



GKL (114090)

북적북적 드래곤시티 → 프리미엄 매스 지표 호조 기대

▶ Analyst 박수영 suyong.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

Buy (유지)

목표주가(상향): 19,000원

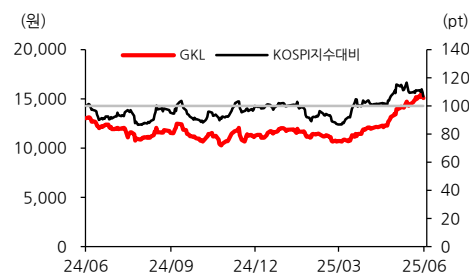
현재 주가(6/20)	15,090원
상승여력	▲25.9%
시가총액	9,334억원
발행주식수	61,856천주
52주 최고가 / 최저가	15,560 / 10,280원
90일 일평균 거래대금	27.34억원
외국인 지분율	14.2%
주주 구성	
한국관광공사 (외 1인)	51.0%
국민연금공단 (외 1인)	6.8%
GKL우리사주 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.9	41.0	34.0	18.3
상대수익률(KOSPI)	-4.3	26.4	8.3	10.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	397	396	453	517
영업이익	51	38	78	82
EBITDA	82	70	109	113
지배주주순이익	44	33	65	69
EPS	709	534	1,046	1,120
순차입금	-114	-114	-393	-482
PER	19.0	20.7	14.4	13.5
PBR	2.0	1.7	2.0	1.8
EV/EBITDA	8.8	8.1	5.0	4.0
배당수익률	2.6	2.5	1.9	4.4
ROE	11.0	8.0	14.8	14.3

주가 추이



중국인 관광객 회복에 따른 탄력적인 실적 개선이 기대됩니다. 목표주가를 19,000 원으로 상향합니다.

북적북적 드래곤시티 → 프리미엄 매스 지표 호조 기대

4월 기준 전체 방한 외국인 관광객 숫자는 약 171만명으로 역대 최고치를 경신했다. 이 가운데 중국인 입국자 수는 44만명을 기록했다. 여전히 팬데믹 이전이나 사드 보복 이전 수준까지는 회복하지 못한 모습이다. 다만 그 숫자는 꾸준히 회복세를 보이고 있으며, 연간 수준 역대 최고 수준을 기록했던 2016년 대비 회복률은 60%대를 기록 중이다. 이처럼 최근의 외국인 관광객 입국 증가세는 서울 시내 소재 주요 호텔들의 OCC나 ADR의 가파른 상승세로 연결되고 있다. 언론의 외국인 관광객 증가에 따른 서울 시내 호텔 수익성 지표 호조 관련 보도에 빠지지 않고 언급되는 곳이 용산의 드래곤시티다. 해당 숙박 시설에는 과거 힐튼점에서 이전한 GKL의 용산 사업장이 임차해있다.

5월까지 동사 3개 영업장의 중국인 VIP(VIP + PR Mass) 방문 수나 드롭액은 느리지만 꾸준한 회복세를 보이는 중이다. 드래곤시티 사업장 중국인 전체 방문객 수는 5월 3,572명(VIP 305명, PR Mass 3,267명)을 기록했다. 방문객 수로만 보면 회복이 더디다. 다만 5월 드래곤시티 중국인 드롭액은 약 295억원으로 2019년 동월 드롭액의 약 89% 수준이다. 특히 PR Mass 드롭액은 약 180억원을 기록했는데, 이는 2019년 동월 대비 약 +1% 증가한 수치다. 하반기 중국인 단체관광객에 대한 무비자 입국이 전면 허용되면 드롭액 뿐만 아니라 방문객 지표도 가파르게 개선될 것으로 기대된다. 그간 GKL의 영업장의 주요 손님은 일본인 손님을 제외하면 서울 시내에 거주하는 외국인 VIP 손님이 많았던 것으로 파악된다. 필연적이지는 않으나 그간 동사의 홀드올 부진에 크게 기여했을 개연성이 높다. 따라서 무비자 입국 허용으로 PR Mass 손님 비중이 높아질수록 수익성 지표도 개선될 것으로 기대된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 19,000원 상향

동사에 대한 목표주가를 19,000원으로 상향한다. 목표주가 산정 기간을 '26년으로 변경하며, Target P/E를 17배로 제시한다. '18~'19년 평균 멀티플에 15% 할증(마카오 카지노 규제 지속에 따른 반사 수혜 반영)을 적용했다.

