

## 강원랜드(035250)

## 매수(유지)

목표주가: 40,000원(상향)

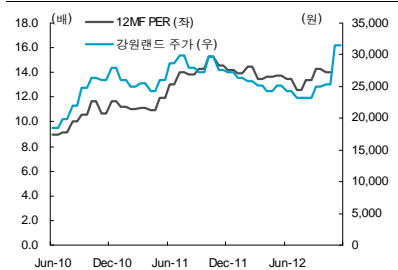
## Stock Data

KOSPI(11/26)	1,909
주가(11/26)	31,500
시가총액(십억원)	6,739
발행주식수(백만)	214
52주 최고/최저가(원)	31,500/22,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,843
유동주식비율/외국인지분율(%)	58.8/32.4
주요주주(%)	한국광해관리공단 외 2인 36.0
	강원도개발공사 6.6

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	27.3	26.0	14.3
상대주가(%p)	26.4	21.4	6.9

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 게임기구 증설 효과는 지속된다.

## 목표주가 4만원으로 상향 조정, 투자 의견 '매수' 유지

강원랜드에 대한 목표주가를 40,000원으로 25% 상향조정하고, '매수'의견을 유지한다. 목표 주가는 2013년 예상 EPS 2,061원에 목표 PER 19.4배(2012~2014년 EPS CAGR 19.4%에 PEG 1.0배)를 적용해 구했다. 목표주가 상향조정은 카지노 게임기구 증설을 반영해 2013년 순이익 전망치를 28.5% 높였기 때문이다. '매수'의견을 유지한 이유는 다음 세가지다. 1) 카지노 영업장 확장과 게임기구 증설은 확실한 성장원이 될 전망이다. 2013년 매출액과 순이익은 전년대비 각각 20%, 26% 늘어날 것으로 예상된다. 2) 이번 증설은 중장기 수익 증가로 이어질 전망이다. 3) 배당성향이 약 50%로 높아 매력적인 배당주다.

## 카지노 영업장 확장과 게임기구 증설로 2013년 카지노 매출액이 20% 증가할 전망

카지노 영업장 확장과 게임기구 증설은 2013년뿐만 아니라 지속적으로 수익 증가로 연결될 전망이다. 강원랜드가 메인카지노를 2003년 3월에 오픈하고, 2004년 2월에 테이블게임 32대를 증설한 이후 게임기구가 증설되지 않았지만, 카지노 매출은 2003년 6,709억원에서 2011년 1조 1,918억원으로 77.6% 증가했다. 우리는 2013년 카지노 매출이 1조 4,792억원으로 전년대비 20.5% 증가할 것으로 예상한다. 이는 보수적으로 일반영업장 테이블과 슬롯머신 대당 드롭액의 증설전대비 각각 20%, 15% 감소를 가정한 것으로 증설 첫해에는 대당 드롭액이 줄 수 있으나 수요가 공급을 크게 초과하는 상황에서 이번 확장과 증설로 게임 환경이 쾌적해지고, 신규 기기가 도입되면서 입장객은 꾸준히 증가해 대당 드롭액이 증설전 수준에 도달하는데 시간이 오래 걸리지 않을 전망이다.

## 넓어진 영업장을 다양하게 활용해 수익 극대화 예상

강원랜드는 확장된 영업장에 신규 게임기구 설치를 완료하고 영업을 개시하는 시기는 아직 확정되지 않았다. 우리는 게임기구 설치와 보안설비 공사 소요기간은 6개월 이내로 추정되어 2013년 2분기부터 가능할 것으로 예상한다. 강원랜드는 늘어난 영업장을 다양하게 활용하고, 고객들이 선호하는 게임기구를 설치해 수익을 극대화할 전망이다. 예를 들면 입장객 카테고리에 맞춘 별도의 구역을 신설해 영업을 활성화하고, 중장기적으로는 베팅 한도 인상 등도 기대해 볼 수 있다.

