

GKL (114090.KS)

Company Comment | 2015. 11. 11

당분간センチメント 악화 불가피

동사의 고객 다변화 경쟁력에 대해서는 여전히 긍정적인 시각 유지하지만 복합리조트 입찰 계획 중단됨에 따라 밸류에이션 de-rating 불가피하다는 판단. 투자의견 Hold로 하향하며 목표주가는 33,000원(기존 40,000원)으로 하향

복합리조트 기대감 소멸에 따라 당분간 밸류에이션 de-rating 불가피

- 투자의견 Hold로 하향하며 목표주가는 33,000원(기존 40,000원)으로 하향. 향후 실적 추정치 하향폭은 크지 않지만, 복합리조트 기대감 소멸에 따라 밸류에이션 de-rating 불가피하다고 판단되기 때문. 목표주가는 2016년 예상 EPS 기준 17배 수준
- 중국 VIP 직접마케팅이 위축된 환경 하에서 GKL의 고객 다변화 경쟁력에 대해서는 여전히 긍정적인 시각 유지. 특히, 1) 3분기에도 증명된 힐튼점의 안정적인 기반(3분기 매출비중 42%), 2) 고객 mix 변화에 따른 홀드올(수익성) 개선, 3) 코엑스점 확장 계획(2016년 상반기) 등을 통한 유기적 성장 및 수익성 향상 기대
- 한편, 동사는 11월 예정된 복합리조트 입찰 계획 중단 발표. 이는 투자 대비 장기적인 사업성이 약하다는 판단 하에 결정된 것으로 파악. 이에 따라 복합리조트 선정에 대한 기대감 소멸되면서 당분간 밸류에이션 de-rating 불가피하다는 판단
- 향후 동사의 성장 잠재력 확충 위한 사업전략 확인되기 전까지 보수적인 관점 제시

3분기 Review: 홀드올 개선 확인되었으나 만족스럽지 못한 실적

- 3분기 매출액은 1,113억원(-18.0% y-y), 영업이익은 265억원(-32.5% y-y), 순이익은 226억원(-41.5% y-y) 기록하며 당사 추정 및 컨센서스 하회
- 부진한 영업상황(메르스, 중국 VIP 영업차질)에 의해 당사 추정대비 매출액 소폭 하회함에 따라 역레버리지 확대. 또한, 지급수수료(매출원가)가 전년동기대비 약 10억원 증가(컨설팅 비용)하여 영업이익이 당사 추정 및 컨센서스 하회한 것으로 파악
- 전체 드롭액은 전년동기대비 24.6% 감소. 중국인 및 일본인 드롭액 각각 45.6%, 14.4% 감소했으나, 1) 프로모션 축소 및 2) VIP 비중 감소에 따라 홀드올이 13.1%(+1.1%p y-y)로 개선된 점은 긍정적으로 평가
- 한편, 중국인 인당 드롭액은 200만원(-43.9% y-y)으로 큰 폭 감소. 이는 VIP 부진 및 이에 따른 고객 mix 변화의 결과이며, 당분간 이와 같은 추세는 지속될 전망

GKL 3분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15P					4Q15E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	Consen	
매출액	135.6	149.2	148.7	122.4	111.3	-18.0	-9.1	116.0	114.2	135.0
영업이익	39.2	40.8	48.6	21.7	26.5	-32.5	22.1	32.1	30.0	36.4
영업이익률	28.9	27.3	32.6	17.7	23.8	-	-	27.7	26.3	26.9
세전이익	49.1	41.5	42.4	24.4	29.7	-39.4	21.9	34.7	32.1	39.7
순이익	38.6	31.0	32.2	18.5	22.6	-41.5	21.8	26.3	23.7	30.1

주: K-IFRS 별도 기준, 자료: GKL, FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

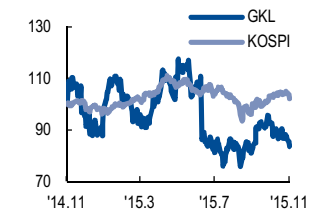
Hold (하향)

목표주가 33,000원 (하향)

