

2019. 8. 7



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 26,000 원**

**현재주가 (8.6) 17,800 원**

**상승여력 46.1%**

KOSPI	1,917.50pt
시가총액	11,010억원
발행주식수	6,186만주
유동주식비율	48.99%
외국인비중	9.04%
52주 최고/최저가	27,000원/17,800원
평균거래대금	30.5억원

**주요주주(%)**

한국관광공사	51.00
국민연금공단	10.95
신영자산운용 외 1인	7.31

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-15.6	-30.7	-28.5
상대주가	-7.1	-20.4	-14.8

**주가그래프**



# GKL 114090

## 모든 것이 다 지나갔을 때

- ✓ 2분기 매출 턴어라운드 이어 하반기 카지노 성수기 진입하며 매출 성장세 진입
- ✓ 과거 독도 분쟁 사례 분석한 결과 방한 일본인 관광객 감소율과 일본인 드롭액과의 베타는 0.2에 불과. 동기간 이익은 중국 영향 포함해도 최대 20% 감소에 그쳐
- ✓ 반면 7월 일본 경제 제재 불안감 확산되며 주가는 15% 하락, 극단적 상황 반영
- ✓ 우려와 달리 對日 영업 타격 없고 부재하던 정킷 영업도 빠르면 하반기 시작
- ✓ 일본 영향에 대한 시장의 공포를 매수 기회로 활용할 시기

### 카지노 성수기 시작. 외인 카지노 전반적인 성장 본격화

GKL의 7월 드롭액은 3,516억원으로 YoY 25% 증가, 매출액은 411억원으로 YoY 11% 증가한 수치를 기록했다. 1분기까지 우려를 더했던 매출 감소 트렌드는 2분기 턴어라운드, 하반기 카지노 성수기에 들어서며 매출 성장세로 진입했다.

### 과거 독도 분쟁 사례를 통해 살펴본 일본 경제 제재 영향 분석

7월 일본 경제 제재 관련 불안감이 확산되며 동사 주가는 15% 하락했다. 관련하여 과거 한국과 일본 감정이 격화되던 독도 분쟁 사례(2012~2015)를 조사한 결과, 방한 일본인 50% 감소 시 카지노 일본 관광객은 25%, 일본 드롭액은 10% 감소했다. 동기간 GKL 영업이익은 20% 감소했는데, 중국 마케팅 체포에 따른 영향이 깊어 있음을 고려했을 때 방한 일본인이 절반으로 줄어든다는 극단적인 가정 하에도 동사 이익에 미치는 영향은 최대 20%에 불과하다는 점을 알 수 있다.

### 시장의 공포를 매수 기회로 활용하자

동사 주가는 Fwd 12M 기준 PER 13배에 거래되고 있으며 현 주가는 2011년 이후 밸류에이션 측면에서도, 절대적 주가 측면에서도 역사적 저점에 해당한다. 우려와 달리 對일본 영업 타격은 눈에 띄지 않고, 하반기 부재하던 정킷 영업도 본격화되며 중국 드롭액 성장에 대한 기대감을 높일 시기다. 파라다이스의 지난 1년간의 레코드를 통해 유추했을 때 동사의 중국 드롭액 성장은 그와 유사한 트렌드를 보여줄 수 있을 것으로 판단한다. 베타가 낮은 일본 이벤트보다는 반영되지 않은 중국 이벤트가 주가에 반영될 가능성이 높은 시기로 판단한다. 일본 영향에 대한 시장의 공포를 매수 기회로 활용할 시기다. 동사에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 26,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	501.3	108.2	80.5	1,302	-29.6	8,602	22.5	3.4	10.2	15.3	37.6
2018	480.3	104.9	77.6	1,255	-3.6	9,086	19.8	2.7	9.1	14.2	36.3
2019E	482.1	102.1	77.8	1,258	0.3	8,996	14.1	2.0	5.7	13.9	59.1
2020E	502.4	107.3	82.7	1,337	6.3	9,633	13.3	1.8	5.3	14.4	58.8
2021E	523.4	120.8	93.2	1,507	12.7	10,340	11.8	1.7	4.7	15.1	53.6

**GKL: 드롭액 25%↑, 매출 11%↑**

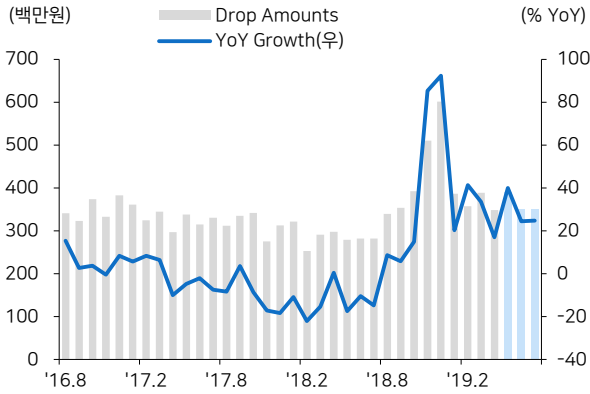
GKL의 7월 드롭액은 3,516억원으로 YoY 25% 증가, 매출액은 411억원으로 YoY 11% 증가한 수치를 기록했다. 1분기까지 동사에 우려를 더했던 매출 감소 트렌드는 2분기 턴어라운드, 하반기 카지노 성수기에 진입하며 본격 상승기 진입을 예고하고 있다.

**파라다이스:  
드롭액 21%↑, 매출 19%↑**

파라다이스 7월 드롭액은 5,571억원으로 YoY 21%, 매출액은 741억원으로 YoY 19% 증가하며 투자자들의 우려를 불러 일으키던 홀드올 안정화를 증명했다.

