2018. 11. 12

▲ 엔터/레저
Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

GKL 114090

일시적 비용 이슈를 매수 기회로

- ✓ 3분기 공기업 전환에 따른 통상임금 이슈로 영업이익 컨센서스 하회
- ✓ 10월 드롭액 성장률 15% YoY로 플러스 성장. 중국 VIP 드롭액도 플러스 성장 전환
- ✓ 10월 매출 감소는 힐튼점 일시적 bad luck으로 인한 홀드율 감소에 기인
- ✓ 55% 배당성향 유지 시 배당수익률은 연간/기말 기준 각각 3.8%, 3.2%
- ✓ 2019년, 영업 턴어라운드가 뒷받침되는 배당 추가 증액 가능

Buy

적정주가 (12 개월)	**29,000 원**
현재주가 (11.9)	**22,000 원**
상승여력	**31.8%**
KOSPI	2,086.09pt
시가총액	13,608억원
발행주식수	6,186만주
유동주식비율	48.99%
외국인비중	12.00%
52주 최고/최저가	34,000원/21,650원
평균거래대금	51.6억원
주요주주(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금	11.38
신영자산운용 외 1 인	5.42

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	-5.8	-14.6	-25.9
상대주가	1.8	0.1	-9.4

주가그래프

2017 년 이후 통상임금 누적액 일시 반영하며 3 분기 컨센서스 하회

GKL의 별도 매출액과 영업이익은 각각 1,304억원(-5.9% YoY)과 309억원(-24.1% YoY)로 당사 추정치와 컨센서스를 하회했다. 이는 통상임금 증가에 따른 영향이 컸다. 기타 공공기관에서 공기업으로 바뀌며 통상임금 관련 충당금 적립에 대한 기준이 200%에서 250%로 상향되며 1Q17~3Q18에 해당하는 비용이 이번 분기 일시 반영되었다. 판관비 또한 전년 동기 대비 크게 증가했는데 이는 지난해 4분기에 인식되던 복리후생비(33억원)가 이번 년도에는 3분기에 인식된 데 따른다.

산업 전반에 걸쳐 나타나는 중국인 드롭액 bottom-out 확인

10월 GKL의 드롭액은 3,505억원으로 YoY 15% 증가하며 3개월 연속 플러스 성장을 이어갔다. 특히 10월에는 중국 VIP 드롭액 성장세가 플러스 전환(+27% YoY)해 산업 전반의 중국 드롭액 회복 트렌드를 확인할 수 있다. 절대 금액으로도 오랜만에 천억원을 돌파(1,100억원 기록)했다. 다만 매출액은 힐튼점 홀드율 하락(bad luck)으로 361억원을 기록, YoY 11% 감소했다.

증익, 가시성 높아진 배당 증가

2018년은 비용 감소에 따른 '불황형 흑자'였다면 2019년은 중국 회복, 일본 성장이 온기로 반영되며 매출액과 영업이익은 각각 12%, 9% 증가할 전망이다. 최근 3개년간 동사의 배당성향은 55%(±1%)로 2018년 배당성향 유지 가정 시 주당 배당금은 830원, 기말 배당금 기준 700원으로 배당 수익률은 각각 3.8%, 3.2%다. 영업 측면에서의 턴어라운드가 뒷받침되는 배당 매력이 부각되는 시점이라 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	496.5	124.5	92.8	1,500	15.2	8,801	14.7	2.5	5.6	17.2	36.8
2019E	554.1	135.5	104.5	1,690	12.7	9,561	13.0	2.3	4.8	18.4	35.9
2020E	598.3	153.6	118.9	1,922	13.7	10,453	11.4	2.1	3.9	19.2	37.0

MERITZ 메리츠종금증권

표1 GKL 3Q18 실적 Review

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	130.4	138.7	-6.0	116.1	12.3	129.4	0.8	129.9	0.4
영업이익	30.9	40.7	-24.1	34.7	-11.0	33.7	-8.3	35.0	-11.7
세전이익	33.2	44.0	-24.5	37.6	-11.7	37.9	-12.4	39.4	-15.7
순이익	26.4	33.4	-21.0	27.2	-2.9	27.6	-4.3	29.7	-11.1

