Analyst 심원섭 · 02)6923-7317 · shim47@capefn.com

GKL (114090KS | Buy 유지 | TP 30,000원 유지)

이제 hold율에 대한 우려는 내려놓자

GKL이 11월 매출액 450억원(+8.2%YoY)을 기록하면서 3분기에 이어 꾸준한 회복세를 보이고 있습니다. Hold율은 11.9%로 예전 수준을 완전히 회복했고, 이는 2018년 11월 강한 프로모션으로 hold율이 5%pYoY 하락하면서 시장에 쇼크를 안겼던 점을 불식시키는 수준입니다. 이에 따라, 투자의견 Buy, 목표주가 30,000원을 유지합니다.

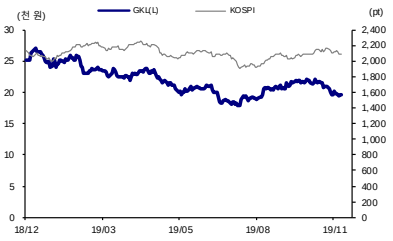
11월 매출액 450억원(+8.2%YoY), drop액 3,778억원(-26.0%YoY), hold율 11.9%(+3.8%pYoY)

- GKL의 11월 매출액은 450억원으로 전년동기 대비 8.2% 성장. Drop액은 3,778억원(-26.0%YoY)을 기록했으나, hold율이 예년 수준인 11.9%(+3.8%pYoY)로 회복하면서 매출액은 성장세 유지. 사측에서 향후 drop액 견인을 위한 무모한 수준의 프로모션을 더 이상 하지 않기로 한 시장과의 약속을 확인할 수 있는 수치. 경쟁사의 복합리조트인 P-city와의 출혈 경쟁으로 2018년 11~12월 drop액이 각각 5,104억원(85.3%YoY), 6,010억원(+92.4% YoY)을 기록하며 이례적이었던 점을 감안하면 drop액의 하락폭은 납득할 수준으로 판단.
- Hold율은 2017~2018년 11.2%, 12.2% 대비 소폭 낮은 수준이나, 프로모션 영향권이었던 4Q18~1Q19 평균 8.7% 대비 큰 폭의 반등으로 판단하며, 비용통제가 현재와 같이 유지된다면 12% 대 이상도 노려볼 만 함.

큰 폭의 drop액 감소는 비정상적이 마케팅 활동에 따른 수요폭증과 정상화 때문

- Drop액의 높은 하락폭은 중국VIP 때문으로 보임. 중국VIP drop액은 비정상적 프로모션에 힘입었던 전년 동월 1,869억원에서 687억원(-63.3% YoY)으로 대폭 하락. 2018년의 경우 중국인 drop액은 1~9월 평균 549억원에서 10~12월 각각 1,102억원, 1,869억원, 1,559억원으로 3배 이상 증가했기 때문.
- 현재는 P사와 동사 간의 경쟁이 심하지 않은 상황이기 때문에 비용관리 측면에서 부담없으며, 내년 상반기까지 기저효과 영향권으로 보임. 4Q19~2Q20은 편안한 투자구간이 될 수 있을 것으로 예상.
- 추정치 조정이 미미하여 기존의 투자의견 Buy와 목표주가 30,000원 유지.

Stock Data



주가(12/3)			19,550원
액면가			500원
시가총액			1,209십억원
52주 최고/최저가			27,000원/ 17,800원
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-8.9	-5.1	-0.5
상대주가(%)	-8.2	-10.5	-1.3

경영실적 전망

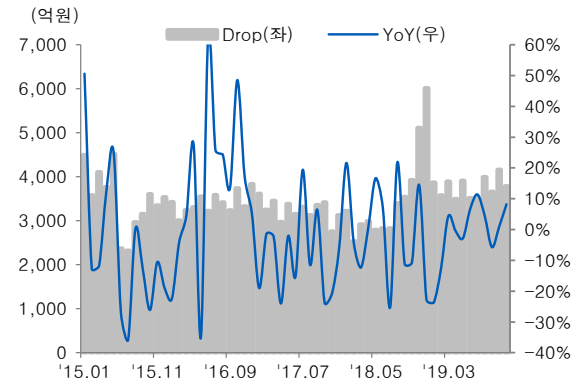
결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	501	480	481	517	541
영업이익	(십억원)	108	105	95	110	114
영업이익률	(%)	21.6	21.8	19.8	21.3	21.0
지배주주순이익	(십억원)	81	78	71	84	86
EPS	(원)	1,302	1,255	1,142	1,350	1,392
증감률	(%)	-29.6	-3.6	-9.0	18.3	3.1
PER	(배)	22.5	19.8	17.1	14.5	14.0
PBR	(배)	3.4	2.7	2.0	1.9	1.8
ROE	(%)	15.3	14.2	12.2	13.7	13.3
EV/EBITDA	(배)	10.2	9.1	6.6	5.4	4.9
순차입금	(십억원)	-549	-437	-470	-522	-569
부채비율	(%)	37.6	36.3	34.4	34.8	34.3

