

Initiation

GKL
(114090)

임수진 soojn.lm@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월
목표주가

17,000
신규

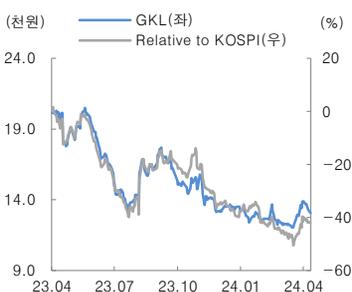
현재주가
(24.04.15)

13,060

레저업종

KOSPI	2,670.43
시가총액	808십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	31십억원
52주 최고/최저	20,500원 / 12,020원
120일 평균거래대금	30억원
외국인지분율	8.36%
주요주주	한국관광공사 51.00% 국민연금공단 9.94%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.7	2.0	-14.0	-35.3
상대수익률	6.6	-3.5	-20.9	-37.7



홀드올에 가려진 성장성

- 외부환경은 개선세. 여름 성수기 기점으로 방문객 수 회복 본격화 기대
- 최근 홀드올 부진에 가려진 성장성. 정상화 시 성장 본격화될 예정
- 영업 레버리지 효과로 2024년 OP 780억원(YoY+38.5%) 호실적 전망

투자 의견 매수, 목표주가 17,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 GKL 2024E EPS 기준에 Target PER 17.1배(15~19년 PER 평균 19배에 10% 할인율 적용)를 적용하여 산출. 동사의 주가는 지난해 중국 단체 관광 허용에도 불구하고 VIP 회복세가 기대보다 더더 부진한 모습

다만, 올해 1분기 중국 노선 확대 및 인바운드 회복이 본격화되고 있어 환경적 요소는 정상화 추세. 여름 성수기를 기점으로 MASS 회복이 본격화되고 중국 경기 회복 시 VIP 회복이 이어질 것으로 예상된다. 향후 실적은 지속 개선되는 방향으로 주가도 회복세를 기록할 것으로 예상

최근 홀드올 부진에 가려진 성장성. 정상화 시 성장 본격화될 예정

올해는 중국인 인바운드가 크게 회복할 것으로 예상되는 가운데 동사는 강남과 용산에 위치한 지리적 이점과 기존에도 중국 고객 비중이 높았던 만큼 MASS 중심의 매출 회복세가 본격화될 것으로 예상. 가장 중요한 방문객 수의 성장이 지속되는 만큼 홀드올 정상화 시 매출액 성장이 본격화될 개연성이 높다고 판단

레버리지 효과가 기대되는 2024년

2024년 GKL의 영업실적은 매출액 4,420억원(YoY +11.3%), 영업이익 780억원(YoY +38.5)을 기록할 전망. 1) 중국 MASS 회복이 본격화되며 매출 성장이 기대되며, 2) 고정비 비중이 높은 사업구조로 레버리지 효과가 확대될 전망. 2024년에는 레버리지 효과로 영업이익 개선이 클 것으로 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	262	397	442	506	566
영업이익	-14	51	78	97	124
세전순이익	-25	55	78	99	130
총당기순이익	-23	44	62	79	104
지배지분순이익	-23	44	62	79	104
EPS	-368	709	1,008	1,276	1,682
PER	NA	19.0	13.5	10.7	8.1
BPS	6,183	6,658	7,313	8,236	9,566
PBR	3.1	2.0	1.9	1.7	1.4
ROE	-5.9	11.0	14.4	16.4	18.9

자료: GKL, 대신증권 Research Center

기업개요

GKL은 한국관광공사 자회사인 외국인 전용 카지노로서 ‘세븐럭’을 운영하는 공기업이다. 2004년 한국관광공사가 문화체육관광부에 외국인 전용 카지노 허가를 신청하고 2005년 1월 서울 2개소, 부산 1개소 영업허가를 받으며 2005년 9월 설립되었다. 현재 서울강남점, 서울드래곤시티점, 부산롯데점 총 3곳의 외국인전용카지노를 운영하고 있다.

2023년 연결기준 매출은 100% 카지노 사업으로 구성되며 세부적으로는 테이블 매출 90%, 슬롯머신 9%, 환전수입 1% 순으로 구성한다. 서울과 부산 모두 도시 중심에 위치한 지리적 이점이 동사의 장점이다.