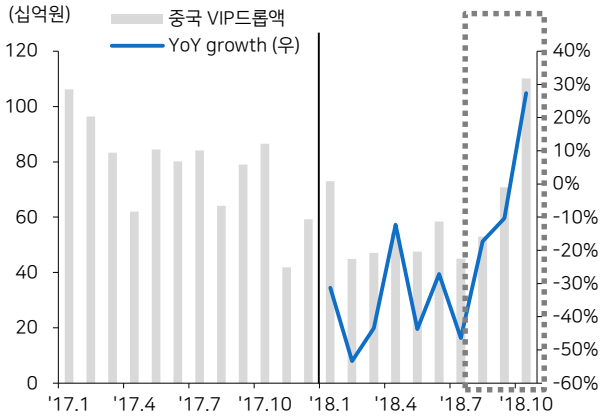
자료: GKL, WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 GKL 분기 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
드롭액	1,030.0	949.3	977.2	929.7	865.5	858.8	974.8	1,043.8	1,003.2	1,060.7	1,077.6	1,116.0
중국	395.8	338.9	339.0	251.3	272.4	233.4	251.5	314.2	320.3	263.0	271.1	354.1
일본	328.0	289.2	337.9	300.1	284.9	260.0	334.7	362.4	321.3	377.0	373.0	382.1
기타	306.2	321.2	300.3	378.3	308.2	365.4	388.6	367.3	361.6	420.7	433.5	379.8
홀드율 (%)	11.8	11.4	14.2	13.3	14.1	13.6	13.3	12.3	13.3	13.3	13.3	12.2
매출액	125.3	109.7	138.7	127.6	121.9	116.1	130.4	128.0	133.9	141.4	143.0	135.8
매출원가	86.1	84.6	89.5	94.7	82.7	74.8	87.7	90.1	92.3	88.7	97.7	99.0
인건비	28.6	30.9	29.3	35.2	30.6	23.0	30.8	31.9	33.4	25.9	34.7	36.0
콤프	17.2	15.0	16.5	15.7	12.1	12.3	13.8	15.0	15.2	16.3	16.7	17.7
세금	15.2	13.7	17.7	15.1	15.4	14.7	16.6	16.3	17.1	18.0	18.2	17.3
매출총이익	39.2	25.2	49.2	32.9	39.3	41.4	42.7	38.0	41.6	52.7	45.3	36.8
판관비	7.7	7.5	8.5	14.5	7.9	6.7	11.8	10.4	8.8	7.3	13.6	11.3
영업이익	**31.5**	**17.6**	**40.7**	**18.4**	**31.4**	**34.7**	**30.9**	**27.5**	**32.8**	**45.4**	**31.7**	**25.5**
세전이익	23.1	20.3	44.0	19.8	23.1	37.6	33.2	30.1	26.7	47.2	36.4	29.6
순이익	17.5	15.4	33.4	14.2	17.4	27.2	26.4	21.9	20.1	34.1	28.9	21.5
(% YoY)												
드롭액	6.7	-5.6	-4.4	-14.6	-16.0	-9.5	-0.3	12.3	15.9	23.5	10.5	6.9
매출액	-8.3	-14.9	3.5	-14.1	-2.7	5.9	-5.9	0.3	9.8	21.8	9.6	6.1
영업이익	**-25.3**	**-43.8**	**17.9**	**-57.5**	**-0.3**	**96.8**	**-24.0**	**50.0**	**4.5**	**31.0**	**2.5**	**-7.3**
순이익	-34.7	-39.8	20.3	-58.4	-1.0	76.2	-21.0	54.0	15.7	25.4	9.6	-1.7
Margin (%)												
GPM	31.3	22.9	35.5	25.8	32.2	35.6	32.8	29.7	31.1	37.3	31.7	27.1
OPM	25.1	16.1	29.3	14.4	25.7	29.9	23.7	21.5	24.5	32.1	22.2	18.8
NPM	14.0	14.1	24.1	11.1	14.2	23.4	20.2	17.1	15.0	24.1	20.2	15.8