표1. GKL 월별 영업실적 (단위: 억원)

	Sales				Drop				Hold			
	Total	YoY	Table	Slot	Total	YoY	Table	Slot	Total	YoY	Table	Slot
2015	4,967	-7.1%	4,209	757	41,687	-6.3%	36,276	5,411	11.9%	-0.1%p	11.6%	14.0%
2016	5,408	8.9%	4,689	719	40,815	-2.1%	35,958	4,857	13.3%	1.3%p	13.0%	14.8%
2017	4,915	-9.1%	4,243	672	38,856	-4.8%	34,421	4,435	12.6%	-0.6%p	12.3%	15.1%
2018	4,824	-1.8%	4,249	575	42,026	8.2%	37,941	4,085	11.5%	-1.2%p	11.2%	14.1%
Jan-18	455	21.7%	405	50	3,215	-10.9%	2,872	343	14.2%	3.8%p	14.1%	14.5%
Feb-18	365	-4.2%	316	48	2,528	-22.1%	2,204	325	14.4%	2.7%p	14.3%	14.9%
Mar-18	400	-12.3%	357	43	2,911	-15.5%	2,573	338	13.7%	0.5%p	13.9%	12.6%
Apr-18	395	0.6%	343	53	2,979	0.4%	2,606	373	13.3%	0.0%p	13.1%	14.1%
May-18	406	16.7%	356	50	2,787	-17.4%	2,461	326	14.6%	4.3%p	14.5%	15.4%
Jun-18	366	7.2%	321	45	2,822	-10.4%	2,524	298	13.0%	2.1%p	12.7%	15.1%
Jul-18	369	-25.4%	327	42	2,819	-14.7%	2,533	286	13.1%	-1.9%p	12.9%	14.8%
Aug-18	507	21.9%	460	47	3,391	8.7%	3,071	319	15.0%	1.6%p	15.0%	14.8%
Sep-18	424	-11.1%	375	50	3,538	5.7%	3,218	320	12.0%	-2.3%p	11.6%	15.5%
Oct-18	361	-10.7%	314	47	3,921	14.9%	3,505	417	9.2%	-2.6%p	9.0%	11.3%
Nov-18	416	14.5%	369	47	5,104	85.3%	4,761	343	8.1%	-5.0%p	7.8%	13.6%
Dec-18	361	-22.8%	307	53	6,010	92.4%	5,614	396	6.0%	-8.9%p	5.5%	13.5%
Jan-19	347	-23.7%	299	48	3,866	20.3%	3,536	331	9.0%	-5.2%p	8.5%	14.4%
Feb-19	318	-12.7%	271	47	3,572	41.3%	3,254	317	8.9%	-5.5%p	8.3%	14.8%
Mar-19	417	4.3%	371	46	3,887	33.5%	3,490	397	10.7%	-3.0%p	10.6%	11.6%
Apr-19	393	-0.4%	346	48	3,485	17.0%	3,156	328	11.3%	-2.0%p	11.0%	14.5%
May-19	394	-2.9%	338	57	3,902	40.0%	3,496	406	10.1%	-4.5%p	9.7%	14.0%
Jun-19	390	6.6%	337	53	3,511	24.4%	3,146	365	11.1%	-1.9%p	10.7%	14.5%
Jul-19	411	11.4%	364	48	3,516	24.7%	3,172	345	11.7%	-1.4%p	11.5%	13.8%
Aug-19	530	4.5%	479	52	3,985	17.5%	3,598	387	13.3%	-1.7%p	13.3%	13.3%
Sep-19	400	-5.7%	347	53	3,656	3.3%	3,254	402	10.9%	-1.0%p	10.7%	13.2%
Oct-19	364	1.0%	326	38	4,152	5.9%	3,724	427	8.8%	-0.4%p	8.8%	9.0%
Nov-19	450	8.2%	403	47	3,778	-26.0%	3,373	406	11.9%	3.8%p	12.0%	11.5%
19 YTD	-1.1%		-1.6%	2.7%	14.7%		15.1%	11.5%				

