



GKL (114090)

진짜 쉽지 않네

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 13,000원

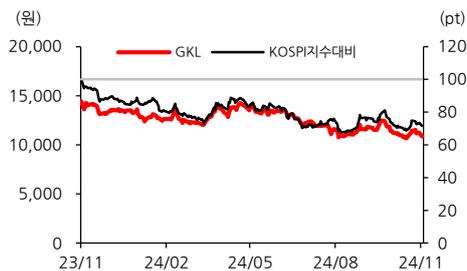
현재 주가(11/11)	10,860 원
상승여력	▲19.7%
시가총액	6,718 억원
발행주식수	61,856 천주
52 주 최고가 / 최저가	14,430 / 10,650 원
90 일 일평균 거래대금	21.43 억원
외국인 지분율	10.4%
주주 구성	
한국관광공사 (외 1 인)	51.0%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%
GKL 우리사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.3	-6.4	-21.6	-24.7
상대수익률(KOSPI)	-0.8	-4.2	-14.4	-29.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	397	390	465	514
영업이익	51	43	74	82
EBITDA	82	75	106	114
지배주주순이익	44	36	62	68
EPS	709	584	1,000	1,105
순차입금	-114	-158	-225	-284
PER	19.0	18.6	10.9	9.8
PBR	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.8	6.9	4.2	3.4
배당수익률	2.6	3.8	3.8	6.1
ROE	11.0	8.7	14.0	14.3

주가 추이



사내근로복지기금 감안시 기대치에서 크게 어긋나지 않은 실적이었습니다. 다만, 여전히 홀드올 부진이 지속되고 있으며 중국인 VIP 회복의 속도가 더디게 나타나는 점은 우려스럽습니다. 추정치 하향에 따라 목표주가를 13,000 원으로 하향 조정합니다.

3Q24 Review: 비용 이슈 감안하면 기대에 부합한 실적

동사는 지난 3분기 매출액과 영업이익 각각 938억원, 55억원을 기록했는데, 당사 추정치(95억원) 및 시장 기대치(95억원)를 모두 큰 폭 하회했다. 코로나 기간 면제되었던 사내근로복지기금 명목의 판관비가 올해부터 반영된 영향으로 해석된다. 그간 지속되는 적자로 면제되었으나, 향후에도 매년 3분기께 전년 세전이익의 약 4%가 사내근로복지기금으로 반영될 것으로 예상된다.

4분기의 시작인 10월도 쉽지는 않네

3분기 3개 업장 평균 홀드율은 10.4%를 기록했다. 전분기 및 전년 동기 대비 모두 부진한 홀드율이었다. 그런데 10월 평균 홀드율은 9.8%로 더욱 부진한 상황이다. 드롭액은 느리나마 꾸준히 회복세를 보이는 중인데, 지속되는 홀드올 부진이 다소 우려스러운 상황이다. 홀드올이 회복되는 모습이 나타나면, 드롭액도 자연스럽게 회복세에 탄력을 받을 수 있기 때문에 더욱 아쉽다. 카지노 홀드율은 결국 하나의 값에 수렴하는 통계의 영역이라 조금 더 긴 시간을 두고 지켜보긴 해야겠다. 한편, 최근 중국에서 한국인의 무비자 입국을 허용하며 동사에도 관련 수혜 기대감이 일부 있었다. 외교의 경우 상호주의 원칙이 있으나 중국의 정책적 변수는 언제나 그랬듯 예측 불가능하기 때문에 막연한 기대는 독이 될 수 있겠다. 10월 기준 중국 VIP(VIP+Premium Mass) 드롭액은 약 930억원, 방문객은 6,450명으로 '19년 동월 대비 각각 67%, 70%의 회복률을 기록했다.