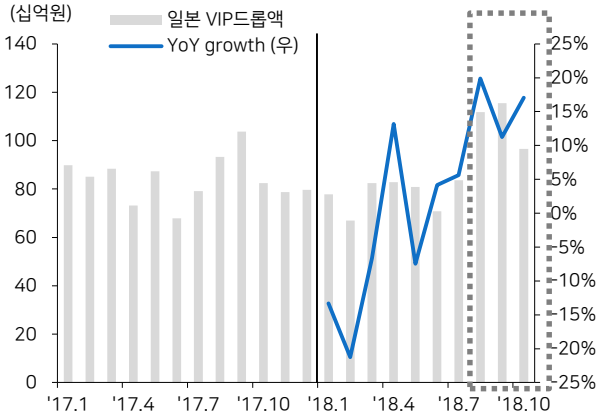
자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 GKL 10월 중국 VIP 드롭액, 2017년 1월 이후 최고치 기록



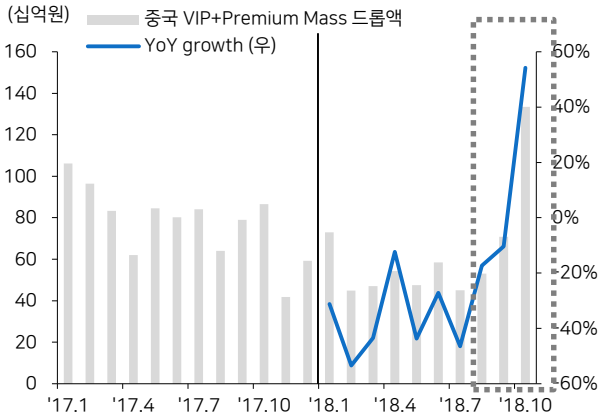
자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 GKL 10월 일본 VIP 드롭액도 하반기부터 성장세로 전환



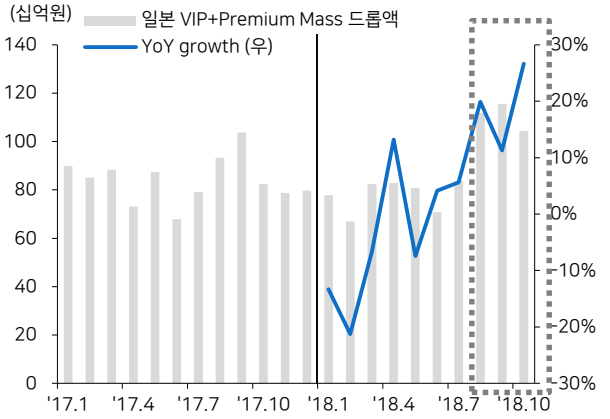
자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 중국 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



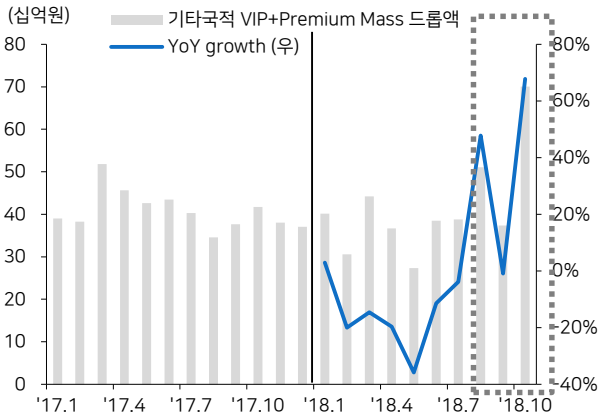
자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 일본 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



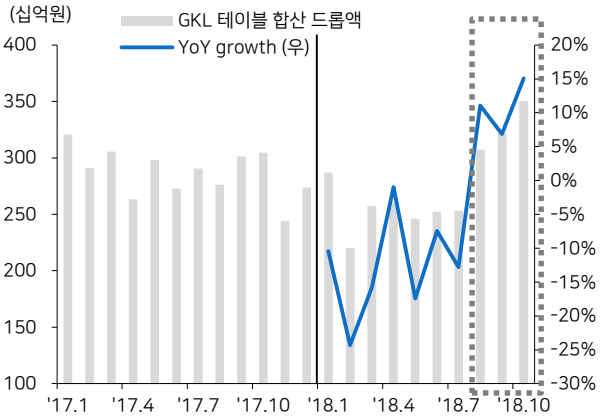
자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 기타국적 VIP와 Premium Mass도 성장 보태