현재가 ('15/11/10) 30,650원

업종	서비스
KOSPI	1996.59
KOSDAQ	656.70
시가총액(보통주)	1,895.9십억원
발행주식수(보통주)	61.9백만주
52주 최고가('14/05/12)	43,000원
최저가('15/08/21)	27,800원
평균거래대금(60일)	10.7십억원
배당수익률(2015E)	2.9%
외국인지분율	9.3%

Price Trend



Analyst 김진성

02)768-7618, justin.kim@nhwm.com

GKL 실적 전망 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2014	2015E	2016F	2017F
매출액	- 수정 후	540.7	517.4	541.3	588.1
	- 수정 전		521.2	545.9	592.3
	- 변동률		-0.7	-0.8	-0.7
영업이익	- 수정 후	147.8	133.1	155.0	171.8
	- 수정 전		137.5	157.6	174.2
	- 변동률		-3.2	-1.7	-1.4
영업이익률(수정 후)		27.3	25.7	28.6	29.2
EBITDA		159.1	145.7	168.5	186.1
(지배지분)순이익		116.5	103.4	121.7	135.1
EPS	- 수정 후	1,884	1,672	1,968	2,184
	- 수정 전		1,722	1,993	2,207
	- 변동률		-2.9	-1.3	-1.0
PER		17.1	18.3	15.6	14.0
PBR		4.6	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA		9.3	9.8	8.1	7.0
ROE		28.2	22.7	23.9	23.7

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

GKL 분기 실적 추정 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15P	4Q15E	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F
드롭액	949.3	1,006.6	1,117.4	1,377.1	1,215.9	1,063.2	842.0	1,041.6	1,027.8	1,020.5	882.8	1,179.4
홀드율(%)	14.4	11.3	12.0	10.9	11.9	11.3	13.1	12.8	12.9	13.0	13.1	13.1
매출액	139.1	116.7	135.6	149.2	148.7	122.4	111.3	135.0	133.9	133.9	117.1	156.4
매출원가	84.3	85.2	88.6	100.5	92.8	89.2	77.4	90.4	83.8	87.3	78.5	99.2
인건비	25.6	26.7	26.0	28.9	27.3	29.2	27.3	35.2	28.8	30.6	28.7	37.0
컴프	18.5	19.5	20.9	23.7	22.6	19.8	13.9	15.7	16.2	15.7	13.2	17.1
세금	17.9	14.7	17.5	18.4	18.7	15.4	14.2	16.9	16.9	16.9	14.8	19.7
매출총이익	54.8	31.5	47.1	48.7	55.9	33.2	33.9	44.6	50.0	46.6	38.6	57.2
판관비	7.7	10.9	7.8	7.9	7.3	11.5	7.4	8.3	7.6	12.9	7.7	9.2
영업이익	47.1	20.6	39.2	40.8	48.6	21.7	26.5	36.4	42.4	33.7	30.9	48.0
세전이익	49.9	12.7	49.1	41.5	42.4	24.4	29.7	39.7	44.2	33.4	32.9	49.6
순이익	37.6	9.3	38.6	31.0	32.2	18.5	22.6	30.1	33.6	25.4	25.0	37.7
(y-y% growth)												
드롭액	-9.4	3.8	15.7	47.8	28.1	5.6	-24.6	-24.4	-15.5	-4.0	4.8	13.2
매출액	5.5	-12.3	-12.3	5.2	6.9	4.9	-18.0	-9.5	-10.0	9.4	5.2	15.8
영업이익	14.9	-52.8	-41.7	4.2	3.0	5.0	-32.5	-10.9	-12.7	55.6	16.6	32.0
순이익	9.3	-69.1	-18.8	21.2	-14.4	99.2	-41.5	-2.9	4.4	37.0	10.8	25.2
(% margin)												
매출총이익률	39.4	27.0	34.7	32.6	37.6	27.1	30.5	33.0	37.4	34.8	32.9	36.6
영업이익률	33.9	17.7	28.9	27.3	32.6	17.7	23.8	26.9	31.7	25.2	26.4	30.7
순이익률	27.0	8.0	28.5	20.8	21.6	15.1	20.3	22.3	25.1	19.0	21.4	24.1

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

GKL 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, %, 원, 배)