목표주가 13,000원으로 하향

투자의견은 종전대로 Buy를 유지하나 목표주가는 13,000원으로 하향한다. 지속되는 홀드올 부진 및 더딘 VIP 드롭액 회복에 따라 실적 추정치를 종전 대비 하향 조정한 까닭이다. 중국 VIP 회복시 강한 반등도 기대할 수 있겠으나 당장은 쉽지 않아 보인다.

[표1] GKL 3Q24P 실적

(단위: 십억원, %, %pt)

	3Q23	2Q24	3Q24P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	97	99	94	95	96	-2.9%	-5.1%	-1.7%	-2.0%
영업이익	14	13	6	9	10	-59.7%	-58.1%	-41.7%	-42.0%
영업이익률	14.2%	13.4%	5.9%	9.9%	10.0%	-8.3%pt	-7.5%pt	-4.0%pt	-4.1%pt
순이익	12	11	6	9	8	-53.9%	-51.3%	-35.4%	-32.9%
순이익률	12.4%	11.5%	5.9%	8.9%	8.6%	-6.5%pt	-5.6%pt	-3.1%pt	-2.7%pt

주: 발표 실적은 별도 기준 실적이나, 연결 실적과 큰 차이 없는 것으로 추정

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

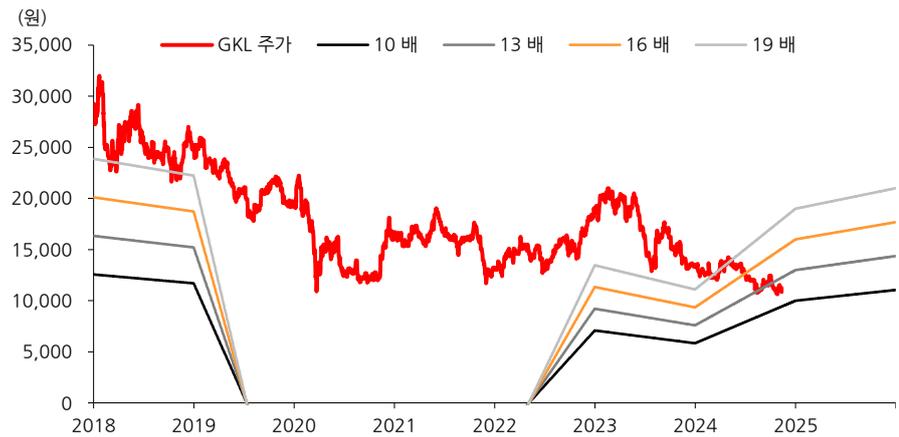
[표2] GKL 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2024E	2025E	비고
지배주주순이익	36	62	
보통주 발행주식수	61,856	61,856	
-자기주식수			
EPS	584	1,000	
12mth Fwd EPS		965	
Target P/E		13	글로벌 peer * 10% 할인
적정주가		12,901	
최종 목표주가		13,000	
현재주가		10,860	11/11 일 기준
상승여력		19.7%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] GKL 12mth Fwd P/E Band



