

강원랜드(035250)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 46,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/15)	2,291
주가(5/15)	38,550
시가총액(십억원)	8,247
발행주식수(백만)	214
52주 최고/최저가(원)	44,050/32,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,220
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.6/30.2
주요주주(%)	한국광해관리공단 36.3
	국민연금 6.6

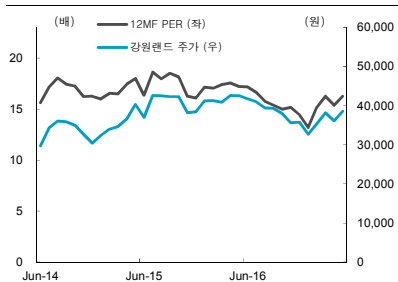
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	15.9	16.6	15.3
PBR(x)	2.2	2.2	2.1
ROE(%)	14.5	13.9	13.9
DY(%)	2.8	2.7	2.9
EV/EBITDA(x)	8.2	9.1	8.3
EPS(원)	2,242	2,320	2,512
BPS(원)	16,017	17,234	18,550

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.2	8.3	(8.6)
상대주가(%)	(4.1)	(8.1)	(25.1)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

먹구름은 걷힐 수 있다

What's new : 카지노 외형 성장 지표 부진 등으로 영업이익 감소

1분기 매출액은 4,230억원, 영업이익은 1,624억원을 기록해 전년동기대비 각각 3.1%, 8.7% 줄어 시장 컨센서스 하단에 부합하는 수준이었다. 카지노 매출액은 3.6% 감소한 3,938억원에 그쳤는데, 세부 영업 부문별 매출액 전년동기대비 성장률은 VIP 영업장(+0.3%), 슬롯머신(-3.8%), 일반테이블(-5.9%) 순이었다. 소극적인 영업 등으로 드롭액은 2Q12 이후 처음으로 역성장해 2% 감소한 1조 7,407억원을 기록했고 홀드올도 22.6%로 0.4%p 하락해 외형 감소를 견인했다. 2분기 연속 부진했던 VIP 영업장 실적은 전년 기저효과가 작용했다. 확률에 근거한 luck factor인 홀드올이 하락한 것은 카지노의 운이 따르지 않았던 것이 주된 이유이긴 하나 일반 고객 위주인 슬롯머신과 일반 테이블 실적 부진을 감안하면 믹스 영향도 일부 있었던 것으로 추정된다. 카지노 방문객수는 794,729명으로 2.7% 줄었다.

Positives : 비카지노 매출은 성장세 시현

비카지노 매출액은 291억원으로 전년동기대비 3.7% 증가했다. 세부 부문별 매출액 전년동기대비 성장률은 스키(+5.0%), 호텔(+4.4%), 콘도(+2.2%), 자회사(-33.3%) 순이었다. 통상적으로 1분기는 스키 성수기 시즌으로 스키 매출이 비카지노 매출액의 43%를 차지해 지배적인데 성과가 견조했고, 카지노 방문객수 감소에도 불구하고 호텔, 콘도 등도 외형 성장을 시현했다.

Negatives : 수익성 하락

영업이익률은 38.4%로 전년동기대비 2.3%p 하락했다. 드롭액, 방문객수 등 카지노 외형 성장지표가 대외 환경 영향 등으로 부진해 매출액이 감소해 고정비 부담이 증가했다. 지난 3월 이사회에서 의결된 강원FC 추가 후원금 22억원이 광고선전비에 반영됐다.