## 이익 증가로 배당금도 늘어나 중장기 투자도 유망

2012년 예상 주당 배당금은 820원으로 11월 26일 주가 31,500원 기준 배당수익률은 2.6%다. 2008년 이후 강원랜드의 배당성향은 48~49% 수준이다. 강원랜드는 중장기투자자에게 증설에 따른 수익 증가와 함께 높은 배당 수익을 얻을 수 있는 매력적인 투자대상이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2010A	1,314	556	561	426	2,088	9.8	610	13.4	7.9	2.7	21.4
2011A	1,266	489	500	381	1,875	(10.2)	554	14.5	8.2	2.4	17.5
2012F	1,313	420	436	333	1,637	(12.7)	490	19.2	10.9	2.6	14.2
2013F	1,572	529	549	419	2,061	25.9	605	15.3	8.5	2.4	16.6
2014F	1,723	597	622	474	2,335	13.3	674	13.5	7.4	2.2	17.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

홍종길 3276-6168  
jonggil@truefriend.com

최민하 3276-6260  
mhchoi@truefriend.com

〈표 1〉 카지노 게임기구수 변경

(단위: 개)

테이블	바카라	블랙잭	룰렛	다이사이	빅휠	카지노워	포커	총합
기존	61	49	10	4	2	2	4	132
변경	89	71	13	6	2	3	16	200
머신	비디오머신	슬롯머신	총합					
기존	615	345	960					
변경	960	400	1360					

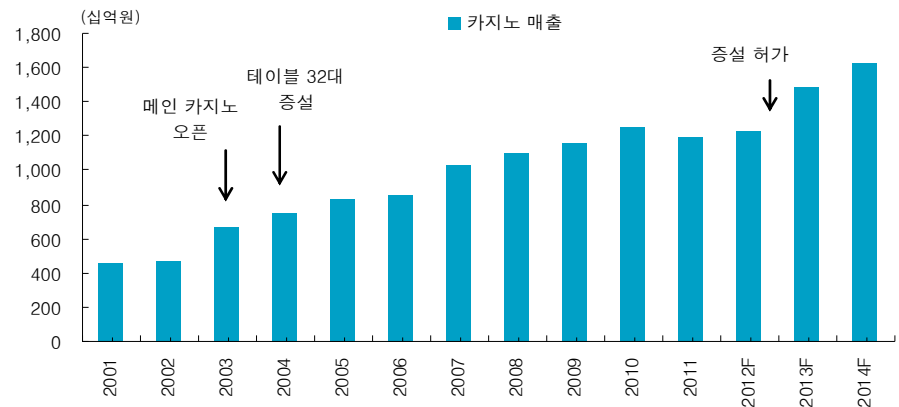
자료: 강원랜드

〈표 2〉 증설 사례 및 역사

일자	내용
1998년 06월 29일	강원랜드 설립
2000년 10월 28일	카지노 영업 개시: 테이블게임 30개, 머신 480대
2003년 03월 28일	메인카지노 오픈: 테이블게임 100대, 머신 960대
2004년 02월 25일	증설 허가: 테이블게임 132대, 머신 960대
2012년 11월 23일	증설 허가: 테이블게임 200대, 머신 1,360대

