대신증권 Daishin Securities

# GKL (114090)

# 재평가 시점

김윤진 769.3398
yoonjinkim@daishin.com

BUY

**[매수, 유지]**

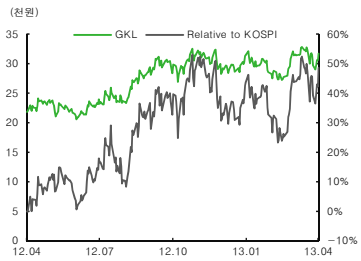
엔터테인먼트업종

**현재가** 31,700

**목표주가 (유지)** 40,000

| | |
|---|---|
| KOSPI | 1924.23 |
| 시가총액 | 1,961 십억원 |
| 시가총액비중 | 0.2% |
| 자본금(보통주) | 31 십억원 |
| 52주 최고/최저 | 32,800 원 / 20,550 원 |
| 120일 평균거래대금 | 113 억원 |
| 외국인지분율 | 24.9% |
| 주요주주 | 한국관광공사 51.0%<br>국민연금공단 7.3% |

| 주가수익률(%) | 1W | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 6.7 | 1.0 | 0.8 | 45.4 |
| 상대수익률 | 6.9 | 4.6 | 4.6 | 50.1 |




**투자포인트**

- **고객 믹스 변화: 중국 비중 40% 상회**
- **실적 업그레이드: 홀드율 낮아도 분기 영업이익 400억원 상회하는 구조**
- **신사업 검토: (순현금 3,600억원 + 관광진흥 정책) 지체할 필요가 없다!**

Comment

## 1 분기 실적 예상 상회 전망

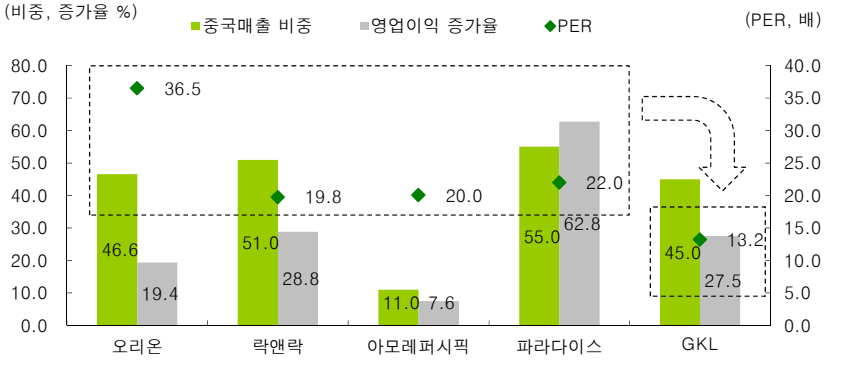
지난 2월까지만해도 300억원 하회 우려가 있었던 GKL 1분기 실적은 413억원(-6% YoY) 수준으로 예상된다. 1월 홀드율 우려가 높았으나 2,3월 홀드율이 평균 수준으로 회복되면서 견조한 실적이 전망된다. 분기 드롭액 베이스가 1조원 이상으로 높아졌기 때문에 홀드율이 평균보다 낮아도 분기 영업이익은 400억원 이상이 나오는 구조가 되었다.

## 재평가 시점

GKL은 올해 2분기부터 재평가 받을 시점으로 판단한다. 그 이유는 1)중국 비중 45%를 넘으면서 진정한 중국 소비 수혜주로 변화가 예상되고, 2)분기 드롭액이 1조원 이상이 되었기 때문에 홀드율이 낮아도 영업이익 400억원을 상회하는 구조가 되었고, 3)누적되는 현금과 관광진흥 정책을 감안하면 신사업이 순차적으로 가시화 될 것으로 기대되기 때문이다.

파라다이스는 2012년 3월에 PER 9.3배(연결 7.9배)에 거래되었다. 중국 비중 증가에 따른 실적 성장과 계열사 통합 이슈로 지금은 PER 20배 이상(별도)에서 거래되고 있다. GKL도 중국인이 No1 고객이 될 것이 확실시되고 있고 신사업이 구체화 될 가능성이 높다. 따라서 올해 GKL은 실적 증가는 물론 멀티플 확장도 가능할 것으로 기대된다. 회사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 40,000원을 유지한다.