결론 : 외부 환경의 불확실성은 해소될 수 있어, 매수 의견 유지

강원랜드에 대해 매수 의견과 목표주가 46,000원(목표 PER 18배, 과거 5년 평균)을 유지한다. 평창올림픽 관련 기부금 이슈 등 강원랜드를 둘러싼 외부 불확실성에 주가가 한동안 크게 좌우됐다. 평창올림픽(18년 2월 9일~25일)이 가까워지고 있고 신정부가 출범했기 때문에 관련 정부 기관인 산업통상자원부, 문화체육관광부 등과의 협의를 통해 기부금 관련 불확실성은 해소될 것이다. 현재까지 기부금 납부여부, 시점, 금액 등 결정된 바가 없으나 노이즈가 해소되면 영업 전략 등의 정상화로 실적 개선과 함께 주가 반등이 가능할 것이다. 평창올림픽 관련 기부금은 2017년 실적 추정치에 아직 반영하지 않았다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	441	423	(4.1)	443	3.2	(3.1)	1,712	1,749
영업이익	172	162	(5.5)	172	36.7	(8.7)	615	632
영업이익률	39.1	38.4	(0.7)	38.8	9.4	(2.3)	35.9	36.1
세전이익	184	168	(8.5)	183	118.0	(11.1)	613	646
순이익	138	130	(6.1)	138	103.6	(9.1)	470	490

<표 1> 1분기 실적 review

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	4Q16	1Q17	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	436.6	410.0	423.0	3.2	(3.1)	442.6	(4.4)
영업이익	177.9	118.8	162.4	36.7	(8.7)	171.8	(5.5)
영업이익률	40.7	29.0	38.4	9.4	(2.3)	38.8	(0.4)
세전이익	189.1	77.1	168.0	118.0	(11.1)	182.9	(8.1)
순이익	142.8	63.8	129.8	103.6	(9.1)	138.0	(6.0)

