

외국인 카지노

비중확대 (유지)

TOP PICKS

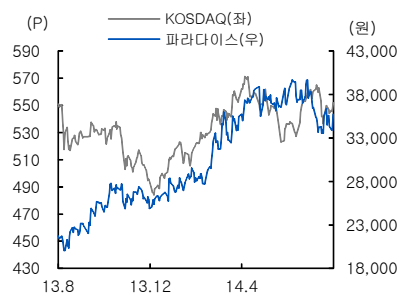
파라다이스 (034230)

투자의견 **매수 (유지)**
목표주가 **46,000원**
현재가 (8/13) 35,750원

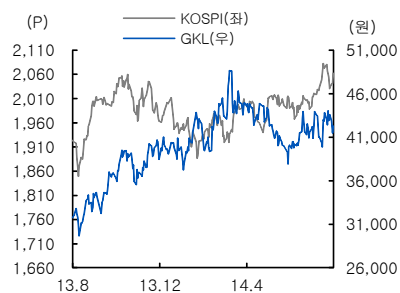
GKL (114090)

투자의견 **매수 (유지)**
목표주가 **48,000원**
현재가 (8/13) 42,300원

파라다이스 주가추이



GKL 주가추이



이 선 애

02 6915 5664
annelee@ibks.com

대세적 그림이 좋은 것은 확실하다

외국인 카지노, 정부가 육성하고자 하는 유망 서비스 업종

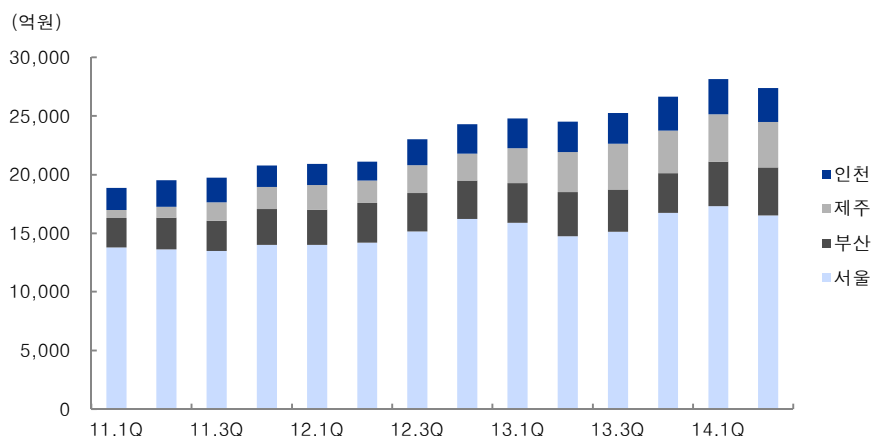
정부는 8월 12일 '유망 서비스 산업 육성 중심의 투자 활성화 대책'을 내놓았다. 이는 첫째, 영종도와 제주도 지역에 복합 리조트 설립을 정부에서 지원하고 둘째, 영종도 전체에 대해 부동산 투자이민제를 확대 적용하며 셋째, 무역 센터 일대를 관광 특구로 지정하여 한류 중심지로 발전시키며 넷째, 중국 관광객에 친화적인 비자 정책을 펼치고 중국어 지원을 늘려 FIT를 촉진시킨다는 점에서 외국인 카지노에게 유리한 정책이다. 특히 기존의 주요 시장이던 서울과 부산의 드롭액 증가세가 둔화되고 있는 상황에서 영종도와 제주도 리조트 카지노 규제 완화는 매우 반가운 소식이다.

2Q Review: 홀드를 하락으로 파라다이스와 GKL 모두 실적 부진

파라다이스의 2Q 연결 드롭액은 YoY 18.2% 증가했다. 그러나 홀드율이 YoY 2.0%p 하락하면서, 연결 카지노 매출액은 YoY 0.5% 증가하는 데 그쳤다. 회계적으로는 인천 카지노가 지난해 3Q부터 연결 매출에 포함되었기 때문에 카지노 매출액은 기저 효과 덕분에 YoY 16.6% 증가했다. 카지노 매출이 부진한 영향으로 파라다이스의 2Q 매출액은 1,725억원(YoY +12.4%), 영업이익은 295억원(YoY -25.7%), 순이익은 239억원(YoY -35.9%)을 기록했다.

GKL의 2분기 드롭액은 YoY 3.8% 증가(강남점 +11.2%, 힐튼점 +0.1%, 부산점 -10.7%)했지만, 카지노 순매출액은 YoY 13.8% 감소했다. 홀드율이 11.3%(YoY -2.3%p)로 역대 최저치인 까닭이다. 이에 따라 2분기 매출액은 1,167억원(YoY -12.3%), 영업이익은 206억원(YoY -52.8%), 순이익은 93억원(YoY -69.1%)로 컨센서스를 크게 하회하는 실적을 공시했다.

서울, 부산, 인천, 제주도의 외국인 카지노 드롭액 추이



주: 제주도의 경우는 파라다이스의 두 개 영업장(제주 그랜드와 제주 롯데)만 포함
자료: 파라다이스, GKL

외국인 카지노 = 정부가 육성하고픈 유망 서비스 산업

정부는 8월 12일 ‘유망 서비스 산업 육성 중심의 투자 활성화 대책’을 내놓았다. 보건 의료, 관광 콘텐츠, 교육, 금융, 물류, 소프트웨어 서비스의 6개 항목이 유망 서비스 산업으로 선정되었는데, 외국인 카지노는 관광 콘텐츠 분야에 포함되어 있다. 이 중 외국인 카지노에 직접적으로 영향을 미칠 것으로 예상되는 내용은 다음과 같다.

