

银河娱乐 (27 HK)

2017 年 5 月 5 日

业绩强劲但增长势头放缓,从买入下调至持有

分析员: 张富绅 (johnsoncheung@chinastock.com.hk: 电话 3698-6275)

尽管银河娱乐 2017 年第一季业绩按年改善,但按季看到增长势头正在放缓。即使我们上调了盈利预测,公司相对其他博彩股的估值折让亦已有所收窄。我们认为,公司的基本面需要有重大改变,或是有新的催化剂出现(如日本的机遇),股份才能获得市场重新估值。我们将评级下调至持有。我们的最新目标价为 43 港元,基于 14 倍 EV/EBITDA。

2017 年第一季数据反映利润同比增长及利润率改善

银河娱乐 2017 年第一季经调整 EBITDA 为 32 亿港元,按季增长 7%,按年上升 31%。期内收入为 141 亿港元,同比增长 5%。

此季是公司历史上表现第三佳的一季,也是 2014 年以来最佳的季度。澳门银河占公司 EBITDA 总额的 80% 以上,是主要的增长动力。贵宾厅净赢额同比下降 6%,但中场博彩收入同比增长 21%。EBITDA 利润率受到幸运因素的帮助,主要是由于盈利组成和经营杠杆出现变化。

据银河娱乐管理层表示,虽然暂时未能判断贵宾厅业务的复苏能持续多久,但贵宾厅业务的确正在复苏。然而,复苏似乎是广泛性的,公司看到来自较年老中介业务人和新中介人的业务有所增长。

截至 3 月底,银河娱乐的现金和短期投资金额为 250 亿港元,所以应有足够资金开发路氹的第 3 期和第 4 期项目。公司仍在考虑其扩张计划,但我们相信应会包括会展、娱乐和游戏设施。无论如何,新一期应会在 2020 年以后完成。公司还将在横琴开设一家休闲场所,细节将在今年晚些时候公布。

在其他市场方面,银河娱乐与摩纳哥赌场公司 *Société des Bains de Mer et du Cercle des Étrangers à Monaco* (SBM) 达成战略合作关系,公司希望藉此开拓新的商机。此次共同合作将提高双方进入其他市场包括日本的机会,但是由于感兴趣的公司颇多,现时讨论增长潜力或为时尚早。

按季表现似乎较差

总体来说,按年表现似乎不俗。但尽管如此,我们认为现在能推动股价的是增长前景。我们相信,若将银河娱乐的季度增长与其他赌场运营商的季度增长相比,将有较佳的参考作用,这较不受去年第三季赌场的开幕所影响。

根据澳门政府数据,2017 年第一季,贵宾厅收入增长至 355 亿澳门元,而中场业务收入达到 280 亿澳门元。以日均博彩收入计,按季增长分别为 8.8% 和 5.6%。

图 1:银河娱乐旗下赌场赌枱日均赢额

第四季日均赌枱赢额 (百万港元)	总额	澳门银河 10月至12月	星际酒店 10月至12月	星际酒店 10月至12月
贵宾厅	77.7	55.0	22.7	-
中场	55.6	42.0	13.6	1.1
角子机	5.2	4.8	0.4	0.1

第一季日均赌枱赢额 (百万港元)	总额	澳门银河 1月至3月	星际酒店 1月至3月	星际酒店 1月至3月
贵宾厅	75.7	56.8	18.9	-
中场	58.4	44.1	14.3	0.8
角子机	5.4	5.0	0.4	0.1

来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

据图 1 显示, 银河娱乐的贵宾厅相关收入实际上按季下跌。其中一个原因是星际酒店的表现不佳, 幸运因素从 3.5% 下降到 2.7%。中场业务方面, 录得 5% 按季增长。虽然这是一个合理的数字并反映银河娱乐的产品强劲, 但这一增速仍然略低于整体行业水平。

微调我们的预测和目标价

我们调整了我们的预测, 并将公司 2017 年 EBITDA 预测上调 5% 至 115 亿港元, 同时将 2018 年 EBITDA 预测上调 6% 至 120.7 亿港元, 以反映公司节省成本的因素。例如, 预期今年的员工成本增幅只有 3%-4%, 低于我们原来的预测。我们还将目标价从 41 港元上调至 43 港元, 基于 14 倍 EV/EBITDA, 以反映预测数据的变动。

澳门博彩股在经过过去九个月的涨势后, 现时的 EV/EBITDA 为 14 倍至 19 倍, 并不便宜。利好消息在很大程度上已反映在股价上。

银河娱乐的股价上涨了 26%, 为表现最好的博彩股之一, 主要由于投资者看好其平衡的收益和低廉的估值。然而, 其股价已几乎回到 2015 年的水平, 目前的 EV/EBITDA 已达 13.7 倍。

我们早前提出, 由于贵宾厅百家乐市场复苏, 投资者应关注主要由贵宾厅业务驱动增长的赌场运营商, 如永利澳门和新濠博亚娱乐, 该公司的贵宾厅相关收入按季飙升了 27%。考虑到银河娱乐现时的估值, 我们认为在公司基本面发生重大变化之前, 其估值可能维持区间上落。我们将评级降至持有。