자료: 강원랜드, fnguide, 한국투자증권

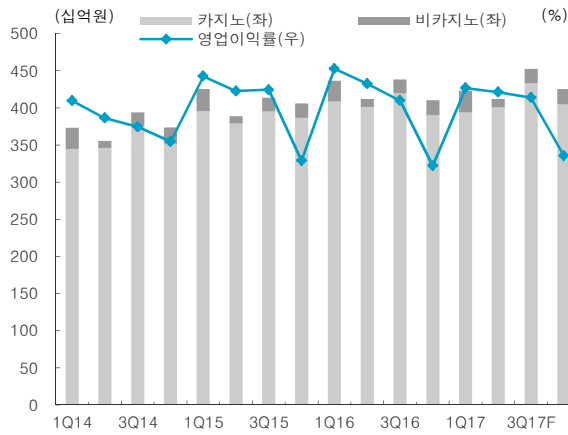
<표 2> 분기 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, 명, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F
드롭액	1,703.5	1,636.6	1,733.1	1,666.0	1,776.1	1,762.0	1,822.3	1,682.0	1,740.7	1,782.8	1,871.1	1,727.1
홀드율	23.2	23.1	22.8	23.2	23.0	22.8	23.0	23.2	22.6	22.5	23.1	23.4
방문자수	800,923	723,178	851,539	757,751	817,060	731,734	867,230	753,632	794,729	730,942	872,359	753,506
매출액	425.4	388.9	413.5	405.9	436.6	411.8	438.1	410.0	423.0	412.1	452.2	425.1
카지노	395.7	378.7	395.0	386.7	408.5	401.0	419.4	390.2	393.8	400.6	432.8	404.5
회원영업장	73.8	70.2	57.5	66.2	69.9	68.4	71.4	63.5	70.0	69.4	65.8	65.8
일반테이블	184.0	175.1	185.4	179.0	188.6	184.9	191.0	186.8	177.5	179.7	191.1	166.3
슬롯머신	138.9	134.4	151.8	144.1	152.8	150.3	157.3	144.4	146.9	151.5	175.9	172.3
비카지노	29.7	10.2	18.5	19.2	28.1	10.8	18.7	19.9	29.1	11.4	19.4	20.6
매출원가	185.6	177.5	181.6	214.9	185.0	182.6	195.3	222.3	187.2	186.2	198.9	224.6
쿠폰	37.4	35.8	36.7	42.4	37.0	38.2	39.7	40.7	39.2	39.4	39.5	41.9
관광진흥개발기금	39.2	38.0	39.5	38.9	41.1	39.8	41.9	39.4	38.9	40.1	43.3	40.5
개별소비세	16.7	19.7	20.5	20.2	17.5	21.0	21.8	20.5	16.6	19.9	21.4	19.9
매출총이익	239.9	211.4	231.9	191.0	251.5	229.2	242.8	187.8	235.7	225.8	253.3	200.5
영업이익	169.4	147.9	157.9	120.2	177.9	160.3	161.7	118.8	162.4	156.1	168.4	128.4
영업이익률	39.8	38.0	38.2	29.6	40.7	38.9	36.9	29.0	38.4	37.9	37.2	30.2
세전이익	177.2	136.6	163.4	116.6	189.1	164.1	166.6	77.1	168.0	160.4	173.3	111.3
지배주주순이익	132.4	97.4	119.0	93.0	142.8	123.7	124.3	63.8	129.8	122.7	132.6	85.2
(% YoY)												
드롭액	14.6	7.3	4.6	7.1	4.3	7.7	5.1	1.0	(2.0)	1.2	2.7	2.7
홀드율	0.0	0.4	0.1	0.6	(0.2)	(0.4)	0.2	(0.0)	(0.4)	(0.3)	0.1	0.2
방문자수	7.5	4.0	2.2	3.3	2.0	1.2	1.8	(0.5)	(2.7)	(0.1)	0.6	(0.0)
매출액	14.0	9.3	5.0	8.6	2.6	5.9	6.0	1.0	(3.1)	0.1	3.2	3.7
카지노	14.8	9.4	5.1	9.9	3.2	5.9	6.2	0.9	(3.6)	(0.1)	3.2	3.7
회원영업장	14.2	13.5	(16.5)	3.2	(5.3)	(2.7)	24.1	(4.0)	0.3	1.5	(7.9)	3.6
일반테이블	9.9	3.0	7.9	9.8	2.5	5.6	3.0	4.4	(5.9)	(2.8)	0.1	(11.0)
슬롯머신	23.5	13.8	11.6	15.3	10.0	11.8	3.6	0.2	(3.8)	0.8	11.8	19.3
비카지노	4.4	6.7	2.5	(12.0)	(5.4)	5.8	1.4	3.5	3.7	5.5	3.8	3.8
매출원가	6.9	7.0	(4.0)	11.0	(0.3)	2.9	7.5	3.4	1.2	2.0	1.9	1.0
쿠폰	8.0	6.6	(0.1)	16.4	(1.1)	6.7	8.1	(3.8)	5.9	3.1	(0.4)	3.0
관광진흥개발기금	15.6	8.9	4.8	10.5	4.8	4.7	6.2	1.3	(5.3)	0.8	3.2	2.6
개별소비세	19.4	8.9	4.8	10.5	4.4	6.1	6.2	1.3	(4.9)	(4.8)	(1.8)	(3.0)
매출총이익	20.1	11.4	13.2	6.1	4.9	8.4	4.7	(1.7)	(6.3)	(1.5)	4.3	6.8
영업이익	23.1	19.7	18.9	0.8	5.0	8.4	2.4	(1.1)	(8.7)	(2.6)	4.2	8.0
영업이익률	3.0	3.3	4.5	(2.3)	0.9	0.9	(1.3)	(0.6)	(2.3)	(1.0)	0.3	1.2
세전이익	26.2	2.9	17.5	39.4	6.7	20.1	2.0	(33.9)	(11.1)	(2.3)	4.0	44.4
지배주주순이익	24.9	(3.2)	12.8	96.3	7.9	27.1	4.5	(31.4)	(9.1)	(0.8)	6.6	33.6

