

## 강원랜드(035250)

## 매수(유지)

목표주가: 46,000원(유지)

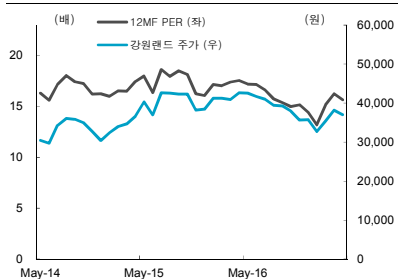
## Stock Data

KOSPI(4/7)	2,152
주가(4/7)	37,000
시가총액(십억원)	7,916
발행주식수(백만)	214
52주 최고/최저가(원)	44,600/32,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,700
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.4/30.2
주요주주(%)	한국광해관리공단 36.3
	강원도개발공사 6.1

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.0	(2.6)	(8.6)
상대주가(%p)	5.3	(7.4)	(17.7)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 1Q17 Preview: 특별함은 없었다

## 1분기 실적은 컨센서스에 부합할 전망

1분기 실적은 시장 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 1분기 매출액은 4,408억원(+1.0% YoY), 영업이익은 1,723억원(-3.1% YoY)을 기록할 전망이다. 카지노 매출액은 4,117억원으로 전년동기대비 0.8% 증가에 그칠 것으로 예상된다. 카지노 입장객수가 81.6만명(-0.1% YoY)으로 전년동기수준에 머무른 것으로 추정돼 드롭액은 1조 7,897억원으로 0.8% 성장할 것이다. 국내 정치적 불안 요인이 방문객수 유입 증가에 부정적인 영향을 미쳤으나 안정적인 매스 고객군 등에 힘입어 홀드올은 전년과 동일한 23.0%를 기록한 것으로 예상된다. 부문별 전년동기대비 성장률은 VIP 영업장(+5.6%), 일반테이블(-0.2%), 슬롯머신(-2.0%) 순으로 예상된다. VIP 영업장 매출액은 전년동기 5.3% 감소했던 기저효과로 일반테이블, 슬롯머신 성과 대비 견조했다. 호텔, 스키장 등 비카지노 부문 매출액은 291억원으로 3.7% 증가할 것이다.

## 회사를 둘러싼 노이즈: 냉각기 제도, 평창올림픽 기부금

4월 1일부터 과다 방문객의 출입 제한 등을 핵심으로 하는 냉각기 제도가 시행됐다. 1) 연간 카지노 출입가능일수가 줄게 된다. 출입일수는 2016년 180일에서 2017년 162일, 2018년 148일로 줄어들 예정이다. 2) 2개월 연속 월 15일, 2분기 연속 30일을 초과해 카지노에 출입하게 되면 한 달간 카지노 방문이 금지된다. 언론 보도에 따르면 강원랜드 카지노에 장기 출입하는 냉각기 제도 적용 대상자는 436명에 불과해 실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 평창동계올림픽 조직위원회가 평창올림픽(2018년 2월9일~25일)과 관련해 약 500억원 수준의 후원금을 요청한다는 보도가 있었다. 작년 강원랜드의 연간 기부금은 228억원이었고 1분기 평창올림픽 관련 기부금 지원은 없었던 것으로 추정된다. 금년 중 500억원의 기부금 지급을 가정하면 17년 순이익은 기존 추정치대비 10% 하향될 수 있다. 기부금 이슈 관련해서 정해진 바는 없지만 기부금 지급 여부, 규모 등이 확정되면 주가를 누르고 있던 불확실성이 해소된다는 측면에서 긍정적으로 작용할 수 있다.

## 안정적인 기업, 불확실성 해소가 필요

강원랜드에 대해 매수 의견과 목표주가 46,000원(12개월 forward PER 18배, 과거 5년 평균)을 유지한다. 강원랜드는 내국인 출입이 가능한 유일한 카지노로서 꾸준한 방문객수에 기반한 안정적인 외형 성장세는 향후에도 지속될 것으로 예상된다. 그러나 단기적으로는 강원랜드를 둘러싸고 있는 기부금 우려감 등 불확실성의 해소가 선행되어야 의미있는 영업 성과 확대와 주가 반등이 가능할 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	1,634	595	442	2,178	22.9	670	17.6	9.5	2.6	15.5	2.6
2016A	1,697	619	455	2,242	2.9	694	15.9	8.2	2.2	14.5	2.8
2017F	1,742	634	480	2,368	5.6	709	15.6	8.3	2.1	14.2	2.8
2018F	1,833	675	517	2,551	7.7	754	14.5	7.7	2.0	14.1	3.0
2019F	1,903	698	543	2,677	4.9	781	13.8	7.3	1.8	13.7	3.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