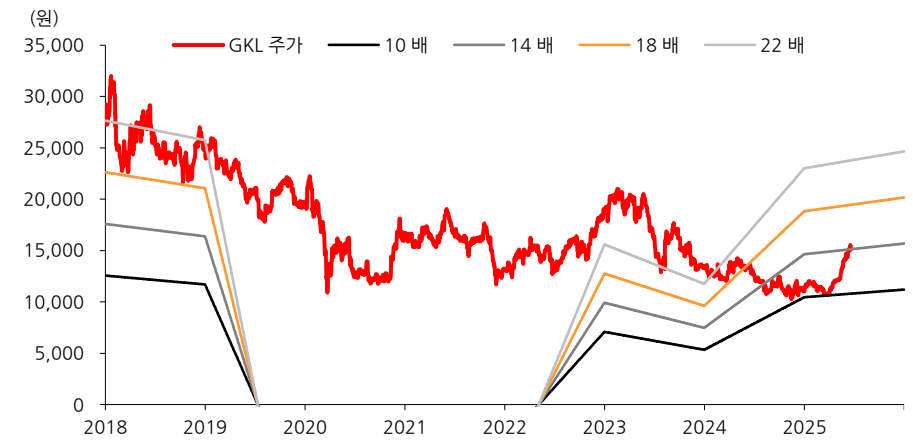
[표1] GKL 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2025E	2026E	비고
지배주주순이익	65	69	
보통주 발행주식수	61,856	61,856	
-자기주식수			
EPS	1,046	1,120	
Target P/E		17	'18~'19 평균 15% 할인
적정주가		19,158	
최종 목표주가		19,000	
현재주가		15,090	
상승여력		25.9%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] GKL 12mth Fwd P/E Band



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

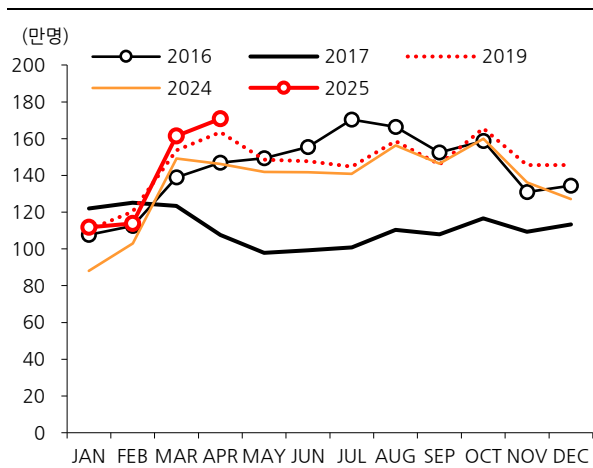
[표2] GKL 실적 추이

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
주요 가정												
방문객	120,262	155,225	185,168	202,596	32,237	35,516	43,065	44,407	39,992	45,105	49,586	50,485
중국 VIP	53,984	67,978	75,375	84,418	14,958	15,719	18,660	18,641	16,367	17,950	20,427	20,631
일본 VIP	47,092	63,747	77,931	81,524	12,531	14,421	17,943	18,852	17,292	19,038	20,771	20,830
기타 VIP	19,186	23,500	31,862	36,654	4,748	5,376	6,462	6,914	6,333	8,117	8,389	9,023
드롭액	3,394	3,648	3,752	4,114	916	941	912	879	827	959	965	1,001
중국 VIP	833	931	1,139	1,288	196	259	222	254	230	270	313	326
일본 VIP	1,069	1,198	1,180	1,270	320	291	307	279	281	301	300	299
기타 VIP	870	970	875	981	268	254	243	205	183	250	207	235
기타	622	549	557	575	132	137	140	140	133	138	145	142
홀드율	11.7%	10.8%	12.0%	12.5%	10.2%	10.5%	10.4%	12.1%	13.1%	10.8%	11.3%	12.9%
실적 추정												
매출액	397	396	453	517	98	99	94	106	110	104	109	130
매출원가	317	325	345	400	77	79	79	91	83	79	82	101
인건비	150	150	158	181	36	35	36	43	38	36	37	47
관광기금	38	38	43	49	9	9	9	10	10	10	10	12
개소세	10	10	12	14	2	3	2	3	3	3	3	3
기타	118	128	132	156	30	32	31	35	31	31	32	39
매출총이익	80	71	108	117	21	20	15	15	27	25	27	29
판관비	29	33	30	35	7	7	9	9	7	7	7	9
영업이익	51	38	78	82	14	13	6	5	20	18	20	20
OPM	12.9%	9.7%	17.2%	15.8%	14.1%	13.4%	6.2%	5.2%	18.4%	17.6%	18.0%	15.1%
지배순이익	44	33	65	69	10	11	6	5	16	15	17	17