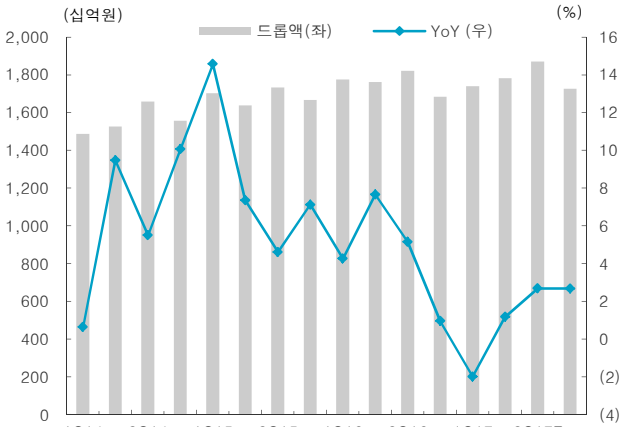
자료: 강원랜드, 한국투자증권

[그림 1] 부문별 분기 매출액과 영업이익률



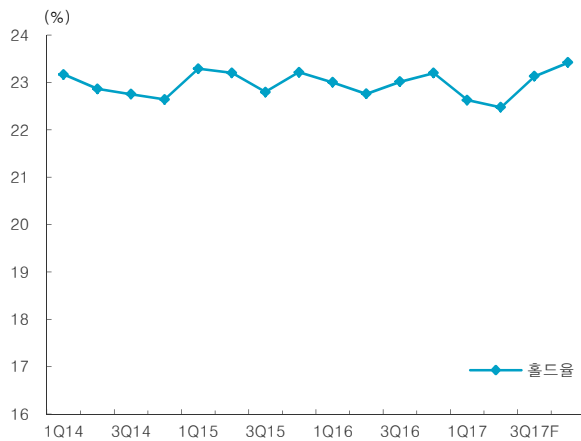
자료: 강원랜드, 한국투자증권

[그림 2] 분기 드롭액



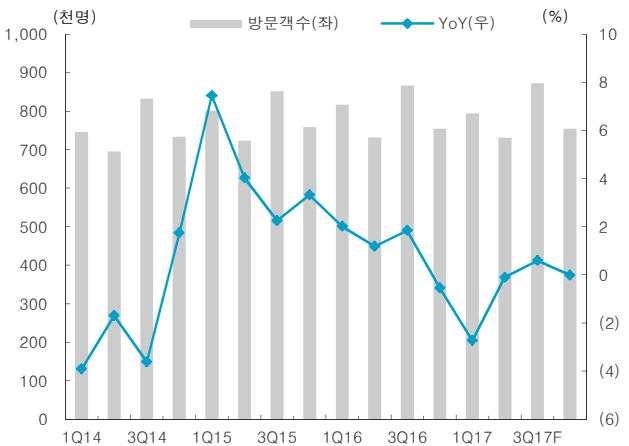
자료: 강원랜드, 한국투자증권

[그림 3] 분기 홀드율



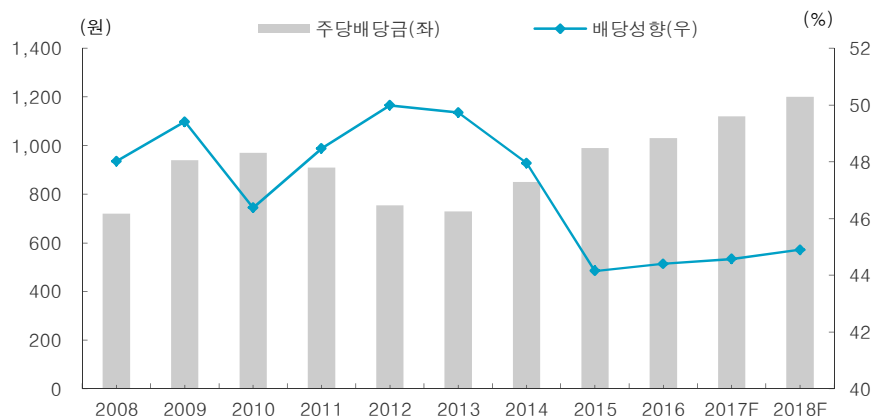
자료: 강원랜드, 한국투자증권

[그림 4] 분기 방문객수



자료: 강원랜드, 한국투자증권

[그림 5] 주당배당금과 배당성향



자료: 강원랜드, 한국투자증권

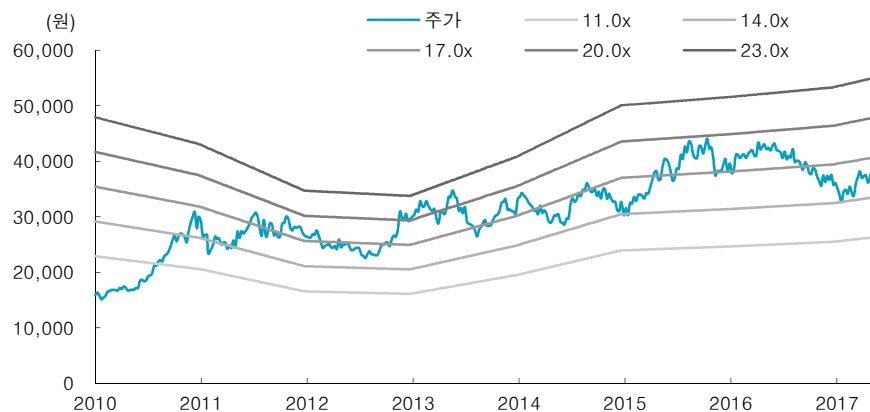
<표 3> 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
드롭액	5,765.7	5,750.5	5,854.0	6,223.6	6,739.2	7,042.4	7,121.8	7,462.1
홀드율	20.7	21.1	21.8	22.8	23.1	23.0	22.9	23.2
방문자수	2,983,457	3,024,510	3,067,993	3,006,900	3,133,391	3,169,656	3,151,536	3,191,568
매출액	1,265.7	1,296.2	1,361.3	1,496.5	1,633.7	1,696.5	1,712.3	1,810.3
카지노	1,191.8	1,213.1	1,277.3	1,418.7	1,556.1	1,619.0	1,631.7	1,727.8
회원영업장	173.7	193.7	204.5	259.6	267.7	273.1	271.0	273.3
일반테이블	650.9	638.2	643.6	672.1	723.4	751.4	714.7	731.7
슬롯머신	367.2	377.3	430.6	491.6	569.2	604.8	646.7	722.8
비카지노	73.9	83.1	84.0	77.9	77.6	77.5	80.6	82.5
매출원가	538.4	647.8	726.1	722.3	759.6	785.2	796.9	839.3
콤프	114.6	128.0	142.2	141.4	152.3	155.7	160.1	168.0
관광진흥개발기금	118.1	120.4	127.4	141.7	155.6	162.2	162.8	172.7