	2012	2013	2014	2015E	2016F	2017F
드롭액	3,859.0	3,915.6	4,450.4	4,162.7	4,110.5	4,413.0
홀드율(%)	14.5	14.0	12.0	12.2	13.0	13.2
매출액	502.4	561.3	540.7	517.4	541.3	588.1
매출원가	315.9	336.6	358.6	349.7	348.9	376.1
인건비	108.2	113.5	107.2	118.9	125.1	131.6
쿠폰	63.5	75.4	82.6	71.9	62.2	61.4
세금	54.4	53.1	68.5	65.2	68.3	74.2
판관비	40.1	33.6	34.3	34.6	37.5	40.2
EBITDA	160.6	201.8	159.1	145.7	168.5	186.1
영업이익	146.4	191.1	147.8	133.1	155.0	171.8
세전이익	151.2	186.9	153.2	136.1	160.1	177.8
순이익	144.1	137.6	116.5	103.4	121.7	135.1
(y-y% growth)						
드롭액	10.4	1.5	13.7	-6.5	-1.3	7.4
매출액	-2.4	11.7	-3.7	-4.3	4.6	8.7
EBITDA	2.3	25.6	-21.2	-8.5	15.7	10.4
영업이익	6.5	30.5	-22.7	-10.0	16.5	10.8
순이익	127.6	-4.5	-15.3	-11.2	17.7	11.0
(% , margin)						
EBITDAM	32.0	36.0	29.4	28.2	31.1	31.6
OPM	29.1	34.0	27.3	25.7	28.6	29.2
NPM	28.7	24.5	21.5	20.0	22.5	23.0
(Valuation)						
EPS	2,329	2,224	1,884	1,672	1,968	2,184
PER	12.3	18.2	17.1	18.3	15.6	14.0
PBR	5.3	6.3	4.6	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	9.0	10.3	9.3	9.8	8.1	7.0
ROE	52.1	37.8	28.2	22.7	23.9	23.7
Dividend Yield	4.2	2.9	3.1	2.9	3.4	3.7

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

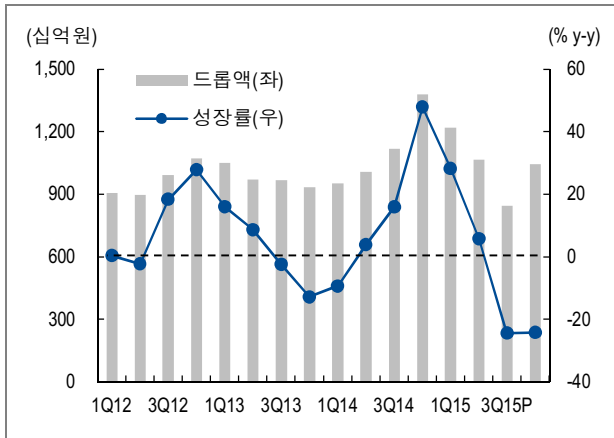
GKL 카지노 주요 지표 현황 및 전망

(단위: 십억원, %, 천명, 백만원)

	2012	2013	2014	2015E	2016F	2017F
드롭액	3,859	3,916	4,450	4,163	4,110	4,413
중국인 방문객	1,270	1,630	2,337	1,862	1,563	1,673
일본인 방문객	1,385	1,183	1,245	1,177	1,275	1,356
기타국 방문객	1,204	1,103	868	1,125	1,272	1,385
(% , 비중)						
중국인 방문객	32.9	41.6	52.5	44.7	38.0	37.9
일본인 방문객	35.9	30.2	28.0	28.3	31.0	30.7
기타국 방문객	31.2	28.2	19.5	27.0	31.0	31.4
카지노 매출액	502.4	561.3	540.7	517.4	541.3	588.1
테이블	488.4	483.2	461.2	427.4	434.0	466.9
슬롯머신	14.0	78.1	79.5	89.9	107.3	121.2
입장객 수	1,517	1,613	1,571	1,667	1,763	1,831
중국인 방문객	416	528	635	691	746	776
일본인 방문객	623	550	456	418	427	444
기타 방문객	478	535	480	558	590	611
인당 드롭액	2.5	2.4	2.8	2.5	2.3	2.4
중국인 방문객	3.1	3.1	3.7	2.7	2.1	2.2
일본인 방문객	2.2	2.1	2.7	2.8	3.0	3.1
기타 방문객	2.5	2.1	1.8	2.0	2.2	2.3