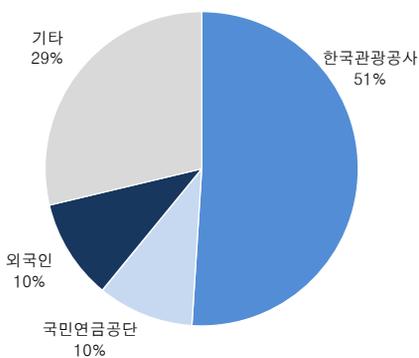
표 28. GKL_카지노 운영 현황

(단위: 대, 십억원)

	세븐럭 코엑스점	세븐럭 드래곤시티	세븐럭 부산 롯데점
개장일	2006.01.27	2022.12.01	2006.06.23
입점형태	임대	호텔 직영	임대
면적	6,094m ² (1,843 평)	3,147m ² (952 평)	2,555m ² (773 평)
테이블 수	126	129	74
슬롯수	108	146	100
카지노 매출	140.6	101.8	22.7

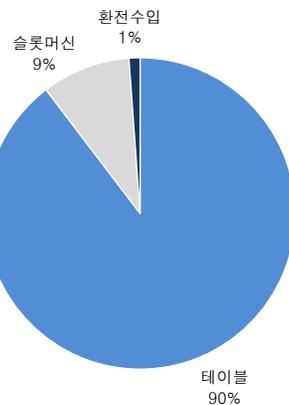
자료: GKL, 대신증권 Research Center

그림 136. GKL_주주현황



자료: GKL, 대신증권 Research Center
주: 2024년 4월 9일 기준

그림 137. GKL_2023년 사업부별 매출비중



자료: GKL, 대신증권 Research Center
주: 2023년 연결 매출액 기준

Valuation 및 투자포인트

목표주가는 GKL 2024E EPS 기준에 Target PER 17.1배를 적용하여 산출했다. TARGET PER은 GKL의 2015~2019년 PER 평균 PER 19배에 10% 할인을 적용했다.

동사의 주가는 지난해 중국 단체 관광 허용에도 불구하고 VIP 회복세가 기대보다 더더부진한 모습이다. 다만, 올해 1분기 중국 노선 확대 및 인바운드 회복이 본격화되고 있어 환경적 요소는 정상화에 가까워졌다. 여름 성수기를 기점으로 MASS 회복이 본격화되고 중국 경기 회복 시 VIP 회복이 이어질 것으로 예상된다. 향후 실적은 지속 개선되는 방향으로 주가도 회복세를 기록할 것으로 예상된다.

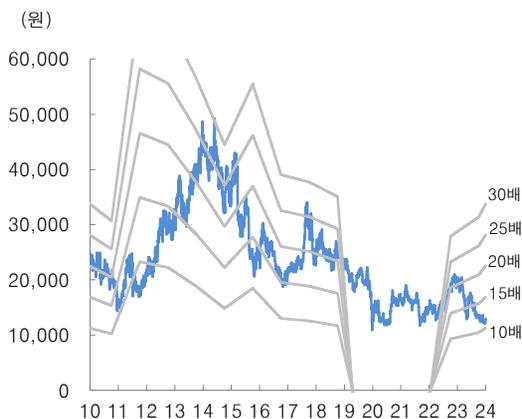
표 29. GKL_Valuation Table

(단위: 십억원, 백만주, 원, 배, %)

	2024E	비고
순이익(십억원)	62.4	2024년 추정치 기준
주식수(백만주)	61.9	
EPS(원)	1,008	
Target PER	17.1	코로나 이전 3개년 평균 PER 19배에 10% 할인을 적용
적정주가(원)	17,241	
목표주가(원)	17,000	
현재주가(원)	13,690	
상승여력(%)	24.2%	

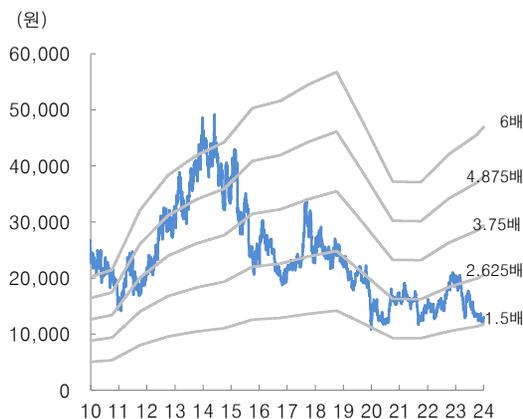
자료: 대신증권 Research Center

그림 138. GKL_PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 139. GKL_PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