첫째, 영종도와 제주도 지역에 복합 리조트 설립을 정부 차원에서 지원한다. 영종도에 건설 예정인 복합 리조트는 두 군데로 파라다이스(현재 영업 중으로 본허가권 보유 중, 1.9조원 투자)와 LOCZ(카지노 사전 심사 적합 통보로 14년 3월 예비 허가권 취득, 1단계 7,000억원, 2단계 1조 5,000억원 투자)이 있다. 한편, 제주도에는 4월 란딩 그룹이 하얏트 호텔 카지노를 1,200억원에 인수하면서 신화역사공원(2.6조원 투자) 프로젝트를 진행할 예정이다.

표 1. 영종도 설립 진행 중인 리조트 프로젝트

프로젝트명	개발 주체	투자 금액	면적	오픈(예정)시기	설명
왕산마리나 사업	왕산레저개발 (대한항공 100% 출자)	1,500억원	98,604m ²	2014년 내	- 용유/무의 문화관광레저 복합도시 지원시설사업으로 추진 - 요트 3백척 규모의 계류시설 및 해상 방파제, 클럽 하우스 등 건설
카지노 복합 리조트	리포&시저스 (중국, 미국)	2.3조원	183,000m ²	1단계: 2018년 2단계: 미정 3단계: 2022년	- 1단계인 2018년까지 영종지구 미단시티 내 13,000평 부지, 7,437억원 카지노 등 시설 (FDI 5억불이상)으로 호텔, 외국인 전용 - 3단계인 2022년까지 총 2.3조원 투입
	파라다이스 시티 (한국, 일본)	1.96조원	100,000m ²	1단계: 2017년 2단계: 2020년	- 1단계: 비즈니스시설, 호텔 외국인 전용 카지노, 다목적 공연장 등 - 2단계: 5성급 호텔, 카지노 증축, 쇼핑 시설 등
	오카다홀딩스코리아 (일본)	4.9조원	500,000m ²	2020년/ 미허가	- 비즈니스호텔, 외국인 전용 카지노, 카지노, 다목적 공연장 등 - 특급호텔, 콘도, 쇼핑몰 등 건립
드림 아일랜드	세계한상드림아일랜드 (마루한 창업주 지분 61.5% SPC, 일본)	2.04조원 (건축 1.67조원 부지 3,700억원)	3,160,000m ²	2020년	- 워터파크, 아쿠아리움, 특급호텔, 아울렛, 쇼핑몰, 골프장 등

자료: 언론, IBK투자증권

표 2. 제주도에 설립 가능한 복합 카지노 리조트 프로젝트

프로젝트명	개발 주체	오픈 시기	투자 금액	면적	내용
예래 휴양형 주거단지	버자아그룹 (말레이시아)	2017년	2.5조원	744,207m ²	- 2017년 완공 목표, 총 사업비 2.5조원 투자(버자아 JDC 지분 8:2) - 제주 서귀포시 예래동 해안가에 종합 휴양단지 조성 - 신라, 롯데, 하얏트 호텔 등이 위치한 중문단지에서 약 10분
신화역사공원	란딩(홍콩)& 겐팅(싱가폴)			2,519,000m ²	- 2018년까지 총 사업비 2.3조원 투자(지분은 각각 50%씩 보유) - 제주신화역사공원 A, R, H 자구에 카지노 포함된 복합리조트 건설 계획 - 카지노는 테이블 800개, 호텔은 객실 2,000개 규모 - 제주 공항으로부터 35분, 중문관광단지로부터 15분 거리 - 란딩은 제주 하얏트호텔 카지노 벨루가 오션을 1,200억원에 인수 (외국인 카지노 운영권 + 호텔 전체 매입)
헬스케어타운	녹지그룹(중국)	N/A	1조원	778,000m ²	- 사업부지 면적 절반에 의료 연구개발센터, 휴양문화시설, 숙박시설 등 조성 - 올해 상반기에 휴양 콘도미니엄 신축공사(사업비 2천억원) 투입 - 하반기에 의료관련시설 포함한 2단계 사업 시작
드림타워	녹지그룹(중국)	2017년 3월		778,000m ² (카지노 47,000m ²)	- 지하 5층 지상 56층 규모의 숙박시설 드림타워 조성 추진 - 드림타워 내에 연면적 47,000m ² 규모 카지노 설립 계획
이호유원지	분마그룹(중국)	N/A	1.3조원	276,000m ² (카지노 38,895m ²)	- 제주이호랜드와 합작, 이호유원지 276,000m ² 부지에 1.27조원 투자 - 해양 수족관, 쇼핑몰 등 유원지 개발 사업추진 - 지난해 12월 연면적 38,895m ² 규모 대형 카지노 포함된 사업 계획서 제출 - 제주시 경관심의위원회에서 건축밀도가 너무 심해 재심의 결정

자료: 언론, IBK투자증권

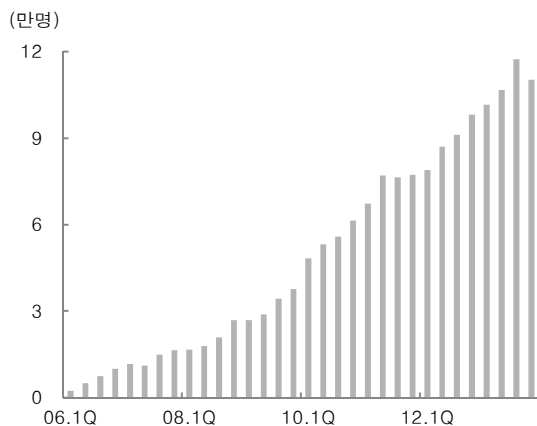
올해 초까지 영종도 외국인 카지노 라이선스는 사전심사제를 통과한 업체에게 주어졌으나, 정부는 동 방안에서 올해 하반기 근거가 되는 경제자유구역법을 개정하여 공모제 전환할 예정이다. 이후 내년 상반기에 공모 절차를 진행하여 외국인 카지노 사전 허가 사업자를 추가 선정할 계획이다.