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

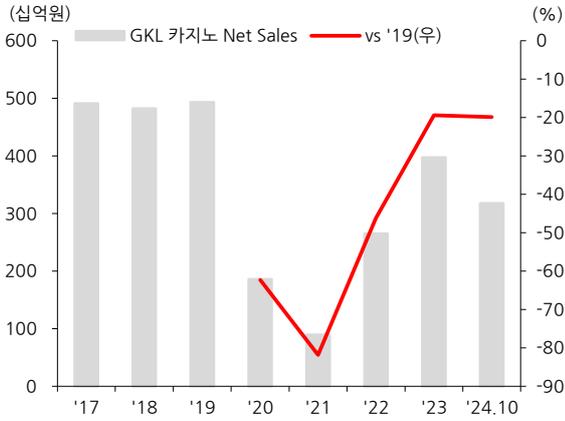
[표3] GKL 실적 추이

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
주요 가정											
방문객	120,262	155,924	200,041	25,239	30,546	31,656	32,821	32,237	35,516	43,065	45,106
중국 VIP	53,984	70,040	96,936	11,367	13,191	14,184	15,242	14,958	15,719	18,660	20,703
일본 VIP	47,092	62,142	72,351	9,412	12,344	12,724	12,612	12,531	14,421	17,943	17,247
기타 VIP	19,186	23,741	30,754	4,460	5,011	4,748	4,967	4,748	5,376	6,462	7,155
드롭액	3,394	3,791	4,367	754	836	850	955	916	941	912	1,022
중국 VIP	833	950	1,250	159	210	201	263	196	259	222	274
일본 VIP	1,069	1,238	1,319	226	254	282	308	320	291	307	319
기타 VIP	870	1,073	1,256	220	206	199	246	268	254	243	308
기타	622	530	542	149	166	168	138	132	137	140	121
홀드율	11.7%	10.2%	10.6%	14.3%	12.0%	11.5%	9.6%	10.2%	10.5%	10.4%	9.7%
실적 추정											
매출액	397	390	465	109	100	97	91	98	99	94	99
매출원가	317	316	359	75	82	76	84	77	79	79	82
인건비	150	144	160	35	41	35	40	36	35	36	37
관광기금	38	37	44	10	10	9	9	9	9	9	9
개소세	10	10	12	3	3	3	2	2	3	2	3
기타	118	126	143	28	29	29	33	30	32	31	33
매출총이익	80	73	106	34	19	21	7	21	20	15	18
판관비	29	31	32	7	8	7	8	7	7	9	7
영업이익	51	43	74	27	11	14	-1	14	13	6	10
OPM	12.9%	11.0%	15.9%	24.9%	11.0%	14.2%	-1.0%	14.1%	13.4%	5.9%	10.3%
지배순이익	44	36	62	22	9	12	2	10	11	6	9

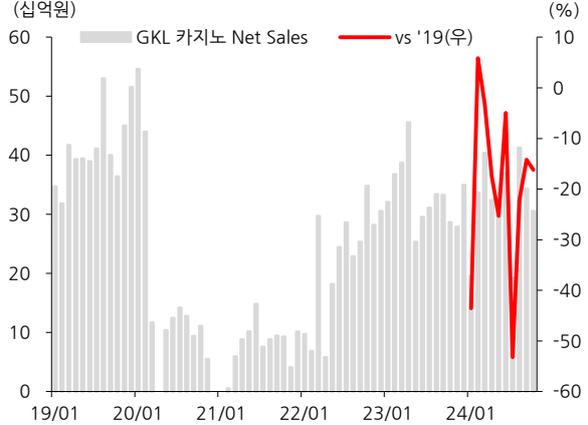
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] GKL 카지노 매출액 추이(연간)



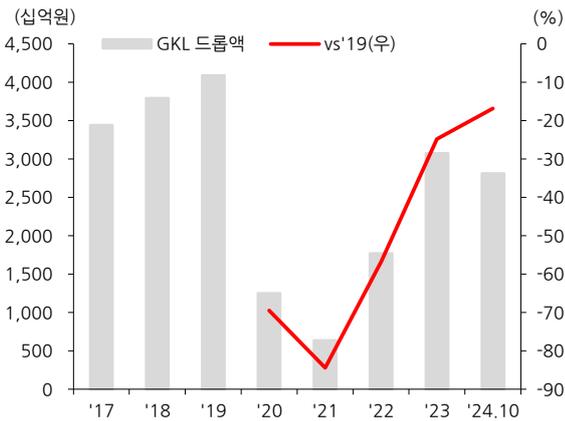
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] GKL 카지노 매출액 추이(월별)