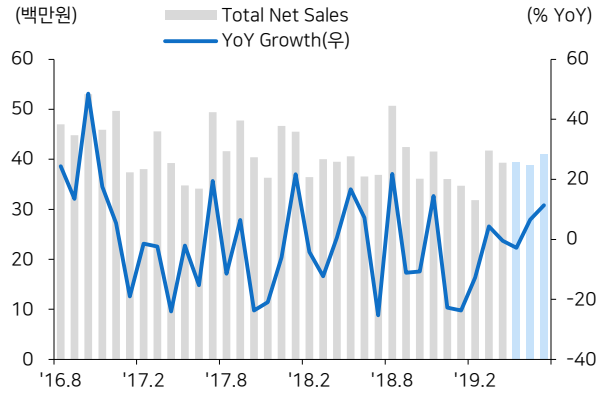
외인 카지노 전반적으로 하반기 카지노 성수기에 진입하는 데 따른 드롭액, 매출 성장세를 고무 증명하고 있음을 확인할 수 있다.

**그림1 최근 3개년간 GKL 전체 드롭액 추이**



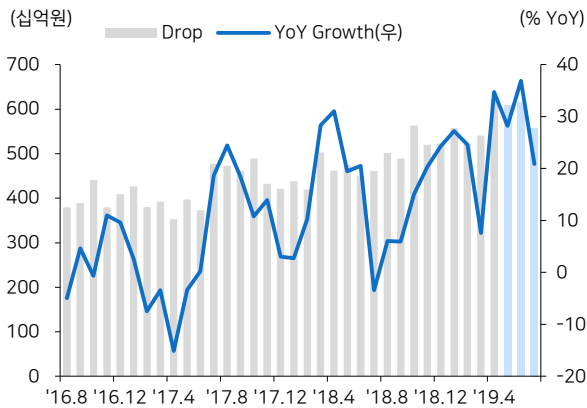
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림2 최근 3개년간 GKL 전체 매출 추이**



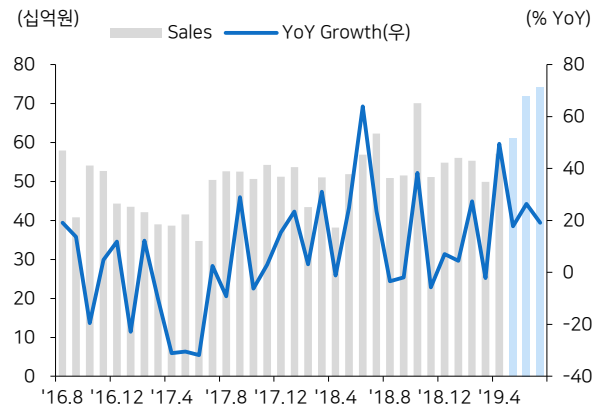
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림3 최근 3개년간 파라다이스 전체 드롭액 추이**



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림4 최근 3개년간 파라다이스 전체 매출 추이**



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 경제 제재 영향 파악을 위해  
과거 독도 분쟁 당시 사례 분석

7월 일본 경제 제재 관련 불안감이 확산되며 동사 주가는 15% 하락했다. 관련하여 당사는 과거 한국과 일본의 감정이 격화된 시기로 꼽히는 독도 분쟁 사례를 살펴보고 있다.

표1 독도 분쟁 당시 내한 일본인 관광객 수 추이

	내한 일본인 관광객 (천명)	% YoY growth	일본인 출국자 중 한국행 비중
2000	2,472		13.9%
2001	2,377	-3.8%	14.7%
2002	2,321	-2.4%	14.0%
2003	1,803	-22.3%	13.6%
2004	2,443	35.5%	14.5%
2005	2,440	-0.1%	14.0%
2006	2,339	-4.1%	13.3%
2007	2,236	-4.4%	12.9%
2008	2,378	6.4%	14.9%
2009	3,053	28.4%	19.8%
2010	3,023	-1.0%	18.2%
2011	3,289	8.8%	19.4%
<b>2012</b>	<b>3,519</b>	<b>7.0%</b>	<b>19.0%</b>
<b>2013</b>	<b>2,748</b>	<b>-21.9%</b>	<b>15.7%</b>
<b>2014</b>	<b>2,280</b>	<b>-17.0%</b>	<b>13.5%</b>
<b>2015</b>	<b>1,838</b>	<b>-19.4%</b>	<b>11.3%</b>
2016	2,298	25.0%	13.4%
2017	2,311	0.6%	12.9%

자료: 한국관광공사, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

관련 이슈는 2012년 갈등이 수면 위로 드러나기 시작, 2013년 양국 감정이 격화되며 일본인의 한국 여행 보이콧으로 이어져 2015년까지 영향을 미친 바 있다. 이로 인해 2012년 350만명이던 방한 일본인 입국자 수는 2015년 183만명으로 약 48% 감소했다. 동기간 엔저로 일본 전체 출국자 수가 12% 감소한 점을 감안 하더라도 양국의 격화된 감정 관계가 일본 인바운드에 영향을 끼쳤다는 사실을 확인할 수 있다.

관광객 50% 감소하는 동안:  
 1) 카지노 관광객 25% 감소  
 2) 드롭액 10% 감소

당시 파라다이스와 GKL의 일본 관광객 수치는 약 25% 감소(베타 0.5)했다. GKL이 당시 국적별 드롭액을 발표하지 않아 파라다이스의 경우를 참고해 볼 때 동기간 일본 드롭액은 10% 감소(베타 0.2)했음을 유추할 수 있다.