실적 전망

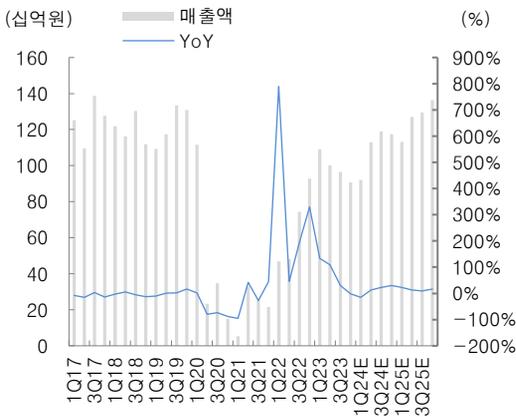
2024년 GKL의 영업실적은 매출액 4,420억원(YoY +11.3%), 영업이익 780억원(YoY +38.5)을 기록할 전망이다. 1) 중국 VIP 회복이 본격화되며 매출 성장이 기대되며, 2) 고정비 비중이 높은 사업구조로 레버리지 효과가 확대될 전망이다. 이에따라 영업이익 개선이 클 것으로 예상된다.

올해는 중국인 인바운드가 크게 회복할 것으로 예상되는 가운데 동사는 강남과 용산에 위치한 지리적 이점과 기존에도 중국인 고객 비중이 높았던만큼 매출 회복세가 본격화 될 것으로 예상된다.

1분기 인바운드가 빠르게 회복세에 들어섰음에도 매출 성장은 기대보다 부진한 모습이다. 가장 큰 원인은 홀드올 때문인데 이부분은 회사가 컨트롤 하지 못하는 영역이다. 지난해 4분기에 이어 올해 1분기 홀드올도 7%를 기록했다. 가장 중요한 방문객 수의 성장이 지속되는 만큼 홀드올 정상화 시 매출액 성장이 본격화될 개연성이 높다고 판단된다.

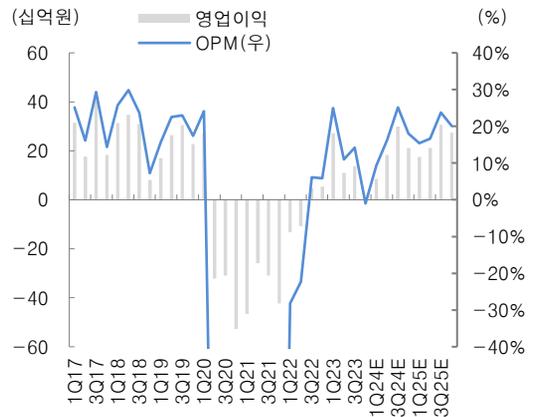
GKL의 카지노 비용단은 매우 심플하다. 매출과 연동되는 고정비 성격인 임대료, 인건비, 마케팅 성격인 콤프, 광고비이다. 비용단에서는 콤프 (YoY +6.8%) 및 광고선전비용 (YoY +19%)이 증가할 것으로 예상된다. 이는 새로운 경쟁자 인스파이어와의 경쟁