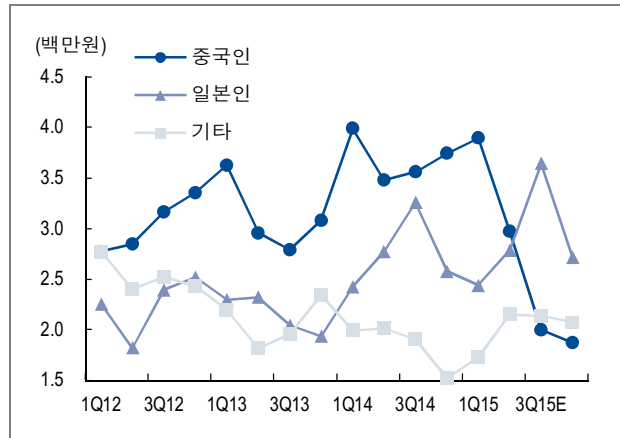
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

GKL 분기별 드롭액 추이



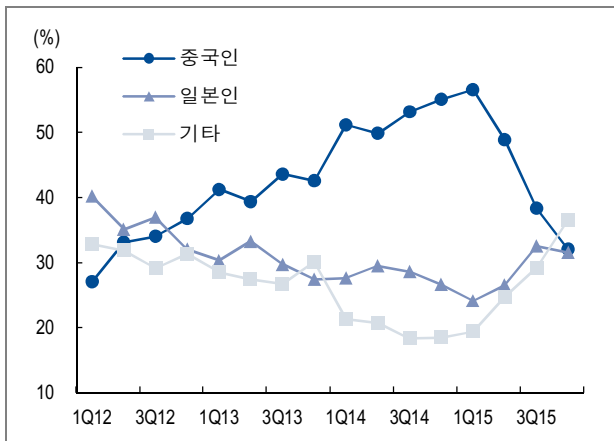
자료: GKL, NH투자증권 리서치센터 전망

국적별 인당 드롭액 추이



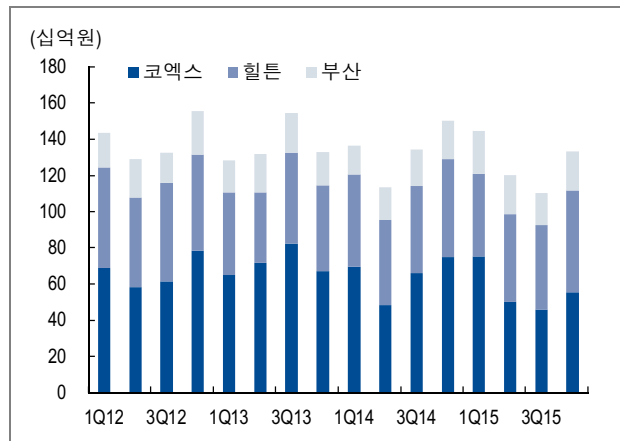
자료: GKL, NH투자증권 리서치센터 전망

국적별 드롭액 비중 추이



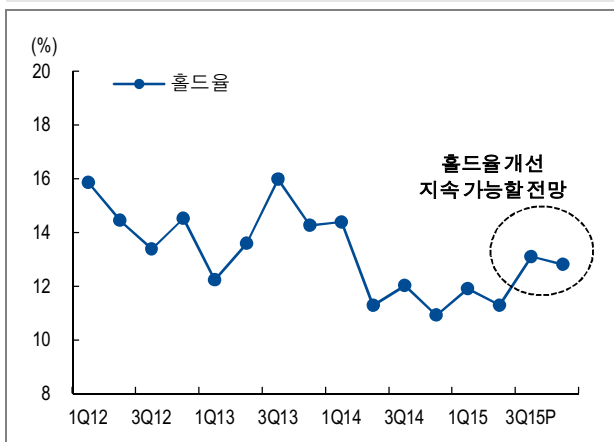
자료: GKL, NH투자증권 리서치센터 전망

영업장별 카지노 매출액 추이



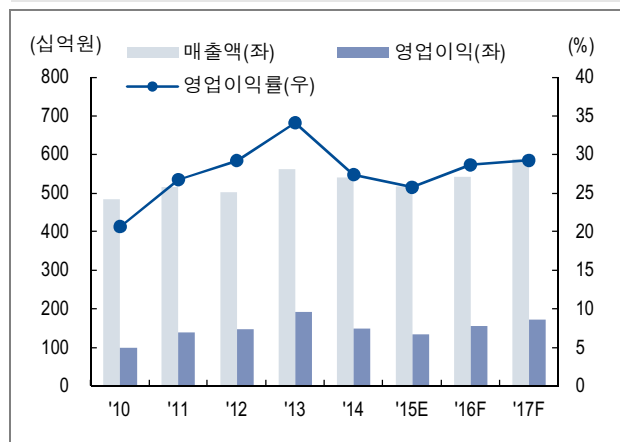
자료: GKL, NH투자증권 리서치센터 전망

홀드올 개선 지속 가능할 전망



자료: GKL, NH투자증권 리서치센터 전망

GKL 실적 전망



자료: GKL, NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2014/12	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	541	517	541	588
증감률 (%)	-3.7	-4.3	4.6	8.7
매출원가	359	350	349	376
매출총이익	182	168	192	212
Gross 마진 (%)	33.7	32.4	35.5	36.0
판매비와 일반관리비	34	35	37	40
영업이익 (GP-SG&A)	148	133	155	172
증감률 (%)	-22.7	-10.0	16.5	10.8
OP 마진 (%)	27.3	25.7	28.6	29.2
EBITDA	159	146	169	186
영업외손익	5	3	5	6
금융수익(비용)	10	10	11	13
기타영업외손익	-5	-7	-6	-7
종속 및 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	153	136	160	178
법인세비용	37	33	38	43
계속사업이익	117	103	122	135
당기순이익	117	103	122	135
증감률 (%)	-15.3	-11.2	17.7	11.0
Net 마진 (%)	21.5	20.0	22.5	23.0
지배주주지분 순이익	117	103	122	135
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-8	0	0	0
총포괄이익	109	103	122	135

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2014/12	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	159	62	133	150
당기순이익	117	103	122	135
+ 유/무형자산상각비	11	13	14	14
+ 종속, 관계기업관련손익(이익)	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	155	140	163	180
- 운전자본의증가(감소)	38	-54	-2	1
투자활동 현금흐름	-1	-13	-31	-45
+ 유형자산의감소	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-13	-52	-15	-15
+ 투자자산의매각(취득)	15	1	-2	-3
Free Cash Flow	146	10	118	135