자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 GKL 테이블 합산 드롭액, 8월 이후 플러스 성장 전환



자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 GKL의 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
드롭액	**4,450.4**	**4,168.7**	**4,081.5**	**3,886.2**	**3,742.8**	**4,257.5**	**4,584.9**
중국인		1,775.9	1,487.1	1,325.1	1,071.4	1,208.5	1,280.2
일본인		1,023.8	1,272.3	1,255.2	1,241.9	1,453.4	1,548.6
기타		1,369.0	1,322.2	1,306.0	1,429.5	1,595.6	1,756.1
홀드율 (%)	12.0	11.9	13.3	12.6	13.3	13.0	13.0
매출액	**540.7**	**505.7**	**548.2**	**501.3**	**496.5**	**554.1**	**598.3**
매출원가	358.6	350.7	364.9	354.9	335.2	377.7	399.9
인건비	107.2	115.9	117.0	124.0	116.4	130.0	136.8
콤프	82.6	74.6	73.5	64.4	53.1	65.8	70.2
세금	68.5	62.6	69.2	61.8	63.1	70.7	76.3
판관비	34.3	36.6	32.1	38.2	36.8	40.9	44.8
EBITDA	159.1	131.1	164.0	124.1	140.0	150.0	166.1
영업이익	**147.8**	**118.4**	**151.2**	**108.2**	**124.5**	**135.5**	**153.6**
세전이익	153.2	121.0	150.2	107.3	124.0	139.9	159.5
순이익	116.5	91.7	114.3	80.5	92.8	104.5	118.9
(% YoY)							
드롭액	13.7	-6.3	-2.1	-4.8	-3.7	13.8	7.7
매출액	-3.7	-6.5	8.4	-8.6	-0.9	11.6	8.0
EBITDA	-21.2	-17.6	25.1	-24.4	12.8	7.1	10.7
영업이익	-22.7	-19.9	27.7	-28.5	15.1	8.8	13.4
순이익	-15.3	-21.3	24.6	-29.6	15.2	12.7	13.7
Margin (%)							
EBITDA Margin	29.4	25.9	29.9	24.8	28.2	27.1	27.8
OPM	27.3	23.4	27.6	21.6	25.1	24.4	25.7
NPM	21.5	18.1	20.9	16.1	18.7	18.9	19.9
Valuation (배)							
EPS (원)	1,884	1,483	1,849	1,302	1,500	1,690	1,922
PER	17.1	16.3	11.1	22.5	14.7	13.0	11.4
PBR	4.6	3.3	2.4	3.4	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	9.3	7.8	4.4	10.2	5.6	4.8	3.9
ROE (%)	28.2	20.7	23.5	15.3	17.2	18.4	19.2
Dividend Yield (%)	3.1	3.4	4.9	2.5	3.8	4.2	4.7

