

카지노산업

실적 회복보다 중요한 것

큰 폭의 주가 하락 이후 외국인카지노의 주가 반등 시점에 대한 고민 필요. 본질적인 회복이 감지되기 전까지는 여전히 보수적인 관점 유지

실적 개선세가 아닌 본질적 회복이 필요

외국인카지노 GKL 및 파라다이스의 주가 반등 시점은 2016년 상반기까지의 실적 개선세 흐름과 연관 지어 보기에 다소 무리가 있다고 판단

그 이유는 향후 예상되는 실적 개선세는 메르스 및 중국 마케팅 이슈가 중첩되었던 2015년 3분기 이후 자연스러운 수순이며, 아직 1) 본질적인 중국인 VIP 성장세 회복 혹은 2) Mass 고객비중 강화에 따른 의미 있는 수익성 개선이 확인되고 있지 않기 때문

추가적인 실적 하향 요인에 주목

아직 GKL 및 파라다이스는 실적 성장을 뒷받침할 수 있는 뚜렷한 고객 mix 전환이 이루어지지 않고 있다는 점에서 향후 실적 추정치에 대한 하향이 이어질 가능성 높다는 판단

이에 더해 증설 일정 지연, 기대 이하의 수익성 개선 효과(VIP 비중 축소 효과), 하반기 파라다이스 세가사미 비용증가 가능성, 2017년 파라다이스 시티 개장 이후 cannibalization 영향 등 실적 하향 요인에 주목할 필요

4분기 Preview: 강원랜드만 양호한 실적 예상

강원랜드: 영업이익 1,304억원(+9.4% y-y)으로 컨센서스(1,336억원) 부합 추정. Mass/슬롯머신 매출액이 견인하는 양호한 외형 성장 및 이익 레버리지 효과 유효

GKL: 영업이익 251억원(-38.4% y-y)으로 컨센서스(287억원) 하회 추정. 중국인 VIP 부진에 따른 역레버리지 효과 및 제한적인 홀드올 개선폭

파라다이스: 영업이익 155억원(흑전 y-y)으로 컨센서스(188억원) 하회 추정. 일회성 요인에 의해 양호한 외형성장 기록할 것으로 보이나 비용상승 요인이 4분기 영업이익에 부담

카지노 업종 투자의견 및 투자지표

(단위: 원, 배, %, 십억원)

	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2015E	2016F	2015E	2016F	2015E	2016F	2015E	2016F
강원랜드	035250.KS	Buy(유지)	52,000(유지)	37,600	18.2	15.1	2.8	2.5	16.1	17.4	-1,428	-1,660
GKL	114090.KS	Hold(유지)	26,000(하향)	21,450	15.9	12.4	3.1	2.5	20.8	21.5	-464	-512
파라다이스	034230.KQ	Hold(유지)	18,000(하향)	15,050	21.5	17.4	1.5	1.3	7.3	7.4	-528	-501

주: 1월 19일 종가 기준; 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

Neutral (유지)

Top Pick

강원랜드	Buy (유지)	52,000원 (유지)
	PER(배)	PBR(배)
KOSPI	10.7	0.9
Sector	19.5	3.2

Sector Index



업종 시가총액 20,409십억원 (Market 비중 1.7%)
주: KRX업종 분류 기준



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

외국인카지노, 실적 회복이 주가 회복과는 다른 이유

급격한 주가 하락 이후 반등 시점에 대한 고민

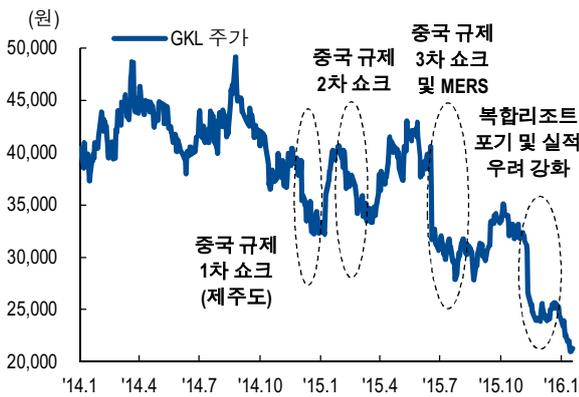
국내 외국인카지노 GKL 및 파라다이스의 주가는 6월 중국 마케팅 구속 이슈 이후 각각 48%, 54% 하락하였으며, 현재까지도 업황에 대한センチ먼트가 개선되지 않고 있다. 두 업체는 여전히 중국 직접마케팅에 대해 신중한 태도를 유지하고 있고, 이에 따라 간접적 형태의 마케팅에 의해 최근 중국인 Low-end VIP(Premium Mass)^{주1)} 유입에 의해 2015년 3분기 대비 실적 개선세는 확인될 것으로 보인다. 다만, 당사는 외국인카지노 주가의 반등 시점은 2016년 상반기의 실적 개선세 흐름과 연관 지어 예상하기에는 다소 무리가 있다고 판단하고 있다.

현재의 실적 개선은 감소를 둔화 및 기저효과 영향

그 이유는 2015년 4분기 실적부터 시현될 개선세는 메르스(인바운드 시장 악화) 및 중국 VIP 마케팅 중단 영향이 증첩되었던 2015년 3분기 이후 자연스러운 수순이며, 아직 1) 본질적인 중국인 VIP 성장세 회복 혹은 2) Mass^{주2)} 고객비중 강화에 따른 수익성 개선이 확인되고 있지 않기 때문이다.

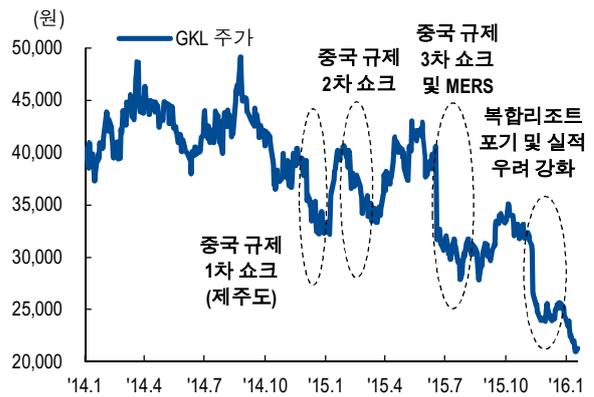
주1) Low-end VIP 및 Premium Mass: 고액베팅 고객 및 씬씀이가 큰 일반고객
 주2) Mass: 카지노 일반고객

GKL 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치센터

파라다이스 주가 추이 및 주요 이벤트



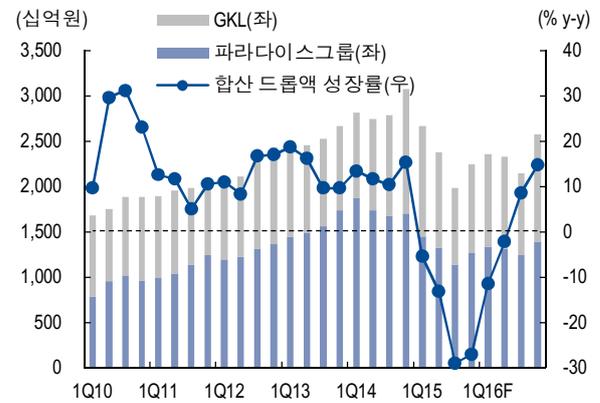
자료: Dataguide, NH투자증권 리서치센터

GKL, 파라다이스 주가 추이: 2012년 수준으로 회귀



주: 2013.1 = 100
 자료: Dataguide, NH투자증권 리서치센터

한국 카지노시장 분기별 드롭액 규모 전망



주: 파라다이스그룹(5개사) 및 GKL 합산 드롭액을 국내 전체 규모로 간주
 자료: 각사, NH투자증권 리서치센터 전망

마카오 카지노의 실적 회복 시점도 2017년 이후

연초 이후 마카오 카지노 6개사 주가는 평균 15% 하락하여 2011년 이후 최저 수준에 근접하고 있다. 지난해 2차례의 대규모 증설(Galaxy, Melco Crown)에도 불구하고 1) 시장 수요 회복 또는 Mass부문의 의미 있는 실적 반등이 확인되지 않고 있고, 2) 중국 정부의 규제 강화(정킷^{주1)}업체 퇴출, 은련카드 실시간 감시 강화 등)에 의해 실적 회복 시점은 2017년 이후로 예상되고 있다(이에 따라 12개월 forward PER 16배 수준까지 하락).

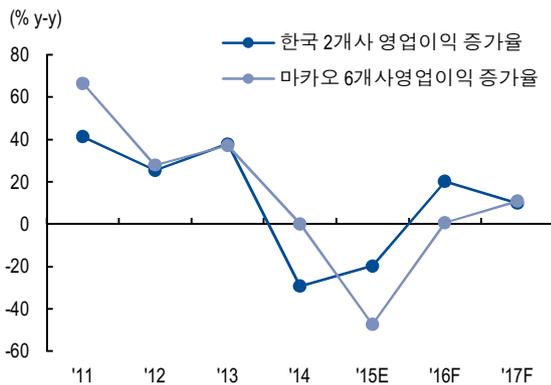
국내 외국인카지노 실적 하향 및 밸류에이션 de-rating

국내 외국인카지노 역시 이와 같은 전반적인 중국 게이밍 수요 약화에서 자유롭지 못한 상황이며, 이전 보고서(2015년 10월 12일, “성장동력에 대한 인식의 전환”)에서 언급하였듯이 Low-end VIP(Premium Mass)층 유입을 통해서 성장동력을 확보해야 하는 과제를 안고 있다. 다만, 아직 GKL 및 파라다이스는 실적 성장을 뒷받침할 수 있는 뚜렷한 고객 mix 전환^{주2)}이 이루어지지 않고 있다는 점에서 향후 실적 추정치에 대한 하향이 이어질 가능성이 높다는 판단이다.

마카오와 한국 시장은 시장 규모, 타깃 고객군, 시장 성장단계 등에서 분명 여러 차이점을 갖고 있으나 마카오의 침체된 주가 및 밸류에이션은 국내 외국인카지노(GKL, 파라다이스)センチ먼트 개선에 부정적으로 작용할 수밖에 없다. 이에 따라서 국내 외국인카지노의 1) 본격적인 실적 회복 또는 2) 장기 성장성에 대한 신뢰도 회복이 확인되기 전까지는 마카오 시장 대비 과도한 밸류에이션 프리미엄을 부여하기에는 어렵다는 판단이다.

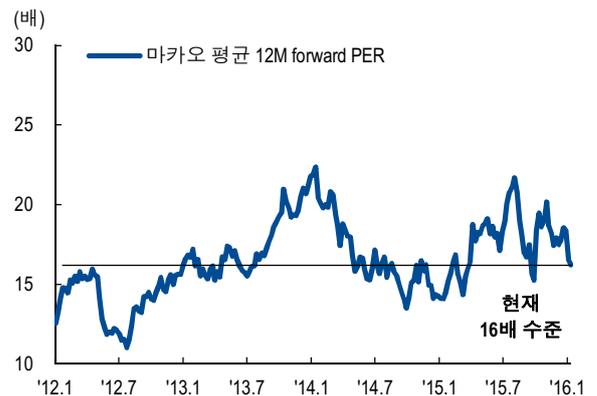
주1) 정킷: 카지노 계약게임 형태
 주2) 고객 mix 전환: 카지노 고객 구성 중 VIP 비중 축소 및 Mass/Premium Mass 비중 확대

한국 외국인카지노 vs 마카오 6개사 영업이익의 성장률 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터 전망

마카오 카지노 6개사 평균 forward PER 지표



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

실적 상향 요인 vs 실적 하향 요인

2016년 GKL 및 파라다이스의 영업이익은 각각 1,397억원(+ 14.7% y-y), 820억원(+ 30.5% y-y)로 전망한다. 파라다이스의 경우, GKL 대비 기저효과가 크다는 점, 2015년 하반기부터 부산점 실적이 포함되기 시작한 점에서 비교적 양호한 성장세를 예상한다.

올해 이후 실적 전망에 대한 상향 요인으로는 GKL의 경우 1) 중국인 수요 회복 가속화, 2) 코엑스점 증설 일정 확정(현재 4층 이전 완료, 증설 허가 필요), 3) 부산점 증설(4분기 예정, 면적 약 50% 증가), 4) 홀드율^{주1)}의 구조적인 개선(당사 2016F 홀드율 12.8%) 등으로 판단된다. 파라다이스의 경우에도 1) 중국인 수요 회복 가속화, 2) 부산점 증설(7월 예정, 면적 60% 증가), 3) 홀드율의 구조적인 개선(당사 2016F 홀드율 11.0%) 등으로 예상한다.

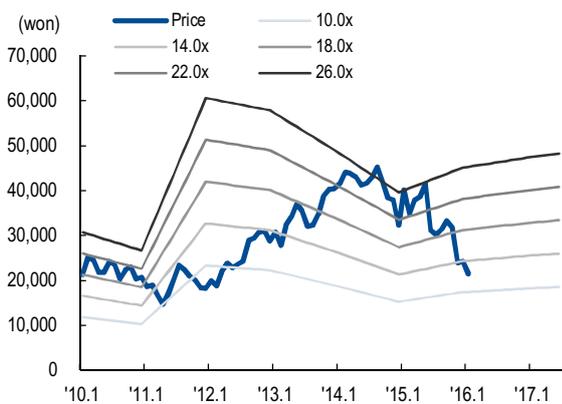
반면, 추가적인 실적 하향 요인으로는 GKL의 경우 1) 코엑스점 증설 지연, 2) 약한 수익성 개선 효과(VIP 비중 축소 효과), 3) 파라다이스 시티 개장에 의한 cannibalization^{주2)} 영향 등으로 판단된다. 파라다이스의 경우, 1) 하반기부터 파라다이스 세가사미의 비용증가(인건비 등) 가능성, 2) 파라다이스 시티 개장 이후 감가상각비, 이자비용, 인건비 등 대규모 비용증가 가능성, 3) 파라다이스 시티 개장 이후 워커히점 등의 cannibalization 영향에 주목할 필요가 있다.

당사에 대해 Hold 의견 유지, 목표주가 하향

당사는 실적 상향 요인보다는 하향 요인이 더 가능성 높다고 판단하며, 실적 추정치 및 목표 밸류에이션을 하향함에 따라 목표주가도 하향한다. GKL은 목표 PER 15배, 파라다이스는 신규 복합리조트를 감안하여 20배를 적용하여 목표주가를 각각 26,000원(기존 33,000원), 18,000원(기존 24,000원)으로 하향 조정한다.