둘째, 2010년부터 시행된 부동산 투자 이민제가 최소 분양 인원 제한(5명)으로 활성화되지 못한 부분도 개선되면서 외국인 카지노에는 호재이다. 지금은 제주도만 외국인 1인 분양이 허용(2009년 7월)되어 5~7억원 이상 금액을 호텔, 콘도 등에 투자한 외국인에게 거주 자격을 부여하고, 투자 상태를 5년간 유지할 경우 영주권을 주고 있다. 그러나 정부는 2014년 10월 관광진흥법 시행령 개정안에서 휴양콘도미니엄에 대해 제주 외 지역에서도 외국인 1인 분양을 허용하고 특히 **영종도 전체에 대해 부동산 투자이민제를 확대 적용할 계획**이다. 이에 따라 영종도에 외국인들의 개인 투자가 활성화될 전망이다. 참고로 외국인 1인 분양이 허용된 제주도는 14년 7월 기준으로 총 8,619억원(1,320건)의 외국인 투자를 유치했다.

셋째, 무역 센터 일대를 관광 특구로 지정하여 한류 중심으로 발전시킬 계획이다. 11월 초 코엑스 지역을 관광 특구로 지정할 예정인데, 인근에서 영업하고 있는 GKL의 Walk-in FIT 고객을 유치하는 데 매우 유리한 조건이다. GKL은 7월 중순에 진행된 파르나스 호텔(인터컨티넨탈, 그랜드 인터컨티넨탈) 매각에 GAW Capital과 컨소시엄을 구성하여 참여한다. 비록 입찰에서 선정되지 못하였으나 IMM PE가 7,600억원의 인수가 제시하며 우선협상대상자 선정) 향후 건설이 예정되어 있는 파르나스 타워와 파르나스몰 등의 공사가 완료된 후에는 관광객에게 더욱 매력적인 관광지가 된다는 사실은 분명하다.

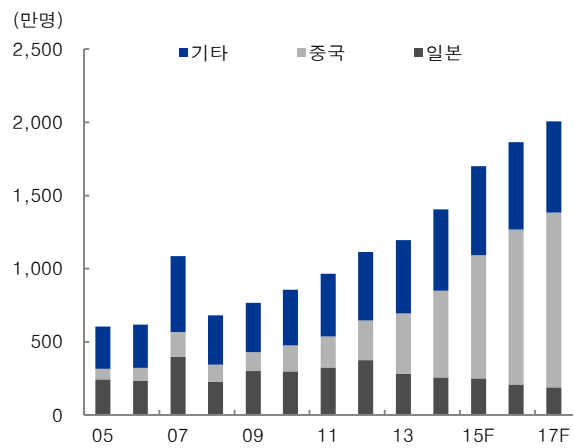
넷째, 중국 관광객에 친화적인 관광 환경이 조성된다. 단체 관광객 비자를 온라인으로 신청할 수 있도록 전자비자 제도를 시행하고, 향후 이를 추가 개선할 계획이다. 물론, 언어 불편을 최소화할 수 있는 대책도 마련된다. 영어와 한국어에 익숙하지 않은 중국인 개별 여행자들이 여행 정보 부족, 여행자 보험 미가입, 고가의 로밍 서비스, 맛집, 관광지 정보 등의 부족함을 겪는 부분들이 개선될 전망이다. 중국 관광객을 유치하는 데 가장 큰 걸림돌인 **비자와 언어 장벽이 개선된다면** 지리적으로 가깝고 호감도가 높으며(한류), 쇼핑하기에 좋은 우리나라를 찾는 중국인의 수는 자연적으로 증가할 것이다.

그림 1. GKL의 중국 FIT 고객 수 추이



자료: GKL

그림 2. 국적별 입국자 수 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 기획재정부, IBK투자증권

2Q Review: 홀드율이 안 좋았다

파라다이스의 2Q 연결 드롭액은 YoY 18.2% 증가했다. 그러나 홀드율이 YoY 2.0%p 하락 하면서, 연결 카지노 매출액은 YoY 0.5% 증가하는 데 그쳤다. 영업장별 드롭액을 보면 위 커힐이 YoY +17.6%, 제주 그랜드 YoY +32.7%, 인천 골든게이트 YoY +10.5%로 고성장세를 이어갔다. 회계적으로 보면 인천 골든게이트 카지노는 지난해 3Q부터 연결 매출에 포함되었기 때문에 카지노 매출액은 기저 효과 덕분에 YoY 16.6% 증가했다.

카지노 매출이 부진한 영향으로 파라다이스의 2Q 매출액은 1,725억원(YoY +12.4%), 영업이익은 295억원(YoY -25.7%), 순이익은 239억원(YoY -35.9%)을 기록했다. 상반기동안 리모델링을 진행하면서 호텔 매출이 2Q에 YoY 9.7% 감소하여 호텔 매출 총이익이 YoY 36.9% 감소했고, 지난해에 납부하지 않았던 개별소비세(2Q 기준 매출의 3.1%) 영향으로 인해 영업이익 감소폭이 컸다.

표 3. 파라다이스의 2분기 실적 내용

(단위: 억원, %, %p)

	14.2Q	13.2Q	YoY	IBKS 추정치	차이	컨센서스	차이
드롭액	13,164	11,142	18.2				
홀드율	11.3	13.3	-2.0				
매출액	1,725	1,535	12.4	1,804	-4.4	1,783	-3.3
카지노	1,448	1,277	16.6	1,487	-2.6		
호텔	211	233	-9.7	290	-27.2		
영업이익	295	398	-25.7	285	3.5	363	-18.7
영업이익률	17.1	25.9	-8.8	15.8	1.3	20.4	-3.3

주: 13.2Q 카지노 매출액에는 인천 골든게이트 카지노 실적이 포함되지 않음

자료: 파라다이스, FnGuide, IBK투자증권

GKL의 2분기 드롭액은 YoY 3.8% 증가(강남점 +11.2%, 힐튼점 +0.1%, 부산점 -10.7%) 했지만, 카지노 순매출액은 YoY 13.8% 감소했다. 홀드율이 11.3%(YoY -2.3%p)로 역대 최저치인 까닭이다. 이에 따라 2분기 매출액은 1,167억원(YoY -12.3%), 영업이익은 206억원(YoY -52.8%), 순이익은 93억원(YoY -69.1%)로 실적 쇼크를 기록했다. 2분기 영업이익 컨센서스가 7월 이후 하향되어 330억원대까지 낮아진 것을 감안하더라도 100억원 이상 기대에 못 미치는 실적이다.