개별소비세	-	59.0	62.6	70.0	77.2	80.7	77.9	84.8
매출총이익	727.3	648.3	635.2	774.2	874.1	911.4	915.4	971.0
영업이익	489.6	404.9	388.0	513.2	595.4	618.6	615.3	658.2
세전이익	499.7	407.1	393.8	495.9	593.9	596.9	613.0	665.7
지배주주순이익	381.2	306.2	297.6	359.4	441.6	454.6	470.3	509.4
매출총이익률	57.5	50.0	46.7	51.7	53.5	53.7	53.5	53.6
영업이익률	38.7	31.2	28.5	34.3	36.4	36.5	35.9	36.4
순이익률	30.1	23.6	21.9	24.0	27.0	26.8	27.5	28.1
(% YoY)								
드롭액	(8.7)	(0.3)	1.8	6.3	8.3	4.5	1.1	4.8
홀드율	0.8	0.4	0.7	1.0	0.3	(0.1)	(0.1)	0.2
방문자수	(3.5)	1.4	1.4	(2.0)	4.2	1.2	(0.6)	1.3
매출액	(3.7)	2.4	5.0	9.9	9.2	3.8	0.9	5.7
카지노	(5.0)	1.8	5.3	11.1	9.7	4.0	0.8	5.9
회원영업장	(27.1)	11.5	5.6	26.9	3.1	2.0	(0.8)	0.9
일반테이블	(1.5)	(2.0)	0.8	4.4	7.6	3.9	(4.9)	2.4
슬롯머신	3.4	2.8	14.1	14.2	15.8	6.2	6.9	11.8
비카지노	24.6	12.6	1.0	(7.3)	(0.3)	(0.1)	4.0	2.3
매출원가	10.4	20.3	12.1	(0.5)	5.2	3.4	1.5	5.3
콤프	12.9	11.6	11.1	(0.6)	7.7	2.2	2.8	4.9
관광진흥개발기금	(5.6)	1.9	5.8	11.2	9.8	4.3	0.3	6.1
개별소비세	-	-	6.2	11.9	10.3	4.5	(3.6)	8.9
매출총이익	(12.0)	(10.9)	(2.0)	21.9	12.9	4.3	0.4	6.1
영업이익	(11.9)	(17.3)	(4.2)	32.2	16.0	3.9	(0.5)	7.0
세전이익	(11.0)	(18.5)	(3.3)	25.9	19.8	0.5	2.7	8.6
지배주주순이익	(10.6)	(19.7)	(2.8)	20.8	22.9	2.9	3.4	8.3