표2 독도 분쟁 당시 GKL, 파라다이스 일본 VIP 방문객 추이

(명)	GKL					파라다이스
	일본 전체	일본 FGT	일본 FIT	일본 VIP	일본 FIT + VIP	일본 VIP
2010	625,298	269,532	306,219	49,547		
2011	670,923	263,039	356,435	51,449		75,535
2012	622,780	154,189	415,593	52,998	468,591	78,219
2013	550,253	78,505	421,993	49,755	471,748	77,379
2014	455,852	57,741	346,277	51,834	398,111	68,149
2015	394,011	40,873	307,427	45,711	353,138	56,841
2016	335,489	47,767	235,304	52,418		62,939
2017	274,645	32,672	194,325	47,648		64,554
2018	339,249	45,237	246,729	47,283		
<b>2015 vs.2012</b>	<b>-37%</b>	<b>-73%</b>	<b>-26%</b>	<b>-14%</b>	<b>-25%</b>	<b>-27%</b>

자료: GKL, 파라다이스, 메리츠증권리서치센터

동기간 이익은 19% 감소. 중국 영향 고려 시 영향은 이보다 작아

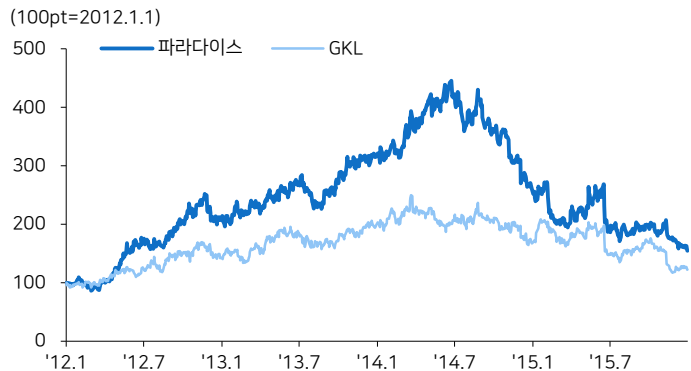
이로 인해 GKL의 영업이익은 2012년 1,464억원에서 2015년 1,184억원으로 19% 감소했다. 이 수치는 중국 마케팅 체포에 따른 영향이 높아있는 수치임을 고려했을 때 방한 일본인 입국자 수가 절반으로 줄어든다는 극단적인 가정 하에도 동사의 이익에 미치는 영향은 최대 20%에 불과하다는 점을 알 수 있다.

표3 독도 분쟁 당시 파라다이스 드롭액 추이

(십억원)	2012	2015	% change
<b>VIP</b>	<b>4,662</b>	<b>4,597</b>	<b>-1.4</b>
China	3,002	3,002	-
Japan	1,170	1,024	-12.5
Others	489	571	16.8
<b>Mass</b>	<b>420</b>	<b>544</b>	<b>29.5</b>

자료:파라다이스, 메리츠증권리서치센터

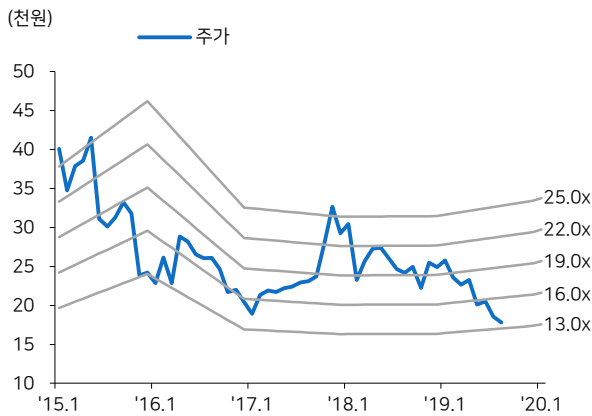
그림5 독도 분쟁 당시 파라다이스, GKL 상대 추가 추이



주: 지수 대비 상대 추가  
 자료: Quantiwise, 메리츠증권리서치센터

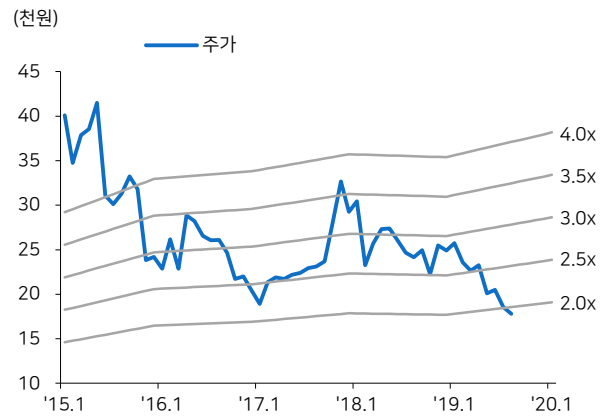
살펴본 바와 같이 동사 실적과 일본 관광객 사이의 상관관계는 높지 않다. 양국 관계가 경색되었던 과거 독도 분쟁 당시 영향을 살펴보다라도 현재의 주가 하락은 과도하다고 판단하는 이유다. 동사 주가는 Fwd 12M 기준 13배에 거래되고 있으며 2010년 이후 밸류에이션 측면에서도, 절대적 주가 측면에서도 역사적 저점에 근접한 상황임을 고려했을 때 추가 하락 가능성을 낮게 보는 이유다.