그림 1. **중국비중 & 성장성 감안시 PER 리레이팅 예상**




주: 2013년 중국 매출액 비중, 영업이익 증가율. 컨센서스 적용. 카지노 회사는 대신증권 추정치 적용.
자료: 각사 IR자료, Fn Guide 대신증권 리서치센터

## 드롭액은 3Q12 에 박스권 돌파, 영업이익은 2Q13 에 박스권 돌파 예상

**2Q13부터 최대 실적 랠리 기대**

GKL은 지난 3Q12에 교포고객 역성장이 완화되고 중국 비중이 크게 증가하면서 드롭액이 박스권을 돌파했다. 4Q12는 사상최고 매출액을 기록했지만 일회성 비용이 있었고, 1Q13은 1월 홀드율이 낮아 드롭액은 최고 수준이지만 영업이익은 아직 최대 실적이 나오지 않았다. 분기 드롭액 1조원 이상이 계속 나오고 있기 때문에 평균 홀드율 12.7%만 기록해도 사상 최대 영업이익 랠리가 예상된다.

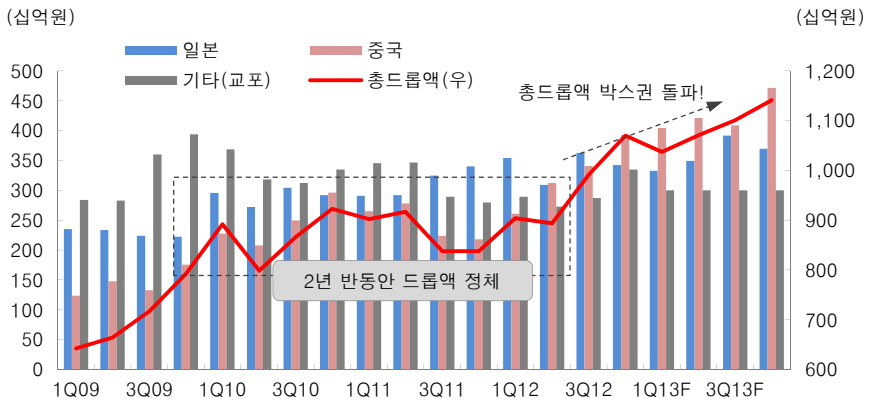
4Q12부터 매출액 인식 기준이 콤프칩스를 할인하는 순매출액으로 변경되어 홀드율에 대한 우려가 있었다. 기존 매출액에서 콤프칩스 비중이 약 11%이기 때문에 변경 기준 적정 홀드율은 12.7% 수준으로 판단한다. 기존에는 14.4%가 평균 홀드율 이었다. 회계기준 변경은 매출액이 평균 11% 하락하는 효과를 가지고 오지만 콤프칩 비용도 매출액에서 이미 할인되기 때문에 영업이익에는 영향이 없다. 자세히 보면 영업이익에는 유리한 효과를 가지고 오는데 이는 관광진흥기금과 내년에 예정되어 있는 개별소비세가 매출액 기준으로 산정되기 때문에 영업이익률 약 1%P 개선 효과가 기대된다.

표 1. **2분기부터 최대 실적 랠리 기대** (단위: 십억원, 천명)

| | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13F | 2Q13F | 3Q13F | 4Q13F | 2012 | 2013F | 2014F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 방문자수(천명) | 356.4 | 395.4 | 373.7 | 391.1 | 376.5 | 419.4 | 399.5 | 423.0 | 1,517 | 1,618 | 1,725 |
| 증가율(%) | 8.4 | 7.2 | 3.2 | 6.1 | 5.6 | 6.1 | 6.9 | 8.2 | 6.2 | 6.7 | 6.6 |
| 드롭액(십억원) | 904 | 894 | 991 | 1,070 | 1,037 | 1,071 | 1,101 | 1,141 | 3,859 | 4,350 | 4,780 |
| 증가율(%) | 0.3 | -2.5 | 18.2 | 27.7 | 14.7 | 19.7 | 11.1 | 6.6 | 10.4 | 12.7 | 9.9 |
| 카지노 순매출액(십억원) | 143.3 | 129.0 | 132.4 | 155.3 | 127.6 | 136.0 | 139.8 | 144.9 | 560 | 548 | 607 |
| 증가율(%) | 12.2 | -4.9 | -3.5 | 27.7 | -11.0 | 5.4 | 5.6 | -6.7 | 7.2 | -2.1 | 10.7 |
| 홀드율(%) | 15.8 | 14.4 | 13.4 | 14.5 | 12.3 | 12.7 | 12.7 | 12.7 | 14.5 | 12.6 | 12.7 |
| 매출액(십억원) | 130.9 | 116.2 | 119.3 | 136.1 | 130.2 | 138.6 | 142.3 | 147.2 | 502.4 | 558.2 | 617.9 |
| 증가율(%) | -0.3 | -15.5 | -13.3 | 14.9 | -0.6 | 19.3 | 19.3 | 8.2 | -4.3 | 11.1 | 10.7 |
| 영업이익(십억원) | 43.8 | 35.7 | 36.9 | 30.0 | 41.3 | 47.6 | 52.2 | 45.6 | 146.4 | 186.7 | 201.8 |
| 증가율(%) | 41.9 | -7.8 | -11.8 | 15.2 | -5.7 | 33.3 | 41.6 | 51.9 | 6.5 | 27.5 | 8.1 |
| 영업이익률(%) | 33.5 | 30.6 | 30.7 | 22.1 | 31.7 | 34.3 | 36.7 | 31.0 | 29.1 | 33.5 | 32.7 |

주: 매출액 순매출액 기준. K-IFRS별도 기준. 2014년 개별소비세 약 3% 반영. 카지노 순매출액, 홀드율 2012년까지는 회계기준 변경 전 적용.
자료: GKL, 대신증권 리서치센터

그림 2. **드롭액 2년반 동안 정체 후 3Q12부터 박스권 돌파!**




주: 일본, 중국, 기타(교포) 국적별 드롭액(십억원)
자료: GKL, 대신증권 리서치센터

중국 수혜주로 리레이팅 시점

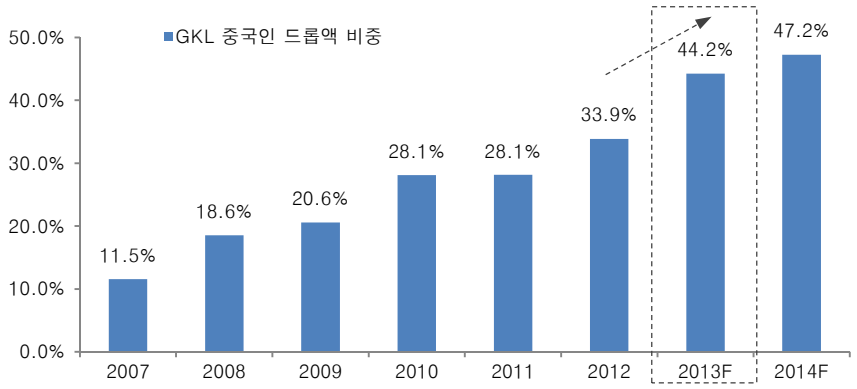
## 재평가 시점으로 보는 3 가지 이유

1. 중국 비중 40% 상회: 1Q13부터 GKL 중국 비중은 약 45%로 급증이 예상된다. 중국 비중은 2007년부터 증가하다가 2010년과 2011년 크리딧 중단 이슈로 정체했다. 회사는 2012년부터 중국 중심으로 강한 마케팅 정책을 펼쳤고 그 효과는 2012년 하반기부터 복격적으로 발생했다. 2012년에 중국 마케터는 40% 이상 증가했고, 중국 내 영업 지역도 대도시 중심에서 주변 7개 도시로 확장하여 진행했다. GKL은 중국에 비교 열위라는 인식을 벗어나 2012년 하반기부터 중국 비중 확장이 가장 빠르게 발생하고 있다.

2. 실적 업그레이드: 변경된 회계기준 적정 홀드율은 12.7%로 추정된다. 1Q13 홀드율은 약 12.3%로 평균보다 낮을 것으로 예상되지만 영업이익은 410억원을 넘을 것으로 예상된다. 그 이유는 드롭액 베이스가 분기 1조원을 상회하는 수준으로 올라왔기 때문이다. 드롭액이 사상 최고 수준이기 때문에 홀드율이 평균 수준으로 수렴하면 사상 최대 실적 랠리는 시간 문제로 판단된다.