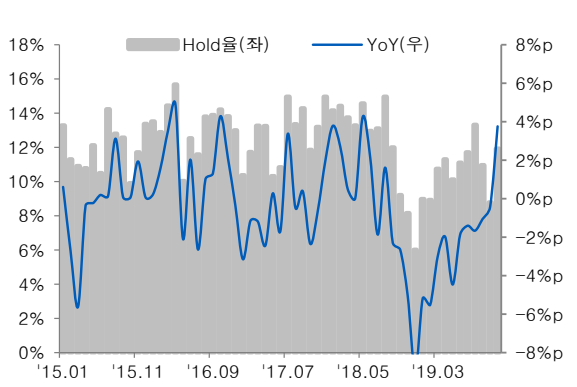
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. Drop액 및 YoY 추이



자료: GKL, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. Hold율 및 YoY 추이



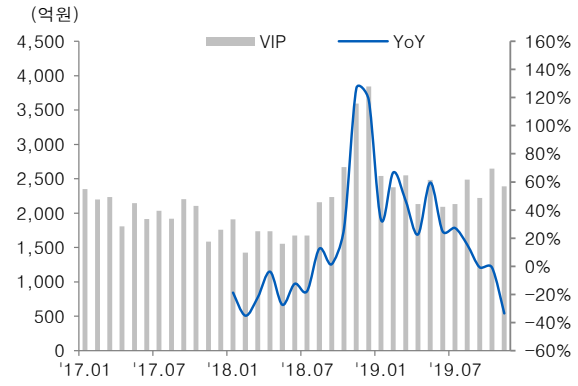
자료: GKL, 케이프투자증권 리서치본부

표2. GKL table drop액 추이 (단위: 억원)

	Total	A. Slot	B. Table	a. VIP	YoY	(1)Japan	YoY	(2)China	YoY	(3)Others	YoY	b.Mass
Jan-18	3,215	343	2,872	1,910	-18.7%	778	-13.3%	730	-31.2%	401	2.9%	962
Feb-18	2,528	325	2,204	1,425	-35.1%	670	-21.3%	449	-53.4%	306	-20.0%	778
Mar-18	2,911	338	2,573	1,738	-22.2%	825	-6.6%	471	-43.5%	442	-14.6%	835
Apr-18	2,979	373	2,606	1,738	-3.8%	828	13.2%	544	-12.3%	367	-19.6%	867
May-18	2,787	326	2,461	1,557	-27.4%	808	-7.4%	475	-43.7%	273	-35.9%	904
Jun-18	2,822	298	2,524	1,677	-12.5%	708	4.2%	584	-27.1%	385	-11.4%	847
Jul-18	2,819	286	2,533	1,674	-17.7%	836	5.6%	450	-46.4%	388	-3.8%	858
Aug-18	3,391	319	3,071	2,158	12.5%	1,118	19.9%	530	-17.3%	511	47.8%	913
Sep-18	3,538	320	3,218	2,237	1.5%	1,155	11.3%	709	-10.3%	373	-0.9%	981
Oct-18	3,921	417	3,505	2,672	26.8%	965	17.0%	1,102	27.3%	605	44.9%	833
Nov-18	5,104	343	4,761	3,594	126.5%	1,196	51.8%	1,869	346.3%	529	39.1%	1,167
Dec-18	6,010	396	5,614	3,845	118.6%	1,275	60.2%	1,559	162.9%	1,011	173.0%	1,769
Jan-19	3,866	331	3,536	2,541	33.0%	1,137	46.0%	853	16.9%	551	37.2%	995
Feb-19	3,572	317	3,254	2,377	66.8%	1,000	49.2%	913	103.1%	465	51.9%	877
Mar-19	3,887	397	3,490	2,549	46.7%	1,039	25.9%	950	101.7%	561	26.8%	940
Apr-19	3,485	328	3,156	2,132	22.6%	933	12.7%	774	42.3%	425	15.8%	1,025
May-19	3,902	406	3,496	2,484	59.6%	957	18.5%	1,044	119.8%	482	76.3%	1,012
Jun-19	3,511	365	3,146	2,093	24.8%	858	21.3%	756	29.3%	479	24.5%	1,053
Jul-19	3,516	345	3,172	2,131	27.3%	921	10.1%	732	62.5%	478	23.3%	1,041
Aug-19	3,985	387	3,598	2,489	15.3%	1,063	-4.9%	970	83.1%	456	-10.7%	1,109
Sep-19	3,656	402	3,254	2,221	-0.7%	840	-27.3%	856	20.8%	525	40.6%	1,033
Oct-19	4,152	427	3,724	2,649	-0.8%	1,013	4.9%	1,022	-7.2%	614	1.6%	1,075
Nov-19	3,778	406	3,373	2,390	-33.5%	1,036	-13.4%	687	-63.3%	667	26.1%	983
19 YTD	14.7%	11.5%	15.1%	16.4%		9.2%		20.8%		24.5%		12.0%