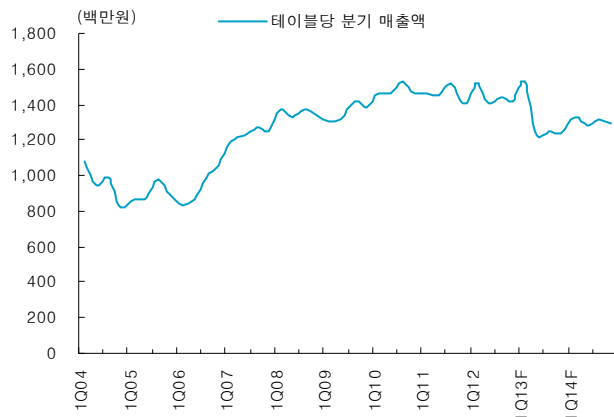
자료: 강원랜드, DART

[그림 1] 카지노 매출액 추이와 전망



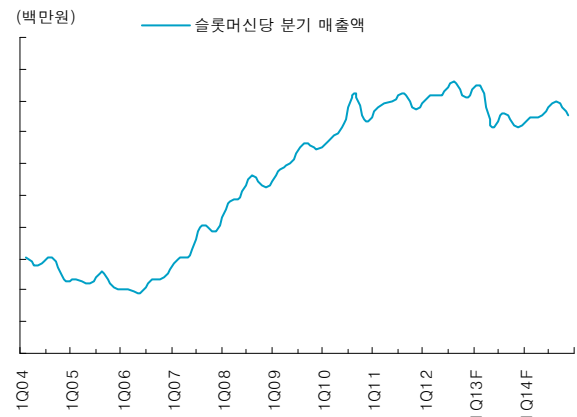
자료: 강원랜드, 한국투자증권

[그림 2] 일반영업장 테이블당 분기 매출액 추이와 전망



자료: 강원랜드, 한국투자증권

[그림 3] 일반영업장 슬롯머신당 분기 매출액 추이와 전망



자료: 강원랜드, 한국투자증권

〈표 3〉 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	2011	2012F	YoY	2013F	YoY	2014F	YoY
매출액	1,265.7	1,313.3	3.8%	1,571.5	19.7%	1,722.9	9.6%
카지노	1,191.8	1,227.7	3.0%	1,479.2	20.5%	1,626.6	10.0%
호텔	22.3	27.1	21.6%	28.2	4.0%	28.9	2.5%
콘도	22.2	25.1	13.0%	28.2	12.4%	30.1	6.7%
스키	22.3	25.1	12.4%	25.7	2.5%	26.5	3.1%
골프	5.0	5.1	1.4%	5.8	13.5%	5.9	1.7%
자회사	2.0	3.2	57.0%	4.5	40.9%	4.9	8.9%
매출원가	538.4	637.6	18.4%	750.8	17.8%	808.3	7.7%
카지노	409.5	492.3	20.2%	599.3	21.7%	650.5	8.5%
호텔	37.6	46.0	22.5%	48.3	5.0%	50.8	5.2%
콘도	45.6	49.1	7.7%	50.6	3.1%	52.1	3.0%
스키	33.3	34.8	4.4%	35.6	2.3%	36.7	3.1%
골프	4.0	4.5	12.8%	4.8	6.7%	5.0	4.2%
자회사	8.4	10.9	29.8%	12.2	11.9%	13.2	8.9%
판매비	238.2	252.8	6.1%	288.3	14.1%	313.6	8.8%
인건비	32.9	35.0	6.4%	37.5	7.1%	40.0	6.7%
감가상각비	11.4	11.0	(3.6%)	11.3	2.7%	11.6	2.7%
폐광지역개발기금	115.7	124.4	7.6%	154.5	24.2%	175.0	13.3%
자회사	6.2	6.9	11.3%	7.5	9.3%	8.0	6.7%
기타	6.2	6.9	11.3%	7.5	9.3%	8.0	6.7%
영업이익	488.5	420.0	(14.0%)	528.9	25.9%	596.9	12.9%
영업이익률	38.6	32.0	(6.6%p)	33.7	1.7%p	34.6	1.0%p
세전이익	499.7	435.9	(12.8%)	548.7	25.9%	621.8	13.3%
순이익	381.2	332.6	(12.7%)	418.7	25.9%	474.4	13.3%