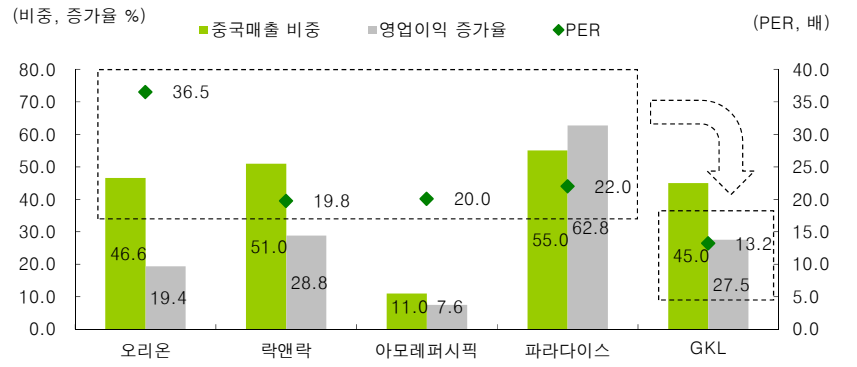
3. 신사업 기대: 회사는 이미 약 3,600억원의 순현금이 있는데 추가 누적되고 있다. 정부에서 관광진흥에 대한 강한 의지를 가지고 있고, 중국 카지노 시장은 시대적 호황을 맞이하고 있기 때문에 신사업을 더 이상 지체할 이유가 없다. 자금력도 있고 정책도 우호적이기 때문에 선상 카지노, 제주 카지노 진출 등 신사업 추진은 올해 구체화 될 이슈로 판단한다.

그림 3. **고객 믹스 중국 중심으로 완전히 변화!**




주: GKL 중국인 드롭액 비중, 드롭액(고객 카지노 게임 자참금)
자료: GKL, 대신증권 리서치센터

그림 4. **주요 중국 수혜주와 GKL 비교**




주: 중국 매출비중, 실적 2013년 추정치 기준. 실적 지표는 컨센서스 적용. 카지노 회사는 대신증권 추정치 적용.
자료: 각사 IR자료, Fn Guide 대신증권 리서치센터

표 1. **연간 실적 추정 변경**

(단위: 십억원, 원, %, %p)

| | 수정전 | | 수정후 | | 변동률 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2013F | 2014F | 2013F | 2014F | 2013F | 2014F |
| 매출액 | 635 | 701 | 558 | 618 | -12.03 | -11.81 |
| 매출총이익 | 223 | 235 | 221 | 238 | -1.06 | 1.53 |
| 매출총이익률 | 35.2 | 33.5 | 39.6 | 38.6 | 4.39 | 5.07 |
| 판매비와 관리비 | 40 | 43 | 34 | 36 | -14.18 | -14.49 |
| 기타영업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.00 | 0.00 |
| 영업이익 | 183 | 192 | 187 | 202 | 1.80 | 5.08 |
| 영업이익률 | 28.9 | 27.4 | 33.5 | 32.7 | 4.55 | 5.25 |
| 영업외손익 | 8 | 9 | 9 | 12 | 14.21 | 30.10 |
| 세전순이익 | 192 | 201 | 196 | 213 | 2.33 | 6.20 |
| 지배지분순이익 | 145 | 152 | 149 | 162 | 2.33 | 6.20 |
| 순이익률 | 22.9 | 21.7 | 26.6 | 26.2 | 3.74 | 4.44 |
| EPS(지배지분순이익) | 2,349 | 2,463 | 2,404 | 2,616 | 2.33 | 6.20 |

주: 순매출액 회계 기준 변경으로 매출액은 약 11% 낮아지는 효과가 있으나 영업이익부터 변동사항 없음.

