



三季度總結

- 受澳門 VIP 拉升的影響，三大賭場中，永利將受惠最多，永利的平均每賭檯獲益也是當中者最高的
 - 只擁有約 1/10 的賭檯，但獲得二季度 16.4% 的市場份額
 - 應收帳款顯著下降（與去年底相比，減少約 1.5 億港幣或 -20%）
- 金沙在颱風中的受損不大，主要的中場業務也是集中在路函，目前整體營運狀況已趨於穩定，要關注的是：
 - 巴黎人的 EBITDA 率能否繼續提升（Q1 25.8% Q2 29.4%），整體則拜新加坡的高收益為 38.5%
 - 新加坡的 EBITDA 率能否繼續維持在高檔（新加坡稅率：VIP 12%；中場 22%）
- 美高梅今年的估值只算進目前已開業的賭場，明年的兩家賭場尚未包含進模型裡，但從美國和澳門的估值（目前股價）裡可以看到，目前因為澳門博彩業的整體復甦，美高梅中國的估值其實已經包含了對於新賭場的估值（此前最高 HKD 19.1），而美國因為槍擊案的關係和原本 MGM 的估值偏低的影響，目前看來是尚未將新物業消化進股價裡面
 - 預計 Q4 MGM 的 EPS 將受到些微影響，目前預計將與去年落在 USD \$0.18-0.20 左右，去年因新賭場 National Harbor 在 12 月的開幕以及合併 Borgata 進入報表對 EPS 有一點影響
 - 澳門的營收只佔了 MGM 整體的 1/6，上述兩家新物業的合併反而使 MGM 的營收上升，所以主要還是要觀察這次槍擊案對於 MGM 在拉斯維加斯的影響，或許永利和金沙會受益於遊客的轉移
- MGM Cotai 預計前期將只開設中場的賭桌，視情況再斟酌是否開啟貴賓廳，要再觀察明年是否能抓住農曆春節的遊客潮，與永利皇宮一起增加遊客駐足率，但 SJM 的新葡京預計明年底才會開業（或是有可能再拖延到下一年），施工環境與交通的不便還是會對一般遊客的興趣造成影響
- MGM 預計在 11/08 週三美股盤前報業績，比通常在當季結束後隔月的第三週來的晚，按賭場慣例，或許業績不佳

億 USD / HKD 每股除外	WYNN	永利澳門	LVS	金沙中國	MGM	美高梅
2017 目標價	\$ 153.29	\$ 20.28	\$ 66.44	\$ 34.35	\$ 32.57	\$ 14.34
2017 EPS	\$ 5.34	\$ 0.65	\$ 2.73	\$ 1.42	\$ 1.38	\$ 0.60
Q3 EPS 預期	\$ 1.45		\$ 0.66	(3.15% 贏率)	\$ 0.36	
預期 P/E Forward	30.4	33.7	24.3	24.2	23.6	23.9
@ 2017/10/12	\$ 140.76	\$ 20.00	\$ 61.68	\$ 37.90	\$ 30.07	\$ 17.58
市值	\$ 143	\$ 1,039	\$ 490	\$ 3,059	\$ 174	\$ 668
2016 EPS	\$ 3.39	\$ 0.28	\$ 2.33	\$ 1.18	\$ 1.11	\$ 0.80
EBITDA (16Q3-17Q2)	\$ 15	\$ 77	\$ 45	\$ 191	\$ 29	\$ 48
Current EV/EBITDA x 流通股 (億)	16.7	17.0	15.2	17.3	11.3	16.8
	1.02	51.96	7.95	80.71	5.80	38.00

- 明年開始的吸煙室法規將更明確地界定貴賓廳的收益，不會像今年一樣甚至有出現單月 61% 的 VIP 賭收，三季度預計落在 59% VIP GGR（根據賭場財報，目前 VIP 真實佔比不到一半，落點在 46~48% 不等）
- 全年 GGR 目前上修至 2620-2630 億澳門元區間或 +17.4~17.8%（2016：2232.1 億）

澳門市場份額 / 億 MOP	WYNN	LVS	MGM
Q3 GGR	16.5%	22.40%	6.2%
\$670.02	\$ 110.55	\$ 150.08	\$ 41.54
Q3 VIP	18.5%	11.7%	5.6%
\$395.58	\$ 73.18	\$ 46.28	\$ 22.15
Q3 MM	13.5%	37.8%	7.0%
\$274.44	\$ 37.05	\$ 103.74	\$ 19.21