자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

GKL (114090)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**548.2**	**501.3**	**496.5**	**554.1**	**598.3**
매출액증가율 (%)	8.4	-8.6	-0.9	11.6	8.0
매출원가	364.9	354.9	335.2	377.7	399.9
매출총이익	183.3	146.4	161.3	176.4	198.4
판매관리비	32.1	38.2	36.8	41.0	44.8
영업이익	**151.2**	**108.2**	**124.5**	**135.5**	**153.6**
영업이익률	27.6	21.6	25.1	24.4	25.7
금융손익	9.8	8.2	10.8	11.3	11.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.8	-9.0	-11.0	-6.9	-5.8
세전계속사업이익	150.2	107.3	124.3	139.9	159.5
법인세비용	35.8	26.8	31.3	35.3	40.6
당기순이익	**114.3**	**80.5**	**92.8**	**104.5**	**118.9**
지배주주지분 순이익	114.3	80.5	92.8	104.5	118.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**137.8**	**78.5**	**75.4**	**123.9**	**149.6**
당기순이익(손실)	114.3	80.5	92.8	104.5	118.9
유형자산상각비	12.4	15.5	15.1	14.2	12.2
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
운전자본의 증감	-2.8	-23.1	-31.5	4.9	18.2
투자활동 현금흐름	**-89.8**	**-82.6**	**-5.2**	**-40.4**	**-64.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-33.8	-9.5	-4.2	-13.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	7.1	1.2	-0.1	-1.6	-3.6
재무활동 현금흐름	**-51.6**	**-61.5**	**-45.2**	**-51.4**	**-57.5**
차입금의 증감	-0.2	0.4	-0.1	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-3.5	-65.9	25.4	32.2	27.8
기초현금	194.8	191.3	125.4	150.9	183.1
기말현금	191.3	125.4	150.9	183.1	210.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	557.6	566.2	593.0	652.0	738.8
현금및현금성자산	191.3	125.4	150.9	183.1	210.9
매출채권	9.7	8.9	8.9	9.5	10.7
재고자산	2.0	2.3	2.3	2.4	2.8
비유동자산	172.6	165.7	151.8	151.9	147.0
유형자산	98.6	93.0	81.7	80.5	72.3
무형자산	9.4	9.5	9.3	8.9	8.6
투자자산	28.1	26.9	27.0	28.7	32.3
자산총계	**730.2**	**731.9**	**744.8**	**803.9**	**885.8**
유동부채	185.9	169.6	170.1	180.4	203.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
비유동부채	25.5	30.3	30.3	32.1	36.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
부채총계	**211.5**	**199.9**	**200.4**	**212.5**	**239.2**
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
기타포괄이익누계액	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	466.3	479.9	492.2	539.2	594.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**518.7**	**532.1**	**544.4**	**591.4**	**646.6**

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	8,863	8,104	8,027	8,958	9,673
EPS(지배주주)	1,849	1,302	1,500	1,690	1,922
CFPS	2,657	1,988	2,145	2,296	2,573
EBITDAPS	2,652	2,006	2,263	2,425	2,685
BPS	8,386	8,602	8,801	9,561	10,453
DPS	1,000	730	830	930	1,030
배당수익률(%)	4.9	2.5	3.8	4.2	4.7
Valuation(Multiple)					
PER	11.1	22.5	14.7	13.0	11.4
PCR	7.7	14.7	10.3	9.6	8.5
PSR	2.3	3.6	2.7	2.5	2.3
PBR	2.4	3.4	2.5	2.3	2.1
EBITDA	164.0	124.1	140.0	150.0	166.1
EV/EBITDA	4.4	10.2	5.6	4.8	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.5	15.3	17.2	18.4	19.2
EBITDA 이익률	29.9	24.8	28.2	27.1	27.8
부채비율	40.8	37.6	36.8	35.9	37.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	120,946.4	9,842.4	24,056.8	18,757.9	21,262.8
매출채권회전율(x)	67.6	54.0	55.8	60.3	59.5
재고자산회전율(x)	285.0	233.0	216.1	233.7	230.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 12일 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 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

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

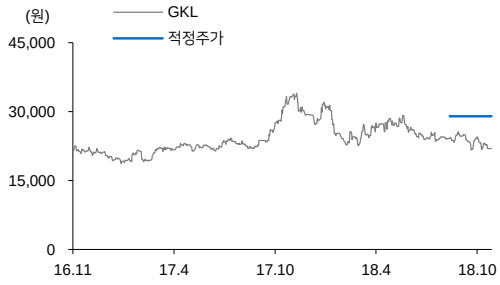
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018 년 9 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

GKL (114090) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1 년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.09.03	산업분석	Buy	29,000	이효진	-15.9	-11.7
2018.09.27	산업브리프	Buy	29,000	이효진	-17.0	-11.7
2018.10.15	기업브리프	Buy	29,000	이효진	-18.5	-11.7
2018.11.12	기업브리프	Buy	29,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이