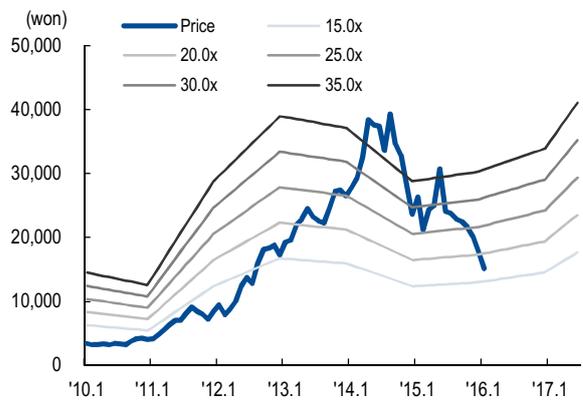
주1) 홀드율(Hold): 드롭액 중 실제 게임의 결과로 카지노가 취한 금액(win)의 비율
 주2) Cannibalization: 잠식효과

GKL 12M forward PER band



자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치센터 전망

파라다이스 12M forward PER band



자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치센터 전망

Global Peer Analysis I - Earnings

(단위: 백만달러, 달러)

지역		한국			마카오						싱가포르
		강원랜드	GKL	파라다이스	Sands China	Galaxy Ent	Wynn Macau	MGM China	SJM Holdings	Melco Crown	Genting Singapore
회사명											
주가 (1/19, 달러)		31.3	17.8	12.5	3.0	2.9	1.0	1.1	0.6	14.2	0.5
시가총액		6,688.7	1,103.2	1,138.1	23,931.2	12,199.4	5,045.2	4,274.2	3,427.7	7,749.2	5,898.6
매출액	2014	1,407	508	636	9,505	9,253	3,797	3,282	10,308	4,802	2,260
	2015E	1,356	417	517	6,886	6,554	2,482	2,213	6,309	4,026	1,776
	2016F	1,500	446	562	6,827	6,705	2,952	2,073	5,554	4,819	1,868
영업이익	2014	482	139	74	2,630	1,315	898	745	853	685	555
	2015E	504	101	52	1,554	705	431	422	372	264	386
	2016F	572	116	68	1,535	772	383	332	279	480	446
EBITDA	2014	554	150	95	3,184	1,558	1,025	849	995	1,054	886
	2015E	566	112	75	2,111	1,104	603	546	545	829	617
	2016F	634	129	93	2,086	1,230	671	490	465	1,076	692
순이익	2014	338	110	91	2,548	1,333	831	736	868	608	501
	2015E	376	78	62	1,435	658	329	401	393	144	203
	2016F	443	89	65	1,346	747	246	264	299	321	299
EPS (달러)	2014	1.6	1.8	1.0	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	1.1	0.0
	2015E	1.8	1.3	0.7	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3	0.0
	2016F	2.1	1.4	0.7	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.5	0.0
Net Debt	2014	-1,248	-477	-530	665	-1,137	1,008	-15	-2,866	2,496	-2,497
	2015E	-1,188	-374	-439	2,333	-750	2,745	1,211	-1,747	1,310	-1,945
	2016F	-1,380	-409	-417	3,345	-1,253	3,093	2,072	-448	871	-2,212

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터 전망

Global Peer Analysis II - Valuation

(단위: 배, %)

지역		한국			마카오						싱가포르
		강원랜드	GKL	파라다이스	Sands China	Galaxy Ent	Wynn Macau	MGM China	SJM Holdings	Melco Crown	Genting Singapore
회사명											
PER (배)	2014	18.1	17.1	22.3	15.6	17.9	17.6	13.1	10.3	23.9	25.5
	2015E	18.2	15.9	21.5	16.3	17.6	14.7	10.7	8.5	31.1	30.7
	2016F	15.1	12.4	17.4	17.1	16.2	18.5	15.4	10.8	34.2	21.4
PBR (배)	2014	2.4	4.6	2.1	6.2	4.8	16.1	11.8	2.8	3.2	1.8
	2015E	2.8	3.2	1.5	4.1	2.3	7.7	5.9	1.1	1.8	0.9
	2016F	2.5	2.6	1.3	4.4	2.2	6.6	5.0	1.1	1.7	0.9
EV/EBITDA (배)	2014	8.8	9.3	17.3	12.7	14.7	15.3	11.4	6.2	16.1	10.8
	2015E	10.0	7.8	13.9	12.4	10.4	12.9	10.1	3.1	11.8	9.2
	2016F	8.4	5.4	9.3	13.1	9.0	12.1	13.0	6.4	8.7	7.8
ROE (%)	2014	13.8	28.2	11.1	39.6	29.2	79.3	88.9	27.9	14.3	7.0
	2015E	16.1	21.1	7.3	23.6	13.3	45.0	53.8	12.9	4.6	3.3
	2016F	17.4	22.2	7.4	23.8	13.6	37.3	34.3	9.9	5.8	4.8
ROA (%)	2014	11.1	19.2	7.5	22.3	21.1	19.8	32.7	15.9	6.3	4.9
	2015E	13.0	14.7	4.5	13.0	10.0	8.0	15.7	8.3	1.5	1.9
	2016F	14.3	16.4	3.9	12.0	10.2	5.9	8.3	5.9	3.0	3.3
Div. Yield (%)	2014	2.8	3.1	2.5	5.2	0.0	3.2	2.7	6.8	0.0	0.9
	2015E	2.9	4.3	2.8	7.9	1.9	2.8	3.9	7.7	0.9	1.4
	2016F	3.5	4.8	3.3	7.5	2.2	2.7	2.4	5.8	1.0	1.4

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터 전망

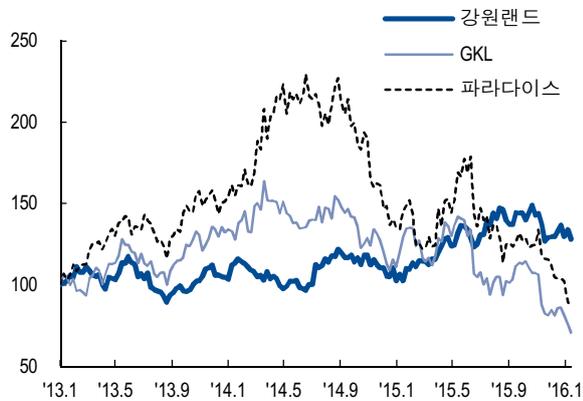
Global Peer Analysis III - Share Performance

(단위: 백만달러, 달러, %)

	Identifier	시가총액	주가 (12/31)	상대 주가수익률 (%)					절대 주가수익률 (%)				
				1W	1M	3M	6M	12M	1W	1M	3M	6M	12M
강원랜드	035250 KS	6,689	31.3	-2.7	-0.4	-6.8	0.4	25.4	-2.7	-4.7	-13.3	-8.6	24.5
GKL	114090 KS	1,103	17.8	-2.4	-11.9	-30.5	-23.7	-45.9	-2.5	-15.7	-35.3	-30.6	-46.3
파라다이스	034230 KS	1,138	12.5	-4.7	-12.6	-24.8	-32.9	-39.9	-4.7	-16.4	-30.0	-38.9	-40.3
Sands China	1928 HK	23,931	3.0	4.2	-2.3	-4.9	-6.8	-21.3	3.8	-11.8	-19.1	-28.0	-34.9
Galaxy Entertainment	27 HK	12,199	2.9	3.9	5.1	-1.6	-17.1	-26.1	3.5	-5.1	-16.3	-35.9	-38.8
Wynn Macau	1128 HK	5,045	1.0	1.7	-7.1	-19.0	-36.9	-51.7	1.3	-16.2	-31.1	-51.3	-60.1
MGM China	2282 HK	4,274	1.1	3.2	0.5	-9.3	-30.2	-36.5	2.8	-9.3	-22.8	-46.1	-47.5
SJM Holdings	880 HK	3,428	0.6	-1.1	-1.5	-14.2	-31.3	-46.7	-1.5	-11.1	-27.0	-46.9	-55.9
Melco Crown	MPEL US	7,749	14.2	2.9	-7.0	-11.8	-22.5	-32.1	0.6	-12.8	-18.4	-31.5	-36.8
Las Vegas Sands	LVS US	30,818	38.7	1.5	-0.6	-11.9	-19.3	-24.2	-0.7	-6.8	-18.6	-28.7	-29.5
Wynn Resorts	WYNN US	5,929	58.4	3.4	-1.8	-7.5	-35.1	-57.4	1.1	-7.9	-14.5	-42.6	-60.3
MGM Resorts	MGM US	11,190	19.9	-0.8	0.1	2.3	21.7	6.6	-3.1	-6.2	-5.4	7.6	-0.7
Caesars Entertainment	CZR US	948	6.5	-0.3	-8.1	-11.6	8.6	-40.6	-2.5	-13.8	-18.3	-4.0	-44.7
Boyd Gaming	BYD US	1,987	17.9	-1.5	2.0	7.0	17.4	45.1	-3.7	-4.3	-1.1	3.8	35.1
Pinnacle Entertainment	PNK US	1,818	29.9	1.2	5.6	-11.7	-14.5	42.5	-1.1	-1.0	-18.3	-24.4	32.7
Crown Resorts	CWN AU	6,003	8.2	1.6	6.7	7.8	2.8	6.8	1.1	2.4	0.3	-11.1	-1.3
Genting BHD	GENT MK	6,114	1.6	-0.6	3.6	4.3	-8.2	-7.8	-1.4	2.7	-1.1	-13.4	-14.3
Genting Malaysia	GENM MK	5,395	1.0	1.0	0.4	-0.1	4.2	16.3	0.2	-0.5	-5.2	-1.7	8.1
Genting Singapore	GENS SP	5,899	0.5	1.3	0.3	3.6	-1.0	-12.1	-0.7	-7.2	-9.6	-22.1	-29.9
Bloomberry Resorts	BLOOM PM	723	0.1	-9.4	-23.8	-46.6	-60.5	-69.5	-9.0	-29.5	-51.8	-67.1	-74.1
Nagacorp	3918 HK	1,306	0.6	-0.9	-1.3	2.1	-8.9	-9.4	-1.3	-10.9	-13.2	-29.6	-25.0

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

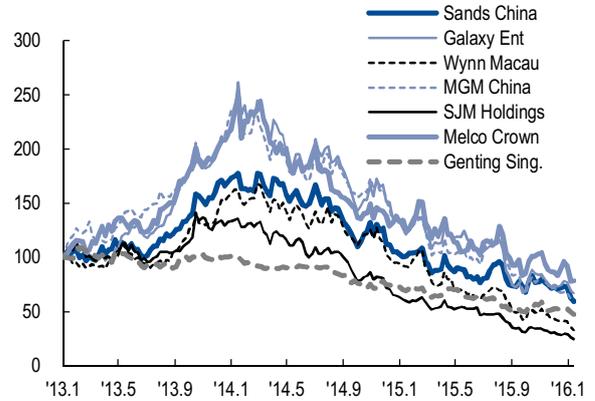
주가 추이: 한국



주: 2013.1 = 100

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

주가 추이: 아시아



주: 2013.1 = 100

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

마카오 카지노: 여전히 어두운 터널 속

마카오 카지노 시장, 2016년까지는 역성장 가능성 높음

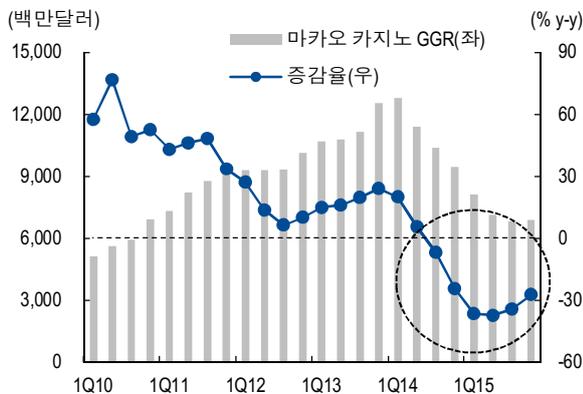
마카오 카지노 시장 매출액(GGR)은 12월에도 전년동월대비 21.2% 감소한 183.4억파타카(23.0억달러) 기록하며 19개월 연속 감소세를 이어가고 있다. 비록 월별 감소율은 둔화되고 있으나 1) 최근 6개월 간 월 20억~23억달러 수준에서 정체된 시장 매출액, 2) 2014년 12월부터 본격화된 기저효과, 3) 2015년 2개의 대형 신규 리조트 오픈 감안 시 여전히 회복세를 논하기에는 어려운 상황으로 판단된다. 이에 따라 2015년 연간 시장규모는 전년대비 34.3% 감소하며 5년 전(2010~2011년) 시장규모로 회귀하였으며, 현재와 같은 추세가 이어진다는 가정 하에 2016년에도 전년대비 약 7~10% 수준의 시장규모 축소가 예상된다.

규제 환경

최근 마카오 시장의 규제 분위기는 비록 Mass에 우호적으로 전개(비자 규제 완화, 신규 리조트 테이블 허가 대수 등)되고 있으나 High-end(VIP 및 Premium Mass) 시장의 침체를 악화시킬 수 있다는 우려는 여전히 강화되고 있다. 중국 정부의 정킷 규제 강화(자금 단속, 회계 투명성 정책 등)가 지속되는 가운데 12월에는 1) 온라인카드 실시간 모니터링 개시(12/11) 및 2) 알리페이 사용현황 감시(12/14) 등 유동성을 위축시키는 규제가 연이어 도입되었다. 최근에는 35개 정킷업체에 대한 라이선스 회수를 하였으며, 이와 같이 게임 자금을 대한 투명성을 강화하는 정책은 지속적으로 강화될 예정이다.

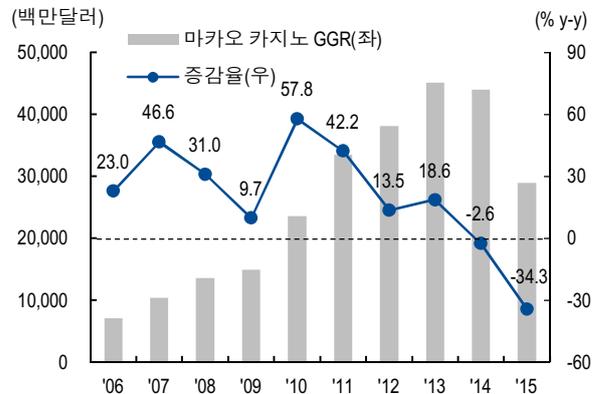
이러한 규제 강화는 기존에 시행되고 있던 유동성 단속의 연장선이기 때문에 직접적인 피해가 클 것으로 보기에 어렵지만, VIP 및 Premium Mass 고객층의 게이밍 수요 회복에 분명 부정적일 것으로는 충분히 예상할 수 있다. 특히, VIP(시장 매출비중 약 50%)에 이어 Premium Mass(시장 매출비중 약 20% 추정)까지 위축될 경우 마카오 카지노 실적 및 주가 회복은 기존 예상보다도 지연될 가능성 높다고 판단된다.

분기별 카지노 시장 GGR



자료: DICJ, NH투자증권 리서치센터

연도별 카지노 시장 GGR



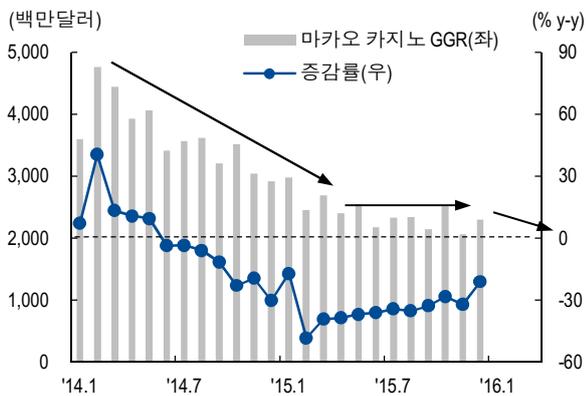
자료: DICJ, NH투자증권 리서치센터

**주가 및 밸류에이션
침체**

한편, 마카오 카지노 6개사 주가지수(Bloomberg Macau Gaming Index)는 1) 추가적인 규제 완화(Mass 부양) 및 2) 신규 리조트 개장(Studio City) 기대감에 의해 10월 25% 상승하였다. 하지만 11월 이후 1) 기대 이하의 증설효과(10/27 Studio City 개장), 2) High-end(VIP 및 Premium Mass) 시장 규제 강화, 3) 실적 회복 시점 지연 가능성 등에 의해 2011년 이후 최저 수준에 근접한 상황이다. 이에 따라 마카오 6개사의 12M forward PER은 16배, EV/EBITDA는 8.6배까지 축소되었다.

마카오와 한국 시장은 시장 규모, 타깃 고객군, 시장 성장단계 등에서 분명 여러 차이점을 갖고 있으나 마카오의 침체된 주가 및 밸류에이션은 국내 외국인카지노(GKL, 파라다이스) 센티먼트 개선에 부정적으로 작용할 수밖에 없다는 판단이다. 국내 외국인카지노의 1) 본격적인 실적 회복 또는 2) 장기 성장성에 대한 신뢰도 회복이 확인되기 전까지는 보수적인 투자의견을 유지하는 바이다.

