



Analyst 이효진  
02. 6098-6671  
hyojinlee@meritz.co.kr

## Not rated

적정주가 (12개월)	-원
현재주가 (7.9)	24,350 원
상승여력	-
KOSPI	2,285.80pt
시가총액	15,062억원
발행주식수	6,186만주
유동주식비율	48.99%
외국인비중	13.46%
52주 최고/최저가	34,000원/21,400원
평균거래대금	89.2억원
주요주주(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금	11.30
신영자산운용	5.89
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-11.6 -11.3 10.4
상대주가	-5.2 -2.6 15.0

### 주가그래프



**GKL 114090**

## 6 월, 홀드율 상승으로 매출 방어 성공

- 6월 드롭액은 2,822억원으로 10.4% YoY 감소
- 부진한 매출에도 불구하고 비용 감소로 2분기 영업이익은 컨센서스 충족
- 밸류레이션 리레이팅은 쉽지 않으나, 배당 매력으로 주가 하방 경직성 확보

### 6 월 드롭액은 감소했으나 홀드율 상승으로 매출 방어 성공

6월 GKL 드롭액은 2,822억원으로 전년 동기 대비 10.4% 감소함. VIP 비중이 감소하며 매스 비중 상승하는 상반기 트렌드의 연장선 상으로 해석되며, 이 같은 믹스 변화로 홀드율은 13.0%(+2.2%p YoY)를 기록함. 홀드율 상승이 드롭액 감소를 상쇄하며 카지노 매출은 366억원으로 YoY 7.2% 증가함

### 2 분기 영업이익 컨센서스 충족할 것

2분기 영업이익은 305억원으로 시장 기대치(303억원)를 충족할 것으로 전망됨. 매출은 기대치 대비 부진하나 비용이 더 큰 폭으로 감소했기 때문. 이는 VIP 영업이 어려워지며 1) 콤팩 비용 및 2) 판촉비(주로 이벤트 개최 관련)가 감소한 데 따른. 당분간 일본 VIP는 파라다이스시티에, 중국 VIP는 직접 영업 및 정킷 영업 어려워 VIP 회복을 단기간 내 기대하기는 어려운 상황

### What's new

동사는 현재 일부 영업장에서 인력 부족을 겪고 있음. 관련 부서 승인 시 150명 규모의 신입사원 채용을 계획 중. 참고로 1분기말 GKL의 임직원은 1,700명으로 신규 채용 인력은 현재 인력 대비 약 9%에 해당함

### 장기 성장 그림이 나올 때까지 밸류에이션 밴드 탈출은 쉽지 않다

장기 성장 동력을 기대하기 어려워 밸류에이션 리레이팅은 쉽지 않아 보임. 9월말 예정인 파라다이스시티 1~2차 개장으로 하반기 산업 내 마케팅 경쟁이 심화될 것으로 판단되기 때문. 다만, 동사 2018년 주당 배당금을 830원으로 가정 했을 때 (vs. 2017년 730원), 현 주가가 내포하는 배당수익률은 3.4% 수준으로 주가 하방 경직성을 보일 것으로 전망됨

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	540.7	147.8	116.5	1,884	-15.3	6,974	17.1	4.6	9.3	28.2	50.9
2015	505.7	118.4	91.7	1,483	-21.3	7,376	16.3	3.3	7.8	20.7	42.6
2016	548.2	151.2	114.3	1,849	24.6	8,386	11.1	2.4	4.4	23.5	40.8
2017	501.3	108.2	80.5	1,302	-29.6	8,602	22.5	3.4	10.2	15.3	37.6
2018E	496.8	129.2	92.6	1,497	15.0	9,268	16.3	2.6	6.5	16.8	34.5