비용 측면에서는 우선 카지노세가 도입되면서 매출원가가 YoY 3.4% 증가했다. 카지노세율이 3.2%~3.3% 가량 된다는 점을 감안하면 원가 증가율이 상당히 낮은 편인데, 이는 1) 매출 감소로 카지노 순매출의 10%를 납부하는 관광진흥기금도 함께 줄었고, 2) GKL이 올해 1분기부터 실시하고 있는 인건비 등 제반 비용에 대한 관리 때문이다.

표 4. GKL의 2분기 실적 상세 내역

(단위: 억원, %, %p)

	14.2Q	13.2Q	YoY	IBKS 추정치	차이	컨센서스	차이
드롭액	10,066	9,701	3.8	9,583	5.0		
홀드율	11.3	13.6	-2.3	12.1	-0.8		
매출액	1,167	1,330	-12.3	1,273	-8.3	1,307	-10.7
카지노 순매출액	1,135	1,317	-13.8	1,160	-2.1		
영업이익	206	437	-52.8	292	-29.3	383	-46.1
영업이익률	17.7	32.9	-15.2	22.9	-5.3	29.3	-11.6

자료: GKL, FnGuide, IBK투자증권

매수 (유지)

목표주가 46,000원
현재가 (8/13) 35,750원

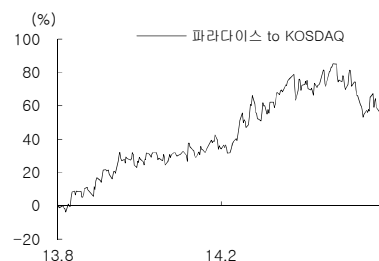
KOSDAQ (8/13)	551.73pt
시가총액	32,512억원
발행주식수	90,943천주
액면가	500원
52주 최고가	39,700원
최저가	20,050원
60일 일평균거래대금	251억원
외국인 지분율	22.8%
배당수익률 (13.12월)	1.2%

주주구성
파라다이스글로벌 외 47.25%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-5%	27%	69%
절대기준	-4%	20%	69%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	46,000	46,000	-
EPS(14)	1,333	1,353	▼
EPS(15)	1,388	1,424	▼

파라다이스 상대주가 (%)



파라다이스 (034230)

영종도에서 최우선권을 지닌 것은 분명하다

2Q와 7월 실적 Review: 드롭액 고성장세 유지된다

파라다이스의 2Q 연결 드롭액은 YoY 18.2% 증가했다. 홀드올이 YoY 2.0%p 하락하면서, 연결 카지노 매출액은 YoY 0.5% 증가하는 데 그쳤지만 회계적으로 인천 골든게이트 카지노 기저 효과로 YoY 16.6% 증가했다.

카지노 매출이 부진한 영향으로 파라다이스의 2Q 매출액은 1,725억원(YoY +12.4%), 영업이익은 295억원(YoY -25.7%), 순이익은 239억원(YoY -35.9%)을 기록했다. 호텔 매출이 2Q에 YoY 9.7% 감소하여 호텔 매출 총이익이 YoY 36.9% 감소했고, 개별소비세 영향으로 영업이익 감소폭이 컸다.

7월 파라다이스의 연결 드롭액은 YoY +14.7%(워커힐 +15.1%, 제주 그랜드 +5.0%, 인천 +21.1%), 매출액은 YoY +27.5%(워커힐 +5.4%, 제주 그랜드 +148.7%, 인천 +76.4%)로 큰 폭의 성장을 보였다.

투자의견 매수, 목표주가 46,000원 유지

파라다이스에 대해 매수 투자의견과 46,000원의 목표주가를 유지한다. 동사는 최근에 파르나스 인수 참여, 자사주 처분, 2분기 실적 우려 때문에 주가가 저조했다. 계열사 M&A, 영종도 리조트 착공 등 쉽없이 회사 내외로 성장을 모색해 오던 파라다이스의 행보가 잠시 주춤한 것은 사실이다. 그러나 부산 영업장 M&A가 내년 상반기 이내에 있을 예정이고, 영종도 리조트 착공도 내달에 시작될 것으로 전망한다.

정부는 12일 발표한 '유망서비스 산업 육성 중심의 투자활성화 대책 방안'에서 복합리조트 설립 지원 의지를 밝혔다. 현재 영종도에서는 파라다이스만이 본허가를 가지고 있는 상태이고 LOCZ는 예비 허가를 취득한 상태이다. 영종도가 리조트 특구로 개발될 상황에서 가장 우선권을 가진 파라다이스에 대해 매수를 추천한다.

(단위: 억원, 배)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	5,185	6,394	7,304	8,761	9,865
영업이익	898	1,344	1,371	1,826	2,175
세전이익	1,064	1,436	1,616	2,063	2,443
지배주주순이익	747	1,012	1,213	1,262	1,499
EPS(원)	822	1,113	1,333	1,388	1,648
증가율(%)	129.4	35.4	19.8	4.1	18.7
영업이익률(%)	17.3	21.0	18.8	20.8	22.0
순이익률(%)	15.4	16.8	19.0	17.8	18.8
ROE(%)	12.5	14.8	15.6	14.5	15.4
PER	20.9	23.8	26.8	25.8	21.7
PBR	2.5	3.3	3.9	3.5	3.2
EV/EBITDA	13.9	15.2	18.5	13.8	11.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

2Q Review: 드롭액 증가 추세는 2분기를 지나 7월까지 이어진다

파라다이스의 2Q 연결 드롭액은 YoY 18.2% 증가했다. 그러나 홀드율이 YoY 2.0%p 하락하면서, 연결 카지노 매출액은 YoY 0.5% 증가하는 데 그쳤다. 영업장별 드롭액을 보면 워커힐이 YoY +17.6%, 제주 그랜드 YoY +32.7%, 인천 골든게이트 YoY +10.5%로 고성장세를 이어갔다. 회계적으로 보면 인천 골든게이트 카지노는 지난해 3Q부터 연결 매출에 포함되었기 때문에 카지노 매출액은 기저 효과 덕분에 YoY 16.6% 증가했다.

