및 홀드올 추이



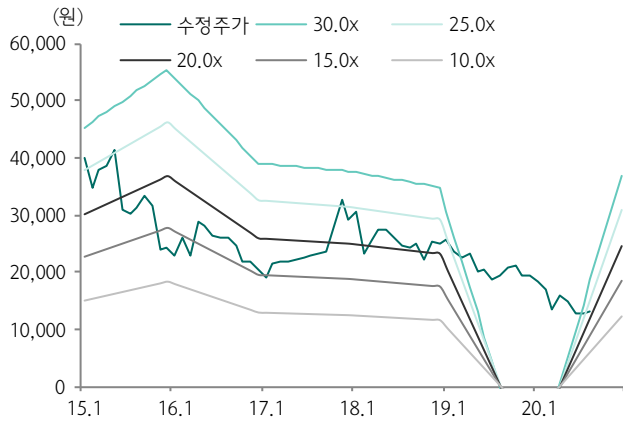
자료: GKL, 하나금융투자

그림 8. 국적별 드랍액



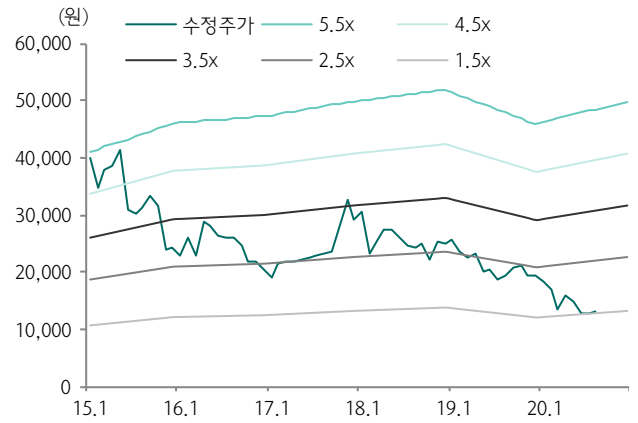
자료: GKL, 하나금융투자

그림 9. GKL 12MF P/E 밴드차트



자료: GKL, 하나금융투자

그림 10. GKL 12MF P/B 밴드차트



자료: GKL, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
매출액	480.3	490.8	222.7	506.6	550.8	
매출원가	338.7	357.1	232.1	364.9	391.0	
매출총이익	141.6	133.7	(9.4)	141.7	159.8	
판매비	36.7	37.3	34.1	39.6	41.2	
영업이익	104.9	96.4	(43.5)	102.1	118.6	
금융손익	10.6	7.5	6.4	7.1	7.7	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	(11.7)	(8.6)	(8.0)	(7.5)	(6.9)	
세전이익	103.8	95.3	(45.1)	101.8	119.4	
법인세	26.2	23.2	(9.0)	25.4	29.8	
계속사업이익	77.6	72.0	(36.1)	76.3	89.5	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	77.6	72.0	(36.1)	76.3	89.5	
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	77.6	72.0	(36.1)	76.3	89.5	
지배주주지분포괄이익	75.1	71.1	(36.1)	76.3	89.5	
NOPAT	78.4	72.9	(34.8)	76.6	89.0	
EBITDA	121.2	133.3	(22.4)	114.3	125.7	
성장성(%)						
매출액증가율	(4.2)	2.2	(54.6)	127.5	8.7	
NOPAT증가율	(3.4)	(7.0)	적전	흑전	16.2	
EBITDA증가율	(2.3)	10.0	적전	흑전	10.0	
영업이익증가율	(3.0)	(8.1)	적전	흑전	16.2	
(지배주주)순이익증가율	(3.6)	(7.2)	적전	흑전	17.3	
EPS증가율	(3.6)	(7.2)	적전	흑전	17.3	
수익성(%)						
매출총이익률	29.5	27.2	(4.2)	28.0	29.0	
EBITDA이익률	25.2	27.2	(10.1)	22.6	22.8	
영업이익률	21.8	19.6	(19.5)	20.2	21.5	
계속사업이익률	16.2	14.7	(16.2)	15.1	16.2	
투자지표						
주당지표(원)						
EPS	1,255	1,165	(583)	1,234	1,447	
BPS	9,086	9,457	8,344	9,078	9,895	
CFPS	1,927	2,233	(477)	1,745	1,939	
EBITDAPS	1,959	2,155	(362)	1,848	2,032	
SPS	7,765	7,934	3,600	8,190	8,904	
DPS	710	659	370	630	730	
추가지표(배)						
PER	19.8	16.7	N/A	10.5	8.9	
PBR	2.7	2.1	1.6	1.4	1.3	
PCFR	12.9	8.7	N/A	7.4	6.7	
EV/EBITDA	9.1	6.5	N/A	4.0	3.1	
PSR	3.2	2.5	3.6	1.6	1.5	
재무비율(%)						
ROE	14.2	12.6	(6.6)	14.2	15.3	
ROA	10.4	8.6	(4.3)	9.1	9.7	
ROIC	(283.9)	1,145.0	(95.0)	375.4	1,894.1	
부채비율	36.3	54.9	53.4	57.5	56.0	
순부채비율	(77.8)	(56.7)	(54.4)	(60.8)	(67.3)	
이자보상배율(배)	11,353.5	25.4	(11.5)	26.9	31.2	