마카오 월별 매출액(GGR) 추이



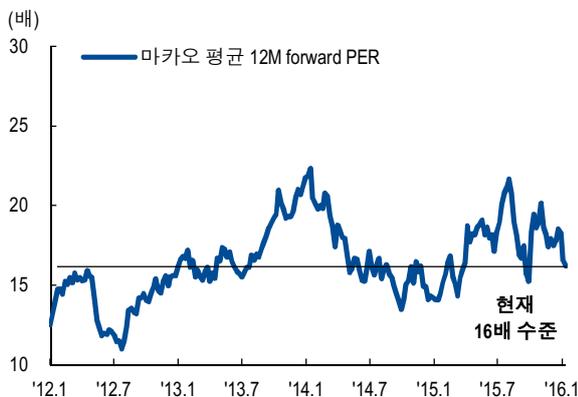
자료: DICJ, NH투자증권 리서치센터

마카오 카지노 6개사 주가 Index 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

마카오 카지노 12M forward PER



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

마카오 카지노 12M forward EV/EBITDA



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

마카오 카지노 시장 월별 지표

(단위: 백만달러, 백만파타카, %, 천명, 달러)

구분	GGR(백만달러)	GGR(백만파타카)	% y-y	전체 방문객	% y-y	방문객당 매출액	% y-y
'12.01	3,131	25,040	34.8	2,462	18.6	1,272	13.9
'12.02	3,041	24,286	22.3	2,131	-1.5	1,427	24.7
'12.03	3,126	24,989	24.4	2,350	7.3	1,330	16.5
'12.04	3,127	25,003	21.9	2,382	1.9	1,313	19.9
'12.05	3,261	26,078	7.3	2,147	-6.5	1,519	14.9
'12.06	2,920	23,334	12.2	2,107	-3.4	1,386	16.6
'12.07	3,077	24,579	1.5	2,444	-4.2	1,259	6.4
'12.08	3,272	26,136	5.5	2,681	-0.6	1,220	6.8
'12.09	2,988	23,866	12.3	2,162	-0.2	1,382	13.2
'12.10	3,469	27,700	3.2	2,348	-1.2	1,478	4.8
'12.11	3,117	24,882	7.9	2,374	-1.8	1,313	10.3
'12.12	3,538	28,245	19.6	2,496	-2.0	1,418	22.5
'13.01	3,364	26,864	7.3	2,312	-6.1	1,455	14.4
'13.02	3,391	27,084	11.5	2,377	11.5	1,427	0.0
'13.03	3,921	31,336	25.4	2,387	1.6	1,642	23.5
'13.04	3,540	28,305	13.2	2,398	0.7	1,476	12.4
'13.05	3,701	29,589	13.5	2,343	9.1	1,580	4.0
'13.06	3,537	28,269	21.2	2,325	10.4	1,521	9.8
'13.07	3,691	29,485	20.0	2,565	4.9	1,439	14.3
'13.08	3,848	30,737	17.6	2,871	7.1	1,340	9.8
'13.09	3,626	28,963	21.4	2,332	7.9	1,555	12.5
'13.10	4,567	36,477	31.7	2,394	2.0	1,908	29.1
'13.11	3,779	30,179	21.3	2,433	2.5	1,553	18.3
'13.12	4,190	33,460	18.5	2,587	3.6	1,620	14.2
'14.01	3,597	28,739	7.0	2,504	8.3	1,437	-1.2
'14.02	4,757	38,007	40.3	2,561	7.7	1,858	30.2
'14.03	4,435	35,453	13.1	2,626	10.0	1,689	2.8
'14.04	3,921	31,318	10.6	2,637	9.9	1,487	0.8
'14.05	4,052	32,354	9.3	2,525	7.8	1,605	1.6
'14.06	3,409	27,215	-3.7	2,432	4.6	1,402	-7.9
'14.07	3,559	28,415	-3.6	2,753	7.3	1,293	-10.1
'14.08	3,617	28,876	-6.1	3,086	7.5	1,172	-12.5
'14.09	3,202	25,564	-11.7	2,405	3.1	1,331	-14.4
'14.10	3,508	28,025	-23.2	2,654	10.9	1,322	-30.7
'14.11	3,039	24,269	-19.6	2,802	15.2	1,084	-30.2
'14.12	2,915	23,285	-30.4	2,540	-1.8	1,148	-29.1
'15.01	2,974	23,748	-17.4	2,466	-1.5	1,206	-16.1
'15.02	2,447	19,542	-48.6	2,676	4.5	914	-50.8
'15.03	2,689	21,487	-39.4	2,271	-13.5	1,184	-29.9
'15.04	2,401	19,167	-38.8	2,547	-3.4	942	-36.6
'15.05	2,548	20,346	-37.1	2,549	0.9	1,000	-37.7
'15.06	2,173	17,355	-36.2	2,248	-7.6	967	-31.0
'15.07	2,331	18,615	-34.5	2,649	-3.8	880	-31.9
'15.08	2,332	18,623	-35.5	3,033	-1.7	769	-34.4
'15.09	2,146	17,133	-33.0	2,415	0.4	889	-33.2
'15.10	2,513	20,059	-28.4	2,637	-0.6	953	-27.9
'15.11	2,057	16,425	-32.3	2,589	-7.6	795	-26.7
'15.12	2,297	18,340	-21.2	N/A	N/A	N/A	N/A

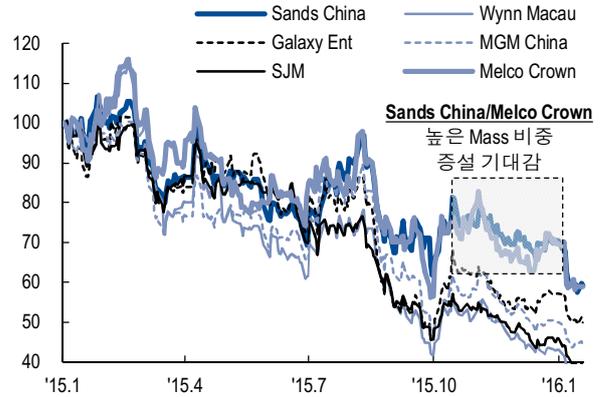
자료: DICJ, CEIC, NH투자증권 리서치센터

마카오 카지노 6 개사 주가 Index 추이



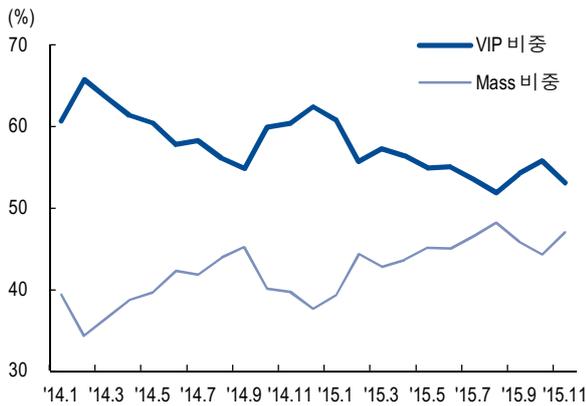
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

마카오 6 개사 주가 추이: Mass 위주 업체의 주가 방어



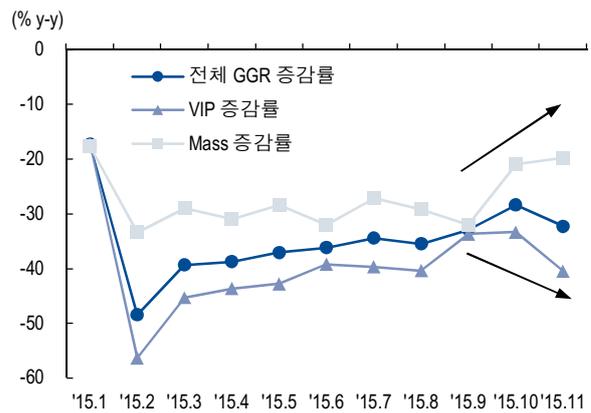
주: 2015.1.2=100
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

마카오 카지노 GGR 내 VIP 비중 축소



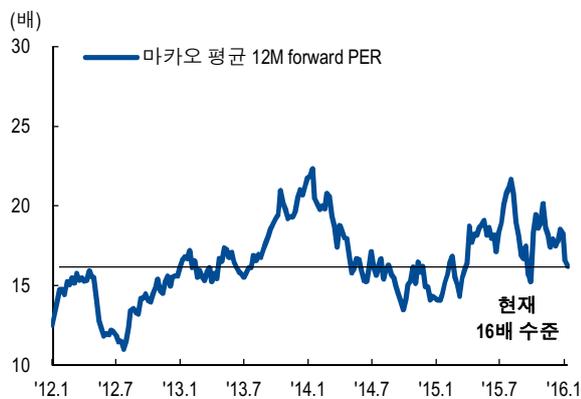
자료: DICJ, Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

고객 부문별 GGR 증감률: VIP 대비 양호한 Mass



자료: DICJ, Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

마카오 카지노 12M forward PER



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

마카오 카지노 12M forward EV/EBITDA



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

마카오 코타이 지역 신규 카지노 증설 계획

(단위: 대)

기업	신규 리조트	예정 개장 시기	기존 테이블 대수 (3Q15 기준)	신규 리조트 테이블 대수 기존 계획	실제 테이블 허가 대수 (2015~2016)	非카지노 시설 계획
Galaxy Entertainment	Galaxy Macau Phase 2	2015.5.27	1,104	500	250	극장, 야시장, Adventure Rapid, 각종 행사장, 쇼핑시설, F&B
Melco Crown	Studio City	2015.10.27	620	500	250 (100% Mass)	Batman Dark Flight Ride, Warner Bros Fun Zone, 각종 행사장, 방송국 스튜디오, 극장, 대관람차, F&B
Wynn Macau	Wynn Palace	2016.3	454	500	?	공연장 및 곤돌라, 각종 행사장, 쇼핑시설, F&B
Sands China	Parisian	2016.10	1,512	550	?	에펠탑 복제 모형물, 각종 행사장, 쇼핑시설, F&B
MGM China	MGM Cotai	2016.12	408	500	?	극장, 각종 행사장, 쇼핑시설, F&B
SJM	Cotai Palace	2017	1,721	700	?	결혼 예식장, 극장, 각종 행사장, 쇼핑시설, F&B

자료: 산업자료, Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

마카오 카지노 관련 규제 내용 및 변화 가능성

규제	카지노 영향	시행일자	내용	Positive/Negative 및 최근 이슈
Transit Visa (경유 여행객 입국 비자) 범위 축소	방문횟수	2014.7.1	- 중국 여권 소지자 중 마카오 경유하는 여행객의 마카오 체류 가능 기간 7일 → 5일로 축소 - 제 3 국으로 여행하지 않았을 경우 적발 시 재방문 1일(기존 2일)로 축소, 마카오 방문 제한 기간 30일 → 60일로 확대	Positive - 2015년 7월부터 기존 규제 완화 - 경유비자(transit visa) 방문객 체류 허용 기간 최대 7일로 확대(2014년 7월 이전 정책으로 회귀)
Union Pay(은련카드) 불법 사용 단속	자금조달	2014.7.1	- 자금조달에 이용되었던 은련카드(Union Pay) 단말기 카지노 내부 설치 제한, 불법 단말기 사용은 7월 1일부터 중단	Negative - 단속 강화 지속 - 은련카드 해외 현금인출 한도 제한. 내년 1월부터 은련카드 1년 해외 현금인출 상한선 10만위안(약 1,850만원)으로 제한. 올해 10월 1일~12월 31일까지는 해외 현금인출액 5만위안 초과 불가 - 중국정부의 외화송금 특별 단속 기간 개시(11월까지) - 은련카드 실시간 모니터링 개시(12/11) 및 알리페이 사용현황 감시(12/14)
금연 제도 도입	게임횟수	2014.10.6	- Mass 영업층 내 모든 구역 금연. VIP 룸은 아직 흡연 가능함	Negative - 카지노 전면금연 입법안 통과 중 - 2016년 하반기 이후로 연기될 가능성 제기
기타			- 정킷업체 규제 도입 시사 (마카오 카지노 관리감독국)	Neutral(단기적으로 Negative) - 2015년 9월, Wynn Macau 정킷업체 Dore 내부 횡령사건 발생(수백억원 규모) - 위안화 절하 이후 정킷업체 유동성 우려와 함께 정킷 투명성 강화 위한 규제도입 시사
			- 신규 카지노 테이블 규제 완화 가능성 (非카지노 부문 투자규모에 따른 Table cap 규제 완화 가능성)	Positive - 5월 말 개장 Galaxy Phase 2 게임테이블 250대 허가(시장 예상치 상회) - 10월 말 개장 Melco Crown Studio City 테이블 대수 250대 허가(100% Mass 테이블) - 향후 非카지노 부문 투자규모에 따라 유동적인 게임테이블 대수 허가 가능성

자료: NH투자증권 리서치센터

4분기 Preview

강원랜드
(Buy, 52,000원)
컨센서스 부합 추정

강원랜드의 4분기 매출액은 4,026억원(+7.8% y-y), 영업이익은 1,304억원(+9.4% y-y)으로 추정되며, 영업이익은 컨센서스(1,336억원)에 부합할 것으로 보인다. 부문별 매출액 증가율은 전년동기대비 슬롯머신 9.6%, Mass테이블 9.0%, VIP테이블 1.1%로 추정된다. 홀드율의 경우, 4분기 22.8%(+0.2%p y-y)로 큰 변동은 없었을 것으로 추정된다.

Mass 및 슬롯머신에서 견조한 외형성장이 지속되는 가운데, VIP테이블은 12월부터 수요 회복이 본격화되는 것으로 파악된다. 한편, 동계 성수기를 맞이하여 임시직 딜러(22명) 채용에 따라 가동 효율성 향상이 기대되고, 1) 12월 신입직원 채용(48명), 2) 기존 계약직(89명)의 정규직 전환 가능성 등 인력 수급이 개선되는 점은 향후 가동률 상승(현재 미가동 테이블 33대)을 이끌 요인으로 판단된다.

안정적인 실적 성장은 물론이고, 2017년 이후의 중장기 성장 모멘텀(위터파크, 동계올림픽), 편안한 밸류에이션 감안하여 동사를 카지노업종 최선호주로 유지한다.

GKL
(Hold, 26,000원)
컨센서스 하회 추정

GKL의 4분기 매출액은 1,191억원(-20.2% y-y), 영업이익은 251억원(-38.4% y-y)으로 추정되며, 영업이익은 컨센서스(287억원)를 하회할 것으로 보인다. 영업이익 부진은 외형(드롭액, 매출액) 역성장에 따른 역레버리지 효과에 기인하며, 3분기 대비 VIP 대상 프로모션/마케팅 활동이 증가한 점 또한 전분기대비 비용증가 요인으로 작용한 것으로 추정된다.

전체 드롭액은 중국인 VIP 부진(high-roller VIP)에 따라 전년동기대비 28.9% 감소한 것으로 추정되며, 2014년 4분기의 역기저효과가 불리하게 작용하였다. 중국 VIP 마케팅 활동이 여전히 위축된 가운데, 국적별 드롭액은 전년동기대비 중국인 -49.6%, 일본인 -23.7%, 기타 25.3%로 추정된다. 한편, 고객 mix 변화(중국인 VIP비중 감소)에 따라 홀드율은 12.0%(+1.1%p y-y)로 개선된 것으로 보인다.

메르스 영향 해소 및 중국인 VIP의 점진적인 회복에 따라 분기별 실적 개선세는 확인 가능할 전망이다. 높은 배당수익률(2016F 4.3%)은 추가방어 측면에 긍정적인 요인이다. 다만, 1) 증설 일정 지연(코엑스), 2) 2017년 파라다이스 시티 개장 이후 실적 성장률 둔화 가능성, 3) 신규 성장동력 부재에 따라 밸류에이션 디스카운트 불가피하며, 추가 상승 모멘텀은 당분간 부재할 것으로 예상된다.

파라다이스
(Hold, 18,000원)
컨센서스 하회 추정

파라다이스의 4분기 연결 매출액은 1,849억원(+3.1% y-y), 영업이익은 155억원(흑전 y-y)으로 추정되며, 영업이익은 컨센서스(188억원)를 하회할 것으로 보인다. 일회적인 요인(10월 워커힐점)에 의해 매출액은 양호한 수준이 예상되나, 비용증가 요인(부산점 관련 고정비, 4분기 인건비 상승)을 감안할 경우 영업이익 부진은 불가피한 것으로 판단된다.

상반기까지는 부산점 통합효과가 지속될 전망이며, 7월부터 부산점의 영업장 증설(면적 약 60% 증가)이 예정된 점은 긍정적인 요인이다. 하지만, 1) 실적 하향 요인이 여전히 존재하는 점(하반기 파라다이스 세가사미 비용증가 구간 진입, 중국인 수요 회복 지연) 및 2) 부담스러운 밸류에이션(2016F PER 17.4배) 감안할 경우 아직 보수적인 관점의 접근이 유효한 것으로 판단된다.