그림6 GKL 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권리서치센터

그림7 GKL 12M Fwd PBR 밴드



자료: 메리츠증권리서치센터

카지노 성수기에 진입하면서 영업 상황은 상반기 대비 호전되는 모습이 확인되고 있으며 주가 하락으로 배당 수익률은 3.9%(DPS 700원 추정)을 가리킨다.

**일본인의 한국 여행 보이콧은 확인되지 않지만 주가는 극단적 상황을 반영한 수준만큼 하락**

카지노 업체들의 영업책 혹은 뉴스를 통해 접하더라도 일본인의 한국 관광에 대한 보이콧은 확인되지 않고 있다. 사드 때와 다르게 이번 이슈를 해석하는 이유는 보이콧이 관측되지 않는 한 인바운드 측면에서 입을 피해는 크지 않은 데 반해 주가는 일본 인바운드가 50% 가까이 감소했던 시기만큼 반영되었기 때문이다.

일본 파친코 대체 효과에 부스터를 더하는 세가사미의 영업 공조화, 베이징 다싱 공항 오픈을 고려했을 때 한국 외인 카지노 제반 환경은 긍정적이라고 판단된다.

**정킷 계약 마무리 단계. 빠르면 하반기 정킷 영업 본격화되며 중국 드롭액 드라마틱한 성장 보일 것**

특히 동사는 경쟁사와 달리 정킷 영업이 한동안 부재한 바 있다. 당사가 확인한 바에 따르면 동사는 정킷 관련 계약이 완료 단계에 진입, 빠르면 하반기부터 정킷 영업이 본격화 될 것이다. 경쟁사의 지난 1년간의 레코드를 통해 유추했을 때 동사의 중국 드롭액 성장은 그와 유사한 트렌드를 보여줄 수 있을 것으로 전망한다.

일본 관광객 감소에도 이익 감소 폭은 예상보다 작다는 것이 과거 사례를 통해 확인 되었고, 반면 시장의 오해로 인해 주가가 하락하여 밸류에이션은 편안하다. 배타가 낮은 일본보다는 반영되지 않은 중국 이벤트(정킷 영업 본격화)가 주가에 반영될 가능성이 높은 시기로 판단한다. 동사에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 26,000원을 유지한다.

표4 GKL 실적 추정 (IFRS 별도)												
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
<b>드롭액</b>	<b>1,030.0</b>	<b>949.3</b>	<b>977.2</b>	<b>929.7</b>	<b>865.5</b>	<b>858.8</b>	<b>974.8</b>	<b>1,503.6</b>	<b>1,132.5</b>	<b>1,089.8</b>	<b>1,068.3</b>	<b>1,151.9</b>
일본	395.8	338.9	339.0	251.3	251.8	260.0	334.7	368.9	345.8	325.2	416.2	456.0
중국	328.0	289.2	337.9	300.1	240.7	233.4	251.5	630.4	371.7	361.9	438.5	472.7
기타	306.2	321.2	300.3	378.3	146.6	132.1	156.2	256.2	188.2	176.0	213.7	223.3
홀드올 (%)	11.8	11.4	14.2	13.3	14.1	13.6	13.3	7.6	9.6	10.8	11.4	11.5
<b>매출액</b>	<b>125.3</b>	<b>109.7</b>	<b>138.7</b>	<b>127.6</b>	<b>121.9</b>	<b>116.1</b>	<b>130.4</b>	<b>111.8</b>	<b>109.2</b>	<b>119.3</b>	<b>121.7</b>	<b>132.0</b>
매출원가	86.1	84.6	89.5	94.7	82.7	74.8	87.7	94.6	84.7	86.8	80.3	91.6
인건비	28.6	30.9	29.3	35.2	30.6	23.0	30.8	34.2	31.3	33.5	32.1	34.2
컴프	17.2	15.0	16.5	15.7	12.1	12.3	13.8	15.4	13.1	12.3	12.9	15.0
세금	15.2	13.7	17.7	15.1	15.4	14.7	16.6	13.7	13.7	15.1	15.6	16.9
판관비	39.2	25.2	49.2	32.9	39.3	41.4	42.7	17.2	24.5	32.5	41.3	40.4
EBITDA	7.7	7.5	8.5	14.5	7.9	6.7	11.8	10.3	8.0	7.1	11.7	9.8
<b>영업이익</b>	<b>31.5</b>	<b>17.6</b>	<b>40.7</b>	<b>18.4</b>	<b>31.4</b>	<b>34.7</b>	<b>30.9</b>	<b>7.9</b>	<b>16.6</b>	<b>25.4</b>	<b>29.6</b>	<b>30.5</b>
세전이익	23.1	20.3	44.0	19.8	23.1	37.6	33.2	9.9	11.1	27.2	32.3	32.1
순이익	17.5	15.4	33.4	14.2	17.4	27.2	26.4	6.7	8.5	19.6	25.6	24.1
<b>% YoY Growth</b>												
드롭액	6.7	-5.6	-4.4	-14.6	-16.0	-9.5	-0.3	61.7	30.9	26.9	9.6	-23.4
매출액	-8.3	-14.9	3.5	-14.1	-2.7	5.9	-5.9	-12.4	-10.5	2.7	-6.7	18.0
영업이익	-25.3	-43.8	17.9	-57.5	-0.3	96.8	-24.1	-56.8	-47.3	-26.7	-4.1	284.4
순이익	-34.7	-39.8	20.3	-58.4	-1.0	76.2	-21.0	-52.7	-51.3	-27.7	-2.7	258.1
<b>Margin (%)</b>												
GPM	31.3	22.9	35.5	25.8	32.2	35.6	32.8	15.4	22.5	27.3	34.0	30.6
OPM	25.1	16.1	29.3	14.4	25.7	29.9	23.7	7.1	15.2	21.3	24.4	23.1
NPM	14.0	14.1	24.1	11.1	14.2	23.4	20.2	6.0	7.7	16.5	21.1	18.2