카지노 매출이 부진한 영향으로 파라다이스의 2Q 매출액은 1,725억원(YoY +12.4%), 영업이익은 295억원(YoY -25.7%), 순이익은 239억원(YoY -35.9%)을 기록했다. 상반기동안 리모델링을 진행하면서 호텔 매출이 2Q에 YoY 9.7% 감소하여 호텔 매출 총이익이 YoY 36.9% 감소했고, 지난해에 납부하지 않았던 개별소비세(2Q 기준 매출의 3.1%) 영향으로 인해 영업이익 감소폭이 컸다.

홀드율이 저조하여 2분기 매출 성장률이 다소 둔화되기는 했지만, 7월 파라다이스의 연결 드롭액은 YoY +14.7%(워커힐 +15.1%, 제주 그랜드 +5.0%, 인천 +21.1%), 매출액은 YoY +27.5%(워커힐 +5.4%, 제주 그랜드 +148.7%, 인천 +76.4%)로 큰 폭의 성장을 보였다. 이는 홀드율이 10.3%로 YoY +1.1%p 상승(워커힐 10.6%, YoY -1.0%p, 제주 그랜드 9.8%, YoY +5.8%p, 인천 9.7%, YoY +3.0%p)했기 때문이다.

표 5. 파라다이스의 2분기 실적 내용

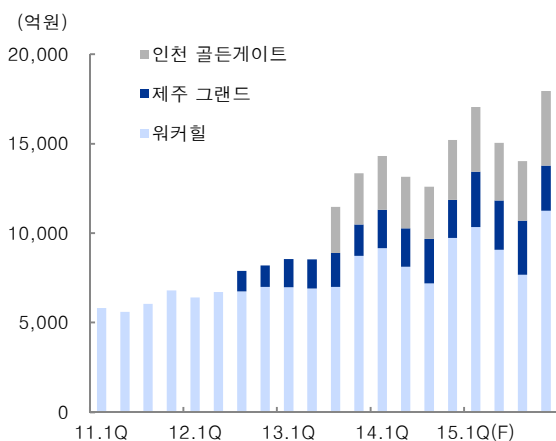
(단위: 억원, %, %p)

	14.2Q	13.2Q	YoY	IBKS 추정치	차이	컨센서스	차이
드롭액	13,164	11,142	18.2				
홀드율	11.3	13.3	-2.0				
매출액	1,725	1,535	12.4	1,804	-4.4	1,783	-3.3
카지노	1,448	1,277	16.6	1,487	-2.6		
호텔	211	233	-9.7	290	-27.2		
영업이익	295	398	-25.7	285	3.5	363	-18.7
영업이익률	17.1	25.9	-8.8	15.8	1.3	20.4	-3.3

주: 13.2Q 카지노 매출액에는 인천 골든게이트 카지노 실적이 포함되지 않음

자료: 파라다이스, FnGuide, IBK투자증권

그림 3. 파라다이스의 연결 기준 영업장별 드롭액 추이 및 전망



주: 회계적으로 연결된 시점에 준함

자료: 파라다이스, IBK투자증권

그림 4. 워커힐, 제주 그랜드, 인천 골든게이트 실적 추이 및 전망



주: 세 개의 영업장 드롭액, 매출액 합산 기준

자료: 파라다이스, IBK투자증권

포괄손익계산서

(억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	5,185	6,394	7,304	8,761	9,865
증가율(%)	38.6	23.3	14.2	20.0	12.6
매출원가	3,829	4,506	5,299	6,248	6,928
매출총이익	1,356	1,888	2,004	2,513	2,937
매출총이익률(%)	26.2	29.5	27.4	28.7	29.8
판매비	458	544	633	687	762
판매비율(%)	8.8	8.5	8.7	7.8	7.7
영업이익	898	1,344	1,371	1,826	2,175
증가율(%)	76.4	49.8	2.0	33.2	19.1
영업이익률(%)	17.3	21.0	18.8	20.8	22.0
순금융손익	41	53	66	103	123
이자손익	41	53	66	103	123
기타	0	0	1	0	0
기타영업외손익	122	60	179	135	146
종속/관계기업손익	4	-21	-1	-1	-1
세전이익	1,064	1,436	1,616	2,063	2,443
법인세	266	358	230	505	593
법인세율	25.0	25.0	14.2	24.5	24.3
계속사업이익	798	1,077	1,386	1,558	1,850
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	798	1,077	1,386	1,558	1,850
증가율(%)	145.5	35.0	28.7	12.5	18.7
당기순이익률(%)	15.4	16.8	19.0	17.8	18.8
지배주주당순이익	747	1,012	1,213	1,262	1,499
기타포괄이익	-37	-9	10	0	0
총포괄이익	761	1,068	1,396	1,558	1,850
EBITDA	1,031	1,520	1,572	2,059	2,428
증가율(%)	73.2	47.4	3.4	31.0	18.0
EBITDA마진율(%)	19.9	23.8	21.5	23.5	24.6