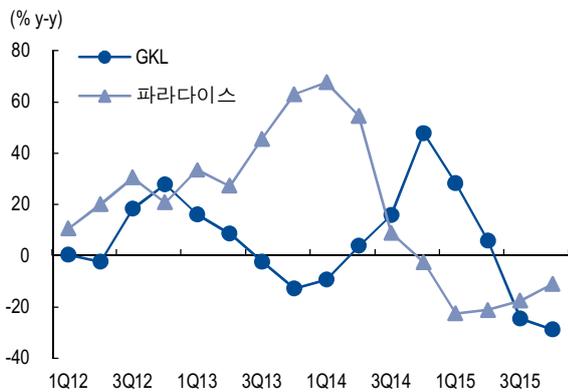
카지노업종 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E				1Q16F
					당사추정	y-y	q-q	Consen	
강원랜드									
매출액	373.6	425.4	388.9	413.5	402.6	7.8	-2.6	409.2	465.7
영업이익	119.2	169.4	147.9	157.9	130.4	9.4	-17.4	133.6	188.8
영업이익률	31.9	39.8	38.0	38.2	32.4	-	-	32.6	40.5
세전이익	83.7	177.2	136.6	163.4	129.6	54.9	-20.7	132.4	193.0
지배지분순이익	47.4	132.4	97.4	119.0	103.7	118.9	-12.9	98.1	146.7
GKL									
매출액	149.2	148.7	122.4	111.3	119.1	-20.2	7.1	123.8	131.1
영업이익	40.8	48.6	21.7	26.5	25.1	-38.4	-5.1	28.7	38.1
영업이익률	27.3	32.6	17.7	23.8	21.1	-	-	23.2	29.1
세전이익	41.5	42.4	24.4	29.7	27.4	-34.1	-7.9	32.1	38.1
지배지분순이익	31.0	32.2	18.5	22.6	20.8	-33.0	-7.8	24.1	29.0
파라다이스									
매출액	179.2	151.4	143.0	142.8	184.9	3.1	29.5	183.1	168.4
영업이익	-8.2	22.6	13.2	11.5	15.5	흑전	35.1	18.8	22.7
영업이익률	-4.6	14.9	9.3	8.0	8.4	-	-	10.3	13.5
세전이익	8.8	33.2	16.9	16.2	17.6	98.6	8.3	25.9	28.4
지배지분순이익	4.2	38.5	10.8	12.3	13.1	212.9	6.1	18.2	21.2

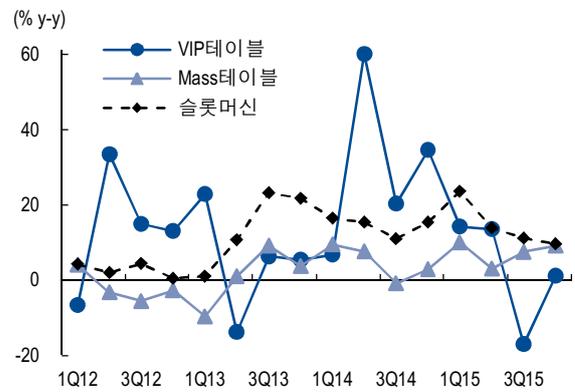
주: GKL은 IFRS 별도 기준. 파라다이스, 강원랜드는 IFRS 연결 기준
 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

GKL, 파라다이스 드롭액 증가율 추이



자료: 각사, NH투자증권 리서치센터 전망

강원랜드 부문별 매출액 증가율 추이



자료: 강원랜드, NH투자증권 리서치센터 전망

카지노업종 주요 실적 지표

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	%y-y	%q-q
강원랜드														
드롭액 ^{주1)}	1,477.4	1,392.8	1,570.4	1,413.3	1,486.8	1,524.6	1,656.7	1,555.4	1,703.5	1,636.6	1,733.1	1,662.1	6.9	-4.1
홀드율	21.0	21.5	22.6	22.3	23.2	22.9	22.8	22.6	23.3	23.2	22.8	22.8	0.2%p	0.0%p
매출액	342.0	309.3	374.4	335.6	373.3	355.6	394.0	373.6	425.4	388.9	413.5	402.6	7.8	-2.6
매출원가	159.6	156.9	174.2	235.5	173.5	166.0	189.2	193.6	185.6	177.5	181.6	200.3	3.5	10.3
매출총이익	182.4	152.4	200.2	100.2	199.8	189.7	204.8	180.0	239.9	211.4	231.9	202.3	12.4	-12.8
판관비	64.1	59.4	64.9	58.7	62.2	66.1	72.1	60.8	70.4	63.5	74.0	71.8	18.2	-2.9
영업이익	118.3	93.0	135.2	41.4	137.6	123.6	132.8	119.2	169.4	147.9	157.9	130.4	9.4	-17.4
영업이익률	34.6	30.1	36.1	12.3	36.9	34.8	33.7	31.9	39.8	38.0	38.2	32.4	0.5%p	-5.8%p
세전이익	118.8	97.0	138.2	39.8	140.4	132.8	139.1	83.7	177.2	136.6	163.4	129.6	54.9	-20.7
(지배지분)순이익	88.9	76.2	104.6	27.9	106.0	100.5	105.5	47.4	132.4	97.4	119.0	103.7	118.9	-12.9
GKL														
드롭액	1,048.2	970.1	965.4	931.9	949.3	1,006.6	1,117.4	1,377.1	1,215.9	1,063.2	842.0	978.5	-28.9	16.2
홀드율	12.2	13.6	16.0	14.3	14.4	11.3	12.0	10.9	11.9	11.3	13.1	12.0	1.1%p	-1.1%p
매출액	131.8	133.0	154.6	141.8	139.1	116.7	135.6	149.2	148.7	122.4	111.3	119.1	-20.2	7.1
매출원가	80.4	82.4	80.5	93.5	84.3	85.2	88.6	100.5	92.8	89.2	77.4	86.0	-14.4	11.2
매출총이익	51.5	50.7	74.2	48.4	54.8	31.5	47.1	48.7	55.9	33.2	33.9	33.1	-32.0	-2.3
판관비	10.5	6.9	6.9	9.2	7.7	10.9	7.8	7.9	7.3	11.5	7.4	8.0	1.0	7.4
영업이익	41.0	43.7	67.2	39.2	47.1	20.6	39.2	40.8	48.6	21.7	26.5	25.1	-38.4	-5.1
영업이익률	31.1	32.9	43.5	27.6	33.9	17.7	28.9	27.3	32.6	17.7	23.8	21.1	-6.2%p	-2.7%p
세전이익	44.6	39.9	63.8	38.5	49.9	12.7	49.1	41.5	42.4	24.4	29.7	27.4	-34.0	-7.9
(지배지분)순이익	34.4	30.1	47.5	25.6	37.6	9.3	38.6	31.0	32.2	18.5	22.6	20.8	-33.0	-7.8
파라다이스														
드롭액	854.8	853.0	1,148.0	1,334.4	1,431.3	1,314.9	1,248.8	1,299.3	1,107.3	1,034.6	1,027.8	1,154.8	-11.1	12.4
홀드율	13.4	14.1	10.7	10.4	10.0	10.6	10.5	11.1	11.2	11.2	10.5	12.9	2.1%p	2.4%p
매출액	145.0	153.5	164.2	176.6	170.6	172.5	172.6	179.2	151.4	143.0	142.8	184.9	3.1	29.5
매출원가	97.9	101.2	116.6	134.8	124.0	124.5	125.9	162.7	114.2	112.7	116.9	148.3	-8.8	26.9
매출총이익	47.1	52.3	47.6	41.8	46.6	48.0	46.7	16.6	37.2	30.3	25.9	36.5	120.4	41.0
판관비	12.0	12.6	13.4	16.4	14.6	18.5	17.8	24.8	14.6	17.0	14.5	21.1	-15.0	45.6
영업이익	35.1	39.8	34.2	25.4	32.0	29.5	29.0	-8.2	22.6	13.2	11.5	15.5	흑전	35.1
영업이익률	24.2	25.9	20.8	14.4	18.7	17.1	16.8	-4.6	14.9	9.3	8.0	8.4	흑전	0.4%p
세전이익	37.3	47.9	38.6	19.8	45.8	31.7	36.0	8.8	33.2	16.9	16.2	17.6	98.6	8.3
(지배지분)순이익	27.5	36.0	24.5	13.1	47.3	21.9	23.0	4.2	38.5	10.8	12.3	13.1	212.9	6.1

주1) 드롭액(Drop): 고객이 카지노에서 게임을 하기 위해 칩을 구매한 총액

주2) 파라다이스 2015년 1분기 순이익에 중년사업이익 190억원 포함

자료: 각사, NH투자증권 리서치센터 전망

강원랜드 (035250.KS)

지금은 매력적인 주가 수준

Company Report | 2016. 1. 20

양호한 외형성장 및 이익 레버리지 효과 지속될 전망. 외부적인 이슈보다는 실적 안정성 및 중장기적 잠재력(가동률 향상, 집객력 강화)에 주목

카지노업종 최선호주 유지

투자자의견 Buy 및 목표주가 52,000원 유지. 목표주가는 2016년 예상 실적 기준 PER 20.9배 수준

안정적인 실적 성장은 물론이고, 2017년 이후의 중장기 성장 모멘텀(워터파크, 동계올림픽), 편안한 밸류에이션 등 감안하여 동사를 카지노업종 최선호주로 유지

변함없는 외형성장 및 이익 레버리지

동사는 꾸준한 매출액 성장이 지속될 경우 비용통제에 의한 영업이익 레버리지 효과가 지속 가능하다는 판단

올해부터 슬롯머신 신규 교체가 예정된 가운데, 테이블 가동률 상승은 유기적인 외형성장을 강화시킬 요인. 지난해 말 신입채용에 이어 올해 추가적인 정규직 전환이 진행될 경우 인력수급은 상당부분 개선 가능하다는 판단

2016년 매출액은 1조8,043억원(+10.7% y-y), 영업이익은 6,883억원(+13.6% y-y) 전망. 이익 레버리지 효과 지속될 것으로 예상되며, 2016년 배당수익률(3.5%) 감안 시 현 주가 수준에서 매력적인 투자 기회

한편, 지난해부터 부각된 기부금(평창 동계올림픽 관련) 이슈는 회계적인 영향으로 확산될 가능성 낮다는 판단. 펀더멘털 성장세에 주목할 필요

4분기 Preview: 견조한 영업환경 지속

4분기 매출액은 4,026억원(+7.8% y-y), 영업이익은 1,304억원(+9.4% y-y)으로 추정되며, 영업이익은 컨센서스(1,336억원)에 부합할 것으로 추정

강원랜드 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E					1Q16F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	373.6	425.4	388.9	413.5	402.6	7.8	-2.6	408.0	409.2	465.7
영업이익	119.2	169.4	147.9	157.9	130.4	9.4	-17.4	126.6	133.6	188.8
영업이익률	31.9	39.8	38.0	38.2	32.4	-	-	31.0	32.6	40.5
세전이익	83.7	177.2	136.6	163.4	129.6	54.9	-20.7	133.3	132.4	193.0
(지배)순이익	47.4	132.4	97.4	119.0	103.7	118.9	-12.9	106.6	98.1	146.7

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Buy (유지)

목표주가 52,000원 (유지)

현재가 ('16/01/19) 37,600원

업종	서비스
KOSPI / KOSDAQ	1889.64 / 681.25
시가총액(보통주)	8,044.2십억원
발행주식수(보통주)	213.9백만주
52주 최고가('15/08/20)	45,250원
최저가('15/01/19)	30,200원
평균거래대금(60일)	14,843백만원
배당수익률(2015E)	2.92%
외국인지분율	28.8%

주요주주	
한국광해관리공단	36.3%
강원도개발공사	6.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-13.3	-8.6	24.5
상대수익률 (%p)	-6.8	0.4	25.4

	2014	2015E	2016F	2017F
매출액	1,497	1,630	1,804	1,988
증감률	9.9	8.9	10.7	10.2
영업이익	513	606	688	770
영업이익률	34.3	37.1	38.1	38.7
(지배)순이익	359	452	532	601
EPS	1,680	2,114	2,488	2,808
증감률	20.8	25.9	17.7	12.8
PER	18.1	18.2	15.1	13.4
PBR	2.4	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	8.8	10.0	8.4	7.3
ROE	13.8	16.1	17.4	18.0
부채비율	24.8	22.0	21.3	20.6
순차입금	-1,328	-1,428	-1,660	-1,923

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 김진성

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

**2015년 4분기 실적
컨센서스 부합 추정**

강원랜드의 2015년 4분기 매출액은 4,026억원(+7.8% y-y), 영업이익은 1,304억원(+9.4% y-y)으로 추정되며, 영업이익은 컨센서스(1,336억원)에 부합할 것으로 보인다. 부문별 매출액 증가율은 전년동기대비 슬롯머신 9.6%, Mass테이블 9.0%, VIP테이블 1.1%로 추정된다. 홀드올의 경우, 4분기 22.8%(+0.2%p y-y)로 큰 변동은 없었을 것으로 추정된다.

**VIP테이블 회복세는
1분기부터**

Mass 및 슬롯머신에서 견조한 외형성장이 지속되는 가운데, VIP테이블은 12월부터 수요 회복이 본격화되는 것으로 파악된다. VIP테이블 매출액은 2015년 3분기 이례적인 수요 둔화 및 홀드올 하락에 따라 전년동기대비 17.1% 감소하였으며, 11월까지의 이와 같은 약세가 이어진 것으로 파악된다. 이에 대해서는 사회적으로 카지노에 대한 부정적인 여론 및 특정 이슈들이 영향을 미쳤을 가능성이 있으며, 12월부터 정상적인 궤도로 회복한 만큼 1분기에는 성장률 회복이 예상된다.

인력수급 개선 기대

한편, 동계 성수기를 맞이하여 임시직 딜러(22명) 채용에 따라 가동 효율성 향상이 기대되고, 1) 12월 신입직원 채용(48명, 딜러 약 30명), 2) 기존 계약직(89명)의 정규직 전환 가능성 등 인력 수급이 개선되는 점은 향후 가동률 상승(현재 미가동 테이블 33대)을 이끌 요인으로 판단된다.

강원랜드 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2014	2015E	2016F	2017F
매출액	- 수정 후	1,496.5	1,630.4	1,804.3	1,988.4
	- 수정 전		1,635.8	1,820.2	2,002.0
	- 변동률		-0.3	-0.9	-0.7
영업이익	- 수정 후	513.2	605.6	688.3	769.8
	- 수정 전		601.8	688.4	768.4
	- 변동률		0.6	0.0	0.2
영업이익률(수정 후)		34.3	37.1	38.1	38.7
EBITDA		588.8	680.3	762.2	843.0
(지배지분)순이익		359.4	452.3	532.4	600.8
EPS	- 수정 후	1,680	2,114	2,488	2,808
	- 수정 전		2,128	2,513	2,824
	- 변동률		-0.6	-1.0	-0.6
PER		18.1	18.2	15.1	13.4
PBR		2.4	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA		8.8	10.0	8.4	7.3
ROE		13.8	16.1	17.4	18.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

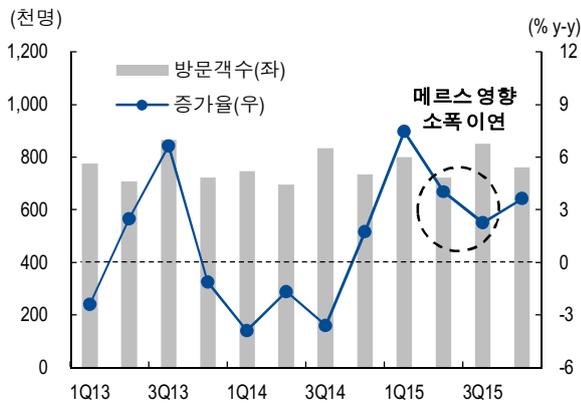
강원랜드 분기 실적 추정 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F
드롭액	1,486.8	1,524.6	1,656.7	1,555.4	1,703.5	1,636.6	1,733.1	1,662.1	1,891.6	1,808.6	1,899.8	1,838.3
Mass테이블	676.2	684.1	699.2	657.2	750.8	703.0	758.7	720.8	819.7	759.9	842.7	797.7
슬롯머신	468.6	496.1	564.2	527.5	560.3	567.0	631.4	569.7	634.5	635.1	707.1	638.0
VIP테이블	342.0	344.4	393.3	370.7	392.4	366.5	343.0	371.6	437.4	413.6	350.0	402.6
홀드올	23.2	22.9	22.8	22.6	23.3	23.2	22.8	22.8	22.9	22.9	23.2	23.0
Mass테이블	24.8	24.9	24.7	24.8	24.5	24.9	24.4	24.7	24.6	24.6	24.6	24.6
슬롯머신	24.0	23.8	24.2	23.7	24.8	23.7	24.0	24.0	24.1	24.1	24.1	24.0
VIP테이블	18.9	18.0	17.6	17.3	18.8	19.2	16.8	17.4	18.1	18.1	18.2	18.1
매출액	373.3	355.6	394.0	373.6	425.4	388.9	413.5	402.6	465.7	426.9	464.2	447.5
Mass테이블	167.4	170.0	172.4	163.0	184.0	175.1	185.2	177.7	201.8	187.3	207.2	196.4
슬롯머신	112.5	118.1	136.6	125.0	138.9	134.4	151.8	137.0	152.8	152.8	170.6	153.2
VIP테이블	64.6	61.9	69.3	64.1	73.8	70.2	57.5	64.8	79.0	74.9	63.6	72.7
비카지노	28.9	5.7	15.6	21.5	28.8	9.2	19.0	23.1	32.2	11.9	22.9	25.3
매출원가	173.5	166.0	189.2	193.6	185.6	177.5	181.6	200.3	201.4	189.8	197.5	214.6
인건비	30.8	28.7	35.9	42.4	32.4	31.4	31.6	44.5	35.7	33.7	33.7	47.3
컴프	34.6	33.6	36.8	36.4	37.4	35.8	36.7	35.8	40.3	37.4	37.6	37.3
세금	47.9	53.0	57.3	53.5	55.9	57.7	60.0	57.7	62.0	63.1	67.1	64.2
판관비	62.2	66.1	72.1	60.8	70.4	63.5	74.0	71.8	75.5	73.2	83.1	80.9
영업이익	137.6	123.6	132.8	119.2	169.4	147.9	157.9	130.4	188.8	163.9	183.6	152.0
세전이익	140.4	132.8	139.1	83.7	177.2	136.6	163.4	129.6	193.0	165.9	189.9	151.7
순이익	106.0	100.5	105.5	47.4	132.4	97.4	119.0	103.7	146.7	126.1	144.3	115.3
(y-y% growth)												
드롭액	0.6	9.5	5.5	10.1	14.6	7.3	4.6	6.9	11.0	10.5	9.6	10.6
Mass테이블	-4.6	-2.2	-0.6	0.8	11.0	2.8	8.5	9.7	9.2	8.1	11.1	10.7
슬롯머신	19.3	18.8	11.7	16.8	19.6	14.3	11.9	8.0	13.2	12.0	12.0	12.0
VIP테이블	-9.1	25.1	8.6	19.7	14.7	6.4	-12.8	0.2	11.5	12.8	2.0	8.3
매출액	9.1	15.0	5.2	11.3	14.0	9.3	5.0	7.8	9.5	9.8	12.3	11.2
Mass테이블	9.4	7.6	-0.9	2.9	9.9	3.0	7.4	9.0	9.7	7.0	11.8	10.5
슬롯머신	16.4	15.3	10.9	15.3	23.5	13.8	11.1	9.6	10.0	13.7	12.4	11.8
VIP테이블	6.7	60.1	20.2	34.5	14.2	13.5	-17.1	1.1	7.0	6.7	10.6	12.2
영업이익	16.3	32.8	-1.8	187.7	23.1	19.7	18.9	9.4	11.4	10.8	16.3	16.5
순이익	19.2	31.9	0.8	69.8	24.9	-3.2	12.8	118.9	10.8	29.5	21.3	11.2