Net Cash Flow	158	49	102	105
재무활동 현금흐름	-73	-62	-54	-64
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-73	-62	-54	-64
현금의증가	85	-13	48	41
기말현금 및 현금성자산	188	176	223	265
기말 순부채(순현금)	-507	-463	-523	-591

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2014/12	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	188	176	223	265
매출채권	15	14	15	16
유동자산	529	484	545	615
유형자산	38	78	80	81
투자자산	34	33	35	38
비유동자산	122	154	158	163
자산총계	651	638	704	778
단기성부채	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0
유동부채	205	144	151	158
장기성부채	0	0	0	0
장기충당부채	14	14	14	16
비유동부채	15	14	15	16
부채총계	220	158	165	174
자본금	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21
이익잉여금	379	428	486	551
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	431	480	538	604

VALUATION INDEX

	2014/12	2015/12E	2016/12F	2017/12F
PER (X)	17.1	18.3	15.6	14.0
PER (High,X)	26.3	26.3	22.4	20.1
PER (Low,X)	16.6	16.1	13.7	12.3
PBR (X)	4.6	3.9	3.5	3.1
PBR (High,X)	7.1	5.7	5.1	4.5
PBR (Low,X)	4.5	3.5	3.1	2.8
PCR (X)	12.9	13.6	11.7	10.6
PSR (X)	3.7	3.7	3.5	3.2
PEG (X)	3.4	1.3	1.3	1.3
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	3.3	1.4	1.4	1.4
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	3.2	1.5	1.4	1.5
EV/EBITDA (X)	9.3	9.8	8.1	7.0
EV/EBIT (X)	10.1	10.8	8.9	7.6
Enterprise Value	1,488	1,433	1,372	1,305
EPS CAGR (3년) (%)	5.1	14.0	12.1	10.8
EBITPS CAGR (3년) (%)	5.1	13.2	11.3	9.9
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	5.4	12.6	10.8	9.4
주당EBIT (W)	2,389	2,151	2,505	2,777
주당EBITDA (W)	2,573	2,355	2,725	3,009
EPS (W)	1,884	1,672	1,968	2,184
BPS (W)	6,974	7,766	8,704	9,758
CFPS (W)	2,509	2,262	2,631	2,905
SPS (W)	8,741	8,364	8,750	9,507
DPS (W)	1,002	880	1,030	1,130