그림 140. GKL_매출액 추이 및 전망



자료: GKL, 대신증권 Research Center

그림 141. GKL_영업이익 및 OPM



자료: GKL, 대신증권 Research Center

표 30. GKL_실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	109	100	97	91	92	113	119	117	397	442	506
카지노매출액	144	126	121	118	119	138	143	144	509	543	604
카지노손실금	-23	-17	-17	-22	-20	-15	-16	-19	-79	-71	-64
매출에누리	-13	-10	-8	-7	-7	-11	-10	-8	-38	-36	-40
환전수입	1	1	1	1	1	1	1	1	5	5	6
매출원가	75	82	76	84	76	86	82	88	317	333	376
컴프비용	9	10	10	12	9	11	12	12	41	44	46
급여	28	34	28	32	29	35	29	33	123	126	128
관광진흥개발기금	10	10	9	9	9	11	11	11	38	42	45
개별소비세	3	3	3	2	2	3	3	3	10	11	12
매출총이익	34	19	21	7	16	27	37	29	80	109	130
판관비	7	8	7	8	7	8	7	8	29	31	31
영업이익	27	11	14	-1	9	18	30	21	51	78	98
OPM	24.9%	11.0%	14.2%	-1.0%	9.3%	16.3%	25.1%	18.0%	12.9%	17.7%	19.4%
당기순이익	22	9	12	2	7	14	24	17	41	61	68
성장률 YoY(%)											
매출액	132.9%	108.5%	29.8%	-2.2%	-15.7%	12.8%	23.2%	29.5%	51.3%	11.3%	14.6%
카지노매출액	116.6%	54.9%	33.0%	-16.0%	-17.4%	9.4%	18.1%	22.0%	34.2%	6.8%	11.2%
매출원가	39.8%	54.6%	18.8%	5.9%	1.2%	5.9%	7.8%	5.2%	-7.8%	-10.0%	-10.0%
컴프비용	1358.0%	685.7%	127.3%	25.5%	8.9%	14.3%	13.0%	-1.8%	155.3%	6.8%	7.3%
급여	-0.2%	32.9%	2.0%	3.6%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	9.0%	2.2%	0.5%
관광진흥개발기금	145.0%	117.2%	28.8%	-2.3%	-14.0%	11.3%	19.6%	28.8%	53.1%	9.1%	7.3%
개별소비세	324.9%	308.8%	135.6%	-11.1%	-16.2%	5.0%	15.9%	38.4%	111.6%	7.6%	7.3%
매출총이익	-582.5%	-497.2%	97.0%	-49.1%	-53.1%	42.6%	79.8%	321.3%	542.4%	26.8%	33.7%
판관비	6.3%	27.0%	16.9%	-4.2%	9.9%	7.5%	4.1%	4.1%	흑전	6.3%	1.6%
영업이익	-54.3%	-39.1%	-9.9%	-2.0%	30.3%	-4.7%	-15.5%	흑전	흑전	38.5%	47.8%
당기순이익	-37.2%	-35.1%	-32.1%	-37.9%	2.2%	5.0%	5.0%	887.4%	0.0%	35.9%	28.4%

자료: GKL, 대신증권 Research Center

표 31. 주요가정 1_방문자 수 추이 및 전망 추이

(단위: 명)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
중국	9,412	12,344	12,724	12,612	12,531	13,163	13,642	14,167	47,092	53,503	55,928
일본	11,367	13,191	14,184	15,242	14,958	15,106	15,432	15,992	53,984	61,487	65,882
기타	4,460	5,011	4,748	4,967	4,748	5,526	5,698	5,960	19,186	21,932	23,250
방문자수	25,239	30,546	31,656	32,821	32,237	33,795	34,771	36,120	120,262	136,923	145,060

자료: GKL, 대신증권 Research Center

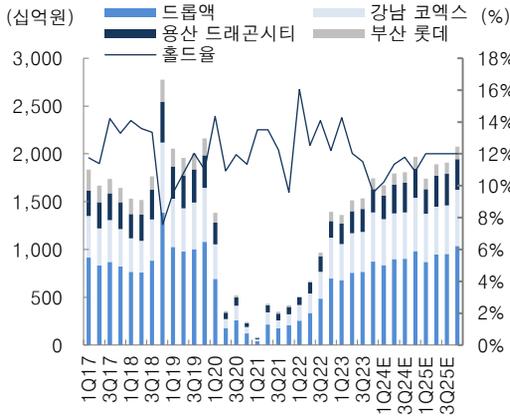
표 32. 주요가정 2_주요지표 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
드롭액	679	757	766	873	835	898	904	984	3,075	3,621	3,807
YpY	167.1%	126.1%	58.3%	25.2%	22.9%	18.6%	18.0%	12.7%	73.7%	17.7%	5.1%
강남 코엑스	377	412	418	516	482	478	482	558	1,723	2,000	2,097
용산 드래곤시티	214	233	240	242	248	303	313	302	930	1,165	1,233
부산 롯데	88	112	108	114	105	117	109	124	423	456	477
홀드업	14.3%	12.0%	11.5%	9.6%	10.2%	11.4%	11.8%	10.9%	11.8%	11.1%	12.0%