&lt;표 1&gt; 1분기 실적 preview

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	4Q16	1Q17F	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	436.6	410.0	440.8	7.5	1.0	444.2	(0.8)
영업이익	177.9	118.8	172.3	45.0	(3.1)	173.4	(0.6)
영업이익률	40.7	29.0	39.1	10.1	(1.7)	39.0	0.1
세전이익	189.1	77.1	183.6	138.2	(2.9)	184.6	(0.5)
순이익	142.8	63.8	138.2	116.9	(3.2)	139.4	(0.8)

자료: 한국투자증권

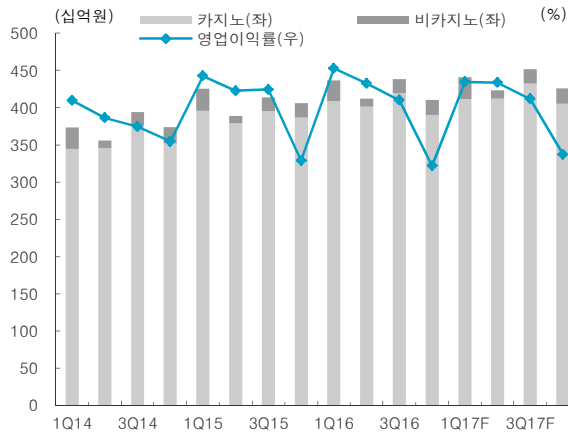
&lt;표 2&gt; 분기 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, 명, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	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	1,789.7	1,800.6	1,868.1	1,736.5
홀드율	23.2	23.1	22.8	23.2	23.0	22.8	23.0	23.2	23.0	22.9	23.1	23.3
방문자수	800,923	723,178	851,539	757,751	817,060	731,734	867,230	753,632	815,975	732,012	872,848	754,013
매출액	425.4	388.9	413.5	405.9	436.6	411.8	438.1	410.0	440.8	423.2	451.7	425.9
카지노	395.7	378.7	395.0	386.7	408.5	401.0	419.4	390.2	411.7	411.7	432.2	405.2
회원영업장	73.8	70.2	57.5	66.2	69.9	68.4	71.4	63.5	73.8	61.8	64.1	63.5
일반테이블	184.0	175.1	185.4	179.0	188.6	184.9	191.0	186.8	188.2	197.0	194.9	170.5
슬롯머신	138.9	134.4	151.8	144.1	152.8	150.3	157.3	144.4	149.7	153.0	173.1	171.2
비카지노	29.7	10.2	18.5	19.2	28.1	10.8	18.7	19.9	29.1	11.5	19.5	20.7
매출원가	185.6	177.5	181.6	214.9	185.0	182.6	195.3	222.3	193.5	188.2	199.3	224.4
쿠폰	37.4	35.8	36.7	42.4	37.0	38.2	39.7	40.7	37.6	39.2	39.5	42.0
관광진흥개발기금	39.2	38.0	39.5	38.9	41.1	39.8	41.9	39.4	41.2	41.3	43.3	40.6
개별소비세	16.7	19.7	20.5	20.2	17.5	21.0	21.8	20.5	20.5	20.9	21.8	20.4