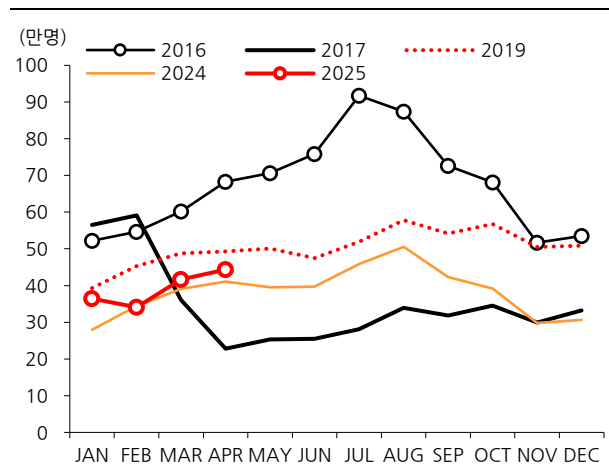
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 방한 외국인 입국자 추이



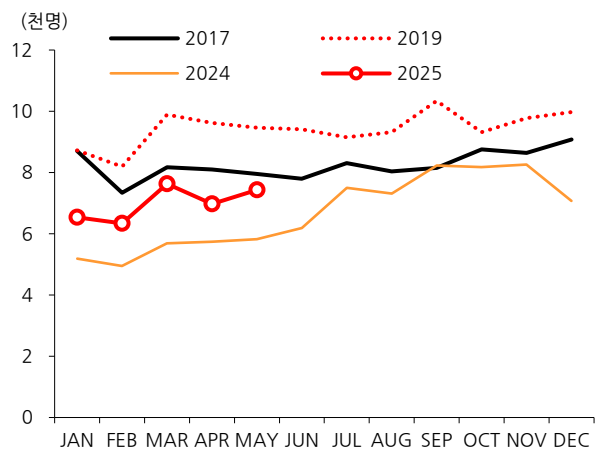
자료: KOSIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 방한 중국인 입국자 추이



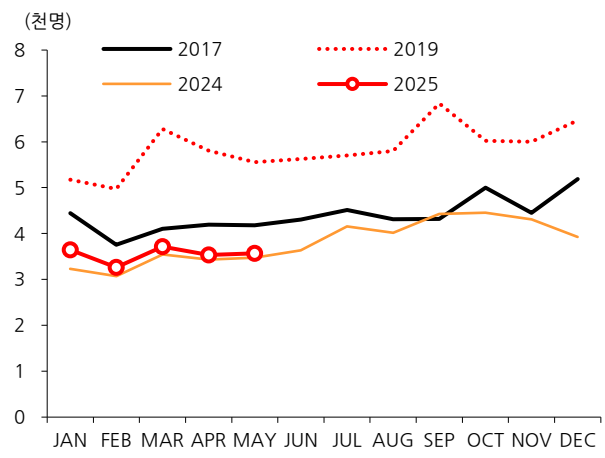
자료: KOSIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 드래곤시티 VIP + PR Mass 방문객



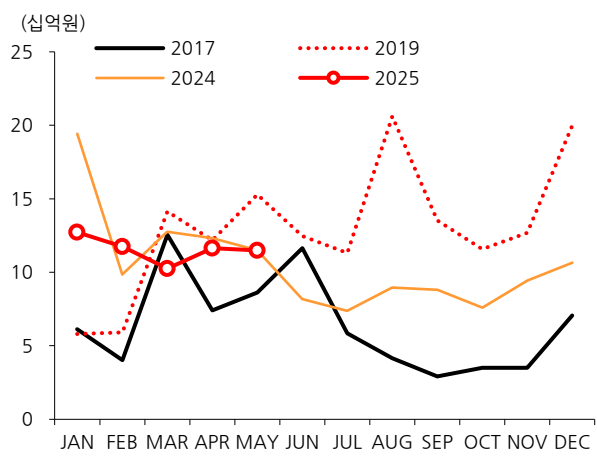
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 드래곤시티 중국인 VIP + PR Mass 방문객