자료: GKL, 대신증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

**포괄손익계산서** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 515 | 502 | 558 | 618 | 681 |
| 매출원가 | 347 | 316 | 337 | 380 | 411 |
| 매출총이익 | 168 | 186 | 221 | 238 | 270 |
| 판매비와관리비 | 31 | 40 | 34 | 36 | 39 |
| 영업이익 | 137 | 146 | 187 | 202 | 232 |
| 영업이익률 | 26.7 | 29.1 | 33.5 | 32.7 | 34.0 |
| EBITDA | 157 | 161 | 199 | 214 | 245 |
| 영업외손익 | -2 | 5 | 9 | 12 | 14 |
| 관계기업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 6 | 10 | 13 | 15 | 18 |
| 외환관련이익 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 금융비용 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환관련손실 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -8 | -5 | -3 | -3 | -3 |
| 법인세비용차감전순손익 | 135 | 151 | 196 | 213 | 246 |
| 법인세비용 | -72 | -7 | -47 | -52 | -60 |
| 계속사업순손익 | 63 | 144 | 149 | 162 | 186 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 63 | 144 | 149 | 162 | 186 |
| 당기순이익률 | 12.3 | 28.7 | 26.6 | 26.2 | 27.4 |
| 비지배지분순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지배지분순이익 | 63 | 144 | 149 | 162 | 186 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -1 | -3 | -6 | -12 | -24 |
| 포괄순이익 | 62 | 141 | 143 | 150 | 163 |
| 비지배지분포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지배지분포괄이익 | 62 | 141 | 0 | 0 | 0 |

주: 4Q11부터 순매출액 기준으로 변경. 매출액 -11%효과 영업이익 동일.

**재무상태표** (단위: 십억원)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 275 | 346 | 408 | 488 | 586 |
| 현금및현금성자산 | 135 | 91 | 116 | 155 | 206 |
| 매출채권 및 기타채권 | 9 | 15 | 16 | 17 | 18 |
| 재고자산 | 3 | 3 | 3 | 3 | 4 |
| 기타유동자산 | 128 | 238 | 273 | 312 | 358 |
| 비유동자산 | 101 | 143 | 150 | 157 | 166 |
| 유형자산 | 35 | 37 | 42 | 45 | 48 |
| 관계기업투자금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동자산 | 66 | 106 | 108 | 112 | 118 |
| 자산총계 | 376 | 489 | 558 | 646 | 752 |
| 유동부채 | 146 | 149 | 145 | 145 | 145 |
| 매입채무 및 기타채무 | 86 | 98 | 98 | 98 | 98 |
| 차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성채무 | 7 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 53 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| 비유동부채 | 9 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 차입금 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 전환증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 5 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 부채총계 | 155 | 157 | 153 | 153 | 153 |
| 지배지분 | 221 | 331 | 405 | 492 | 599 |
| 자본금 | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 자본잉여금 | 21 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 이익잉여금 | 169 | 279 | 352 | 440 | 547 |
| 기타자본변동 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 221 | 331 | 405 | 492 | 599 |
| 순차입금 | -251 | -306 | -368 | -445 | -539 |

**Valuation 지표** (단위: 원, 배, %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 1,023 | 2,329 | 2,404 | 2,616 | 3,014 |
| PER | 17.8 | 12.3 | 13.2 | 12.1 | 10.5 |
| BPS | 3,578 | 5,358 | 6,540 | 7,960 | 9,677 |
| PBR | 5.1 | 5.3 | 4.8 | 4.0 | 3.3 |
| EBITDAPS | 2,538 | 2,597 | 3,212 | 3,466 | 3,955 |
| EV/EBITDA | 5.6 | 9.1 | 8.0 | 7.1 | 5.8 |
| SPS | 8,321 | 8,122 | 9,025 | 9,990 | 11,017 |
| PSR | 2.2 | 3.5 | 3.2 | 2.9 | 2.6 |
| CFPS | 3,355 | 3,548 | 4,037 | 4,290 | 4,780 |
| DPS | 512 | 1,217 | 1,200 | 1,293 | 1,503 |

**재무비율** (단위: 원, 배, %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액 증가율 | 6.7 | -2.4 | 11.1 | 10.7 | 10.3 |
| 영업이익 증가율 | 38.5 | 6.5 | 27.5 | 8.1 | 14.8 |
| 순이익 증가율 | -14.3 | 127.6 | 3.2 | 8.8 | 15.2 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 165.7 | 687.0 | 391.7 | 362.4 | 365.6 |
| ROA | 38.5 | 33.9 | 35.7 | 33.5 | 33.1 |
| ROE | 30.7 | 52.1 | 40.4 | 36.1 | 34.2 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 70.1 | 47.4 | 37.9 | 31.1 | 25.6 |
| 순차입금비율 | -113.5 | -92.2 | -91.0 | -90.3 | -90.0 |
| 이자보상배율 | 155.1 | 517.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