图 2: 澳门博彩股估值

赌场运营商	彭博代码	股价 2017年5月4日	市值 (百万美元)	EV/EBITDA			市盈率(倍)			市净率(倍)				
				FY16E	FY17E	FY18E	FY16E	FY17E	FY18E	FY16	本月至今	本季至今	本年至今	自16年10月以来
金沙中国*	1928 HK	35.15	36,464	19.2	16.1	16.6	29.8	23.9	21.3	7.3	(0)	(2)	4	32 (8)
银河娱乐	27 HK	42.45	23,335	16.4	13.7	12.7	29.4	23.1	22.6	1.1	(2)	(0)	26	74 (3)
永利澳门	1128 HK	16.58	11,070	22.9	17.4	17.3	62.7	28.0	35.0	2.4	(3)	5	34	83 (24)
美高梅中国*	2282 HK	17.54	8,565	17.7	18.5	14.8	21.9	27.0	20.1	9.2	(1)	8	9	81 (11)
澳博控股*	880 HK	7.41	5,387	8.2	15.0	18.0	18.0	23.8	27.4	1.7	(2)	17	22	34 (40)
新濠博亚	MLCO us	22.44	11,020	18.1	16.5	14.7	64.5	34.0	29.0	3.3	2	21	41	34 (12)
中位数				17.9	15.2	16.8	29.6	25.5	25.0	2.9	(1)	7	24	54 (11)

来源: 彭博, 公司, 中国银河国际证券研究部预测

图 3: 银河娱乐主要业绩数据

HK\$	2015	2016	2017E	2018E
收入(百万港元)	50,991	52,826	58,132	60,609
增长(%)	(29)	4	10	4
经调整EBITDA(百万港元)	8,736	10,300	11,526	12,067
增长(%)	(34)	18	12	5
净利润(百万港元)	4,161	6,283	7,731	7,912
每股盈利(港元)	0.98	1.47	1.81	1.86
增长(%)	(60)	51	23	2
EV/EBITDA(倍)	19.9	16.0	13.7	12.7
市盈率(倍)	43.4	28.8	23.4	22.9
股息收益率(%)	0.7	1.1	0.9	0.9
净负债股本比率(倍)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
平均股本回报率(%)	10.5	14.4	15.6	14.2
每股派息	0.29	0.46	0.38	0.38

来源: 彭博, 公司, 中国银河国际证券研究部

Galaxy Entertainment Group (27 HK)

May 5, 2017

Strong Results But Momentum Slowing, Downgrade From Buy to Hold

Analyst: Johnson Cheung (johnsoncheung@chinastock.com.hk: Tel 3698-6275)

While Galaxy Entertainment Group's (GEG) (27.HK, \$42.45) Q1 2017 results look good in a YoY comparison, a QoQ analysis shows that its growth momentum is slowing. GEG's valuation discount has also narrowed, even after we upgraded our estimates. We believe it will take a major change in fundamentals or new catalysts, such as opportunities in Japan, to spark a re-rating. We downgrade our recommendation to Hold. Our new target price is HK\$43, based on 14x EV/EBITDA.

Q1 2017 numbers show strong YoY growth and margin improvement

GEG's adjusted EBITDA in Q1 2017 was HK\$3.2bn, up 7% QoQ and 31% YoY. Revenue was HK\$14.1bn during the period, up 5%YoY.

This represents the third best quarter for GEG, and the best quarter since 2014. Galaxy Macau, which accounted for over 80% of the group's EBITDA, was the key driver. Its VIP net wins declined 6%YoY, but mass gaming revenue was up 21%YoY. Its EBITDA margin, although aided by the luck factor expanded mainly due to changes in earnings composition and operating leverage.

According to GEG management, the VIP business is reviving, although it may still be too early to tell how sustainable this is. Nevertheless, the revival seems broad-based, with GEG seeing increasing business from both older junket operators and newer junkets.

GEG had cash and liquid investments of HK\$25bn at end-March, so there should be sufficient funds for the development of Phases 3 and 4 of the Galaxy Cotai. The Company is still deciding on the plans for the expansion, but we believe this should include MICE, entertainment and gaming facilities. In any case, the new phases should be completed in 2020 or later. GEG also has a site in Hengqin for development into a leisure destination – details will be released later this year.

In other markets, GEG has formed a strategic partnership with the Monaco casino firm *Société des Bains de Mer et du Cercle des Étrangers à Monaco* (SBM), in which Galaxy already owns 5%, to explore new market opportunities. Working together will improve their mutual chances of getting into other markets, including Japan, but it may be too early to discuss the potential, given so many interested players.

QoQ comparison looks less favorable

Overall, the results look solid in a YoY comparison. That said, we believe what will drive the share price at this point is the growth outlook. We believe comparing GEG's quarterly growth with that of the other operators provides a more useful indicator, and it is less affected by casino openings in Q3 last year.