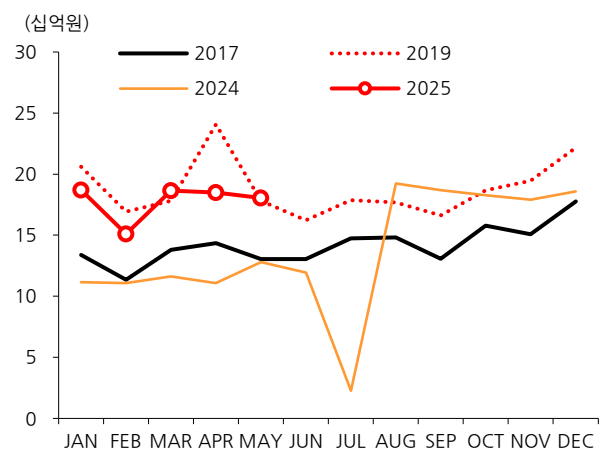
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 드래곤시티 중국인 VIP 드롭액



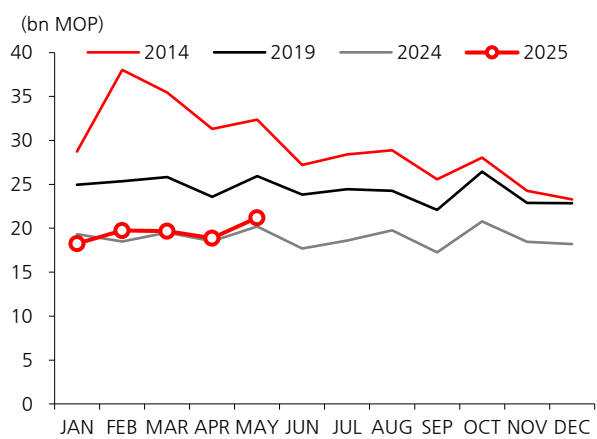
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 드래곤시티 중국인 PR Mass 드롭액



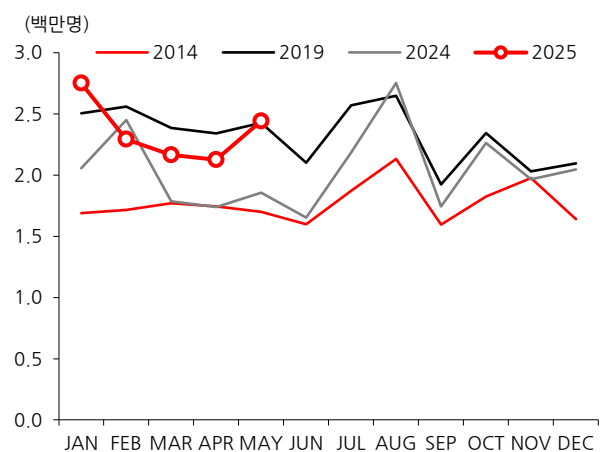
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 마카오 카지노 GGR 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 마카오 중국인 관광객 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	262	397	396	453	517
매출총이익	12	80	71	108	117
영업이익	-14	51	38	78	82
EBITDA	19	82	70	109	113
순이자손익	1	5	6	8	9
외화관련손익	0	-1	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-25	55	44	85	91
당기순이익	-23	44	33	65	69
지배주주순이익	-23	44	33	65	69
증가율(%)					
매출액	n/a	51.3	-0.1	14.3	14.1
영업이익	n/a	흑전	-24.9	102.8	5.2
EBITDA	n/a	328.5	-13.8	55.1	3.7
순이익	n/a	흑전	-24.6	95.7	7.1
이익률(%)					
매출총이익률	4.8	20.2	17.9	23.9	22.6
영업이익률	-5.3	12.9	9.7	17.2	15.8
EBITDA 이익률	7.3	20.6	17.7	24.1	21.9
세전이익률	-9.6	13.8	11.0	18.8	17.7
순이익률	-8.7	11.1	8.3	14.3	13.4