RIM & EVA

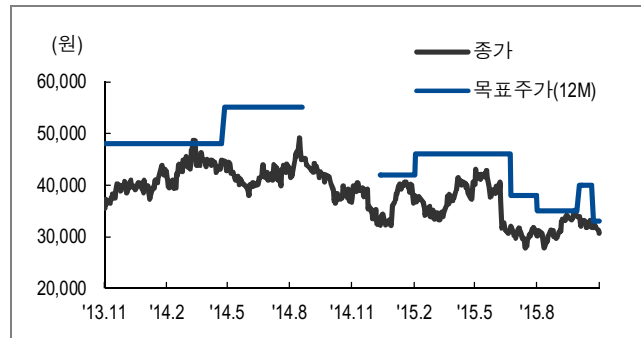
	2014/12	2015/12E	2016/12F	2017/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	18.3	12.2	15.0	14.7
Residual Income	75.7	62.8	76.3	84.2
12M RIM Target Price (W)	33,300			
EVA				
투자자본	-126.9	-30.0	-33.7	-37.6
세후영업이익	106.7	104.5	117.8	130.5
투자자본이익률 (%)	-99.5	-133.2	-369.9	-366.2
투자자본이익률 - WACC (%)	-106.9	-141.6	-377.2	-373.7
EVA	135.8	42.4	127.2	140.4
DCF				
EBIT	147.8	133.1	155.0	171.8
+ 유/무형자산상각비	11	13	14	14
- CAPEX	-13.5	-52.0	-15.0	-15.0
- 운전자본증가(감소)	39.6	-60.5	6.2	5.7
Free Cash Flow for Firm	70.7	122.2	110.1	124.2
WACC				
타인자본비용 (COD)	2.7	1.8	2.0	2.1
자기자본비용 (COE)	9.9	10.5	8.9	9.0
WACC(%)	7.5	8.4	7.3	7.4

PROFITABILITY & STABILITY

	2014/12	2015/12E	2016/12F	2017/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	28.2	22.7	23.9	23.7
총자산이익률 (ROA) (%)	19.2	16.0	18.1	18.2
투자자본이익률 (ROIC) (%)	-99.5	-133.2	-369.9	-366.2
EBITDA/ 자기자본 (%)	36.9	30.3	31.3	30.8
EBITDA/ 총자산 (%)	24.4	22.8	23.9	23.9
배당수익률 (%)	3.1	2.9	3.4	3.7
배당성향 (%)	53.2	52.6	52.3	51.7
총현금배당금 (십억원)	62	54	64	70
보통주 주당현금배당금(W)	1,002	880	1,030	1,130
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-117.6	-96.3	-97.2	-97.9
중부채/ 자기자본 (%)	50.9	32.8	30.7	28.9
순이자비용/ 매출액 (%)	1	1	1	1
EBIT/ 순이자비용 (X)	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율 (%)	5,723.2	10,644.1	12,396.5	13,741.4
당좌비율 (%)	258.1	336.8	361.8	388.3
총발행주식수 (mn)	62	62	62	62
액면가 (W)	500	500	500	500
주가 (W)	32,250	30,650	30,650	30,650
시가총액 (십억원)	1,995	1,896	1,896	1,896

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가
GKL	114090.KS	2015.11.11	Hold	33,000원(12개월)
		2015.10.12	Buy	40,000원(12개월)
		2015.08.11	Buy	35,000원(12개월)
		2015.07.03	Buy	38,000원(12개월)
		2015.02.12	Buy	46,000원(12개월)
		2014.12.23	Buy	42,000원(12개월)
		2014.10.01	담당 Analyst 변경	
		2014.05.07	Buy	55,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2015년 11월 6일 기준)
 - 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
70.9%	28.0%	1.1%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "GKL"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.