자료: 강원랜드, 한국투자증권

[그림 6] 12개월 forward PER band



자료: Quantwise, 강원랜드, 한국투자증권

<표 4> 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 천명, %)

	2017F			2018F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
드롭액	7,194.8	7,121.8	(1.0)	7,567.1	7,462.1	(1.4)
홀드율	23.1	22.9	(0.2)	23.1	23.2	0.0
방문객수	3,175	3,152	(0.7)	3,212	3,192	(0.6)
매출액	1,741.6	1,712.3	(1.7)	1,832.7	1,810.3	(1.2)
영업이익	634.0	615.3	(2.9)	674.7	658.2	(2.4)
영업이익률	36.4	35.9	(0.5)	36.8	36.4	(0.5)
세전이익	637.5	613.0	(3.8)	686.8	665.7	(3.1)
순이익	480.1	470.3	(2.1)	517.2	509.4	(1.5)

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

강원랜드는 카지노사업을 주 업종으로 하며, 이와 연계된 호텔, 콘도 등 숙박시설과 골프장, 스키장 등의 레저 시설을 운영하고 있다. 1995년 강원도 남부 폐광지역의 경제 회생과 국내관광산업의 활성화를 위해 폐광지역개발 지원에 관한 특별법(폐광지역지원법)이 제정돼 1998년 국내 최초 내국인 출입 가능 카지노 사업자로 설립됐다. 폐광지역법은 두차례 시효가 연장돼 현재 시효는 2025년까지다. 강원랜드는 8년만에 증설이 허가돼 2013년 6월 그랜드오픈을 했다.

- 드롭액: 테이블 등에서 고객이 칩스 구입을 위해 지불한 금액
- 홀드율: 순매출 / 드롭액
- 관광진흥개발기금: 카지노 사업자는 카지노 매출액의 10%에 해당하는 금액을 개발기금으로 납부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,750	1,810	1,864	2,014	2,139
현금성자산	106	93	128	150	186
매출채권및기타채권	28	24	41	43	51
재고자산	2	1	1	1	1
비유동자산	1,940	2,169	2,249	2,398	2,551
투자자산	411	670	683	746	797
유형자산	1,354	1,316	1,381	1,466	1,551
무형자산	3	2	2	2	2
자산총계	3,691	3,979	4,113	4,411	4,690
유동부채	665	719	592	607	587
매입채무및기타채무	540	586	565	561	546
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	28	7	8	10	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	1	2	3	4
부채총계	693	726	600	617	598
지배주주지분	2,997	3,253	3,513	3,795	4,092
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
기타자본	(174)	(174)	(174)	(174)	(174)
이익잉여금	2,935	3,190	3,452	3,734	4,033
비지배주주지분	0	0	0	0	(0)
자본총계	2,998	3,253	3,513	3,795	4,092