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	46	85	72	270	92
당기순이익	-23	44	33	65	69
자산상각비	33	31	32	31	31
운전자본증감	19	-3	-8	24	15
매출채권 감소(증가)	-5	-1	2	-3	-2
재고자산 감소(증가)	0	1	-1	-1	0
매입채무 증가(감소)	48	21	-5	25	16
투자현금흐름	49	-49	-40	-180	10
유형자산처분(취득)	-19	-15	-5	-4	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-206	-9
재무현금흐름	-22	-21	-49	-40	-44
차입금의 증가(감소)	-22	-21	-24	-23	-23
자본의 증가(감소)	0	0	-26	-17	-22
배당금의 지급	0	0	-26	-17	-22
총현금흐름	28	86	75	246	78
(-)운전자본증가(감소)	-110	61	46	-196	-15
(-)설비투자	19	15	5	4	4
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	119	9	23	439	89
(-)기타투자	25	-25	-4	142	-23
잉여현금	95	34	27	297	111
NOPLAT	-10	41	29	59	62
(+) Dep	33	31	32	31	31
(-)운전자본투자	-110	61	46	-196	-15
(-)Capex	19	15	5	4	4
OpFCF	115	-5	10	283	104

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	263	345	366	448	516
현금성자산	176	191	173	429	496
매출채권	13	13	10	14	16
재고자산	3	2	3	4	4
비유동자산	347	295	250	215	188
투자자산	266	219	177	147	125
유형자산	74	69	66	61	57
무형자산	7	7	6	6	6
자산총계	610	639	616	663	704
유동부채	161	173	165	183	200
매입채무	129	136	131	153	170
유동성이자부채	18	22	22	18	18
비유동부채	66	54	37	18	-4
비유동이자부채	66	54	37	18	-4
부채총계	227	228	203	202	196
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	330	360	361	409	456
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	382	412	414	461	508

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-368	709	534	1,046	1,120
BPS	6,183	6,658	6,686	7,452	8,220
DPS	0	353	280	280	660
CFPS	447	1,383	1,213	3,976	1,254
ROA(%)	-4.0	7.0	5.3	10.1	10.1
ROE(%)	-5.9	11.0	8.0	14.8	14.3
ROIC(%)	-3.7	14.6	9.7	32.0	131.7
Multiples(x, %)					
PER	-51.4	19.0	20.7	14.4	13.5
PBR	3.1	2.0	1.7	2.0	1.8
PSR	4.5	2.1	1.7	2.1	1.8
PCR	42.2	9.8	9.1	3.8	12.0
EV/EBITDA	56.5	8.8	8.1	5.0	4.0
배당수익률	n/a	2.6	2.5	1.9	4.4
안정성(%)					
부채비율	59.4	55.3	49.0	43.7	38.5
Net debt/Equity	-24.3	-27.6	-27.5	-85.2	-94.9
Net debt/EBITDA	-488.1	-139.5	-161.5	-360.2	-426.6
유동비율	163.1	199.2	221.2	244.2	258.2
이자보상배율(배)	n/a	13.5	11.9	33.1	63.0
자산구조(%)					
투자자본	37.1	42.1	46.1	10.6	4.0
현금+투자자산	62.9	57.9	53.9	89.4	96.0
자본구조(%)					
차입금	17.9	15.7	12.5	7.3	2.6
자기자본	82.1	84.3	87.5	92.7	97.4

[Compliance Notice]

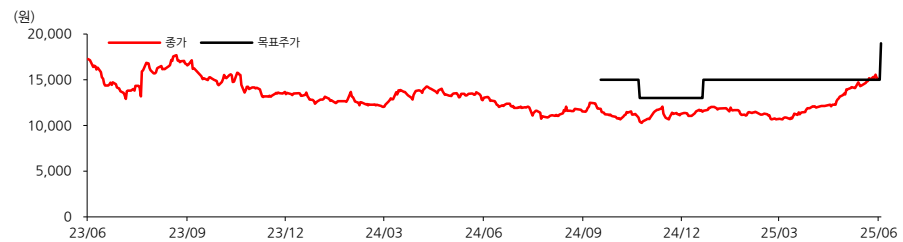
(공표일: 2025년 06월 23일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[GKL 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.10.07	2024.10.07	2024.11.12	2025.01.10	2025.06.23
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		박수영	15,000	13,000	15,000	19,000
일 시						
투자의견						
목표가격						

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.10.07	Buy	15,000	-25.64	-21.13
2024.11.12	Buy	13,000	-13.95	-7.23
2025.01.10	Buy	15,000	-18.77	3.73
2025.06.23	Buy	19,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%