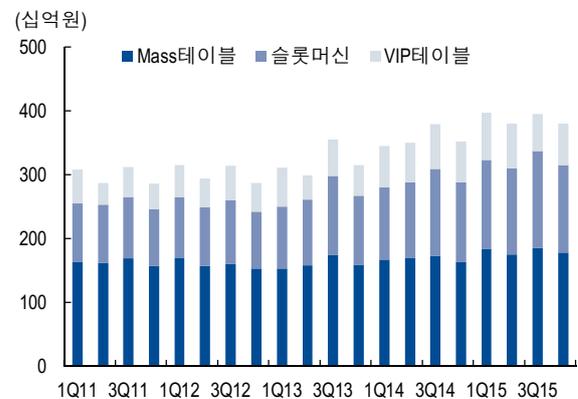
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

강원랜드 분기별 방문객수 추이



자료: 강원랜드, NH투자증권 리서치센터 전망

강원랜드 카지노 분기 매출액 Breakdown



자료: 강원랜드, NH투자증권 리서치센터 전망

강원랜드 연간 실적 추정 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015E	2016F	2017F
드롭액	5,750.5	5,854.0	6,223.6	6,735.3	7,438.2	8,176.1
Mass테이블	2,892.3	2,763.4	2,716.6	2,933.4	3,220.0	3,597.8
슬롯머신	1,533.4	1,767.3	2,056.4	2,328.3	2,614.7	2,881.3
VIP테이블	1,324.9	1,323.3	1,450.5	1,473.5	1,603.5	1,697.0
홀드올	21.0	21.8	22.9	23.0	23.0	23.1
Mass테이블	22.1	23.3	24.8	24.6	24.6	24.6
슬롯머신	24.6	24.4	23.9	24.1	24.1	24.1
VIP테이블	14.6	15.5	17.9	18.1	18.1	18.1
매출액	1,296.2	1,361.3	1,496.5	1,630.4	1,804.3	1,988.4
Mass테이블	638.2	643.6	672.8	722.0	792.7	885.7
슬롯머신	377.3	430.6	492.2	562.0	629.3	693.3
VIP테이블	193.7	204.5	259.9	266.3	290.1	307.8
비카지노	87.0	82.6	71.7	80.1	92.2	101.7
매출원가	647.8	726.1	722.3	745.1	803.3	866.6
인건비	119.7	152.6	137.8	139.9	150.5	158.8
컴프	128.0	142.2	141.4	145.7	152.6	163.0
세금	179.4	190.0	211.7	231.3	256.3	282.9
판관비	243.5	247.2	261.1	279.7	312.7	351.9
영업이익	404.9	388.0	513.2	605.6	688.3	769.8
세전이익	407.1	393.8	495.9	606.8	700.5	790.4
순이익	306.2	297.6	359.4	452.3	532.4	600.8
(y-y% growth)						
드롭액	-0.3	1.8	6.3	8.2	10.4	9.9
Mass테이블	-4.2	-4.5	-1.7	8.0	9.8	11.7
슬롯머신	4.4	15.3	16.4	13.2	12.3	10.2
VIP테이블	3.6	-0.1	9.6	1.6	8.8	5.8
매출액	2.4	5.0	9.9	8.9	10.7	10.2
Mass테이블	-2.0	0.8	4.5	7.3	9.8	11.7
슬롯머신	2.8	14.1	14.3	14.2	12.0	10.2
VIP테이블	11.5	5.6	27.1	2.5	9.0	6.1
영업이익	-17.3	-4.2	32.2	18.0	13.6	11.8
순이익	-19.7	-2.8	20.8	25.9	17.7	12.8
(Margin %)						
OPM	31.2	28.5	34.3	37.1	38.1	38.7
NPM	23.6	21.9	24.0	27.7	29.5	30.2
(Valuation)						
EPS	1,431	1,391	1,680	2,114	2,488	2,808
PER	20.4	22.2	18.1	18.2	15.1	13.4
PBR	2.6	2.6	2.4	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	10.8	12.0	8.8	10.0	8.4	7.3
ROE	13.2	12.2	13.8	16.1	17.4	18.0
Dividend Yield	2.6	2.4	2.8	2.9	3.5	4.0

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

강원랜드 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Net profit	452	532	601	708	777	862	918	977	1,041	1,108	1,180	1,257
Shareholder's equity	2,930	3,195	3,492	3,839	4,221	4,643	5,073	5,512	5,959	6,413	6,873	7,337
Forecast ROE (FROE)	16.1%	17.4%	18.0%	19.3%	19.3%	19.4%	18.9%	18.5%	18.1%	17.9%	17.8%	17.7%
Spread (FROE-COE)	8.5%	9.8%	10.4%	11.7%	11.7%	11.8%	11.3%	10.9%	10.5%	10.3%	10.2%	10.1%
Residual income	238	300	347	430	471	525	548	575	605	638	676	717
Cost of equity (COE)	7.6%											
Beta	0.6											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	2,705											
PV of forecast period RI	3,901											
PV of continuing value	3,703											
Equity value (C+P)	10,308											
No of shares (common, mn)	213,941											
		12m TP										
Fair price (C)		51,845										
Current price (C)		37,850										
Upside (-/downside)		37.0%										
Implied P/B (x)		3.8										
Implied P/E (x)		20.6										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{자기자본가치} = \text{자기자본} + \text{미래 잔여이익의 현재가치 합}$$

$$* \text{잔여이익(Rit)} = \text{당기순이익}_t - \text{자기자본}_{t-1} * \text{자기자본비용(Cost of Equity)}_t = \text{자기자본}_{t-1} * (\text{ROEt} - \text{COEt})$$

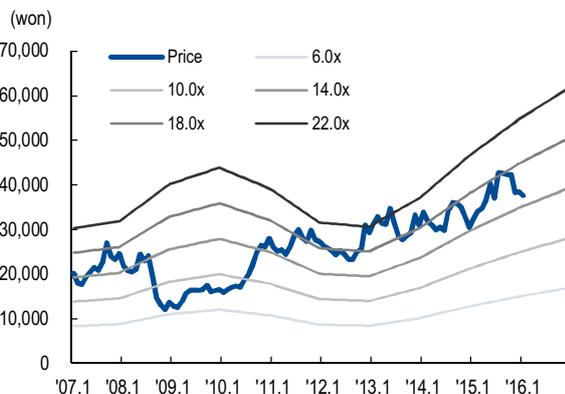
RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

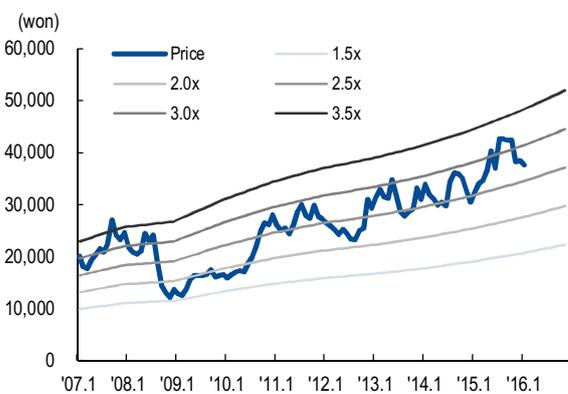
* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

12M forward PER band



자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치센터 전망

12M trailing PBR band



자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	1,497	1,630	1,804	1,988
증감률 (%)	9.9	8.9	10.7	10.2
매출원가	722	745	803	867
매출총이익	774	885	1,001	1,122
Gross 마진 (%)	51.7	54.3	55.5	56.4
판매비와 일반관리비	261	280	313	352
영업이익	513	606	688	770
증감률 (%)	32.2	18.0	13.6	11.8
OP 마진 (%)	34.3	37.1	38.1	38.7
EBITDA	589	680	762	843
영업외손익	-17	1	12	21
금융수익(비용)	45	41	42	49
기타영업외손익	-42	-41	-31	-29
종속, 관계기업관련손익	-20	1	1	1
세전계속사업이익	496	607	700	790
법인세비용	137	155	168	190
계속사업이익	359	452	532	601
당기순이익	359	452	532	601
증감률 (%)	20.8	25.9	17.7	12.8
Net 마진 (%)	24.0	27.7	29.5	30.2
지배주주지분 순이익	359	452	532	601
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-24	0	0	0
총포괄이익	336	452	532	601

Valuation / Profitability / Stability				
	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
PER(배)	18.1	18.2	15.1	13.4
PBR(배)	2.4	2.8	2.5	2.3
PCR(배)	10.9	12.8	11.0	9.9
PSR(배)	4.3	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA(배)	8.8	10.0	8.4	7.3
EV/EBIT(배)	10.1	11.2	9.3	8.0
EPS(원)	1,680	2,114	2,488	2,808
BPS(원)	12,644	13,697	14,935	16,321
SPS(원)	6,995	7,621	8,434	9,294
자기자본이익률(ROE, %)	13.8	16.1	17.4	18.0
총자산이익률(ROA, %)	11.1	13.0	14.3	14.9
투자자본이익률 (ROIC, %)	45.0	59.8	69.2	81.5
배당수익률(%)	2.8	2.9	3.5	4.0
배당성장(%)	48.0	50.2	50.3	50.6
총현금배당금(십억원)	172	227	268	304
보통주 주당배당금(원)	850	1,120	1,320	1,500
순부채(현금)/자기자본(%)	-49.1	-48.7	-51.9	-55.1
총부채/ 자기자본(%)	24.8	22.0	21.3	20.6
이자발생부채	0	0	0	0
유동비율(%)	219.7	248.7	274.7	302.6
총발행주식수(백만주)	214	214	214	214
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	30,400	38,400	37,600	37,600
시가총액(십억원)	6,504	8,215	8,044	8,044

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	102	80	168	279
매출채권	5	6	6	7
유동자산	1,372	1,476	1,713	1,982
유형자산	1,388	1,427	1,499	1,572
투자자산	435	501	492	484
비유동자산	2,003	2,100	2,163	2,229
자산총계	3,375	3,576	3,877	4,210
단기성부채	0	0	0	0
매입채무	3	4	4	4
유동부채	625	594	624	655
장기성부채	0	0	0	0
장기충당부채	44	51	56	62
비유동부채	45	52	58	63
부채총계	670	646	681	718
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129
이익잉여금	2,642	2,867	3,132	3,429
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	2,705	2,931	3,195	3,492

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	510	444	596	669
당기순이익	359	452	532	601
+ 유/무형자산상각비	76	75	74	73
+ 종속, 관계기업관련손익	20	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	597	642	732	815
- 운전자본의증가(감소)	26	-83	-10	-5
투자활동 현금흐름	-427	-294	-281	-291
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-80	-114	-145	-145
+ 투자자산의매각(취득)	32	-65	9	8
Free Cash Flow	430	330	451	524
Net Cash Flow	83	150	315	379
재무활동 현금흐름	-148	-172	-227	-268
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-148	-172	-227	-268
현금의증가	-65	-22	88	111
기말현금 및 현금성자산	102	80	168	279
기말 순부채(순현금)	-1,328	-1,428	-1,660	-1,923

GKL (114090.KS)

수비수로 포지션 변경

최근 중국인 수요가 점진적으로 회복되는 것으로 보이지만 향후 성장동력 부재 감안 시 상승 여력은 제한적이라는 판단

밸류에이션 디스카운트 감안 시 상승여력 제한적

투자 의견 Hold 유지하며 목표주가는 26,000원(기존 33,000원)으로 하향. 목표주가는 2016년 예상 실적 기준 PER 15배 수준

고객 mix 전환(VIP비중 축소)에 대해서는 가장 유리한 환경이고, 높은 배당수익률(2016F 4.3%)은 추가 방어 측면에 긍정적인 요인. 다만, 1) 증설 일정 지연, 2) 2017년 파라다이스 시티 개장 이후 실적 성장률 둔화 가능성, 3) 신규 성장동력 부재 등에 의해 밸류에이션 디스카운트 불가피

성장 동력이 필요

중국 VIP 직접마케팅이 위축된 환경 하에서 GKL의 고객 다변화 경쟁력에 대해서는 여전히 긍정적인 시각 유지

다만, 코엑스점(4층)의 증설 일정이 지연되고 부산점의 면적 확장(최소 50%) 또한 4분기 이후로 예정됨에 따라 중단기적 성장 모멘텀 약화. 2017년 영종도 복합리조트 개장 이후 기존점 성장률이 둔화될 가능성 감안하면 추가적인 성장동력이 분명히 필요한 상황

2016년 매출액은 5,359억원(+6.9% y-y), 영업이익은 1,397억원(+14.7% y-y) 전망. 홀드올의 의미 있는 개선이 변수로 예상되는 가운데, 4.3%의 배당수익률(2016F)은 추가 하락 리스크를 최소화시킬 수 있는 요인

4분기 Preview: 역레버리지 및 역기저효과 부담

4분기 매출액은 1,191억원(-20.2% y-y), 영업이익은 251억원(-38.4% y-y)으로 추정되며, 영업이익은 컨센서스(287억원) 하회할 것으로 추정

GKL 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E					1Q16F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	149.2	148.7	122.4	111.3	119.1	-20.2	7.1	135.0	123.8	131.1
영업이익	40.8	48.6	21.7	26.5	25.1	-38.4	-5.1	36.4	28.7	38.1
영업이익률	27.3	32.6	17.7	23.8	21.1	-	-	26.9	23.2	29.1
세전이익	41.5	42.4	24.4	29.7	27.4	-34.1	-7.9	39.7	32.1	38.1
(지배)순이익	31.0	32.2	18.5	22.6	20.8	-33.0	-7.8	30.1	24.1	29.0

주: K-IFRS 별도기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Hold (유지)

목표주가	26,000원 (하향)		
현재가 ('16/01/19)	21,450원		
업종	서비스		
KOSPI / KOSDAQ	1889.64 / 681.25		
시가총액(보통주)	1,326.8십억원		
발행주식수(보통주)	61.9백만주		
52주 최고가('15/05/12)	43,000원		
최저가('16/01/15)	20,950원		
평균거래대금(60일)	9,654백만원		
배당수익률(2015E)	3.35%		
외국인지분율	9.1%		
주요주주			
한국관광공사	51.0%		
국민연금공단	10.7%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-35.3	-30.6	-46.3
상대수익률 (%)	-30.5	-23.7	-45.9

	2014	2015E	2016F	2017F
매출액	541	502	536	565
증감률	-3.7	-7.2	6.9	5.5
영업이익	148	122	140	144
영업이익률	27.3	24.3	26.1	25.5
(지배)순이익	117	94	107	113
EPS	1,884	1,521	1,736	1,823
증감률	-15.3	-19.3	14.1	5.0
PER	17.1	15.9	12.4	11.8
PBR	4.6	3.1	2.5	2.3
EV/EBITDA	9.3	7.7	5.3	4.7
ROE	28.2	20.8	21.5	20.5
부채비율	50.9	34.6	32.9	31.4
순차입금	-507	-464	-512	-564

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 김진성

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

2015년 4분기 실적 컨센서스 하회 추정

GKL의 2015년 4분기 매출액은 1,191억원(-20.2% y-y), 영업이익은 251억원(-38.4% y-y)으로 추정되며, 영업이익은 컨센서스(287억원)를 하회할 것으로 보인다. 영업이익 부진은 외형(드롭액, 매출액) 역성장에 따른 역레버리지 효과에 기인하며, 3분기 대비 VIP 대상 프로모션/마케팅 활동이 증가한 점 또한 전분기대비 비용증가 요인으로 작용한 것으로 추정된다.