표1 GKL 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
Drop Analysis															
Total Drop	965	1,006	1,022	1,088	1,030	949	977	930	865	859	924	945	4,082	3,886	3,594
%YoY	-20.6	-5.4	21.3	3.9	6.7	-5.6	-4.4	-14.6	-16.0	-9.5	-5.4	1.7	-2.1	-4.8	-7.5
Table	837	880	911	968	918	834	868	822	765	759	817	835	3,596	3,442	3,176
Slot	129	134	136	145	137	127	130	124	115	115	123	126	545	519	479
Chinese	394	369	352	391	396	339	339	251	165	160	151	148	1,505	1,325	624
%YoY	-42.7	-29.0	9.2	-11.0	0.5	-8.0	-3.8	-35.7	-58.3	-52.7	-55.5	-41.3	-23.5	-12.0	-52.9
Japanese	273	267	317	312	292	254	300	266	227	234	307	280	1,169	1,112	1,049
%YoY	-6.8	-5.2	15.9	7.9	6.9	-4.9	-5.4	-14.8	-22.2	-7.7	2.3	5.5	2.8	-4.9	-5.7
Drop Per Visitor															
Chinese	2.1	1.7	1.8	2.3	2.8	2.9	2.6	1.7	1.2	1.0	1.0	1.0	2.0	2.5	1.1
Japanese	3.4	3.3	3.8	3.5	4.0	4.3	4.2	3.7	3.2	2.8	3.6	3.3	3.5	4.0	3.2
Hold Ratio (%)	13.6	12.7	13.0	13.7	11.8	11.4	14.2	13.3	14.1	13.6	14.2	13.6	13.3	12.6	13.9
Revenue Analysis															
Total Revenue	136.6	129.0	134.0	148.6	125.3	109.7	138.7	127.6	123.6	118.3	128.8	126.1	548.2	501.3	496.8
%YoY	-8.1	5.4	20.5	20.5	-8.3	-14.9	3.5	-14.1	-1.4	7.8	-7.1	-1.2	8.4	-8.6	-0.9
Table Game Revenue	112.8	108.8	116.4	130.9	103.8	91.5	122.3	106.7	107.9	101.9	115.2	112.1	468.9	424.3	437.1
%YoY	-10.4	7.2	27.4	28.3	-8.0	-15.9	5.1	-18.4	3.9	11.3	-5.8	5.1	11.4	-9.5	3.0
Slot Revenue	18.6	18.7	16.9	17.8	17.3	16.6	16.5	16.7	14.1	14.7	16.0	16.5	71.9	67.2	61.4
%YoY	0.2	1.7	-10.6	-10.8	-7.1	-11.0	-2.0	-5.8	-18.6	-11.3	-2.9	-1.3	-5.0	-6.6	-8.6
Agent Expense	3.0	2.5	2.7	2.9	2.9	2.5	2.6	2.5	2.3	2.3	2.5	2.5	11.1	10.5	9.6
%YoY	0.0	-72.4	N/A	N/A	-5.6	0.2	-4.0	-14.3	-18.6	-7.9	-5.8	1.5	-7.3	-6.2	-8.0
Sales Incentives	4.0	1.6	1.5	1.9	2.3	1.7	1.8	1.8	1.7	1.6	1.7	1.8	9.0	7.5	6.8
%YoY	0.0	-35.9	N/A	N/A	-41.8	2.8	20.7	-9.3	-27.5	-5.4	-2.0	1.0	38.3	-16.5	-9.9
Cost Analysis															
COGS	86.3	90.6	91.0	97.0	86.1	84.6	89.5	94.7	82.7	79.7	81.5	88.4	364.9	354.9	332.2
%YoY	-7.0	1.6	17.6	6.2	-0.2	-6.7	-1.6	-2.3	-4.0	-5.8	-9.0	-6.7	4.1	-2.7	-6.4