투자지표

(12월 결산)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	822	1,113	1,333	1,388	1,648
BPS	6,962	8,034	9,079	10,091	11,267
DPS	200	350	400	550	650
밸류에이션(배)					
PER	20.9	23.8	26.8	25.8	21.7
PBR	2.5	3.3	3.9	3.5	3.2
EV/EBITDA	13.9	15.2	18.5	13.8	11.4
성장성지표(%)					
매출증가율	38.6	23.3	14.2	20.0	12.6
EPS증가율	129.4	35.4	19.8	4.1	18.7
수익성지표(%)					
배당수익률	1.2	1.3	1.2	1.6	1.9
ROE	12.5	14.8	15.6	14.5	15.4
ROA	9.0	9.5	10.6	10.8	11.6
ROIC	29.5	23.0	26.0	28.3	31.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	42.4	38.3	37.5	34.9	32.4
순차입금 비율(%)	-30.9	-29.0	-51.7	-54.0	-58.1
이자보상배율(배)	18.4	39.2	48.5	70.4	82.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	33.8	26.6	25.5	28.5	27.4
재고자산회전율	330.0	252.6	269.1	291.7	280.3
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	3,486	3,780	6,256	7,186	8,559
현금및현금성자산	1,433	2,523	4,960	5,808	7,066
유가증권	1,714	873	900	936	974
매출채권	195	286	288	327	393
재고자산	24	26	28	32	38
비유동자산	6,880	8,520	7,525	7,966	8,199
유형자산	4,835	4,836	5,273	5,722	5,960
무형자산	228	1,893	1,869	1,847	1,826
투자자산	353	341	321	334	347
자산총계	10,366	12,300	13,781	15,153	16,758
유동부채	2,169	2,479	2,821	2,938	3,058
매입채무및기타채무	79	70	72	82	98
단기차입금	811	630	549	571	594
유동성장기부채	26	68	65	63	53
비유동부채	918	925	940	978	1,042
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	63	118	63	48	40
부채총계	3,087	3,404	3,761	3,917	4,101
자배주주지분	6,331	7,306	8,256	9,177	10,246
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	860	992	992	992	992
자본조정등	-416	-416	-416	-416	-416
기타포괄이익누계액	-4	-27	-15	-15	-15
이익잉여금	5,421	6,287	7,225	8,145	9,215
비자배주주지분	949	1,590	1,763	2,059	2,411
자본총계	7,280	8,896	10,020	11,236	12,657
비이자부채	2,187	2,587	3,084	3,234	3,413
총차입금	900	816	676	682	688
순차입금	-2,248	-2,580	-5,183	-6,062	-7,352

현금흐름표

(억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	992	1,557	1,555	1,649	1,945
당기순이익	798	1,077	1,386	1,558	1,850
비현금성 비용 및 수익	396	678	-48	-5	-15
유형자산감가상각비	125	148	176	210	233
무형자산감가상각비	9	27	24	22	21
운전자본변동	-57	23	105	-8	-14
매출채권등의감소	-60	-23	-2	-39	-67
재고자산의감소	3	1	-2	-4	-7
매입채무등의증가	3	-12	2	10	17
기타 영업현금흐름	-145	-222	111	103	123
투자활동 현금흐름	-1,655	-830	479	-687	-496
유형자산의 증가(CAPEX)	-170	-156	-609	-659	-471
유형자산의 감소	1	2	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-12	-61	105	0	0
투자자산의 감소(증가)	-146	-97	1,405	-13	-13
기타	-1,328	-518	-422	-16	-12
재무활동 현금흐름	334	359	-26	-113	-191
차입금의증가(감소)	15	0	-40	-15	-8
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	319	359	14	-98	-184
기타 및 조정	3	3	429	0	0
현금의 증가	-326	1,090	2,437	848	1,258
기초현금	1,759	1,433	2,523	4,960	5,808
기말현금	1,433	2,523	4,960	5,808	7,066

매수 (유지)

목표주가 48,000원
현재가 (8/13) 42,300원

KOSPI (8/13)	2,062.36pt
시가총액	26,165억원
발행주식수	61,856천주
액면가	500원
52주 최고가	48,650원
최저가	29,650원
60일 일평균거래대금	113억원
외국인 지분율	24.0%
배당수익률 (13.12월)	2.9%

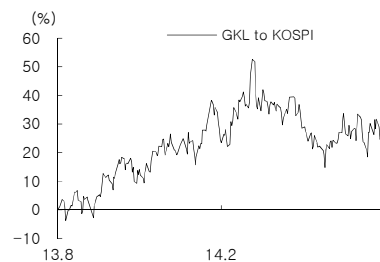
주주구성

한국관광공사	51.00%
국민연금공단	6.46%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	2%	7%	36%
절대기준	-2%	0%	26%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	48,000	48,000	-
EPS(14)	1,999	2,281	▼
EPS(15)	2,266	2,425	▼

GKL 상대주가 (%)



GKL (114090)

신규 성장 동력이 필요하다

2Q Review: 홀드올 하락으로 인한 실적 부진

GKL의 2분기 드롭액은 YoY 3.8% 증가(강남점 +11.2%, 힐튼점 +0.1%, 부산점 -10.7%)했지만, 카지노 순매출액은 YoY 13.8% 감소했다. 홀드올이 11.3%(YoY -2.3%p)로 역대 최저치인 까닭이다. 이에 따라 2분기 매출액은 1,167억원(YoY -12.3%), 영업이익은 206억원(YoY -52.8%), 순이익은 93억원(YoY -69.1%)로 실적 쇼크를 기록했다. 2분기 영업이익 컨센서스가 7월 이후 하향되어 330억원대까지 낮아진 것을 감안하더라도 100억원 이상 기대에 못 미치는 실적이다.

비용 측면에서는 우선 카지노세가 도입되면서 매출원가가 YoY 3.4% 증가했다. 카지노세율이 3.2%~3.3% 가량 된다는 점을 감안하면 원가 증가율이 상당히 낮은 편인데, 이는 1) 매출 감소로 카지노 순매출의 10%를 납부하는 관광진흥기금도 함께 줄었고, 2) GKL이 올해 1분기부터 실시하고 있는 인건비 등 제반 비용에 대한 관리 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가 48,000원 유지

GKL에 대해 매수 투자의견과 목표주가 48,000원을 유지한다.