고객 mix 전환에 따른 수혜 가능성은 우위

4분기 전체 드롭액은 중국인 VIP 부진(high-roller VIP)에 따라 전년동기대비 28.9% 감소한 것으로 추정되며, 2014년 4분기의 역기저효과가 불리하게 작용하였던 것으로 보인다. 중국 VIP 마케팅 활동이 여전히 위축된 가운데, 국적별 드롭액은 전년동기대비 중국인 -49.6%, 일본인 -23.7%, 기타 25.3%로 추정된다. 한편, 고객 mix 변화(중국인 VIP비중 감소)에 따라 홀드율은 12.0%(+1.1%p y-y)로 개선된 것으로 보이지만, 3분기와 같은 큰 폭의 개선은 기대하기 어려울 전망이다. 다만, Low-end VIP 및 Mass 고객에 집중하는 전략, 입지 조건에 의해 경쟁사 대비 고객 mix 전환은 우위에 있다는 판단이며, 추세적인 홀드율 개선이 이어질 경우 수익성 향상에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 전망이다(당사 2016F 홀드율 12.8%).

주가 방어에는 유리하지만 성장 모멘텀 부재

메르스 영향 해소 및 중국인 VIP의 점진적인 회복에 따라 분기별 실적 개선세는 확인 가능할 전망이고, 높은 배당수익률(2016F 4.3%)은 주가방어 측면에 긍정적인 요인이다. 다만, 1) 증설 일정 지연(코엑스 4층), 2) 2017년 파라다이스 시티 개장 이후 실적 성장률 둔화 가능성, 3) 신규 성장동력 부재에 따라 밸류에이션 디스카운트 불가피하며, 주가 상승 모멘텀은 당분간 부재할 것으로 예상된다.

GKL 분기 실적 추정 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	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	978.5	1,027.3	1,016.1	906.7	1,184.2
홀드율(%)	14.4	11.3	12.0	10.9	11.9	11.3	13.1	12.0	12.6	13.1	13.0	12.6
매출액	139.1	116.7	135.6	149.2	148.7	122.4	111.3	119.1	131.1	134.4	119.1	151.3
매출원가	84.3	85.2	88.6	100.5	92.8	89.2	77.4	86.0	85.3	90.1	81.7	101.5
인건비	25.6	26.7	26.0	28.9	27.3	29.2	27.3	34.0	28.7	30.5	28.7	35.8
컴프	18.5	19.5	20.9	23.7	22.6	19.8	13.9	15.0	16.6	16.2	14.1	18.1
세금	17.9	14.7	17.5	18.4	18.7	15.4	14.2	14.9	16.5	16.9	14.9	19.0
매출총이익	54.8	31.5	47.1	48.7	55.9	33.2	33.9	33.1	45.8	44.2	37.5	49.8
판관비	7.7	10.9	7.8	7.9	7.3	11.5	7.4	8.0	7.7	13.0	7.7	9.2
영업이익	47.1	20.6	39.2	40.8	48.6	21.7	26.5	25.1	38.1	31.2	29.8	40.6
세전이익	49.9	12.7	49.1	41.5	42.4	24.4	29.7	27.4	38.1	30.7	31.0	41.5
순이익	37.6	9.3	38.6	31.0	32.2	18.5	22.6	20.8	29.0	23.3	23.6	31.5
(y-y% growth)												
드롭액	-9.4	3.8	15.7	47.8	28.1	5.6	-24.6	-28.9	-15.5	-4.4	7.7	21.0
매출액	5.5	-12.3	-12.3	5.2	6.9	4.9	-18.0	-20.2	-11.9	9.8	7.1	27.0
영업이익	14.9	-52.8	-41.7	4.2	3.0	5.0	-32.5	-38.4	-21.6	44.2	12.4	61.7
순이익	9.3	-69.1	-18.8	21.2	-14.4	99.2	-41.5	-33.0	-9.9	25.9	4.4	51.5
(%, margin)												
매출총이익률	39.4	27.0	34.7	32.6	37.6	27.1	30.5	27.8	34.9	32.9	31.4	32.9
영업이익률	33.9	17.7	28.9	27.3	32.6	17.7	23.8	21.1	29.1	23.3	25.0	26.9
순이익률	27.0	8.0	28.5	20.8	21.6	15.1	20.3	17.5	22.1	17.4	19.8	20.8

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

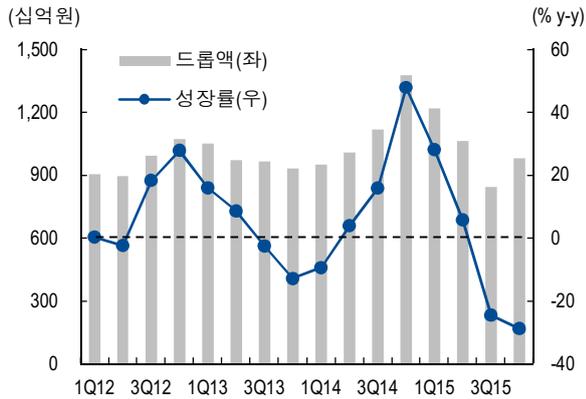
GKL 실적 전망 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2014	2015E	2016F	2017F
매출액	- 수정 후	540.7	501.5	535.9	565.1
	- 수정 전		517.4	541.3	588.1
	- 변동률		-3.1	-1.0	-3.9
영업이익	- 수정 후	147.8	121.8	139.7	144.2
	- 수정 전		133.1	155.0	171.8
	- 변동률		-8.4	-9.8	-16.0
영업이익률(수정 후)		27.3	24.3	26.1	25.5
EBITDA		159.1	134.7	154.7	160.9
(지배지분)순이익		116.5	94.1	107.4	112.8
EPS	- 수정 후	1,884	1,521	1,736	1,823
	- 수정 전		1,672	1,968	2,184
	- 변동률		-9.0	-11.8	-16.5
PER		17.1	15.9	12.4	11.8
PBR		4.6	3.1	2.5	2.3
EV/EBITDA		9.3	7.7	5.3	4.7
ROE		28.2	20.8	21.5	20.5

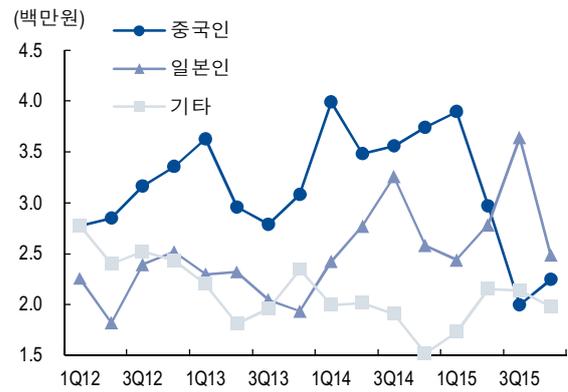
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

GKL 분기별 드롭액 추이



자료: GKL, NH투자증권 리서치센터 전망

국적별 인당 드롭액 추이



자료: GKL, 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	4,099.6	4,134.3	4,297.9
홀드업(%)	14.5	14.0	12.0	12.0	12.8	13.0
매출액	502.4	561.3	540.7	501.5	535.9	565.1
매출원가	315.9	336.6	358.6	345.4	358.6	380.5
인건비	108.2	113.5	107.2	117.8	123.7	130.1
쿠폰	63.5	75.4	82.6	71.3	64.9	64.2
세금	54.4	53.1	68.5	63.1	67.3	71.0
판관비	40.1	33.6	34.3	34.3	37.5	40.3
EBITDA	160.6	201.8	159.1	134.7	154.7	160.9
영업이익	146.4	191.1	147.8	121.8	139.7	144.2
세전이익	151.2	186.9	153.2	123.8	141.3	148.4
순이익	144.1	137.6	116.5	94.1	107.4	112.8
(y-y% growth)						
드롭액	10.4	1.5	13.7	-7.9	0.8	4.0
매출액	-2.4	11.7	-3.7	-7.2	6.9	5.5
EBITDA	2.3	25.6	-21.2	-15.3	14.8	4.0
영업이익	6.5	30.5	-22.7	-17.6	14.7	3.2
순이익	127.6	-4.5	-15.3	-19.3	14.1	5.0
(%, margin)						
EBITDAM	32.0	36.0	29.4	26.9	28.9	28.5
OPM	29.1	34.0	27.3	24.3	26.1	25.5
NPM	28.7	24.5	21.5	18.8	20.0	20.0
(Valuation)						
EPS	2,329	2,224	1,884	1,521	1,736	1,823
PER	12.3	18.2	17.1	15.9	12.4	11.8
PBR	5.3	6.3	4.6	3.1	2.5	2.3
EV/EBITDA	9.0	10.3	9.3	7.7	5.3	4.7
ROE	52.1	37.8	28.2	20.8	21.5	20.5
Dividend Yield	4.2	2.9	3.1	3.3	4.3	4.6

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

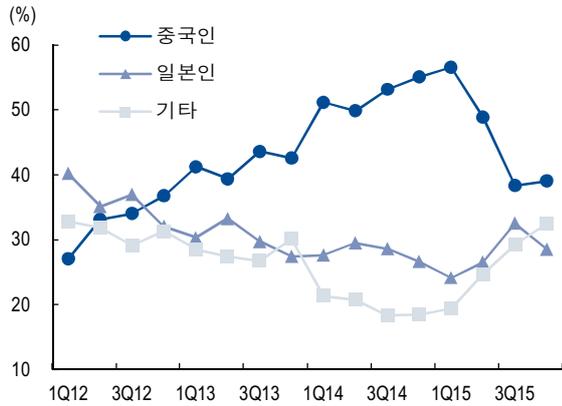
GKL 카지노 주요 지표 현황 및 전망

(단위: 십억원, %, 천명, 백만원)

	2012	2013	2014	2015E	2016F	2017F
드롭액	3,859	3,916	4,450	4,100	4,134	4,298
중국인 방문객	1,270	1,630	2,337	1,910	1,788	1,798
일본인 방문객	1,385	1,183	1,245	1,128	1,108	1,150
기타국 방문객	1,204	1,103	868	1,062	1,239	1,349
(%, 비중)						
중국인 방문객	32.9	41.6	52.5	46.6	43.2	41.8
일본인 방문객	35.9	30.2	28.0	27.5	26.8	26.8
기타국 방문객	31.2	28.2	19.5	25.9	30.0	31.4
카지노 매출액	502.4	561.3	540.7	501.5	535.9	565.1
테이블	488.4	483.2	461.2	415.2	434.5	457.6
슬롯머신	14.0	78.1	79.5	86.3	101.4	107.6
입장객 수	1,517	1,613	1,571	1,627	1,741	1,812
중국인 방문객	416	528	635	683	746	779
일본인 방문객	623	550	456	409	427	444
기타 방문객	478	535	480	535	568	588
인당 드롭액	2.5	2.4	2.8	2.5	2.4	2.4
중국인 방문객	3.1	3.1	3.7	2.8	2.4	2.3
일본인 방문객	2.2	2.1	2.7	2.8	2.6	2.6
기타 방문객	2.5	2.1	1.8	2.0	2.2	2.3

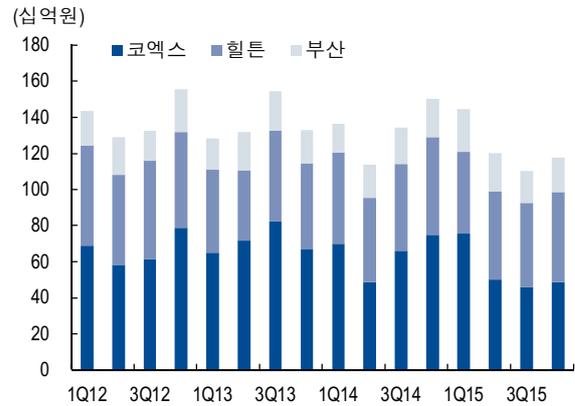
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

국적별 드롭액 비중 추이



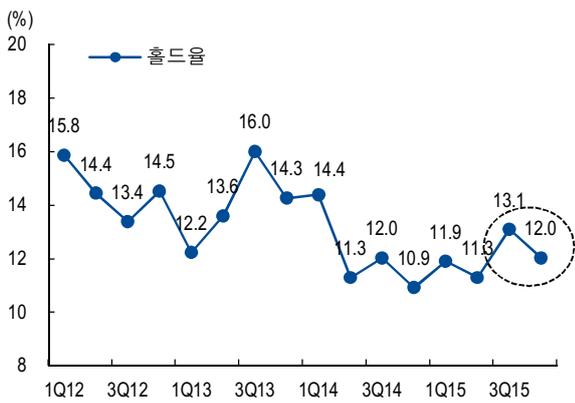
자료: GKL, NH투자증권 리서치센터 전망

영업장별 카지노 매출액 추이



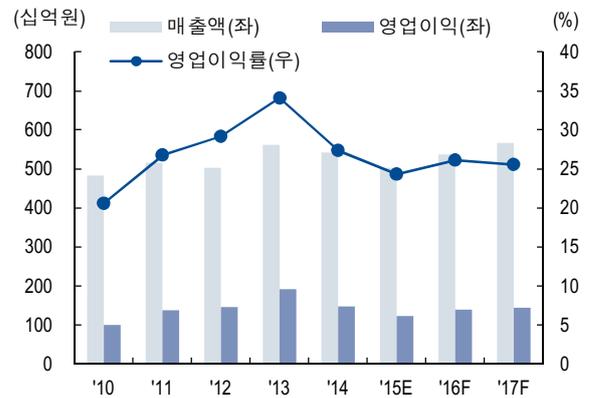
자료: GKL, NH투자증권 리서치센터 전망

고객 mix 변화에 따른 홀드율 개선 기대



자료: GKL, NH투자증권 리서치센터 전망

GKL 실적 전망



자료: GKL, NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	541	502	536	565
증감률 (%)	-3.7	-7.2	6.9	5.5
매출원가	359	345	359	381
매출총이익	182	156	177	185
Gross 마진 (%)	33.7	31.1	33.1	32.7
판매비와 일반관리비	34	34	38	40
영업이익	148	122	140	144
증감률 (%)	-22.7	-17.6	14.7	3.2
OP 마진 (%)	27.3	24.3	26.1	25.5
EBITDA	159	135	155	161
영업외손익	5	2	2	4
금융수익(비용)	10	9	9	11
기타영업외손익	-5	-7	-7	-7
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	153	124	141	148
법인세비용	37	30	34	36
계속사업이익	117	94	107	113
당기순이익	117	94	107	113
증감률 (%)	-15.3	-19.3	14.1	5.0
Net 마진 (%)	21.5	18.8	20.0	20.0
지배주주지분 순이익	117	94	107	113
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-8	0	0	0
총포괄이익	109	94	107	113

Valuation / Profitability / Stability				
	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
PER(배)	17.1	15.9	12.4	11.8
PBR(배)	4.6	3.1	2.5	2.3
PCR(배)	12.9	11.6	9.0	8.6
PSR(배)	3.7	3.0	2.5	2.3
EV/EBITDA(배)	9.3	7.7	5.3	4.7
EV/EBIT(배)	10.1	8.5	5.8	5.3
EPS(원)	1,884	1,521	1,736	1,823
BPS(원)	6,974	7,686	8,492	9,335
SPS(원)	8,741	8,108	8,663	9,136
자기자본이익률(ROE, %)	28.2	20.8	21.5	20.5
총자산이익률(ROA, %)	19.2	14.6	16.1	15.5
투하자본이익률 (ROIC, %)	-99.5	-129.3	-386.2	-389.7
배당수익률(%)	3.1	3.3	4.3	4.6
배당성향(%)	53.2	53.3	53.6	53.8
총현금배당금(십억원)	62	50	58	61
보통주 주당배당금(원)	1,002	810	930	980
순부채(현금)/자기자본(%)	-117.6	-97.5	-97.4	-97.8
총부채/ 자기자본(%)	50.9	34.6	32.9	31.4
이자발생부채	1	1	1	1
유동비율(%)	258.1	338.8	355.6	372.9
총발행주식수(백만주)	62	62	62	62
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	32,250	24,200	21,450	21,450
시가총액(십억원)	1,995	1,497	1,327	1,327

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	188	193	222	259
매출채권	15	14	15	15
유동자산	529	487	536	590
유형자산	38	78	83	87
투자자산	34	36	39	41
비유동자산	122	153	162	168
자산총계	651	640	698	759
단기성부채	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0
유동부채	205	144	151	158
장기성부채	0	0	0	0
장기충당부채	14	21	22	23
비유동부채	15	21	22	23
부채총계	220	164	173	181
자본금	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21
이익잉여금	379	423	473	525
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	431	475	525	577