SG&A	8.2	6.9	8.5	8.5	7.7	7.5	8.5	14.5	7.9	8.1	8.7	10.7	32.1	38.2	35.4
%YoY	11.3	-39.7	14.6	-17.3	-6.2	8.2	-0.7	71.3	2.7	7.6	2.8	-26.1	-12.1	18.9	-7.3
Labor Cost	30.7	32.2	32.4	33.3	31.4	33.4	32.7	42.9	33.6	35.7	34.9	40.6	128.7	140.4	144.7
%YoY	3.3	-11.7	9.4	-4.5	2.0	3.9	0.8	28.9	7.1	6.7	6.7	-5.5	-1.6	9.1	3.1
COGS	28.2	29.4	29.1	30.3	28.6	30.9	29.3	35.2	30.6	32.9	31.3	37.0	117.0	124.0	131.8
SG&A	2.5	2.8	3.3	3.0	2.7	2.6	3.4	7.7	2.9	2.7	3.6	3.6	11.6	16.4	12.9
Depreciation	3.0	3.0	3.0	3.3	3.8	3.8	3.9	4.0	4.0	4.0	4.2	4.3	12.4	15.5	16.5
%YoY	-0.3	-2.9	-3.6	10.8	24.9	25.8	30.7	18.6	5.3	6.5	6.5	7.6	0.9	24.8	6.5
COGS	1.8	1.8	1.8	2.0	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.7	2.8	2.8	7.4	10.3	11.0
SG&A	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4	5.0	5.2	5.5
Comp	17.6	18.0	18.7	19.2	17.2	15.0	16.5	15.7	12.1	12.0	12.9	13.7	73.5	64.4	50.6
%YoY	-22.2	-9.1	34.7	4.5	-2.1	-16.4	-11.8	-18.2	-29.8	-20.4	-22.1	-12.7	-1.5	-12.3	-21.5
Tourism Tax	12.8	12.4	12.9	14.4	11.7	10.5	13.4	11.9	11.8	11.1	12.5	12.2	52.5	47.5	47.6
%sales	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.6	9.5	9.5	9.5	9.5	9.7	9.7	9.5
Consumption Tax	4.2	4.0	4.2	4.5	3.5	3.3	4.2	3.2	3.6	3.4	3.7	3.9	16.8	14.2	14.6
%sales	3.1	3.1	3.2	3.1	2.9	3.0	3.1	2.6	2.9	2.9	2.9	3.1	3.1	2.9	2.9
Profit Analysis															
Operating profit	42.1	31.4	34.5	43.1	31.5	17.6	40.7	18.4	31.4	30.5	38.6	27.0	151.2	108.2	127.5
%YoY	-13.2	44.8	30.4	99.0	-25.3	-43.8	17.9	-57.5	-0.3	73.1	-5.1	47.0	27.7	-28.5	17.9
Operating profit margin (%)	30.8	24.3	25.8	29.0	25.1	16.1	29.3	14.4	25.4	25.8	30.0	21.4	27.6	21.6	25.7
Pretax Income	35.3	33.8	36.5	44.6	23.1	20.3	44.0	19.8	23.1	30.7	41.8	27.9	150.2	107.3	123.4
%YoY	-16.7	38.7	22.7	81.6	-34.5	-39.9	20.8	-55.5	-0.3	50.8	-5.0	40.6	24.1	-28.5	15.0
Net Income	26.8	25.6	27.7	34.1	17.5	15.4	33.4	14.2	17.4	23.1	31.5	19.8	114.3	80.5	91.8
%YoY	-16.5	38.1	22.9	85.0	-34.7	-39.8	20.3	-58.4	-1.0	49.8	-5.6	39.6	24.6	-29.6	14.0
Net profit margin (%)	19.6	19.9	20.7	23.0	14.0	14.1	24.1	11.1	14.0	19.5	24.5	15.7	20.9	16.1	18.5