매출총이익	239.9	211.4	231.9	191.0	251.5	229.2	242.8	187.8	247.3	235.0	252.4	201.5
영업이익	169.4	147.9	157.9	120.2	177.9	160.3	161.7	118.8	172.3	165.1	167.3	129.3
영업이익률	39.8	38.0	38.2	29.6	40.7	38.9	36.9	29.0	39.1	39.0	37.0	30.4
세전이익	177.2	136.6	163.4	116.6	189.1	164.1	166.6	77.1	183.6	169.5	172.2	112.2
지배주주순이익	132.4	97.4	119.0	93.0	142.8	123.7	124.3	63.8	138.2	127.6	129.7	84.6
(% YoY)												
드롭액	14.6	7.3	4.6	7.1	4.3	7.7	5.1	1.0	0.8	2.2	2.5	3.2
홀드율	0.0	0.4	0.1	0.6	(0.2)	(0.4)	0.2	(0.0)	0.0	0.1	0.1	0.1
방문자수	7.5	4.0	2.2	3.3	2.0	1.2	1.8	(0.5)	(0.1)	0.0	0.6	0.1
매출액	14.0	9.3	5.0	8.6	2.6	5.9	6.0	1.0	1.0	2.8	3.1	3.9
카지노	14.8	9.4	5.1	9.9	3.2	5.9	6.2	0.9	0.8	2.7	3.0	3.9
회원영업장	14.2	13.5	(16.5)	3.2	(5.3)	(2.7)	24.1	(4.0)	5.6	(9.6)	(10.2)	(0.1)
일반테이블	9.9	3.0	7.9	9.8	2.5	5.6	3.0	4.4	(0.2)	6.5	2.0	(8.7)
슬롯머신	23.5	13.8	11.6	15.3	10.0	11.8	3.6	0.2	(2.0)	1.8	10.1	18.6
비카지노	4.4	6.7	2.5	(12.0)	(5.4)	5.8	1.4	3.5	3.7	5.9	4.1	4.1
매출원가	6.9	7.0	(4.0)	11.0	(0.3)	2.9	7.5	3.4	4.6	3.1	2.0	1.0
쿠폰	8.0	6.6	(0.1)	16.4	(1.1)	6.7	8.1	(3.8)	1.5	2.6	(0.6)	3.1
관광진흥개발기금	15.6	8.9	4.8	10.5	4.8	4.7	6.2	1.3	0.3	3.8	3.3	3.0
개별소비세	19.4	8.9	4.8	10.5	4.4	6.1	6.2	1.3	17.3	(0.3)	0.2	(0.5)
매출총이익	20.1	11.4	13.2	6.1	4.9	8.4	4.7	(1.7)	(1.7)	2.5	3.9	7.3
영업이익	23.1	19.7	18.9	0.8	5.0	8.4	2.4	(1.1)	(3.1)	3.1	3.5	8.8
영업이익률	3.0	3.3	4.5	(2.3)	0.9	0.9	(1.3)	(0.6)	(1.7)	0.1	0.1	1.4
세전이익	26.2	2.9	17.5	39.4	6.7	20.1	2.0	(33.9)	(2.9)	3.3	3.4	45.6
지배주주순이익	24.9	(3.2)	12.8	96.3	7.9	27.1	4.5	(31.4)	(3.2)	3.2	4.3	32.6