In Q1 2017, according to Macau government numbers, VIP revenue grew to MOP35.5bn, while mass segment revenue reached MOP28.0bn. In daily GGR terms, this is 8.8%QoQ and 5.6% QoQ growth.

Figure 1: Average daily table wins at Galaxy's various casinos

Average Daily 4Q Table wins (HKDm)	Total	Galaxy Macau Oct-Dec	StarWorld Oct-Dec	Broadway Macau Oct-Dec
VIP	77.7	55.0	22.7	-
Mass	55.6	42.0	13.6	1.1
Slot	5.2	4.8	0.4	0.1

Average Daily 1Q Table wins (HKDm)	Total	Galaxy Macau Jan-Mar	StarWorld Jan-Mar	Broadway Macau Jan-Mar
VIP	75.7	56.8	18.9	-
Mass	58.4	44.1	14.3	0.8
Slot	5.4	5.0	0.4	0.1

Sources: Bloomberg, CGIS Research estimates

As Figure 1 shows, on a QoQ basis, GEG's VIP-related revenue actually declined. One reason was the poor performance of StarWorld, with the luck factor dropping from 3.5% to 2.7%. For the mass segment, there was a 5% QoQ gain. While this is a reasonable number and shows that GEG has a strong product, this growth rate still slightly lags behind overall industry growth.

Fine-tuning our estimates and Target Price

We have fine-tuned our numbers and raise GEG's 2017 EBITDA by 5% to \$11.50bn, and 2018 EBITDA by 6% to \$12.07bn to take into account estimated cost-savings. The wage increase this year, for instance, is only 3%-4%, lower than our original forecast. We also increase our TP, based on 14x EV/EBITDA, to \$43 from \$41 to reflect the change in estimates.

After the rally in the past nine months, the Macau gaming sector is now trading at 14x to 19x EV/EBITDA, which is not cheap. To a large extent, the good news is already reflected in the share prices.

GEG's share price is up 26% YTD, making it one of the better performers, as investors prefer its balanced earnings profile and inexpensive valuation. However, its share price is almost back to 2015 levels and is trading at 13.7x EV/EBITDA.

We have argued that investors should focus on the VIP-driven casino plays, in view of the recovery in VIP baccarat, namely Wynn Macau and Melco Resorts, whose VIP-related revenues skyrocketed 27%+ QoQ. Pending a major change in fundamentals, we believe GEG may be range-bound, given its valuation. We downgrade our recommendation to HOLD.

Figure 2: Valuation of Macau gaming operators.

Casino Operators Name	Bloomberg Code	Price 5/4/2017	Mkt. Cap. (US\$ mil)	EV/EBITDA			PER (x)			P/B(x)	MTD	QTD	YTD	Since Jan-16	Since Jan-15
				FY16E	FY17E	FY18E	FY16E	FY17E	FY18E	FY16					
SANDS CHINA LTD*	1928 HK	35.15	36,464	19.2	16.1	16.6	29.8	23.9	21.3	7.3	(0)	(2)	4	32	(8)
GALAXY ENT	27 HK	42.45	23,335	16.4	13.7	12.7	29.4	23.1	22.6	1.1	(2)	(0)	26	74	(3)
WYNN MACAU LTD	1128 HK	16.58	11,070	22.9	17.4	17.3	62.7	28.0	35.0	2.4	(3)	5	34	83	(24)
MGM CHINA*	2282 HK	17.54	8,565	17.7	18.5	14.8	21.9	27.0	20.1	9.2	(1)	8	9	81	(11)
SJM HOLDINGS*	880 HK	7.41	5,387	8.2	15.0	18.0	18.0	23.8	27.4	1.7	(2)	17	22	34	(40)
MELCO CROWN ENT*	MLCO us	22.44	11,020	18.1	16.5	14.7	64.5	34.0	29.0	3.3	2	21	41	34	(12)
MEDIAN				17.9	15.2	16.8	29.6	25.5	25.0	2.9	(1)	7	24	54	(11)

Sources: Bloomberg, Company Reports, CGIS Research estimates

Figure 3: Key numbers for GEG

HK\$	2015	2016	2017E	2018E
Revenue (HK\$m)	50,991	52,826	58,132	60,609
Growth (%)	(29)	4	10	4
Adj. EBITDA (HK\$m)	8,736	10,300	11,526	12,067
Growth (%)	(34)	18	12	5
Net Profit (HK\$m)	4,161	6,283	7,731	7,912
EPS (HK\$)	0.98	1.47	1.81	1.86
Growth (%)	(60)	51	23	2
EV/EBITDA (x)	19.9	16.0	13.7	12.7
PER (x)	43.4	28.8	23.4	22.9
Div Yield (%)	0.7	1.1	0.9	0.9
Net Debt to Equity (x)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
ROAE (%)	10.5	14.4	15.6	14.2
DPS	0.29	0.46	0.38	0.38

Sources: Bloomberg, Company Reports, CGIS Research estimates

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.hk)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

买入：股价于12个月内将上升 >20%

沽出：股价于12个月内将下跌 >20%

持有：没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环皇后大道中183号新纪元广场中远大厦35楼3501-07室 电话: 3698-6888