자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 GKL의 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>드롭액</b>	<b>4,450.4</b>	<b>4,168.7</b>	<b>4,081.5</b>	<b>3,886.2</b>	<b>4,202.6</b>	<b>4,442.5</b>	<b>4,465.3</b>
중국인		888.7	1,122.0	1,112.1	1,215.4	1,543.2	1,808.3
일본인		1,552.1	1,309.5	1,174.0	1,356.0	1,644.7	1,771.5
기타		761.7	691.2	614.6	691.1	801.2	885.5
홀드올 (%)	12.0	11.9	13.3	12.6	11.5	10.8	11.3
<b>매출액</b>	<b>540.7</b>	<b>505.7</b>	<b>548.2</b>	<b>501.3</b>	<b>480.3</b>	<b>482.1</b>	<b>502.4</b>
매출원가	358.6	350.7	364.9	354.9	339.8	343.4	356.1
인건비	107.2	115.9	117.0	124.0	118.7	131.2	136.5
컴프	82.6	74.6	73.5	64.4	53.5	53.3	57.0
세금	68.5	62.6	69.2	61.8	60.4	61.2	64.2
판관비	34.3	36.6	32.1	38.2	36.7	36.6	39.0
EBITDA	159.1	131.1	164.0	124.1	121.2	128.8	125.7
<b>영업이익</b>	<b>147.8</b>	<b>118.4</b>	<b>151.2</b>	<b>108.2</b>	<b>104.9</b>	<b>102.1</b>	<b>107.2</b>
세전이익	153.2	121.0	150.2	107.3	103.8	102.7	108.6
순이익	116.5	91.7	114.3	80.5	77.6	77.8	82.7
<b>(% YoY)</b>							
드롭액	13.7	-6.3	-2.1	-4.8	8.1	5.7	0.5
매출액	-3.7	-6.5	8.4	-8.6	-4.2	0.4	4.2
EBITDA	-21.2	-17.6	25.1	-24.4	-2.3	6.3	-2.4
영업이익	-22.7	-19.9	27.7	-28.5	-3.0	-2.7	5.0
순이익	-15.3	-21.3	24.6	-29.6	-3.6	0.3	6.3
<b>Margin (%)</b>							
EBITDA Margin	29.4	25.9	29.9	24.8	25.2	26.7	25.0
OPM	27.3	23.4	27.6	21.6	21.8	21.2	21.3
NPM	21.5	18.1	20.9	16.1	16.2	16.1	16.5
<b>Valuation (배)</b>							
EPS (원)	1,884	1,483	1,849	1,302	1,255	1,258	1,337
PER	17.1	16.3	11.1	22.5	19.8	14.1	13.3
PBR	4.6	3.3	2.4	3.4	2.7	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.3	7.8	4.4	10.2	9.1	5.7	5.3
ROE (%)	28.2	20.7	23.5	15.3	14.2	13.9	14.4
Dividend Yield (%)	3.1	3.4	4.9	2.5	2.9	3.9	3.9