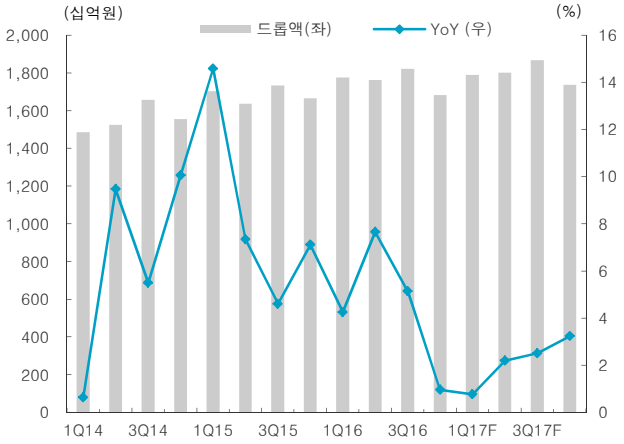
자료: 강원랜드, 한국투자증권

[그림 1] 부문별 분기 매출액과 영업이익률



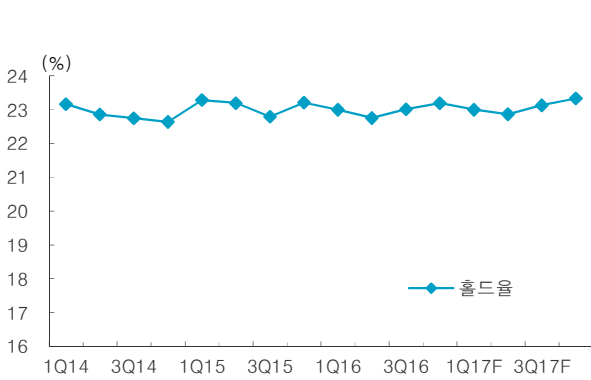
자료: 강원랜드, 한국투자증권

[그림 2] 분기 드롭액



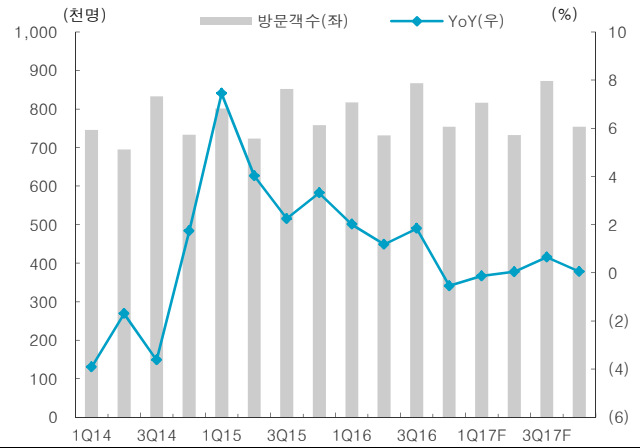
자료: 강원랜드, 한국투자증권

[그림 3] 분기 홀드율



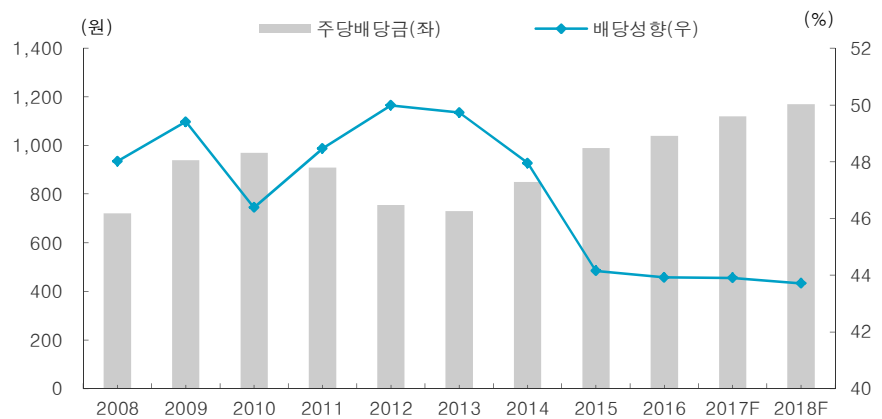
자료: 강원랜드, 한국투자증권

[그림 4] 분기 방문객수



자료: 강원랜드, 한국투자증권

[그림 5] 주당배당금과 배당성향



자료: 강원랜드, 한국투자증권

&lt;표 3&gt; 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	7,194.8	7,567.1
홀드율	20.7	21.1	21.8	22.8	23.1	23.0	23.1	23.1
방문자수	2,983,457	3,024,510	3,067,993	3,006,900	3,133,391	3,169,656	3,174,848	3,212,153
매출액	1,265.7	1,296.2	1,361.3	1,496.5	1,633.7	1,696.5	1,741.6	1,832.7
카지노	1,191.8	1,213.1	1,277.3	1,418.7	1,556.1	1,619.0	1,660.8	1,750.2
회원영업장	173.7	193.7	204.5	259.6	267.7	273.1	263.1	271.6
일반테이블	650.9	638.2	643.6	672.1	723.4	751.4	750.7	778.5
슬롯머신	367.2	377.3	430.6	491.6	569.2	604.8	647.0	700.1
비카지노	73.9	83.1	84.0	77.9	77.6	77.5	80.8	82.5
매출원가	538.4	647.8	726.1	722.3	759.6	785.2	805.4	846.0
쿠프	114.6	128.0	142.2	141.4	152.3	155.7	158.3	165.3
관광진흥개발기금	118.1	120.4	127.4	141.7	155.6	162.2	166.4	175.4
개별소비세	-	59.0	62.6	70.0	77.2	80.7	83.6	88.8
매출총이익	727.3	648.3	635.2	774.2	874.1	911.4	936.2	986.6
영업이익	489.6	404.9	388.0	513.2	595.4	618.6	634.0	674.7
세전이익	499.7	407.1	393.8	495.9	593.9	596.9	637.5	686.8
지배주주순이익	381.2	306.2	297.6	359.4	441.6	454.6	480.1	517.2
매출총이익률	57.5	50.0	46.7	51.7	53.5	53.7	53.8	53.8
영업이익률	38.7	31.2	28.5	34.3	36.4	36.5	36.4	36.8
순이익률	30.1	23.6	21.9	24.0	27.0	26.8	27.6	28.2
(% YoY)								
드롭액	(8.7)	(0.3)	1.8	6.3	8.3	4.5	2.2	5.2
홀드율	0.8	0.4	0.7	1.0	0.3	(0.1)	0.1	0.0
방문자수	(3.5)	1.4	1.4	(2.0)	4.2	1.2	0.2	1.2
매출액	(3.7)	2.4	5.0	9.9	9.2	3.8	2.7	5.2
카지노	(5.0)	1.8	5.3	11.1	9.7	4.0	2.6	5.4