동사는 최근 방문객과 드롭액 성장이 둔화되는 한편 홀드올이 낮아지면서 실적 부진을 겪고 있다. 이는 비단 GKL만의 문제가 아니라, 인천 영종도와 제주도를 제외하고 서울과 부산에서는 전체적인 외국인 카지노 시장이 전체적으로 성장 부진을 겪고 있음을 알 수 있다.

정부가 12월에 발표한 유망 서비스업 육성 방안은 성장 기회를 찾는 동사에겐 큰 기회이다. GKL은 계속적으로 영종도 진출을 준비해 오고 있었고, 영종도 추가 사업자 모집이 공모제로 전환되면 이를 실전에 옮길 생각이다. 4,000여억원의 순현금이 있으므로 자금 조달 부담이 없는 점이 매력적이다.

(단위: 억원, 배)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	5,024	5,613	5,839	6,457	6,998
영업이익	1,464	1,911	1,786	2,040	2,224
세전이익	1,512	1,869	1,690	1,928	2,127
당기순이익	1,441	1,376	1,237	1,402	1,545
EPS(원)	2,329	2,224	1,999	2,266	2,498
증가율(%)	127.6	-4.5	-10.1	13.3	10.3
영업이익률(%)	29.1	34.0	30.6	31.6	31.8
순이익률(%)	28.7	24.5	21.2	21.7	22.1
ROE(%)	52.1	37.8	29.4	29.6	29.1
PER	12.3	18.2	21.2	18.7	16.9
PBR	5.3	6.3	5.9	5.2	4.7
EV/EBITDA	9.4	11.3	11.6	10.5	9.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

2Q Review: 기본적으로 홀드를 하락이 실적 악화의 원인이다

GKL의 2분기 드롭액은 YoY 3.8% 증가(강남점 +11.2%, 힐튼점 +0.1%, 부산점 -10.7%) 했지만, 카지노 순매출액은 YoY 13.8% 감소했다. 홀드율이 11.3%(YoY -2.3%p)로 역대 최저치인 까닭이다. 이에 따라 2분기 매출액은 1,167억원(YoY -12.3%), 영업이익은 206억원(YoY -52.8%), 순이익은 93억원(YoY -69.1%)로 실적 쇼크를 기록했다. 2분기 영업이익 컨센서스가 7월 이후 하향되어 330억원대까지 낮아진 것을 감안하더라도 100억원 이상 기대에 못 미치는 실적이다.

비용 측면에서는 우선 카지노세가 도입되면서 매출원가가 YoY 3.4% 증가했다. 카지노세율이 3.2%~3.3% 가량 된다는 점을 감안하면 원가 증가율이 상당히 낮은 편인데, 이는 1) 매출 감소로 카지노 순매출의 10%를 납부하는 관광진흥기금도 함께 줄었고, 2) GKL이 올해 1분기부터 실시하고 있는 인건비 등 제반 비용에 대한 관리 때문이다.

1분기 매출 원가도 카지노세를 납부했음에도 불구하고 YoY 4.9% 증가하는 데 그쳤다. 주로 동사의 원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 인건비가 YoY 6.1% 감소했기 때문인데, 2분기에도 그러한 기조가 유지된 것으로 보인다. 다만 판관비는 YoY 56.7% 증가했다. 영업 외에서는 기부금이 100억원 내외로 지출되면서 손익에 영향을 미쳤다.

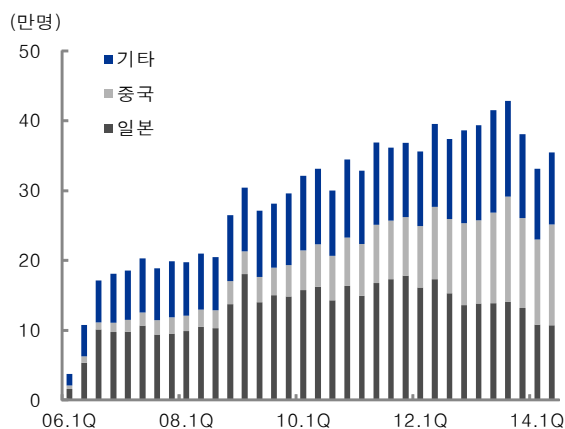
표 6. GKL의 2분기 실적 상세 내역

(단위: 억원, %, %p)

	14.2Q	13.2Q	YoY	IBKS 추정치	차이	컨센서스	차이
드롭액	10,066	9,701	3.8	9,583	5.0		
홀드율	11.3	13.6	-2.3	12.1	-0.8		
매출액	1,167	1,330	-12.3	1,273	-8.3	1,307	-10.7
카지노 순매출액	1,135	1,317	-13.8	1,160	-2.1		
영업이익	206	437	-52.8	292	-29.3	383	-46.1
영업이익률	17.7	32.9	-15.2	22.9	-5.3	29.3	-11.6