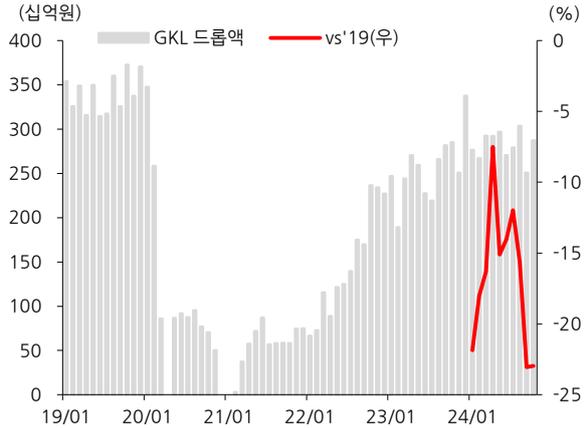
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] GKL 카지노 드롭액 추이(연간)



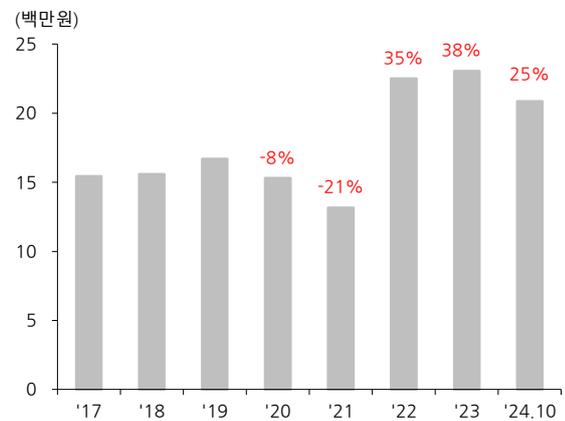
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] GKL 카지노 드롭액 추이(월별)



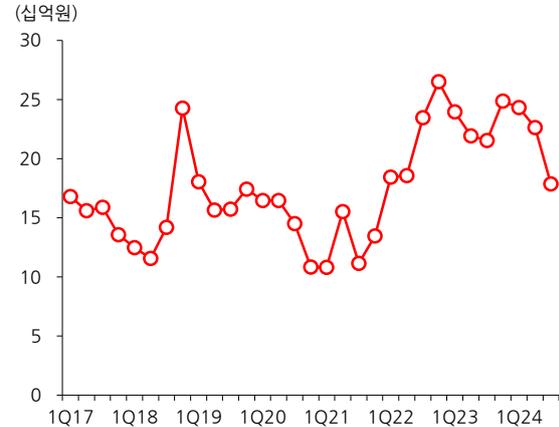
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] GKL VIP 고객 드롭액 추이(연간)



자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] GKL VIP 고객 드롭액 추이(분기별)



자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	262	397	390	465	514
매출총이익	12	80	73	106	118
영업이익	-14	51	43	74	82
EBITDA	19	82	75	106	114
순이자손익	1	5	6	6	6
외화관련손익	0	-1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-25	55	48	81	90
당기순이익	-23	44	36	62	68
지배주주순이익	-23	44	36	62	68
증가율(%)					
매출액	n/a	51.3	-1.7	19.2	10.6
영업이익	n/a	흑전	-16.1	72.8	11.1
EBITDA	n/a	328.5	-8.6	41.7	7.7
순이익	n/a	흑전	-17.6	71.2	10.5
이익률(%)					
매출총이익률	4.8	20.2	18.8	22.8	22.9
영업이익률	-5.3	12.9	11.0	15.9	16.0
EBITDA 이익률	7.3	20.6	19.1	22.7	22.2
세전이익률	-9.6	13.8	12.2	17.4	17.4
순이익률	-8.7	11.1	9.3	13.3	13.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	46	85	60	92	87
당기순이익	-23	44	36	62	68
자산상각비	33	31	32	32	32
운전자분증감	19	-3	-6	20	10
매출채권 감소(증가)	-5	-1	-1	-3	-1
재고자산 감소(증가)	0	1	-1	-1	0
매입채무 증가(감소)	48	21	21	29	17
투자현금흐름	49	-49	10	1	1
유형자산처분(취득)	-19	-15	-6	-6	-6
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	-22	-21	-41	-33	-37
차입금의 증가(감소)	-22	-21	-15	-8	-8
자본의 증가(감소)	0	0	-26	-26	-30
배당금의 지급	0	0	-26	-26	-30
총현금흐름	28	86	64	71	78
(-)운전자분증감(감소)	-110	61	-4	-20	-10
(-)설비투자	19	15	6	6	6
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	119	9	62	85	81
(-)기타투자	25	-25	-6	-8	-8
잉여현금	95	34	68	93	89
NOPLAT	-10	41	32	56	63
(+) Dep	33	31	32	32	32
(-)운전자분투자	-110	61	-4	-20	-10
(-)Capex	19	15	6	6	6
OpFCF	115	-5	63	102	98