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	159	62	122	134
당기순이익	117	94	107	113
+ 유/무형자산상각비	11	13	15	17
+ 중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	155	129	147	154
- 운전자본의증가(감소)	38	-45	-1	4
투자활동 현금흐름	-1	4	-42	-39
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-13	-52	-20	-20
+ 투자자산의매각(취득)	15	-2	-2	-2
Free Cash Flow	146	10	102	114
Net Cash Flow	158	66	80	95
재무활동현금흐름	-73	-62	-50	-58
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-73	-62	-50	-58
현금의증가	85	4	29	37
기말현금 및 현금성자산	188	193	222	259
기말 순부채(순현금)	-507	-464	-512	-564

파라다이스(034230.KQ)

실적 우려가 해소되긴 어렵다

Company Report | 2016. 1. 20

중장기 성장동력(복합리조트)은 밸류에이션 프리미엄을 정당화하는 요인이지만, 추가적인 실적 하향 가능성 감안 시 상승여력 제한적이라는 판단

보수적인 접근

투자의견 Hold 유지하며 목표주가는 18,000원(기존 24,000원)으로 하향. 목표주가는 2016년 예상 실적 기준 PER 20.8배 수준

실적 하향 요인이 여전히 존재하는 점 및 상승여력이 제한적인 밸류에이션 (2016F PER 17.4배) 감안 시 아직 보수적인 관점의 접근 유효

실적 하향 요인 여전히 존재

2015년 10월을 제외할 경우 여전히 월별 실적에서 뚜렷한 회복세 감지하기 어려움. 물론 2월부터 기저효과가 강해진다는 점에서 성장에 대한 부담은 완화될 수 있지만, 본질적인 수요 개선은 단기간 확인하기 어려울 전망

상반기까지 부산점 통합효과 지속되고, 7월 부산점 증설(면적 약 60% 증가)이 예정된 점은 긍정적인 요인

다만, 1) 하반기 파라다이스 세가사미 비용증가 구간 진입, 2) 2017년 파라다이스 시티 개장 이후 기존점 성장률 둔화 가능성, 3) 감가상각비, 이자비용, 인건비 등 비용증가 요인이 영업실적에 부담으로 작용할 가능성에 주목

2016년 매출액은 6,758억원(+8.6% y-y), 영업이익은 820억원(+30.5% y-y) 전망. 기저효과 영향이 아닌 본격적인 수요 성장이 확인되어야 긍정적인 접근 가능하다는 판단

4분기 Preview: 양호한 매출액에도 불구하고 비용증가 부담

4분기 매출액은 1,849억원(+3.1% y-y), 영업이익은 155억원(흑전 y-y)으로 추정되며, 영업이익은 컨센서스(188억원) 하회할 것으로 추정

파라다이스 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E					1Q16F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	179.2	151.4	143.0	142.8	184.9	3.1	29.5	190.7	183.1	168.4
영업이익	-8.2	22.6	13.2	11.5	15.5	흑전	35.1	23.6	18.8	22.7
영업이익률	-4.6	14.9	9.3	8.0	8.4	-	-	12.4	10.3	13.5
세전이익	8.8	33.2	16.9	16.2	17.6	98.6	8.3	29.2	25.9	28.4
(지배)순이익	4.2	38.5	10.8	12.3	13.1	212.9	6.1	21.1	18.2	21.2

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Hold (유지)

목표주가	18,000원 (하향)		
현재가 ('16/01/19)	15,050원		
업종	서비스		
KOSPI / KOSDAQ	1889.64 / 681.25		
시가총액(보통주)	1,368.7십억원		
발행주식수(보통주)	90.9백만주		
52주 최고가('15/06/17)	32,300원		
최저가('16/01/18)	15,000원		
평균거래대금(60일)	10,166백만원		
배당수익률(2015E)	2.83%		
외국인지분율	9.4%		
주요주주			
파라다이스글로벌 외 11인	46.7%		
국민연금공단	5.1%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-30.0	-38.9	-40.3
상대수익률 (%)	-29.7	-30.7	-49.3

	2014	2015E	2016F	2017F
매출액	676	622	676	787
증감률	8.8	-8.0	8.6	16.5
영업이익	79	63	82	99
영업이익률	11.7	10.1	12.1	12.6
(지배)순이익	96	75	79	88
EPS	1,060	821	864	967
증감률	-4.8	-22.5	5.2	11.9
PER	22.3	21.5	17.4	15.6
PBR	2.1	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.3	13.9	9.3	9.8
ROE	11.1	7.3	7.4	8.0
부채비율	36.0	58.5	74.8	76.7
순차입금	-564	-528	-501	-186

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 김진성

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

**2015년 4분기 실적
컨센서스 하회 추정**

파라다이스의 4분기 연결 매출액은 1,849억원(+3.1% y-y), 영업이익은 155억원(흑전 y-y)으로 추정되며, 영업이익은 컨센서스(188억원)를 하회할 것으로 보인다. 일회적인 요인(10월 워커힐점 홀드올 급상승)에 의해 매출액은 양호한 수준이 예상되나, 비용증가 요인(부산점 관련 고정비, 4분기 인건비 상승)을 감안할 경우 영업이익 부진은 불가피한 것으로 판단된다.

**밸류에이션 수준
정당화 가능한
성장요인 당분간 부재**

1월 초에 발표된 카지노 영업지표에 의하면 4분기 국적별 드롭액 성장률은 전년동기대비 중국인 VIP -39.1%, 일본인 VIP -1.3%, 기타국적 VIP +30.6%, Mass -14.4% 기록하였다(2014년 4분기에 부산점 실적 포함한 증감률). 비록 중국인 VIP에 대한 의존도가 53.1%(-12.0%p y-y)로 축소되었지만, 동사에게는 여전히 중국 수요 회복이 핵심 변수로 작용하고 있다. 현재와 같은 마케팅 환경 하에서는 점진적인 회복 이상의 성장세를 기대하기 어렵다는 판단이며, 이에 따라 밸류에이션 수준을 정당화할 수 있는 성장요인은 당분간 부재할 것으로 예상된다.

**아직 보수적인 관점의
접근 필요**

한편, 상반기까지는 부산점 통합효과가 지속될 전망이다, 7월부터 부산점의 영업장 증설(면적 약 60% 증가)이 예정된 점은 긍정적인 요인이다. 하지만, 1) 실적 하향 요인이 여전히 존재하는 점(하반기 파라다이스 세가사미 비용증가 구간 진입, 중국인 수요 회복 지연, 2017년 파라다이스 시티 개장 이후 기존점 성장률 둔화 가능성) 및 2) 상승여력이 제한적인 밸류에이션(2016F PER 17.4배) 감안할 경우 아직 보수적인 관점의 접근이 유효한 것으로 판단된다.

파라다이스 분기 실적 추정 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F
매출액	170.6	172.5	172.6	179.2	151.4	143.0	142.8	184.9	168.4	163.7	164.5	179.3
카지노	150.8	148.8	139.9	148.9	131.2	122.7	117.5	159.1	146.3	142.2	133.3	152.2
호텔	17.0	21.1	27.9	27.6	17.2	18.0	20.1	23.1	18.5	18.7	25.3	24.2
기타	2.7	2.6	4.9	2.7	3.0	2.3	5.2	2.6	3.5	2.7	5.9	2.9
매출원가	124.0	124.5	125.9	162.7	114.2	112.7	116.9	148.3	128.0	124.1	126.8	140.4
매출총이익	46.6	48.0	46.7	16.6	37.2	30.3	25.9	36.5	40.4	39.6	37.7	38.8
판관비	14.6	18.5	17.8	24.8	14.6	17.0	14.5	21.1	17.7	19.1	16.4	21.3
영업이익	32.0	29.5	29.0	-8.2	22.6	13.2	11.5	15.5	22.7	20.5	21.3	17.5
세전이익	45.8	31.7	36.0	8.8	33.2	16.9	16.2	17.6	28.4	25.3	26.1	25.6
순이익	47.3	21.9	23.0	4.2	38.5	10.8	12.3	13.1	21.2	18.9	19.4	19.1
(y-y% growth)												
매출액	17.6	12.4	5.1	1.5	-11.2	-17.1	-17.3	3.1	11.2	14.5	15.2	-3.0
영업이익	-8.8	-25.7	-15.3	적전	-29.3	-55.2	-60.5	흑전	0.3	54.7	85.8	13.0
순이익	71.8	-39.2	-6.3	-68.1	-18.7	-50.6	-46.4	212.9	-45.0	74.5	57.7	45.9
(%, margin)												
GPM	27.3	27.8	27.1	9.2	24.6	21.2	18.2	19.8	24.0	24.2	22.9	21.7
OPM	18.7	17.1	16.8	-4.6	14.9	9.3	8.0	8.4	13.5	12.5	12.9	9.8
NPM	27.7	12.7	13.3	2.3	25.4	7.6	8.6	7.1	12.6	11.5	11.8	10.6

주: 2014년 중단영업실적(Paradise Safari Park, Paradise Investment and Development) 포함. 2015년 1분기 투자자산매각차익 190억원(중단사업이익) 포함
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

파라다이스 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2014	2015E	2016F	2017F
매출액	- 수정 후	695.0	622.0	675.8	787.2
	- 수정 전		627.8	711.5	913.9
	- 변동률		-0.9	-5.0	-13.9
영업이익	- 수정 후	82.3	62.8	82.0	99.4
	- 수정 전		70.9	99.7	131.2
	- 변동률		-11.4	-17.8	-24.3
영업이익률(수정 후)		11.8	10.1	12.1	12.6
EBITDA		101.5	89.6	111.6	139.5
(지배지분)순이익		96.4	74.7	78.6	87.9
EPS	- 수정 후	1,060	821	864	967
	- 수정 전		915	1,003	1,265
	- 변동률		-10.2	-13.9	-23.6
PER		22.3	21.5	17.4	15.6
PBR		2.1	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA		17.3	13.9	9.3	9.8
ROE		11.1	7.3	7.4	8.0

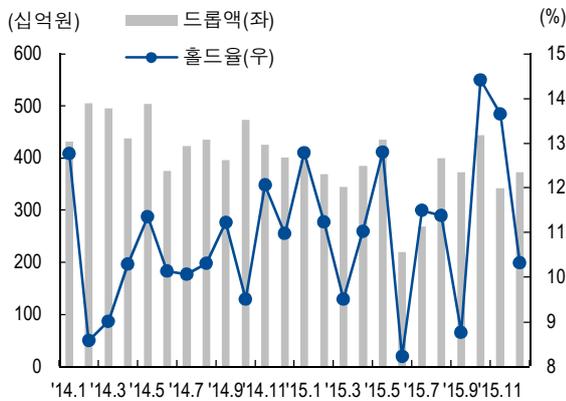
주: 1. EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

2. 2014년 실적은 중단영업실적(Paradise Safari Park, Paradise Investment and Development) 포함

3. 2015년 지배지분순이익에 투자자산매각차익 190억원(중단사업이익) 포함

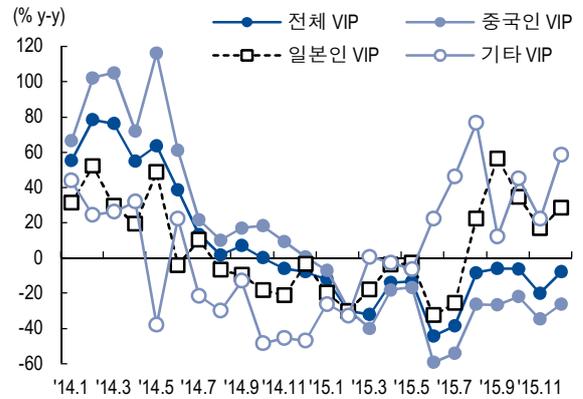
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

월별 드롭액 및 홀드율 추이



주: 2015년 7월부터 연결실적에 부산점 포함
자료: 파라다이스, NH투자증권 리서치센터

국적별 VIP 드롭액 증감률 추이



주: 2015년 7월부터 연결실적에 부산점 포함
자료: 파라다이스, NH투자증권 리서치센터

파라다이스 월별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	'14.12	'15.1	'15.2	'15.3	'15.4	'15.5	'15.6	'15.7	'15.8	'15.9	'15.10	'15.11	'15.12
연결실적													
드롭액	400.9	396.1	367.8	343.4	384.6	434.6	218.7	267.8	399.4	372.2	444.2	341.7	372.6
y-y(%)	-6.6	-8.2	-27.2	-30.7	-12.1	-13.7	-41.7	-36.7	-8.3	-5.9	-6.1	-19.8	-7.0
중국인 VIP	257.6	248.7	223.5	194.1	228.2	271.4	93.7	119.6	205.1	177.5	244.1	179.0	189.9
일본인 VIP	66.1	60.4	78.1	62.0	60.4	75.6	39.8	58.7	95.9	108.1	107.8	78.8	84.6
기타 VIP	34.1	38.3	27.6	46.6	48.3	40.7	50.4	52.7	54.5	41.0	46.3	44.1	54.2
매출액	47.0	53.5	43.9	35.9	45.5	58.5	20.2	33.8	48.7	35.9	67.1	50.3	41.7
y-y(%)	-2.7	-7.3	-3.9	-24.1	-4.5	-3.1	-50.3	-25.3	3.0	-24.1	39.7	-6.3	-11.4
홀드율	11.0	12.8	11.2	9.5	11.0	12.8	8.2	11.5	11.4	8.8	14.4	13.6	10.3
*연결실적 *2014년 7월부터 부산점 포함 가정(비교 편의)													
드롭액	480.1	466.4	428.0	400.1	437.6	505.6	250.6	267.8	399.4	372.2	444.2	341.7	372.6
y-y(%)	-	-	-	-	-	-	-	-46.8	-22.5	-19.8	-19.8	-32.5	-22.4
중국인 VIP	310.0	290.6	261.9	225.7	261.3	310.2	109.3	119.6	205.1	177.5	244.1	179.0	189.9
일본인 VIP	87.0	82.4	93.0	79.6	74.2	97.6	50.5	58.7	95.9	108.1	107.8	78.8	84.6
기타 VIP	36.8	40.2	30.9	50.0	50.2	45.5	52.8	52.7	54.5	41.0	46.3	44.1	54.2
매출액	55.7	60.0	50.4	40.2	51.6	69.8	24.7	33.8	48.7	35.9	67.1	50.3	41.7
y-y(%)	-	-	-	-	-	-	-	-37.3	-6.7	-36.3	25.7	-16.3	-25.1
홀드율	10.9	12.2	11.1	9.1	11.0	13.2	8.9	11.5	11.4	8.8	14.4	13.6	10.3
워커힐													
드롭액	239.9	237.5	221.4	198.2	222.9	235.2	132.1	140.7	194.2	172.5	227.9	163.1	189.4
y-y(%)	-14.1	-13.0	-33.8	-35.8	-22.3	-25.0	-37.9	-44.8	-24.9	-28.3	-20.9	-38.0	-21.0
중국인 VIP	139.7	130.9	116.4	90.5	106.3	114.0	36.9	42.0	74.7	60.9	95.1	68.2	77.7
일본인 VIP	42.2	36.9	55.5	39.5	38.1	54.1	26.7	30.8	48.7	55.2	65.8	36.7	39.6
기타 VIP	23.7	28.9	18.8	35.0	39.6	29.2	39.9	41.7	40.4	26.6	36.1	32.0	43.6
매출액	33.8	38.1	29.2	23.6	29.5	38.8	14.8	20.0	33.4	23.6	47.7	30.1	27.4
y-y(%)	-9.4	-16.4	-10.7	-26.0	-14.8	-16.5	-42.2	-29.5	2.1	-31.2	49.3	-21.8	-19.0
홀드율	13.0	15.0	12.2	10.5	12.1	15.5	10.0	12.8	15.9	12.4	20.0	16.9	13.2
제주그랜드													
드롭액	62.8	72.6	55.0	53.2	61.9	62.2	40.4	29.2	43.6	43.6	51.2	36.6	36.9
y-y(%)	27.4	13.6	-22.7	-33.5	0.5	-21.9	-45.2	-56.6	-45.7	-30.7	-25.8	-30.5	-41.2
중국인 VIP	50.7	63.4	45.6	45.6	52.4	52.6	31.2	21.9	32.4	30.9	42.2	28.5	29.6
일본인 VIP	4.5	2.6	2.8	1.7	2.6	3.2	4.1	2.6	5.3	4.3	1.9	2.6	1.1
기타 VIP	2.8	2.7	2.4	2.9	2.2	2.0	2.3	2.5	2.7	3.6	1.7	1.4	2.0
매출액	5.7	6.4	7.1	2.8	6.2	6.5	3.0	3.6	4.0	2.0	2.8	1.2	4.0
y-y(%)	57.1	43.0	90.8	-43.3	26.6	41.9	-45.3	-47.7	-31.2	-69.8	-14.8	-81.0	-29.5
홀드율	8.7	8.5	12.6	5.0	9.6	10.1	7.1	11.8	8.8	4.2	5.2	2.5	10.2
인천													
드롭액	98.3	85.9	91.4	92.0	99.8	137.3	46.2	58.0	85.8	88.8	98.6	66.6	68.7
y-y(%)	-2.3	-8.7	-8.3	-13.5	11.8	24.0	-47.8	-42.6	-11.4	-3.6	-14.8	-39.8	-30.1
중국인 VIP	67.3	54.4	61.4	58.0	69.4	104.8	25.6	31.7	52.6	49.2	60.4	32.7	34.3
일본인 VIP	19.4	20.8	19.7	20.9	19.7	18.3	9.1	14.8	21.1	28.2	25.9	21.5	21.9
기타 VIP	7.6	6.7	6.4	8.7	6.5	9.5	8.2	6.5	7.0	6.0	7.2	7.4	6.1
매출액	7.5	9.0	7.6	9.5	9.8	13.2	2.3	6.4	2.3	5.5	12.2	11.6	5.5
y-y(%)	2.1	17.2	-18.0	-9.5	20.9	41.7	-75.3	-36.1	-73.8	-13.7	-5.1	34.5	-26.7
홀드율	7.5	10.2	8.0	9.9	9.5	9.4	4.0	10.3	2.3	5.7	11.9	16.8	7.5
부산													
드롭액	79.2	70.4	60.2	56.7	53.0	71.0	31.9	39.9	75.7	67.3	66.4	75.5	77.6
y-y(%)	10.7	13.0	-36.2	-36.2	-27.3	-23.4	-58.6	-50.3	-4.8	-1.6	-18.1	-5.6	-2.0
중국인 VIP	52.4	42.0	38.4	31.5	33.1	38.8	15.6	24.0	45.4	36.5	46.4	49.5	48.3
일본인 VIP	20.9	22.0	15.0	17.7	13.7	22.0	10.7	10.6	20.8	20.3	14.2	18.0	22.0
기타 VIP	2.7	2.0	3.2	3.4	2.0	4.8	2.4	1.9	4.4	4.7	1.3	3.3	2.4
매출액	8.6	6.5	6.5	4.3	6.1	11.3	4.6	3.8	9.0	4.8	4.5	7.3	4.8
y-y(%)	32.2	20.3	-22.3	17.6	-8.4	24.4	8.8	-56.0	83.3	-47.1	-16.7	14.1	-44.8
홀드율	10.5	8.9	10.2	7.0	10.5	15.4	13.5	8.4	11.4	6.4	5.9	9.2	5.7