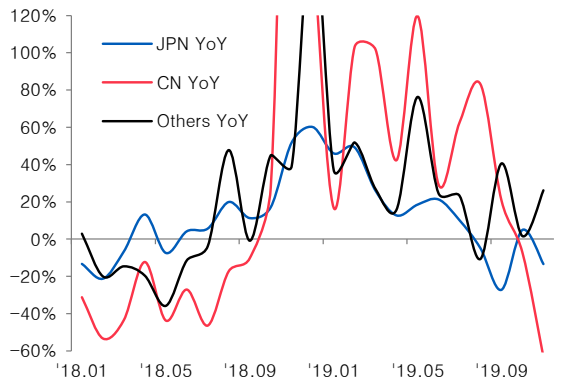
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림3. GKL VIP drop액 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. GKL 국적별 VIP drop액 성장률 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 실적 추정치 변경 내용 (단위: 십억원, %)

	신규추정(a)		기존추정(b)		Gap(a/b)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	480.6	517.2	484.1	519.8	-0.7%	-0.5%
영업이익	95.2	110.2	96.1	110.8	-1.0%	-0.5%
지배순익	70.6	83.5	71.4	84.0	-1.1%	-0.5%
OPM	19.8%	21.3%	19.9%	21.3%	-0.1%p	0.0%p
NPM	14.7%	16.2%	14.7%	16.2%	0.0%p	0.0%p

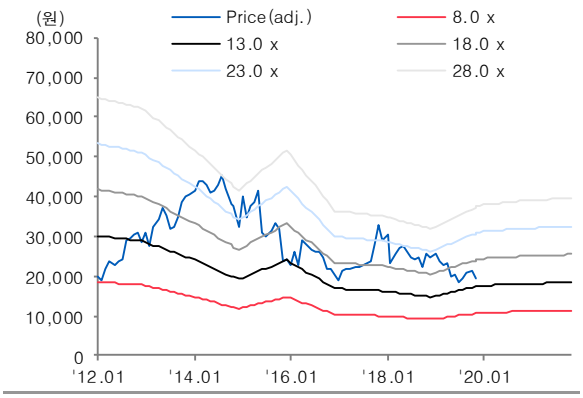
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표4. GKL 목표주가 산정 (단위: 십억원)

주요가정	적용치	비고	DCF	적용치	비고
유효세율	24.0%		현금성 자산	376	19E 20% 할인
무위험이자율(rf)	1.3%		이자지급성 부채	0	
시장프리미엄	8.2%		비지배주주 지분	0	
영구성장률	2.0%	파라다이스 3.0% 사용	지분가치	1,629	
이자지급성부채비율	0.0%		Mid-year adj. Factor	1.06	
베타	0.69		조정 지분가치	1,800	
WACC	6.9%		발행주식수(만주)	6,186	
			적정가격(원)	29,744	
FCFF의 순현재가치	366	19년~23년	목표가격(원)	30,000	
Terminal Value의 현재가치	950		현재주가(원)	19,550	
기업가치	1,316		상승여력	53.5%	

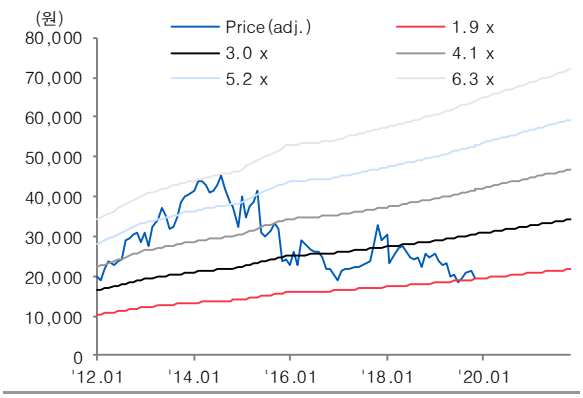
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 12M FWD P/E band