회원영업장	(27.1)	11.5	5.6	26.9	3.1	2.0	(3.7)	3.2
일반테이블	(1.5)	(2.0)	0.8	4.4	7.6	3.9	(0.1)	3.7
슬롯머신	3.4	2.8	14.1	14.2	15.8	6.2	7.0	8.2
비카지노	24.6	12.6	1.0	(7.3)	(0.3)	(0.1)	4.2	2.1
매출원가	10.4	20.3	12.1	(0.5)	5.2	3.4	2.6	5.1
쿠프	12.9	11.6	11.1	(0.6)	7.7	2.2	1.7	4.4
관광진흥개발기금	(5.6)	1.9	5.8	11.2	9.8	4.3	2.6	5.4
개별소비세	-	-	6.2	11.9	10.3	4.5	3.6	6.1
매출총이익	(12.0)	(10.9)	(2.0)	21.9	12.9	4.3	2.7	5.4
영업이익	(11.9)	(17.3)	(4.2)	32.2	16.0	3.9	2.5	6.4
세전이익	(11.0)	(18.5)	(3.3)	25.9	19.8	0.5	6.8	7.7
지배주주순이익	(10.6)	(19.7)	(2.8)	20.8	22.9	2.9	5.6	7.7

자료: 강원랜드, 한국투자증권

&lt;표 4&gt; 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 명, %)

	2017F			2018F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
드롭액	7,242.2	7,194.8	(0.7)	7,572.0	7,567.1	(0.1)
홀드율	23.2	23.1	(0.1)	23.3	23.1	(0.1)
방문객수	3,180,997	3,174,848	(0.2)	3,216,533	3,212,153	(0.1)
매출액	1,759.6	1,741.6	(1.0)	1,834.6	1,832.7	(0.1)
영업이익	648.7	634.0	(2.3)	681.7	674.7	(1.0)
영업이익률	36.9	36.4	(0.5)	37.2	36.8	(0.3)
세전이익	652.1	637.5	(2.2)	694.0	686.8	(1.0)
순이익	491.1	480.1	(2.2)	522.6	517.2	(1.0)

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	1,896	2,038	2,163
현금성자산	106	93	131	152	188
매출채권및기타채권	28	24	42	44	51
재고자산	2	1	1	1	1
비유동자산	1,940	2,169	2,264	2,409	2,563
투자자산	411	670	695	755	806
유형자산	1,354	1,316	1,381	1,466	1,551
무형자산	3	2	2	2	2
자산총계	3,691	3,979	4,160	4,448	4,726
유동부채	665	719	630	628	600
매입채무및기타채무	540	586	575	568	552
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	639	638	611
지배주주지분	2,997	3,253	3,521	3,810	4,115
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
기타자본	(174)	(174)	(174)	(174)	(174)
이익잉여금	2,935	3,190	3,460	3,750	4,055
비지배주주지분	0	0	0	0	(0)
자본총계	2,998	3,253	3,521	3,810	4,115