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	575	596	400	590	589
당기순이익	442	455	470	509	542
유형자산감가상각비	74	75	75	79	83
무형자산상각비	1	0	0	0	0
자산부채변동	22	10	(146)	1	(36)
기타	36	56	1	1	0
투자활동현금흐름	(399)	(411)	(156)	(342)	(311)
유형자산투자	(40)	(75)	(140)	(164)	(168)
유형자산매각	0	1	0	0	0
투자자산순증	(359)	(337)	(14)	(63)	(53)
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타	0	0	(2)	(115)	(90)
재무활동현금흐름	(172)	(198)	(208)	(226)	(242)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	1	1	1	1
배당금지급	(172)	(199)	(201)	(209)	(227)
기타	0	0	(8)	(18)	(16)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	4	(13)	35	22	36

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

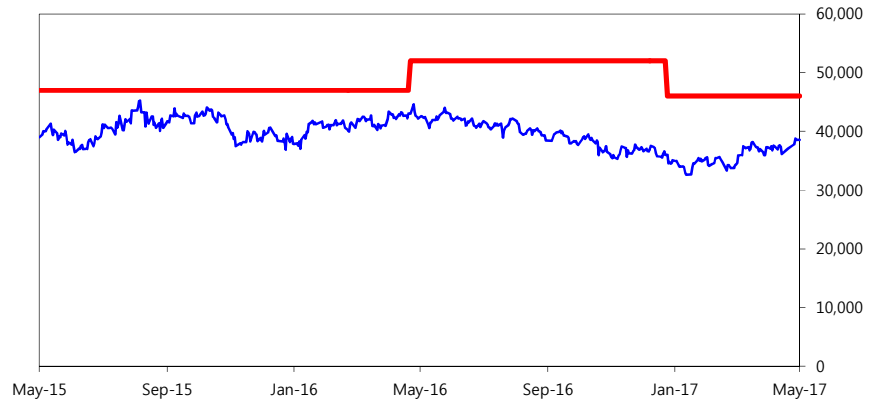
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,634	1,697	1,712	1,810	1,881
매출원가	760	785	797	839	868
매출총이익	874	911	915	971	1,013
판매관리비	279	293	300	313	323
영업이익	595	619	615	658	690
금융수익	43	41	41	42	42
이자수익	41	40	41	42	42
금융비용	0	1	1	0	0
이자비용	0	1	1	0	0
기타영업외손익	(44)	(62)	(42)	(34)	(24)
관계기업관련손익	0	0	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	594	597	613	666	708
법인세비용	152	142	143	156	166
연결당기순이익	442	455	470	509	542
지배주주지분순이익	442	455	470	509	542
기타포괄이익	23	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	465	454	469	508	541
지배주주지분포괄이익	465	454	469	508	541
EBITDA	670	694	691	737	773

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,178	2,242	2,320	2,512	2,673
BPS	14,824	16,017	17,234	18,550	19,941
DPS	980	990	1,030	1,120	1,200
성장성(%, YoY)					
매출증가율	9.2	3.8	0.9	5.7	3.9
영업이익증가율	16.0	3.9	(0.5)	7.0	4.8
순이익증가율	22.9	2.9	3.4	8.3	6.4
EPS증가율	22.9	2.9	3.5	8.3	6.4
EBITDA증가율	13.7	3.6	(0.4)	6.8	4.8
수익성(%)					
영업이익률	36.4	36.5	35.9	36.4	36.7
순이익률	27.0	26.8	27.5	28.1	28.8
EBITDA Margin	41.0	40.9	40.3	40.7	41.1
ROA	12.5	11.9	11.6	11.9	11.9
ROE	15.5	14.5	13.9	13.9	13.7
배당수익률	2.6	2.8	2.7	2.9	3.1
배당성향	45.0	44.2	44.4	44.6	44.9
안정성					
순차입금(십억원)	(1,705)	(1,768)	(1,805)	(1,940)	(2,054)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Valuation(X)					
PER	17.6	15.9	16.6	15.3	14.4
PBR	2.6	2.2	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.5	8.2	9.1	8.3	7.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
강원랜드(035250)	2015.06.30	매수	47,000 원
	2016.05.06	매수	52,000 원
	2017.01.08	매수	46,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 15일 현재 강원랜드 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 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.