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	263	345	368	436	495
현금성자산	176	191	220	280	331
매출채권	13	13	12	15	16
재고자산	3	2	3	3	4
비유동자산	347	295	266	255	245
투자자산	266	219	193	186	178
유형자산	74	69	66	64	61
무형자산	7	7	6	6	5
자산총계	610	639	634	692	739
유동부채	161	173	171	200	217
매입채무	129	136	138	167	183
유동성이자부채	18	22	22	22	22
비유동부채	66	54	41	33	26
비유동이자부채	66	54	41	33	26
부채총계	227	228	211	233	242
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	330	360	370	407	445
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	382	412	422	459	497

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-368	709	584	1,000	1,105
BPS	6,183	6,658	6,830	7,417	8,039
DPS	0	353	410	410	660
CFPS	447	1,383	1,034	1,152	1,257
ROA(%)	-4.0	7.0	5.7	9.3	9.6
ROE(%)	-5.9	11.0	8.7	14.0	14.3
ROIC(%)	-3.7	14.6	11.5	22.6	28.0
Multiples(x, %)					
PER	-51.4	19.0	18.6	10.9	9.8
PBR	3.1	2.0	1.6	1.5	1.4
PSR	4.5	2.1	1.7	1.4	1.3
PCR	42.2	9.8	10.5	9.4	8.6
EV/EBITDA	56.5	8.8	6.9	4.2	3.4
배당수익률	n/a	2.6	3.8	3.8	6.1
안정성(%)					
부채비율	59.4	55.3	50.0	50.7	48.7
Net debt/Equity	-24.3	-27.6	-37.3	-49.0	-57.0
Net debt/EBITDA	-488.1	-139.5	-211.2	-212.8	-249.0
유동비율	163.1	199.2	215.7	218.6	228.6
이자보상배율(배)	n/a	13.5	13.3	26.8	34.0
자산구조(%)					
투하자본	37.1	42.1	39.0	33.4	29.5
현금+투자자산	62.9	57.9	61.0	66.6	70.5
자본구조(%)					
차입금	17.9	15.7	12.9	10.7	8.8
자기자본	82.1	84.3	87.1	89.3	91.2

[Compliance Notice]

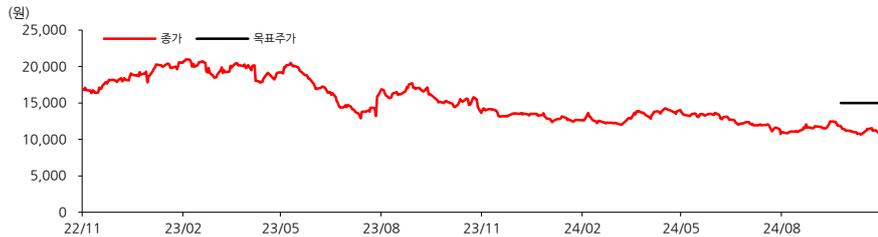
(공표일: 2024년 11월 12일)

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 종목의 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]

일시	2016.08.12	2024.10.07	2024.10.07	2024.11.12	
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	
목표가격		박수영	15,000	13,000	

[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		

[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 추정치에 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: 2024년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%