자료: 강원랜드, 한국투자증권

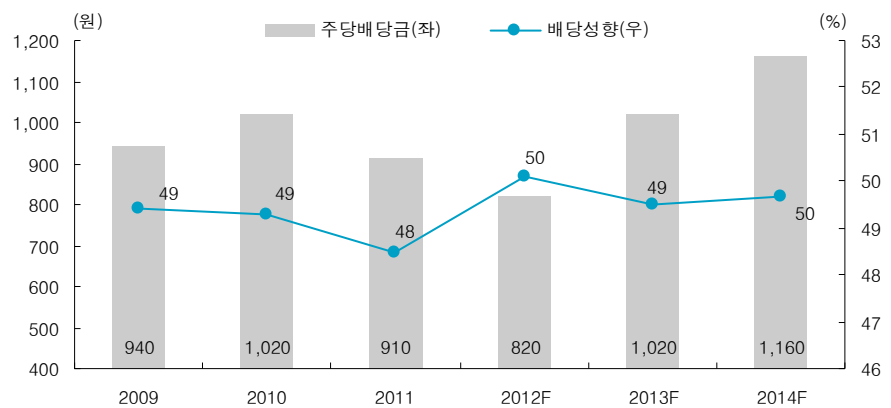
〈표 4〉 2013~2014년 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2013F			2014F		
	기존	변경	%	기존	변경	%
매출액	1,327.0	1,571.5	18.4%	1,352.3	1,722.9	27.4%
카지노	1,234.6	1,479.2	19.8%	1,256.0	1,626.6	29.5%
호텔	28.2	28.2	0.0%	28.9	28.9	0.0%
콘도	28.2	28.2	0.0%	30.1	30.1	0.0%
스키	25.7	25.7	0.0%	26.5	26.5	0.0%
골프	5.8	5.8	0.0%	5.9	5.9	0.0%
자회사	4.5	4.5	0.0%	4.9	4.9	0.0%
영업이익	404.0	528.9	30.9%	399.3	596.9	49.5%
영업이익률	30.4	33.7	3.2%p	29.5	34.6	5.1%p
세전이익	427.0	548.7	28.5%	426.4	621.8	45.8%
순이익	325.8	418.7	28.5%	325.4	474.4	45.8%

자료: 한국투자증권

[그림 4] 주당 배당금과 배당 성향 추이와 전망



자료: 강원랜드, 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

강원랜드는 '폐광지역개발지원에 관한 특별법'에 근거하여 1998년 6월 29일에 설립된 카지노 및 리조트를 운영하는 업체다. 국내에 현재 총 17개의 카지노가 운영되고 있는데, 강원랜드는 국내 유일의 내국인 출입 가능 카지노로, 여타 카지노는 외국인 전용 카지노로 운영되고 있다. 강원랜드는 2001년 10월 25일에 주식 시장에 상장되었다. 2011년말 기준 강원랜드의 사업별 매출 비중은 카지노가 94%, 호텔 2%, 스키장 1.8%, 골프장 0.4% 등이었다. 강원랜드의 최대주주는 '한국광해관리공단'으로 36%의 지분을 보유하고 있다.

- 드롭액: 테이블에서 고객이 칩 구입을 위해 지불한 금액(현금+유가증권)
- 순매출: Win/loss의 총합
- 홀드율: 순매출/드롭액

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	1,071	1,164	1,289	1,472	1,674
현금성자산	42	54	171	354	517
매출채권및기타채권	20	25	26	32	35
재고자산	2	2	2	3	3
비유동자산	1,538	1,548	1,608	1,711	1,794
투자자산	175	120	125	149	164
유형자산	1,237	1,312	1,364	1,419	1,474
무형자산	1	2	2	2	3
자산총계	2,609	2,711	2,898	3,183	3,468
유동부채	503	441	461	533	578
매입채무및기타채무	348	304	315	377	413
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7	13	13	16	17
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1	1	1	1	1
부채총계	510	454	474	549	595
지배주주지분	2,099	2,257	2,423	2,635	2,874
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	128	128	128	128	128
자본조정	(146)	(167)	(167)	(167)	(167)
이익잉여금	2,011	2,189	2,355	2,567	2,806
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,099	2,257	2,423	2,635	2,874

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	483	418	439	502	553
당기순이익	426	381	333	419	474
유형자산감가상각비	54	65	70	76	76
무형자산상각비	0	1	0	0	0
자산부채변동	(27)	(52)	34	4	0
기타	30	23	2	3	3
투자활동현금흐름	(384)	(188)	(137)	(152)	(182)
유형자산투자	(261)	(155)	(122)	(131)	(131)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(123)	(32)	(7)	(25)	(14)
무형자산순증	(0)	(1)	(0)	(1)	(0)
기타	0	0	(8)	5	(37)
재무활동현금흐름	(213)	(219)	(185)	(167)	(207)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	(193)	(198)	(185)	(167)	(207)
기타	(20)	(21)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(114)	11	117	183	163