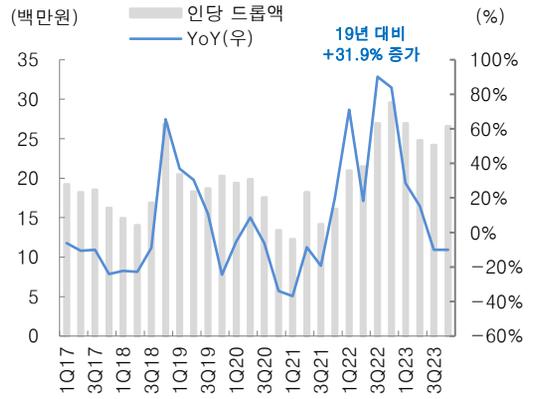
자료: GKL, 대신증권 Research Center

그림 142. GKL_드롭액 및 홀드율 추이



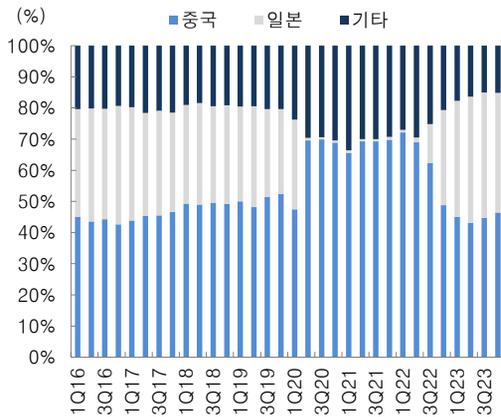
자료: GKL, 대신증권 Research Center

그림 143. GKL_인당 드롭액 추이



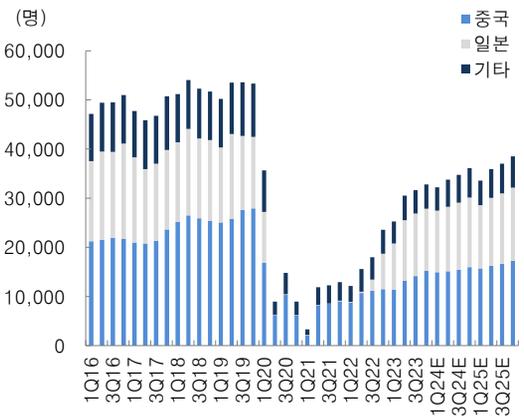
자료: GKL, 대신증권 Research Center

그림 144. GKL_국가별 방문자 비중 추이



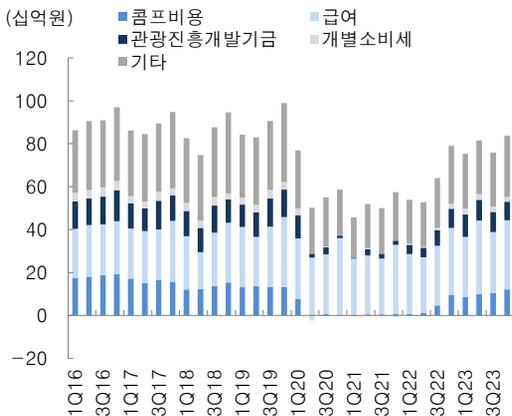
자료: GKL, 대신증권 Research Center

그림 145. GKL_방문객 수 추이



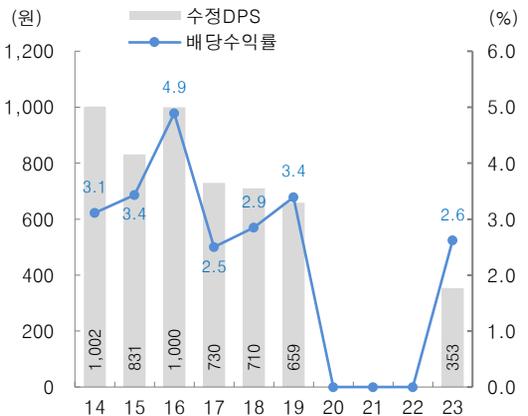
자료: GKL, 대신증권 Research Center

그림 146. GKL_분기 매출원가 추이



자료: GKL, 대신증권 Research Center

그림 147. GKL_테이블/슬롯/정켓 순매출 추이



자료: GKL, 대신증권 Research Center

표 33. GKL_ 카지노 영업설비 현황

(단위: 대)