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	575	596	444	580	582
당기순이익	442	455	480	517	543
유형자산감가상각비	74	75	75	79	83
무형자산상각비	1	0	0	0	0
자산부채변동	22	10	(111)	(16)	(44)
기타	36	56	0	0	0
투자활동현금흐름	(399)	(411)	(197)	(333)	(310)
유형자산투자	(40)	(75)	(140)	(164)	(168)
유형자산매각	0	1	0	0	0
투자자산순증	(359)	(337)	(25)	(60)	(52)
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타	0	0	(32)	(109)	(90)
재무활동현금흐름	(172)	(198)	(210)	(226)	(236)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	1	1	1	1
배당금지급	(172)	(199)	(201)	(211)	(227)
기타	0	0	(10)	(16)	(10)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	4	(13)	38	21	36

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

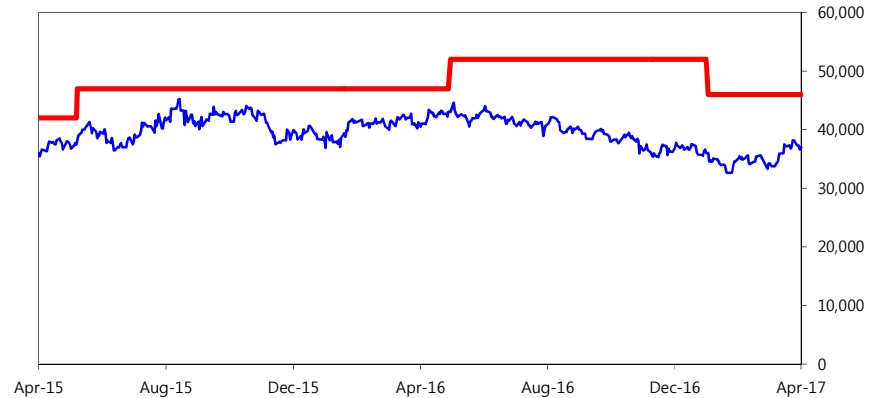
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,634	1,697	1,742	1,833	1,903
매출원가	760	785	805	846	879
매출총이익	874	911	936	987	1,023
판매관리비	279	293	302	312	325
영업이익	595	619	634	675	698
금융수익	43	41	42	42	43
이자수익	41	40	42	42	43
금융비용	0	1	0	0	0
이자비용	0	1	0	0	0
기타영업외손익	(44)	(62)	(38)	(30)	(20)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	594	597	637	687	721
법인세비용	152	142	157	170	178
연결당기순이익	442	455	480	517	543
지배주주지분순이익	442	455	480	517	543
기타포괄이익	23	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	465	454	479	516	542
지배주주지분포괄이익	465	454	479	516	542
EBITDA	670	694	709	754	781

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,178	2,242	2,368	2,551	2,677
BPS	14,824	16,017	17,271	18,623	20,047
DPS	980	990	1,040	1,120	1,170
성장성(% YoY)					
매출증가율	9.2	3.8	2.7	5.2	3.8
영업이익증가율	16.0	3.9	2.5	6.4	3.5
순이익증가율	22.9	2.9	5.6	7.7	4.9
EPS증가율	22.9	2.9	5.6	7.7	4.9
EBITDA증가율	13.7	3.6	2.3	6.3	3.6
수익성(%)					
영업이익률	36.4	36.5	36.4	36.8	36.7
순이익률	27.0	26.8	27.6	28.2	28.5
EBITDA Margin	41.0	40.9	40.7	41.1	41.1
ROA	12.5	11.9	11.8	12.0	11.8
ROE	15.5	14.5	14.2	14.1	13.7
배당수익률	2.6	2.8	2.8	3.0	3.2
배당성향	45.0	44.2	43.9	43.9	43.7
안정성					
순차입금(십억원)	(1,705)	(1,768)	(1,835)	(1,964)	(2,078)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Valuation(X)					
PER	17.6	15.9	15.6	14.5	13.8
PBR	2.6	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.5	8.2	8.3	7.7	7.3

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
강원랜드(035250)	2015.05.14	매수	47,000 원
	2016.05.06	매수	52,000 원
	2017.01.08	매수	46,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 7일 현재 강원랜드 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.