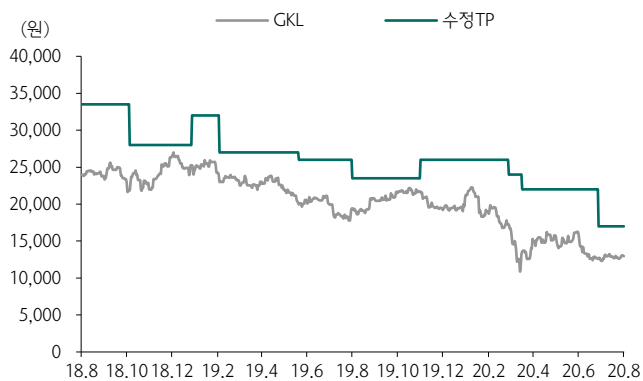
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
유동자산	455.1	453.9	377.7	464.6	539.2	
금융자산	437.6	430.0	366.9	440.0	512.4	
현금성자산	130.7	129.0	68.5	138.8	210.8	
매출채권 등	14.3	20.7	9.4	21.3	23.2	
재고자산	2.5	2.5	1.1	2.6	2.8	
기타유동자산	0.7	0.7	0.3	0.7	0.8	
비유동자산	310.7	452.2	413.9	419.8	415.6	
투자자산	178.5	231.2	214.1	232.2	235.0	
금융자산	26.8	30.4	13.8	31.4	34.1	
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	
자산총계	765.8	906.1	791.6	884.5	954.8	
유동부채	168.8	210.1	183.4	210.8	227.4	
금융부채	0.2	21.7	9.8	22.4	24.4	
매입채무 등	144.9	155.2	147.4	154.8	168.3	
기타유동부채	23.7	33.2	26.2	33.6	34.7	
비유동부채	35.0	111.0	92.1	112.1	115.3	
금융부채	0.0	76.4	76.4	76.4	76.4	
기타비유동부채	35.0	34.6	15.7	35.7	38.9	
부채총계	203.8	321.1	275.5	322.9	342.7	
지배주주지분	562.0	585.0	516.1	561.5	612.1	
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	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	509.8	532.8	464.0	509.4	559.9	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	562.0	585.0	516.1	561.5	612.1	
순금융부채	(437.4)	(331.9)	(280.7)	(341.2)	(411.7)	
현금흐름표						
영업활동 현금흐름	93.0	114.7	(35.6)	109.6	112.2	
당기순이익	77.6	72.0	(36.1)	76.3	89.5	
조정	17.5	53.5	21.2	12.2	7.1	
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	0.0	0.0	
영업활동 자산부채 변동	(2.1)	(10.8)	(20.7)	21.1	15.6	
투자활동 현금흐름	(42.5)	(51.5)	19.7	(20.8)	(3.2)	
투자자산감소(증가)	(151.6)	(52.6)	17.1	(18.1)	(2.8)	
유형자산감소(증가)	(7.7)	(5.5)	0.0	0.0	0.0	
기타	116.8	6.6	2.6	(2.7)	(0.4)	
재무활동 현금흐름	(45.3)	(64.9)	(44.6)	(18.4)	(37.0)	
금융부채증가(감소)	(0.2)	97.9	(11.9)	12.6	2.0	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	0.1	(118.9)	0.0	(0.1)	0.0	
배당지급	(45.2)	(43.9)	(32.7)	(30.9)	(39.0)	
현금의 증감	5.3	(1.7)	(60.6)	70.4	72.0	
Unlevered CFO	119.2	138.1	(29.5)	108.0	119.9	
Free Cash Flow	85.4	109.2	(35.6)	109.6	112.2	

(단위: 십억원)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GKL



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.8	BUY	17,000		
20.3.27	BUY	22,000	-34.45%	-26.14%
20.3.9	BUY	24,000	-41.19%	-30.21%
19.11.11	BUY	26,000	-24.79%	-14.42%
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%
18.8.8	BUY	33,500	-28.07%	-23.58%

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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 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 2020년 08월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 08월 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.