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## GKL (114090)

## Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>매출액</b>	<b>540.7</b>	<b>654.8</b>	<b>690.6</b>	<b>734.5</b>	<b>781.5</b>
매출액증가율 (%)	-3.7	21.1	5.5	6.4	6.4
매출원가	358.6	425.1	448.3	476.8	507.3
매출총이익	182.1	155.0	183.3	146.4	164.6
판매관리비	34.3	36.6	32.1	38.2	35.4
<b>영업이익</b>	<b>147.8</b>	<b>118.4</b>	<b>151.2</b>	<b>108.2</b>	<b>129.2</b>
영업이익률	27.3	23.4	27.6	21.6	26.0
금융손익	10.4	8.8	9.8	8.2	7.0
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.0	-6.2	-10.8	-9.0	-11.1
세전계속사업이익	153.2	121.0	150.2	107.3	125.1
법인세비용	36.6	29.3	35.8	26.8	31.6
<b>당기순이익</b>	<b>116.5</b>	<b>91.7</b>	<b>114.3</b>	<b>80.5</b>	<b>92.6</b>
지배주주지분 순이익	116.5	91.7	114.3	80.5	92.6

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>159.0</b>	<b>86.5</b>	<b>137.8</b>	<b>78.4</b>	<b>22.1</b>
당기순이익(손실)	116.5	91.7	114.3	80.5	92.6
유형자산상각비	10.9	12.3	12.4	15.5	16.3
무형자산상각비	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	38.0	-20.4	-2.7	-23.1	-90.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1.1</b>	<b>-17.9</b>	<b>-89.8</b>	<b>-82.6</b>	<b>-6.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-13.5	-53.1	-33.8	-9.5	-11.8
투자자산의감소(증가)	15.2	-1.1	7.1	1.1	0.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-73.3</b>	<b>-62.3</b>	<b>-51.6</b>	<b>-61.5</b>	<b>-8.1</b>
차입금의 증감	-0.3	-0.2	0.0	0.2	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	84.8	6.4	-3.5	-65.9	7.7
기초현금	103.7	188.5	194.8	191.3	125.4
기말현금	188.5	194.8	191.3	125.4	133.2

## Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
유동자산	529.2	494.0	557.6	566.2	568.7
현금및현금성자산	188.5	237.2	291.4	352.1	419.8
매출채권	14.8	19.2	20.2	21.2	22.3
재고자산	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3
비유동자산	121.9	156.5	172.6	165.7	166.2
유형자산	38.2	78.0	98.6	93.0	90.5
무형자산	10.5	9.8	9.4	9.5	9.1
투자자산	34.0	35.2	28.1	26.9	26.6
<b>자산총계</b>	<b>651.0</b>	<b>650.5</b>	<b>730.2</b>	<b>731.9</b>	<b>734.9</b>
유동부채	205.0	168.8	185.9	169.5	168.0
매입채무	28.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.3	0.2	0.0	0.2	0.2
비유동부채	14.6	25.5	25.5	30.3	30.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	0.0	0.0	0.2	0.2
<b>부채총계</b>	<b>219.6</b>	<b>194.3</b>	<b>211.5</b>	<b>199.9</b>	<b>198.0</b>
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
기타포괄이익누계액	0.1	0.2	0.2	0.0	0.0
이익잉여금	379.1	403.8	466.3	479.9	521.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>431.4</b>	<b>456.2</b>	<b>518.7</b>	<b>532.1</b>	<b>573.3</b>

## Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	8,741	8,175	8,863	8,104	8,032
EPS(지배주주)	1,884	1,483	1,849	1,302	1,497
CFPS	2,509	2,111	2,657	1,988	2,190
EBITDAPS	2,573	2,119	2,652	2,006	2,358
BPS	6,974	7,376	8,386	8,602	9,268
DPS	1,002	831	1,000	730	830
배당수익률(%)	3.1	3.4	4.9	2.5	3.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	17.1	16.3	11.1	22.5	16.3
PCR	12.9	11.5	7.7	14.7	11.1
PSR	3.7	3.0	2.3	3.6	3.0
PBR	4.6	3.3	2.4	3.4	2.6
EBITDA	159.1	131.1	164.0	124.1	145.9
EV/EBITDA	9.3	7.8	4.4	10.2	6.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	28.2	20.7	23.5	15.3	16.8
EBITDA 이익률	29.4	25.9	29.9	24.8	29.4
부채비율	50.9	42.6	40.8	37.6	34.5
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	5,723.2	11,252.6	120,946.	9,842.4	12,816.2
매출채권회전율(X)	49.7	47.3	67.6	54.0	56.2
재고자산회전율(X)	247.8	266.9	285.0	233.0	217.9

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이효진)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율