주: 2015년 7월부터 연결실적에 부산점 포함

자료: 파라다이스, NH투자증권 리서치센터

파라다이스 영업장 통합 시나리오 및 카지노부문 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	'11	'12	'13	'14	'15E	'16F
<기존 영업장>						
1. 서울 워커히						
드롭액	2,426.0	2,686.8	2,962.2	3,270.2	2,320.6	2,427.1
y-y(%)	9.1	10.7	10.3	10.4	-29.0	4.6
VIP	2,110.9	2,395.1	2,631.4	2,833.2	1,953.2	1,992.4
중국인	982.3	1,335.3	1,426.8	1,854.5	1,013.7	954.5
일본인	728.3	720.1	683.6	591.1	527.8	590.3
매출액	358.3	373.2	425.2	419.9	356.1	369.0
y-y(%)	16.8	4.2	13.9	-1.2	-14.5	3.6
2. 제주그랜드						
드롭액	283.5	459.2	682.2	822.5	586.3	569.1
y-y(%)	62.8	62.0	48.6	20.6	-28.7	-2.9
VIP	261.6	433.3	647.2	768.0	539.5	513.1
중국인	217.2	382.9	578.3	691.9	476.3	446.4
일본인	42.4	43.4	54.7	58.0	34.8	34.8
매출액	23.9	37.1	56.3	62.7	49.5	45.9
y-y(%)	80.0	55.4	51.7	11.5	-21.1	-7.3
3. 인천						
드롭액	808.9	816.3	1,061.7	1,201.6	1,016.7	1,000.0
y-y(%)	36.4	0.9	30.1	13.2	-15.4	-1.6
VIP	771.8	780.4	1,022.5	1,157.5	962.6	938.0
중국인	573.1	572.0	751.6	827.9	634.5	577.9
일본인	133.9	144.1	202.0	255.4	241.7	268.1
매출액	74.5	78.0	88.4	108.6	95.2	87.8
y-y(%)	16.7	4.7	13.2	22.9	-12.4	-7.7
<영업장 통합>						
4. 부산(3Q15부터)						
드롭액	655.6	706.3	790.5	956.3	743.7	796.5
y-y(%)	N/A	7.7	11.9	21.0	-22.2	7.1
VIP	619.1	660.0	745.3	917.6	692.6	736.8
중국인	317.4	360.6	454.7	629.5	449.7	466.9
일본인	220.0	232.1	232.0	252.9	207.1	228.1
매출액	75.9	81.3	75.4	80.5	73.5	71.4
y-y(%)	N/A	7.1	-7.2	6.7	-8.7	-2.9
5. 제주롯데(1Q18부터 가정)						
드롭액	224.0	412.8	714.0	704.1	473.8	472.5
y-y(%)		84.3	73.0	-1.4	-32.7	-0.3
VIP	210.1	393.5	690.4	672.2	449.3	444.3
중국인	182.1	351.6	654.0	637.2	428.1	423.7
일본인	22.4	30.8	28.6	30.1	12.8	11.5
매출액	22.7	36.4	50.1	37.3	36.7	36.1
y-y(%)	5.6	60.2	37.8	-25.6	-1.5	-1.7
<연결법인 실적>						
드롭액	2,426.0	2,921.0	4,190.0	5,294.2	4,324.5	4,792.7
y-y(%)	9.1	20.4	43.4	26.3	-18.3	10.8
VIP	2,110.9	2,615.0	3,804.3	4,758.6	3,829.7	4,180.4
중국인	982.3	1,526.4	2,387.3	3,374.4	2,374.8	2,445.8
일본인	728.3	745.6	843.3	904.4	910.3	1,121.3
매출액	358.3	401.8	535.5	591.3	535.0	574.1
y-y(%)	16.8	12.2	33.3	12.5	-9.0	7.3
<통합 제외 시 실적>						
드롭액	2,426.0	2,921.0	4,190.0	5,294.2	3,923.6	3,996.2
y-y(%)	9.1	20.4	43.4	26.3	-25.9	1.8
VIP	2,110.9	2,615.0	3,804.3	4,758.6	3,455.3	3,443.5
중국인	982.3	1,526.4	2,387.3	3,374.4	2,124.5	1,978.8
일본인	728.3	745.6	843.3	904.4	804.3	893.2
매출액	358.3	401.8	535.5	591.3	500.8	502.7
y-y(%)	16.8	12.2	33.3	12.5	-14.8	0.4

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

파라다이스 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Net profit	75	79	88	126	145	165	182	201	222	245	270	297
Shareholder's equity	1,042	1,078	1,120	1,177	1,245	1,320	1,404	1,496	1,597	1,709	1,833	1,969
Forecast ROE (FROE)	7.3%	7.4%	8.0%	10.9%	11.9%	12.9%	13.4%	13.9%	14.3%	14.8%	15.2%	15.6%
Spread (FROE-COE)	-1.8%	-1.7%	-1.1%	1.8%	2.8%	3.8%	4.3%	4.8%	5.2%	5.7%	6.1%	6.5%
Residual income	-19	-18	-12	21	35	48	58	69	81	94	109	124
Cost of equity (COE)	9.1%											
Beta	0.9											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	1,010											
PV of forecast period RI	276											
PV of continuing value	226											
Equity value (C+P)	1,513											
No of shares (common, mn)	90,943											
		12m TP										
Fair price (C)		18,147										
Current price (C)		15,200										
Upside (-/downside)		19.4%										
Implied P/B (x)		1.6										
Implied P/E (x)		20.8										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{자기자본가치} = \text{자기자본} + \text{미래 잔여이익의 현재가치 합}$$

$$\text{* 잔여이익(Rit)} = \text{당기순이익}_t - \text{자기자본}_{t-1} * \text{자기자본비용(Cost of Equity)}_t = \text{자기자본}_{t-1} * (\text{ROEt} - \text{COEt})$$

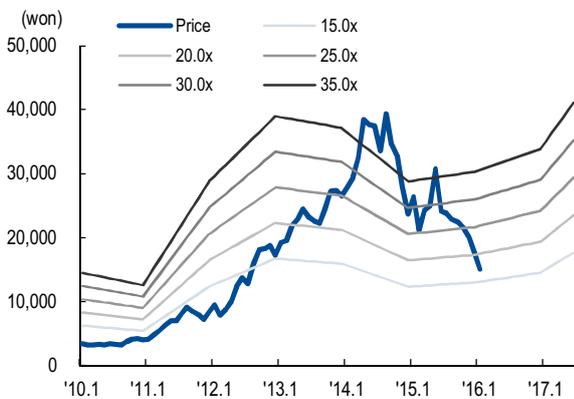
RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

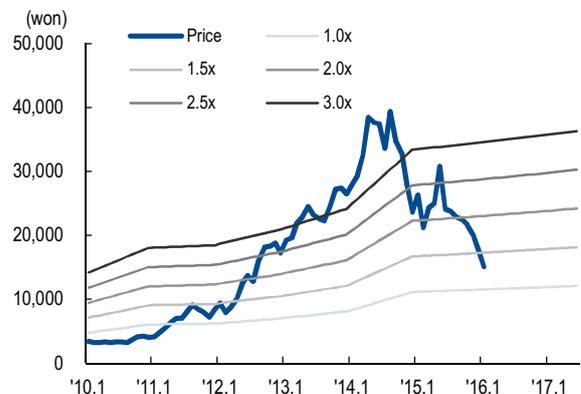
* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

12M forward PER band



자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치센터 전망

12M trailing PBR band



자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	676	622	676	787
증감률 (%)	8.8	-8.0	8.6	16.5
매출원가	532	492	519	602
매출총이익	144	130	156	185
Gross 마진 (%)	21.3	20.9	23.1	23.5
판매비와 일반관리비	65	67	74	86
영업이익	79	63	82	99
증감률 (%)	-40.2	-20.6	30.5	21.2
OP 마진 (%)	11.7	10.1	12.1	12.6
EBITDA	101	90	112	139
영업외손익	40	21	24	22
금융수익(비용)	9	9	9	4
기타영업외손익	31	13	14	18
중속, 관계기업관련손익	0	-1	0	0
세전계속사업이익	119	84	105	121
법인세비용	14	24	25	29
계속사업이익	105	60	80	92
당기순이익	106	79	80	92
증감률 (%)	-1.8	-25.5	1.7	15.1
Net 마진 (%)	15.7	12.7	11.9	11.7
지배주주지분 순이익	96	75	79	88
비지배주주지분 순이익	9	4	2	4
기타포괄이익	-2	0	0	0
총포괄이익	104	79	80	92

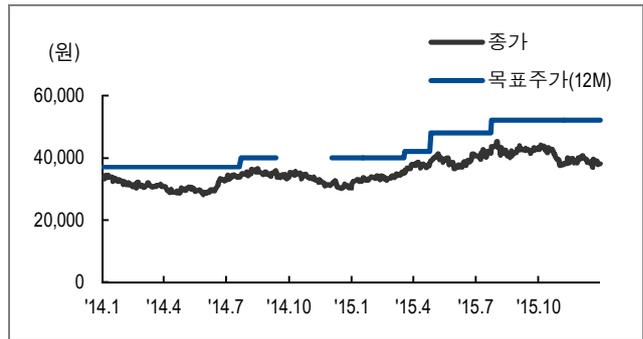
Valuation / Profitability / Stability				
	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
PER(배)	22.3	21.5	17.4	15.6
PBR(배)	2.1	1.5	1.3	1.2
PCR(배)	16.5	12.4	10.9	8.7
PSR(배)	3.2	2.6	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	17.3	13.9	9.3	9.8
EV/EBIT(배)	22.1	19.9	12.7	13.7
EPS(원)	1,060	821	864	967
BPS(원)	11,110	11,463	11,858	12,310
SPS(원)	7,435	6,840	7,431	8,655
자기자본이익률(ROE, %)	11.1	7.3	7.4	8.0
총자산이익률(ROA, %)	7.5	4.5	3.9	4.1
투자자본이익률 (ROIC, %)	13.8	8.1	9.7	9.8
배당수익률(%)	2.5	2.8	3.3	3.7
배당성장률(%)	52.5	57.0	54.2	53.3
총현금배당금(십억원)	51	43	43	47
보통주 주당배당금(원)	600	500	500	550
순부채(현금)/자기자본(%)	-47.8	-43.5	-40.0	-14.3
총부채/ 자기자본(%)	36.0	58.5	74.8	76.7
이자발생부채	80	81	83	264
유동비율(%)	210.6	229.6	205.6	122.8
총발행주식수(백만주)	91	91	91	91
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	23,600	17,650	15,050	15,050
시가총액(십억원)	2,146	1,605	1,369	1,369

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	332	435	427	309
매출채권	34	31	34	39
유동자산	705	660	637	508
유형자산	550	814	1,090	1,310
투자자산	39	44	47	52
비유동자산	897	1,265	1,551	1,784
자산총계	1,602	1,925	2,188	2,292
단기성부채	57	51	53	115
매입채무	2	2	2	2
유동부채	335	287	310	414
장기성부채	23	29	29	149
장기충당부채	11	10	11	13
비유동부채	89	423	626	581
부채총계	424	711	936	995
자본금	47	47	47	47
자본잉여금	295	295	295	295
이익잉여금	687	719	755	796
비지배주주지분	168	172	174	178
자본총계	1,178	1,214	1,252	1,297

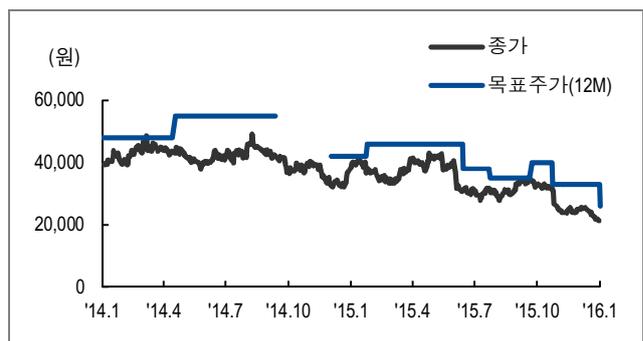
CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	135	401	331	0
당기순이익	106	79	80	92
+ 유/무형자산상각비	22	27	30	40
+ 중속, 관계기업관련손익	1	1	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-1	0	0	0
Gross Cash Flow	130	129	126	158
- 운전자본의증가(감소)	27	295	222	-132
투자활동 현금흐름	-297	-256	-299	-257
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-77	-289	-303	-258
+ 투자자산의매각(취득)	-4	-7	-3	-5
Free Cash Flow	58	112	28	-257
Net Cash Flow	-161	145	33	-257
재무활동현금흐름	247	-42	-41	138
자기자본 증가	196	0	0	0
부채증감	52	-42	-41	138
현금의증가	80	103	-8	-118
기말현금 및 현금성자산	332	435	427	309
기말 순부채(순현금)	-564	-528	-501	-186

투자이건 및 목표주가 변경내역

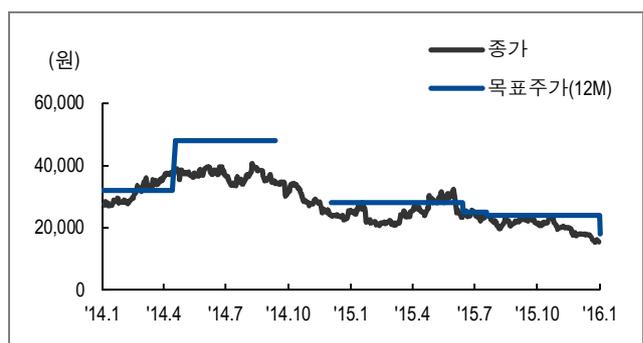
종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
강원랜드	035250.KS	2015.08.12	Buy	52,000원(12개월)
		2015.05.15	Buy	48,000원(12개월)
		2015.04.07	Buy	42,000원(12개월)
		2014.12.23	Buy	40,000원(12개월)
		2014.10.01	담당 Analyst 변경	
		2014.08.11	Buy	40,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
GKL	114090.KS	2016.01.20	Hold	26,000원(12개월)
		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)



종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
파라다이스	034230.KQ	2016.01.20	Hold	18,000원(12개월)
		2015.08.07	Hold	24,000원(12개월)
		2015.07.03	Hold	25,000원(12개월)
		2014.12.23	Hold	28,000원(12개월)
		2014.10.01	담당 Analyst 변경	
		2014.05.07	Buy	48,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재 기준 이후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2016년 1월 15일 기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
71.6%	27.3%	1.1%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.