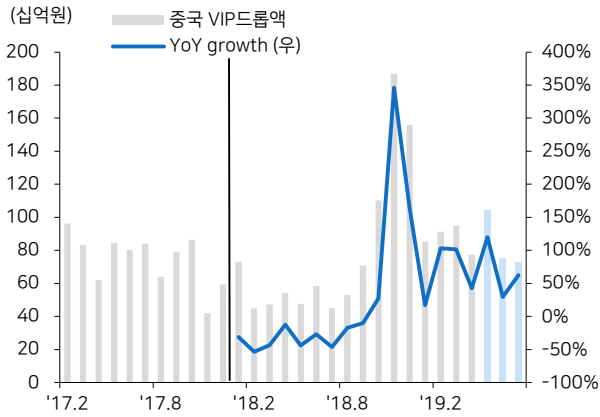
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 GKL 월별 테이블 드롭액 추이														
		'18.7	'18.8	'18.9	'18.10	'18.11	'18.12	'19.1	'19.2	'19.3	'19.4	'19.5	'19.6	'19.7
<b>드롭액 (십억원)</b>														
Seoul Casino	Table Drop	106.5	155.7	169.1	180.8	235.2	312.8	166.1	153.3	175.4	135.1	162.3	144.8	146.8
	VIP	82.4	129.5	139.4	155.6	194.5	244.8	134.8	129.2	150.4	110.2	134.1	116.0	121.1
	Japan	33.2	53.6	59.6	37.1	38.8	58.2	42.9	40.2	46.5	31.3	31.8	36.7	37.4
	China	24.5	36.8	53.0	72.5	120.1	112.1	53.0	56.8	63.5	49.4	64.1	46.0	48.8
	Others	24.8	39.1	26.7	46.0	35.6	74.4	39.0	32.2	40.5	29.4	38.3	33.3	34.9
	Mass	24.0	26.2	29.7	25.2	40.7	67.9	31.3	24.1	25.0	24.9	28.2	28.8	25.7
Seoul Hilton Casino	Table Drop	97.9	106.6	106.1	107.3	139.4	177.4	110.6	97.1	107.6	113.3	110.3	94.5	102.4
	VIP	47.9	54.1	49.3	59.6	75.0	80.8	62.6	54.5	60.1	60.2	62.6	46.1	55.3
	Japan	35.0	40.4	39.6	44.2	44.6	46.3	46.1	38.3	36.9	39.2	41.1	26.2	34.2
	China	4.3	5.5	2.8	3.7	16.5	14.8	5.8	5.9	14.1	12.2	15.3	12.5	11.3
	Others	8.6	8.3	6.9	11.8	13.9	19.8	10.7	10.2	9.0	8.8	6.2	7.4	9.9
	Mass	50.1	52.5	56.8	47.7	64.3	96.5	48.0	42.7	47.6	53.2	47.7	48.4	47.0
Busan Lotte Casino	Table Drop	48.9	44.8	46.6	62.3	101.6	71.2	66.7	63.7	54.4	53.6	64.3	60.2	48.2
	VIP	37.1	32.2	35.0	51.9	89.9	58.9	56.7	54.1	44.4	42.8	51.7	47.2	36.7
	Japan	15.5	17.8	16.3	15.2	36.2	22.9	24.7	21.5	20.4	22.8	22.9	22.9	20.5
	China	16.2	10.7	15.1	34.0	50.3	29.0	26.6	28.5	17.4	15.7	25.1	17.1	13.1
	Others	5.4	3.7	3.7	2.7	3.3	6.9	5.3	4.1	6.6	4.3	3.7	7.2	3.1
	Mass	11.7	12.6	11.6	10.5	11.7	12.4	10.0	9.6	10.0	10.8	12.6	13.0	11.5
Total	Table Drop	253.3	307.1	321.8	350.5	476.1	561.4	343.4	314.1	337.4	302.0	336.9	299.5	297.3
	VIP	167.4	215.8	223.7	267.2	359.4	384.5	254.1	237.7	254.9	213.2	248.4	209.3	213.1
	Japan	83.6	111.8	115.5	96.5	119.6	127.5	113.7	100.0	103.9	93.3	95.7	85.8	92.1
	China	45.0	53.0	70.9	110.2	186.9	155.9	85.3	91.3	95.0	77.4	104.4	75.6	73.2
	Others	38.8	51.1	37.3	60.5	52.9	101.1	55.1	46.5	56.1	42.5	48.2	47.9	47.8
	Mass	85.8	91.3	98.1	83.3	116.7	176.9	89.3	76.3	82.5	88.9	88.5	90.2	84.3
	Slot Machine	28.6	31.9	32.0	41.7	34.3	39.6	33.1	31.7	39.7	32.8	40.6	36.5	34.5
Total drop	281.9	339.1	353.8	392.1	510.4	601.0	376.4	345.8	377.2	334.9	377.5	336.0	331.8	
국적별 Breakdown	VIP+Mass	253.3	307.1	321.8	350.5	476.1	561.4	343.4	314.1	337.4	302.0	336.9	299.5	297.3
	Japan	83.6	111.8	115.5	104.4	127.9	136.6	123.0	108.7	114.1	102.5	106.3	96.9	101.2
	China	45.0	53.0	70.9	133.4	237.9	259.1	124.7	122.3	124.7	114.9	136.3	108.4	104.1
	Others	38.8	51.1	37.3	70.0	66.2	120.1	65.4	55.3	67.5	53.2	60.3	59.2	59.3
	No Name	45.0	46.8	47.9	42.6	44.1	45.6	30.2	27.7	31.2	31.5	34.0	35.0	32.7
<b>성장률 (% YoY)</b>														
Seoul Casino	Table Drop	-30.3	20.1	7.3	22.2	105.9	145.5	21.0	51.3	56.9	23.8	54.3	23.8	37.9
	VIP	-35.2	24.4	5.8	31.9	122.4	155.2	28.5	67.2	75.6	34.6	72.2	25.4	46.8
	Japan	-4.6	33.9	42.7	21.5	19.1	90.4	74.6	44.8	57.3	13.8	9.8	26.6	12.8
	China	-62.3	-12.8	-20.1	26.6	282.3	184.6	7.1	105.4	136.6	59.2	110.1	27.2	99.2
	Others	-9.9	78.5	13.2	52.5	51.7	187.1	26.2	47.2	38.3	26.3	107.3	21.7	40.7
	Mass	-5.9	2.5	15.5	-16.0	52.1	116.0	-3.3	0.3	-4.5	-8.5	3.2	17.6	7.0
Seoul Hilton Casino	Table Drop	6.4	15.2	11.1	14.1	57.7	77.1	16.6	35.6	20.1	11.1	20.5	15.6	4.5
	VIP	13.4	19.3	-2.6	45.0	80.3	73.6	43.0	88.2	35.4	11.5	54.1	34.9	15.6
	Japan	26.7	24.6	6.4	51.2	62.4	49.8	52.0	106.6	17.1	-2.9	36.2	12.4	-2.3
	China	-26.2	32.7	-5.6	5.9	369.6	109.5	-14.7	43.7	256.3	190.2	280.3	273.2	162.9
	Others	-2.2	-6.5	-33.9	39.7	31.2	130.2	60.9	62.9	1.9	-6.4	-3.6	-1.1	14.5
	Mass	0.5	11.3	26.5	-9.9	37.6	80.1	-6.0	0.0	5.0	10.6	-6.2	1.7	-6.0
Busan Lotte Casino	Table Drop	7.1	-17.4	-3.2	-0.4	145.4	53.7	20.9	34.2	-2.7	8.4	30.1	12.2	-1.4
	VIP	8.9	-23.9	-8.0	0.5	203.5	75.9	33.8	48.9	1.4	12.7	39.1	15.1	-1.2
	Japan	-7.8	-14.4	-34.4	-33.0	93.3	26.8	7.6	3.7	-4.5	53.1	5.4	24.1	32.3
	China	22.6	-39.5	55.8	31.8	624.1	125.8	58.4	116.8	6.6	-17.6	92.8	-9.7	-19.4
	Others	34.0	-2.9	2.2	-14.5	-15.0	173.7	107.0	65.0	7.9	6.9	52.1	98.8	-42.8
	Mass	1.8	5.5	15.0	-4.8	-0.8	-3.9	-21.6	-13.9	-17.3	-5.6	3.0	2.7	-2.0
Total	Table Drop	-12.8	11.1	6.8	15.1	95.2	105.0	19.6	42.5	31.1	15.9	36.9	18.7	17.4
	VIP	-17.7	12.5	1.5	26.8	126.5	118.6	33.0	66.8	46.7	22.6	59.6	24.8	27.3
	Japan	5.6	19.9	11.3	17.0	51.8	60.2	46.0	49.2	25.9	12.7	18.5	21.3	10.1
	China	-46.4	-17.3	-10.3	27.3	346.4	162.9	16.9	103.1	101.7	42.3	119.8	29.3	62.5
	Others	-3.8	47.8	-0.9	44.9	39.1	173.0	37.2	51.9	26.8	15.8	76.3	24.5	23.3
	Mass	-1.2	7.8	21.5	-11.3	36.9	80.6	-7.2	-1.9	-1.2	2.5	-2.1	6.5	-1.8
	Slot Machine Drop	-28.7	-10.2	-4.2	13.8	9.0	2.9	-3.6	-2.3	17.6	-11.9	24.6	22.5	20.4
Total drop	-14.7	8.7	5.7	14.9	85.3	92.4	17.1	36.8	29.5	12.4	35.5	19.1	17.7	