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

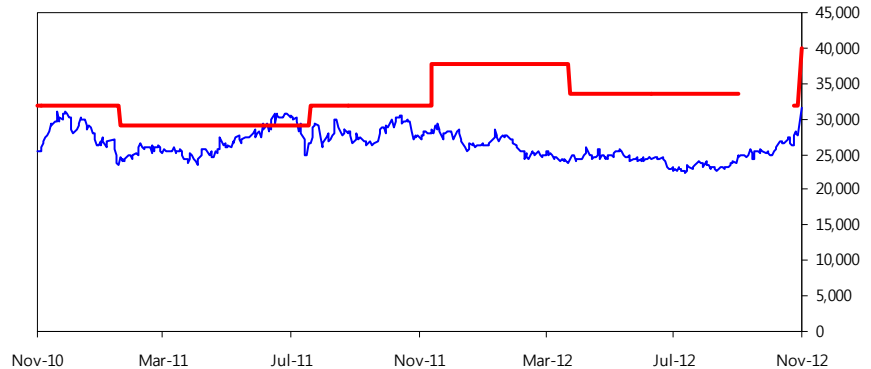
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,314	1,266	1,313	1,572	1,723
매출총이익	824	727	676	821	915
판매관리비	254	238	253	288	314
기타영업손익	(14)	(1)	(3)	(4)	(4)
영업이익	556	489	420	529	597
금융수익	53	42	47	53	61
이자수익	36	40	47	53	61
금융비용	15	8	8	8	8
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(31)	(21)	(21)	(25)	(28)
관계기업관련손익	(0)	(2)	(2)	0	0
세전계속사업이익	561	500	436	549	622
법인세비용	135	118	103	130	147
연결당기순이익	426	381	333	419	474
지배주주지분순이익	426	381	333	419	474
기타포괄이익	3	(4)	0	0	0
총포괄이익	429	377	333	419	474
지배주주지분포괄이익	429	377	333	419	474
EBITDA	610	554	490	605	674

## 주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	2,088	1,875	1,637	2,061	2,335
BPS	10,493	11,331	12,107	13,096	14,211
DPS	970	910	820	1,020	1,160
성장성(% YoY)					
매출증가율	8.9	(3.7)	3.8	19.7	9.6
영업이익증가율	19.8	(12.1)	(14.0)	25.9	12.9
순이익증가율	9.3	(10.6)	(12.7)	25.9	13.3
EPS증가율	9.8	(10.2)	(12.7)	25.9	13.3
EBITDA증가율	17.2	(9.2)	(11.5)	23.5	11.3
수익성(%)					
영업이익률	42.3	38.6	32.0	33.7	34.6
순이익률	32.4	30.1	25.3	26.6	27.5
EBITDA Margin	46.4	43.7	37.3	38.5	39.1
ROA	17.1	14.3	11.9	13.8	14.3
ROE	21.4	17.5	14.2	16.6	17.2
배당수익률	3.5	3.3	2.6	3.2	3.7
안정성					
순차입금(십억원)	(1,025)	(1,116)	(1,240)	(1,415)	(1,612)
차입금/자본총계비율(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(X)					
PER	13.4	14.5	19.2	15.3	13.5
PBR	2.7	2.4	2.6	2.4	2.2
PSR	4.6	4.6	5.1	4.3	3.9
EV/EBITDA	7.9	8.2	10.9	8.5	7.4

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
강원랜드(035250)	2011.02.14	매수	29,000 원
	2011.08.15	매수	32,000 원
	2011.12.08	매수	37,800 원
	2012.04.18	매수	33,500 원
	2012.09.28	중립	-
	2012.11.18	매수	32,000 원
	2012.11.26	매수	40,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2012년 11월 26일 현재 강원랜드 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.