사업부문	사업소	품 목	2021	2022	2023	YOY(대)		
카지노	강남코엑스점	Table	바카라	62	62	62	-	
			블랙잭	8	8	8	-	
			룰렛	2	2	2	-	
			다이사이	1	1	1	-	
			포커	3	3	3	-	
			카지노워	0	0	0	-	
		Machine	빅휠	0	0	0	-	
			텍사스홀덤	2	2	2	-	
			비디오게임	108	108	108	-	
		서울 드래곤시티점	Table	바카라	35	37	37	-
				블랙잭	6	6	6	-
				룰렛	3	6	6	-
	다이사이			2	2	2	-	
	포커			2	2	2	-	
	카지노워			2	2	2	-	
	Machine		빅휠	0	0	0	-	
			바카라	2	2	1	-	
			룰렛	1	1	1	-	
	부산롯데점		Table	(단말기)	71	71	71	-
				슬롯머신	12	12	9	-3
				비디오게임	134	134	137	+3
		바카라		30	30	30	-	
		블랙잭		6	6	6	-	
		룰렛		3	3	3	-	
Machine	다이사이	1	1	1	-			
	포커	2	2	2	-			
	카지노워	0	0	0	-			
	빅휠	0	0	0	-			
	바카라	1	1	1	-			
	룰렛	1	1	1	-			
Machine	다이사이	1	1	1	-			
	(단말기)	29	29	29	-			
	슬롯머신	5	5	5	-			
합 계	Machine	비디오게임	100	95	95	-		
		Table	170	175	175			
		ETG	9 (145)	9(145)	10(145)			
			354	354	354			

자료: GKL, 대신증권 Research Center

기업개요

기업개요

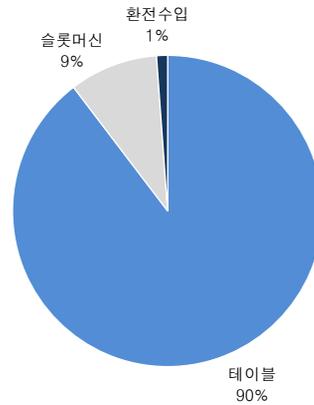
- GKL 은 한국관광공사 자회사인 외국인 전용 카지노로서 '세븐럭'을 운영하는 공기업. 2004년 한국관광공사가 문화체육관광부에 외국인 전용 카지노 허가를 신청하고 2005년 1월 서울 2개소, 부산 1개소 영업허가를 받으며 2005년 9월 설립
- 서울과 부산 모두 도시 중심에 위치한 지리적 이점이 동사의 장점
- 매출비중은 100% 카지노 사업으로 구성되며 세부적으로는 테이블 매출 90%, 슬롯머신 9%, 회전수입 1% 순으로 구성