자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

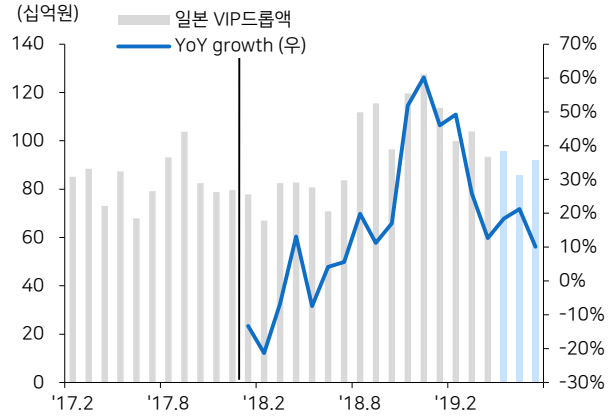


그림8 GKL 중국 VIP 드롭액, 2H18 이후 꾸준한 증가



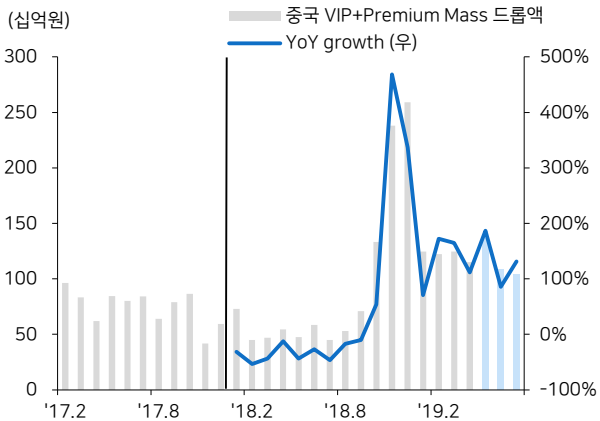
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 일본 VIP 드롭액도 작년 하반기부터 성장세로 전환



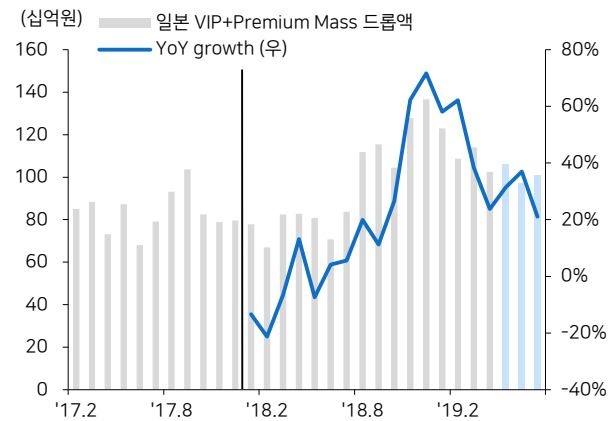
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 중국 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



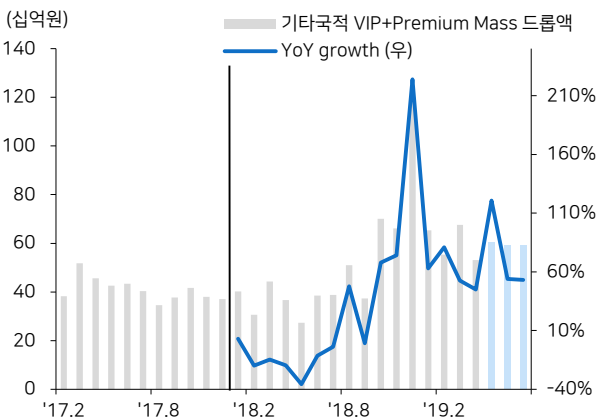
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 일본 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 기타국적 VIP와 Premium Mass도 성장 보태



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 GKL 테이블 합산 드롭액, 18년 8월 이후 성장 지속