億 USD/HKD 每股除外	WYNN	永利澳門	LVS	金沙中國	MGM	美高梅
營收	USD	HKD	USD	HKD	USD	HKD
2016 營收	\$ 44.7	\$ 207.9	\$ 114.1	\$ 508.6	\$ 94.6	\$ 149.1
16Q3	\$ 11.1	\$ 40.1	\$ 29.7	\$ 130.9	\$ 25.2	\$ 38.8
16Q4	\$ 13.0	\$ 71.2	\$ 30.8	\$ 141.2	\$ 24.6	\$ 38.8
17Q1	\$ 14.8	\$ 82.7	\$ 31.1	\$ 146.7	\$ 27.1	\$ 39.0
17Q2	\$ 15.3	\$ 25.61	\$ 31.4	\$ 142.1	\$ 26.4	\$ 34.9
17Q3 預期	\$ 16.5	\$ 93.80	\$ 31.3	\$ 156.0	\$ 27.5	\$ 34.7
Bloomberg 平均預期	\$ 15.5		\$ 30.1		\$ 27.6	

EPS	USD	HKD	USD	HKD	USD	HKD
2016 EPS	\$ 3.21	\$ 0.28	\$ 2.33	\$ 1.15	\$ 1.14	\$ 0.80
16Q2	\$ 1.07	\$ 0.10	\$ 0.52	\$ 0.23	\$ 0.29	\$ 0.34
16Q3	\$ 0.75	\$ (0.01)	\$ 0.72	\$ 0.31	\$ 0.58	
16Q4	\$ 0.50	\$ 0.07	\$ 0.62	\$ 0.31	\$ 0.11	\$ 0.46
17Q1	\$ 1.24	\$ 0.16	\$ 0.66	\$ 0.34	\$ 0.38	
17Q2/半年:HK	\$ 1.18	\$ 0.31	\$ 0.73	\$ 0.65	\$ 0.32	\$ 33.30
17Q3 預期	\$ 1.45		\$ 0.66	(3.15% 贏率)	\$ 0.36	
Bloomberg 平均預期	\$ 1.41		\$ 0.67		\$ 0.35	

EBITDA	USD	HKD	USD	HKD	USD	HKD
LTM EBITDA	\$ 15	\$ 77	\$ 45	\$ 191	\$ 29	\$ 47
16Q3	\$ 3.1	\$ 13.7	\$ 11.4	\$ 48.8	\$ 6.6	\$ 12.8
16Q4	\$ 3.4	\$ 17.6	\$ 11.2	\$ 46.8	\$ 5.9	\$ 11.9
17Q1	\$ 4.3	\$ 22.8	\$ 11.5	\$ 48.5	\$ 8.4	\$ 12.2
17Q2	\$ 4.3	\$ 23.2	\$ 11.1	\$ 46.8	\$ 8.2	\$ 10.2
17Q3 預期	\$ 4.5	\$ 25.6	\$ 12.0	\$ 49.9	\$ 8.9	\$ 11.1
Bloomberg 平均預期	\$ 4.1		\$ 11.1		\$ 7.3	

2017 財務預測	USD	HKD	USD	HKD	USD	HKD
賭場淨收益	\$ 50	\$ 334	\$ 97	\$ 545	\$ 60	\$ 197
其他收益	\$ 14	\$ 27	\$ 30	\$ 182	\$ 48	\$ 10
總收益	\$ 64	\$ 361	\$ 127	\$ 727	\$ 108	\$ 208
2017 EPS	\$ 5.34	\$ 0.62	\$ 2.73	\$ 1.60	\$ 1.38	\$ 0.60
2017 EBITDA	\$ 18	\$ 101	\$ 47	\$ 201	\$ 33.5	\$ 46
EBITDA Margin	27.5%	28.0%	37.2%	33.6%	31.0%	31.0%
澳門貢獻/佔比	\$ 13.03	74%	\$ 25.85	55%	\$ 5.88	17%
2017 目標價	\$ 153.29	\$ 20.28	\$ 66.44	\$ 34.35	\$ 32.57	\$ 14.34
市值	\$ 156	\$ 1,054	\$ 526	\$ 2,772	\$ 189	\$ 545
非控股股東權益	\$ (37.72)	\$ -	\$ (106.65)	\$ -	\$ (30.85)	\$ -
(淨負債)	\$ (70.1)	\$ (272)	\$ (78.3)	\$ (240)	\$ (115.0)	\$ (140)
現金與約當	\$ 28.00	\$ 26.00	\$ 23.10	\$ 100.00	\$ 18.00	\$ 31.38
負債	\$ (98.10)	\$ (297.96)	\$ (101.40)	\$ (340.00)	\$ (133.00)	\$ (171.31)
企業價值	\$ 264	\$ 1,326	\$ 711	\$ 3,012	\$ 334.80	\$ 685
15x EV/EBITDA	15	15	15	15	10	15
流通股(億)	1.02	51.96	7.92	80.71	5.80	38.00
P/E	28.7	32.7	24.3	21.5	23.6	23.9