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 12M FWD P/B band



자료: 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	455	488	541	589
현금및현금성자산	131	164	215	262
매출채권 및 기타채권	14	14	15	16
재고자산	2	2	3	3
비유동자산	311	308	309	309
투자자산	179	179	181	182
유형자산	85	83	82	82
무형자산	10	9	9	8
자산총계	766	796	849	898
유동부채	169	169	182	190
매입채무 및 기타채무	145	145	156	163
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	35	35	38	39
사채 및 장기차입금	0	0	0	0
부채총계	204	204	219	229
지배기업소유지분	562	592	630	669
자본금	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21
이익잉여금	510	540	578	616
기타자본	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0
자본총계	562	592	630	669
총차입금	0	0	0	0
순차입금	-437	-470	-522	-569

포괄손익계산서

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	480	481	517	541
증가율(%)	-4.2	0.1	7.6	4.5
매출원가	339	346	366	384
매출총이익	142	134	151	157
매출총이익률(%)	29.5	27.9	29.3	29.0
판매비와 관리비	37	39	41	43
영업이익	105	95	110	114
영업이익률(%)	21.8	19.8	21.3	21.0
EBITDA	121	111	126	129
EBITDA M%	25.2	23.2	24.4	23.9
영업외손익	-1	-1	-1	-1
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	11	9	10	9
기타영업외손익	-12	-10	-11	-10
세전이익	104	94	109	113
법인세비용	26	23	26	26
당기순이익	78	71	84	86
지배주주순이익	78	71	84	86
지배주주순이익률(%)	16.2	14.7	16.2	15.9
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	0	0
총포괄이익	75	71	84	86
EPS 증가율(%, 지배)	-3.6	-9.0	18.3	3.1
이자손익	10	9	10	11
총외화관련손익	0	0	0	0

현금흐름표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	93	90	109	109
영업에서 창출된 현금흐름	117	104	125	124
이자의 수취	9	9	10	11
이자의 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-33	-23	-26	-26
투자활동 현금흐름	-43	-13	-17	-17
유동자산의 감소(증가)	117	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-152	0	-2	-1
유형자산 감소(증가)	-8	-13	-15	-15
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	-45	-44	-41	-45
사채및차입금증가(감소)	0	0	0	0
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-45	-44	-41	-45
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	5	33	51	47
기초현금	125	131	164	215
기말현금	131	164	215	262
FCF	85	77	94	94

주요지표

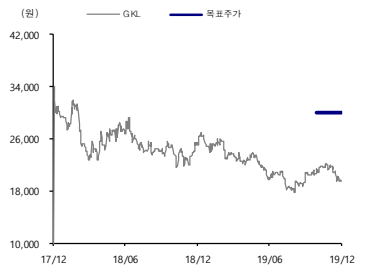
	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	61,856	61,856	61,856	61,856
시가총액(십억원)	1,540	1,215	1,215	1,215
주가(원)	24,900	19,650	19,650	19,650
EPS(원)	1,255	1,142	1,350	1,392
BPS(원)	9,086	9,568	10,188	10,810
DPS(원)	710	660	730	770
PER(X)	19.8	17.1	14.5	14.0
PBR(X)	2.7	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA(X)	9.1	6.6	5.4	4.9
ROE(%)	14.2	12.2	13.7	13.3
ROA(%)	10.4	9.0	10.2	9.9
ROIC(%)	-148.2	-123.9	-128.5	-114.3
배당수익률(%)	2.9	3.4	3.7	3.9
부채비율(%)	36.3	34.4	34.8	34.3
순차입금/자기자본(%)	-77.8	-79.5	-82.8	-85.1
유동비율(%)	269.6	289.3	297.8	310.2
이자보상배율(X)	11,353	25,744	119,272	122,873
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권 회전율	34.0	33.6	34.9	34.4
재고자산 회전율	202.2	195.6	202.7	199.9
매입채무 회전율	2.4	2.4	2.4	2.4

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

GKL(114090) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2019-10-01	2019-11-11	2019-12-03			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	30,000원	30,000원	30,000원			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2019-10-01	Buy	30,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비율]	12개월	매수(96.13%) · 매도(0.00%) · 중립(3.87%)	* 기준일 2019.09.30까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.