주가 변동요인

- 드롭액 및 홀드율에 따른 카지노 매출 변동
- 카지노 산업 관련 규제 변화
- 대외외적 매크로 환경 변화에 따른 영향

자료: 대신증권 Research Center

GKL_매출 항목별 비중

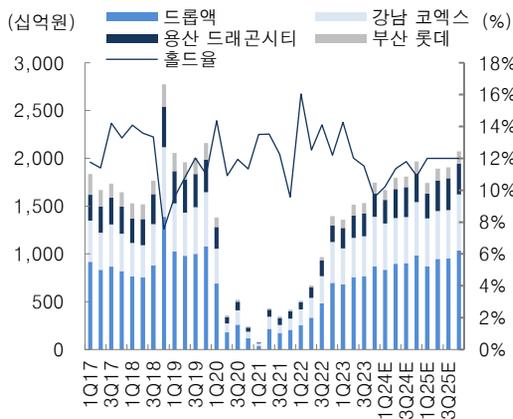


자료: Dart, 대신증권 Research Center

주: 테이블, Slot 매출은 관광진흥개발기금 부과 기준, 회전수입은 IS 기준

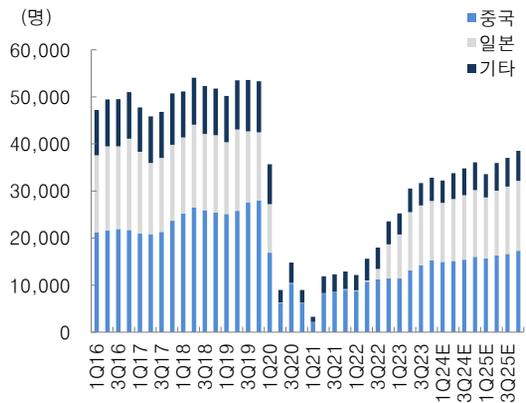
Earnings Driver

GKL_드롭액 및 홀드율 추이



자료: GKL, 대신증권 Research Center

GKL_방문객 수 추이



자료: GKL, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	262	397	442	506	566
매출원가	250	317	333	376	407
매출총이익	12	80	109	130	159
판매비와관리비	26	29	31	33	35
영업이익	-14	51	78	97	124
영업이익률	-5.3	12.9	17.7	19.1	22.0
EBITDA	19	82	96	114	141
영업외손익	-11	4	0	2	6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	5	10	2	4	8
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-15	-5	-1	-1	-1
외환관련손실	1	1	1	1	1
기타	-1	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	-25	55	78	99	130
법인세비용	2	-11	-16	-20	-26
계속사업순이익	-23	44	62	79	104
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-23	44	62	79	104
당기순이익률	-8.7	11.1	14.1	15.6	18.4
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	-23	44	62	79	104
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-1	1	-1	0
포괄순이익	-1	29	72	72	108
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-1	29	72	72	108

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-368	709	1,008	1,276	1,682
PER	NA	19.0	13.5	10.7	8.1
BPS	6,183	6,658	7,313	8,236	9,566
PBR	3.1	2.0	1.9	1.7	1.4
EBITDAPS	308	1,319	1,545	1,839	2,277
EV/EBITDA	52.8	7.1	5.7	4.2	2.8
SPS	4,237	6,413	7,138	8,183	9,150
PSR	45	2.1	1.9	1.7	1.5
CFPS	447	1,383	1,621	1,947	2,449
DPS	0	353	353	353	353

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	208.1	51.3	11.3	14.6	11.8
영업이익 증가율	적지	흑전	52.9	24.1	28.4
순이익 증가율	적지	흑전	42.2	26.6	31.8
수익성					
ROC	-18.0	53.1	85.3	105.5	133.7
ROA	-2.4	8.2	11.8	13.5	15.6
ROE	-5.9	11.0	14.4	16.4	18.9
안정성					
부채비율	59.4	55.3	51.6	47.3	42.3
순차입금비율	-42.6	-61.5	-66.9	-71.7	-76.1
이자보상배율	-5.1	13.5	0.0	0.0	0.0

자료: GKL, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	263	345	403	479	580
현금및현금성자산	171	186	242	313	408
매출채권 및 기타채권	13	13	16	20	26
재고자산	3	2	2	3	3
기타유동자산	76	144	144	144	143
비유동자산	347	295	282	272	262
유형자산	74	69	68	66	66
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	273	225	215	205	197
자산총계	610	639	686	750	842
유동부채	161	173	179	186	196
매입채무 및 기타채무	129	136	136	136	136
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	32	37	43	50	60
비유동부채	66	54	54	54	54
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	66	54	54	54	54
부채총계	227	228	233	241	251
자배지분	382	412	452	509	592
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	330	360	400	457	540
기타지분변동	0	0	0	0	0
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	382	412	452	509	592
순차입금	-163	-253	-303	-365	-450

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	46	85	60	75	100
당기순이익	-23	44	62	79	104
비현금항목의 가감	50	42	38	41	47
감가상각비	33	31	18	17	17
외환손익	0	0	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	17	11	20	24	30
자산부채의 증감	19	-3	-25	-26	-26
기타현금흐름	0	2	-16	-20	-26
투자활동 현금흐름	49	-49	-10	-11	-12
투자자산	67	-33	5	4	3
유형자산	-19	-15	-15	-15	-15
기타	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-22	-21	-43	-43	-43
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-22	-22	-22
기타	-22	-21	-21	-21	-21
현금의 증감	73	15	56	71	95
기초 현금	98	171	186	242	313
기말 현금	171	186	242	313	408
NOPLAT	-13	41	62	77	99
FCF	2	56	64	79	100