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

## GKL (114090)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>501.3</b>	<b>480.3</b>	<b>482.1</b>	<b>502.4</b>	<b>523.4</b>
매출액증가율 (%)	-8.6	-4.2	0.4	4.2	4.2
매출원가	354.9	338.7	343.4	356.1	363.2
매출총이익	146.4	141.7	138.7	146.2	160.2
판매관리비	38.2	36.8	36.6	39.0	39.4
<b>영업이익</b>	<b>108.2</b>	<b>104.9</b>	<b>102.1</b>	<b>107.3</b>	<b>120.8</b>
영업이익률	21.6	21.8	21.2	21.3	23.1
금융손익	8.2	10.6	8.9	8.9	11.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.0	-11.7	-7.8	-7.0	-8.2
세전계속사업이익	107.3	103.8	103.2	109.1	123.9
법인세비용	26.8	26.2	24.9	25.9	29.6
<b>당기순이익</b>	<b>80.5</b>	<b>77.6</b>	<b>77.8</b>	<b>82.7</b>	<b>93.2</b>
지배주주지분 손이익	80.5	77.6	77.8	82.7	93.2

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>78.5</b>	<b>93.0</b>	<b>63.4</b>	<b>120.8</b>	<b>92.9</b>
당기순이익(손실)	80.5	77.6	77.8	82.7	93.2
유형자산상각비	15.5	15.9	26.3	18.1	12.6
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-23.1	-2.1	-45.7	19.6	-13.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-82.6</b>	<b>-42.5</b>	<b>-81.4</b>	<b>-7.4</b>	<b>-2.8</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-9.5	-7.7	-12.3	-4.0	-4.0
투자자산의 감소(증가)	1.2	-151.6	-5.0	-2.9	1.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-61.5</b>	<b>-45.3</b>	<b>-34.4</b>	<b>-43.3</b>	<b>-43.3</b>
차입금의 증감	0.4	-0.2	88.5	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-65.9	5.3	-52.3	70.1	46.8
기초현금	191.3	125.4	130.8	78.5	148.6
기말현금	125.4	130.8	78.5	148.6	195.4

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>566.2</b>	<b>455.1</b>	<b>470.3</b>	<b>542.7</b>	<b>588.7</b>
현금및현금성자산	125.4	130.8	78.5	148.6	195.4
매출채권	8.9	8.4	9.9	10.7	10.4
재고자산	2.3	2.5	2.9	3.2	3.1
<b>비유동자산</b>	<b>165.7</b>	<b>310.7</b>	<b>415.2</b>	<b>403.6</b>	<b>393.6</b>
유형자산	93.0	85.5	76.9	62.8	54.1
무형자산	9.5	9.6	9.3	9.0	8.6
투자자산	26.9	178.6	183.5	186.4	185.4
<b>자산총계</b>	<b>731.9</b>	<b>765.9</b>	<b>885.4</b>	<b>946.3</b>	<b>982.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>169.6</b>	<b>168.8</b>	<b>199.2</b>	<b>216.9</b>	<b>210.5</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>비유동부채</b>	<b>30.3</b>	<b>35.0</b>	<b>129.8</b>	<b>133.5</b>	<b>132.2</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>199.9</b>	<b>203.8</b>	<b>329.0</b>	<b>350.5</b>	<b>342.6</b>
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	479.9	509.8	504.3	543.7	587.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>532.1</b>	<b>562.0</b>	<b>556.4</b>	<b>595.9</b>	<b>639.6</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	8,104	7,766	7,794	8,122	8,462
EPS(지배주주)	1,302	1,255	1,258	1,337	1,507
CFPS	1,988	1,927	1,975	1,893	2,013
EBITDAPS	2,006	1,959	2,082	2,032	2,162
BPS	8,602	9,086	8,996	9,633	10,340
DPS	730	710	700	700	800
배당수익률(%)	2.5	2.9	3.9	3.9	4.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	22.5	19.8	14.1	13.3	11.8
PCR	14.7	12.9	9.0	9.4	8.8
PSR	3.6	3.2	2.3	2.2	2.1
PBR	3.4	2.7	2.0	1.8	1.7
EBITDA	124.1	121.2	128.8	125.7	133.8
EV/EBITDA	10.2	9.1	5.7	5.3	4.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	15.3	14.2	13.9	14.4	15.1
EBITDA 이익률	24.8	25.2	26.7	25.0	25.6
부채비율	37.6	36.3	59.1	58.8	53.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.8	0.9	0.9
이자보상배율(x)	9,842.4	11,353.5	26.1	24.4	25.8
매출채권회전율(x)	54.0	55.7	52.9	48.8	49.5
재고자산회전율(x)	233.0	202.2	180.0	165.9	168.3

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 7일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 7일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 7일 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## GKL (114090) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	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	-18.6	-11.7	
2018.11.12	산업분석	Buy	29,000	이효진	-18.6	-11.7	
2018.11.28	산업브리프	Buy	29,000	이효진	-16.6	-6.9	
2019.01.04	산업브리프	Buy	29,000	이효진	-15.9	-6.9	
2019.02.12	기업브리프	Buy	29,000	이효진	-17.3	-6.9	
2019.04.24	산업브리프	Buy	29,000	이효진	-17.5	-6.9	
2019.05.10	기업브리프	Buy	29,000	이효진	-18.4	-6.9	
2019.06.03	산업분석	Buy	26,000	이효진	-21.1	-18.8	
2019.07.10	산업브리프	Buy	26,000	이효진	-24.1	-18.8	
2019.08.07	기업브리프	Buy	26,000	이효진	-	-	