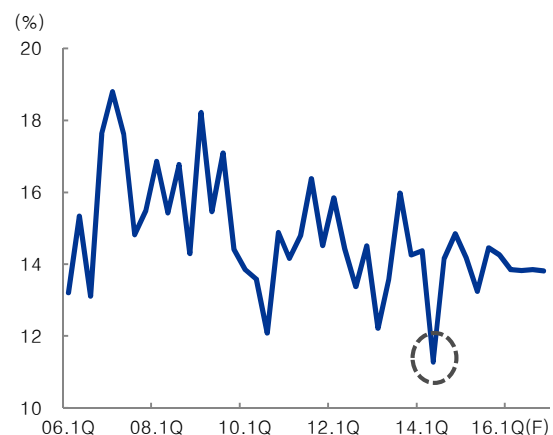
자료: GKL, FnGuide, IBK투자증권

그림 5. 국전별 GKL 방문객 수 추이



자료: GKL

그림 6. GKL의 분기별 홀드율 추이 및 전망



자료: GKL, IBK투자증권

포괄손익계산서

(억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	5,024	5,613	5,839	6,457	6,998
증가율(%)	-4.3	11.7	4.0	10.6	8.4
매출원가	3,159	3,366	3,704	4,093	4,435
매출총이익	1,865	2,247	2,134	2,364	2,563
매출총이익률(%)	37.1	40.0	36.6	36.6	36.6
판매비	401	336	348	324	339
판매비율(%)	8.0	6.0	6.0	5.0	4.8
영업이익	1,464	1,911	1,786	2,040	2,224
증가율(%)	8.3	30.5	-6.6	14.2	9.1
영업이익률(%)	29.1	34.0	30.6	31.6	31.8
순금융손익	99	74	100	101	114
이자손익	99	94	68	107	121
기타	0	-20	32	-7	-7
기타영업외손익	-52	-117	-196	-212	-212
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	1,512	1,869	1,690	1,928	2,127
법인세	71	493	453	526	582
법인세율	4.7	26.4	26.8	27.3	27.3
계속사업이익	1,441	1,376	1,237	1,402	1,545
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,441	1,376	1,237	1,402	1,545
증가율(%)	127.6	-4.5	-10.1	13.3	10.3
당기순이익률(%)	28.7	24.5	21.2	21.7	22.1
지배주주당기순이익	1,441	1,376	1,237	1,402	1,545
기타포괄이익	-29	18	-2	0	0
총포괄이익	1,412	1,394	1,234	1,402	1,545
EBITDA	1,606	2,018	1,970	2,124	2,318
증가율(%)	3.8	25.6	-2.4	7.8	9.2
EBITDA마진율(%)	32.0	36.0	33.7	32.9	33.1

투자지표

(12월 결산)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	2,329	2,224	1,999	2,266	2,498
BPS	5,358	6,395	7,211	8,097	9,065
DPS	1,217	1,179	1,230	1,350	1,480
밸류에이션(배)					
PER	12.3	18.2	21.2	18.7	16.9
PBR	5.3	6.3	5.9	5.2	4.7
EV/EBITDA	9.4	11.3	11.6	10.5	9.4
성장성지표(%)					
매출증가율	-4.3	11.7	4.0	10.6	8.4
EPS증가율	127.6	-4.5	-10.1	13.3	10.3
수익성지표(%)					
배당수익률	4.2	2.9	2.9	3.2	3.5
ROE	52.1	37.8	29.4	29.6	29.1
ROA	32.8	25.8	19.3	18.7	18.9
ROIC	-187.7	-159.4	-82.2	-68.4	-74.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	51.7	42.3	60.7	56.2	52.3
순차입금 비율(%)	-78.7	-56.3	-75.1	-75.5	-76.5
이자보상배율(배)	517.0	2,721.0	655.9	902.5	1,907.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	54.9	63.4	103.2	143.1	142.4
재고자산회전율	174.9	219.2	244.2	264.5	263.1
총자산회전율	1.1	1.1	0.9	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	3,602	4,352	5,916	6,450	7,070
현금및현금성자산	1,049	1,037	2,169	2,550	3,005
유가증권	1,600	1,200	1,185	1,233	1,283
매출채권	108	69	44	46	52
재고자산	27	24	24	25	28
비유동자산	1,425	1,277	1,250	1,373	1,469
유형자산	369	355	321	418	487
무형자산	104	118	105	101	97
투자자산	631	492	446	461	476
자산총계	5,027	5,629	7,166	7,823	8,539
유동부채	1,631	1,596	2,607	2,713	2,821
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	39	3	2	2	0
비유동부채	81	78	99	102	111
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	5	2	0	0
부채총계	1,712	1,674	2,706	2,815	2,932
자배주주지분	3,314	3,955	4,460	5,008	5,607
자본금	309	309	309	309	309
자본잉여금	213	213	213	213	213
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	2	3	1	1	1
이익잉여금	2,791	3,430	3,937	4,485	5,084
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,314	3,955	4,460	5,008	5,607
비이자부채	1,673	1,665	2,702	2,812	2,932
총차입금	39	8	4	2	0
순차입금	-2,610	-2,228	-3,350	-3,780	-4,288

현금흐름표

(억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	1,529	1,705	1,899	1,706	1,859
당기순이익	1,441	1,376	1,237	1,402	1,545
비현금성 비용 및 수익	754	567	424	196	191
유형자산감가상각비	120	102	180	80	90
무형자산감가상각비	23	4	5	4	4
운전자본변동	-363	-124	280	1	1
매출채권등의감소	-64	0	-5	-3	-5
재고자산의감소	3	3	0	-1	-3
매입채무등의증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-303	-114	-42	107	121
투자활동 현금흐름	-1,447	-932	-580	-365	-355
유형자산의 증가(CAPEX)	-148	-90	-144	-177	-159
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	7	-18	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	160	-837	-303	-15	-15
기타	-1,466	13	-133	-173	-180
재무활동 현금흐름	-380	-784	-195	-960	-1,049
차입금의증가(감소)	0	8	-2	-2	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-380	-792	-193	-958	-1,049
기타 및 조정	-2	-2	9	0	0
현금의 증가	-300	-12	1,132	380	456
기초현금	1,349	1,049	1,037	2,169	2,550
기말현금	1,049	1,037	2,169	2,550	3,005

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	비중축소 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

파라다이스 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2013.02.15	매수	23,000원			
	2013.05.10	매수	27,000원			
	2013.05.24	매수	29,000원			
	2013.10.22	매수	31,000원			
	2014.03.12	매수	40,000원			
	2014.05.16	매수	45,000원			
	2014.07.07	매수	46,000원			
	2014.07.11	매수	27,000원			
	2014.08.14	매수	27,000원			

GKL 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2013.02.14	매수	36,000원			
	2013.05.06	매수	38,000원			
	2013.05.24	매수	40,000원			
	2013.10.22	매수	48,000원			
	2014.08.14	매수	48,000원			