자료: 2011년 법인세 약 370억원 추징, 2012년 약 300억원 환입

**현금흐름표** (단위: 십억원)

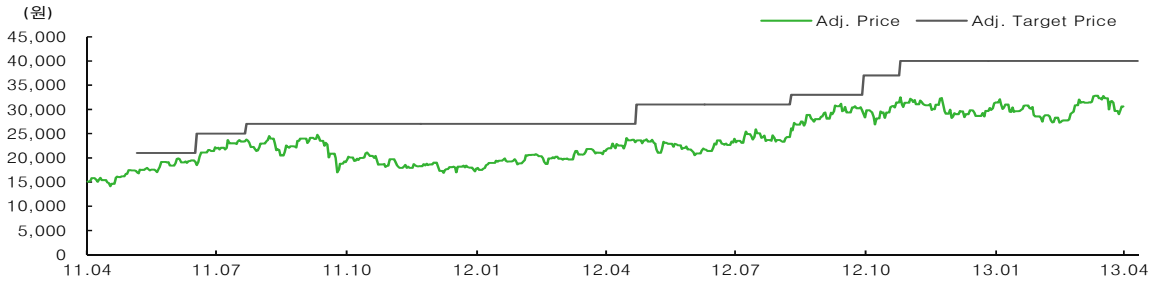
| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 영업활동 현금흐름 | 116 | 139 | 163 | 177 | 202 |
| 당기순이익 | 63 | 144 | 149 | 162 | 186 |
| 비현금항목의 가감 | 144 | 75 | 101 | 104 | 109 |
| 감가상각비 | 20 | 14 | 12 | 13 | 13 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 125 | 61 | 88 | 90 | 95 |
| 자산부채의 증감 | -44 | -50 | -52 | -52 | -52 |
| 기타현금흐름 | -47 | -30 | -35 | -37 | -42 |
| 투자활동 현금흐름 | -131 | -145 | -106 | -111 | -118 |
| 투자자산 | -62 | 16 | -5 | -6 | -7 |
| 유형자산 | -8 | -15 | -15 | -15 | -15 |
| 기타 | -62 | -146 | -86 | -91 | -97 |
| 재무활동 현금흐름 | -53 | -38 | -79 | -74 | -80 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유상증자 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -32 | -31 | -75 | -74 | -80 |
| 기타 | -21 | -7 | -4 | 0 | 0 |
| 현금의 증감 | -68 | -44 | 26 | 39 | 51 |
| 기초 현금 | 203 | 135 | 91 | 116 | 155 |
| 기말 현금 | 135 | 91 | 116 | 155 | 206 |
| NOPLAT | 64 | 140 | 142 | 153 | 176 |
| FCF | 76 | 138 | 139 | 151 | 174 |

## ▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 김윤진)

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

## ▶투자의견 및 목표주가 변경 내용




| 제시일자 | 13.04.15 | 13.04.02 | 13.03.06 | 13.02.14 | 12.12.03 | 12.11.18 | 12.11.05 | 12.10.30 | 12.10.10 | 12.08.20 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 40,000 | 40,000 | 40,000 | 40,000 | 40,000 | 40,000 | 40,000 | 37,000 | 37,000 | 33,000 |
| 제시일자 | 12.06.28 | 12.06.22 | 12.06.14 | 12.05.03 | 12.05.03 | 12.03.04 | 12.02.14 | 12.01.17 | 11.08.31 | 11.08.09 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 31,000 | 31,000 | 31,000 | 31,000 | 31,000 | 27,000 | 27,000 | 27,000 | 27,000 | 27,000 |
| 제시일자 | 11.08.02 | 11.06.28 | 11.05.17 | | | | | | | |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | | | | | | | |
| 목표주가 | 27,000 | 25,000 | 21,000 | | | | | | | |

## ▶ 투자등급관련사항

**산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상