

강원랜드
(035250)

10년만의 증설

김윤진 769.3398
yoonjinkim@daishin.com

BUY

[매수, 상향]

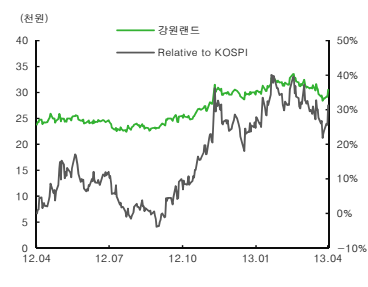
엔터테인먼트업종

현재가 30,500

목표주가
(상향) 37,000

KOSPI	1923.84
시가총액	6,525 십억원
시가총액비중	0.6%
자본금(보통주)	107 십억원
52주 최고/최저	33,550 원 / 22,400 원
120일 평균거래대금	133 억원
외국인지분율	31.4%
주요주주	한국광해관리공단 외 2 인 36.3%
	강원도개발공사 6.4%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	7.4	-2.7	0.7	28.2
상대수익률	8.0	0.5	3.3	32.2



투자포인트

- 6월에 카지노 영업장 그랜드 오픈 계획
- 3분기부터 실적 턴어라운드 예상
- 투자의견 매수(상향), 목표주가 37,000원(+19%상향)

Comment

6월 그랜드 오픈 임박

강원랜드는 6월 중순 10년만의 영업장 확장을 앞두고 있다. 영업장 면적은 86% 증가하고, 테이블은 52%(132대→200대), 슬롯머신은 42%(960대→1,360대) 증가될 예정이다. 각종 규제에 따라 이어졌던 영업이익 하락은 3분기부터 성장세로 돌아설 것으로 기대된다.

3분기부터 실적 턴어라운드

6월 카지노 영업장 그랜드 오픈 후 영업이익은 3분기부터 성장세로 돌아설 것으로 예상된다. 확장 오픈 후 정체되었던 카지노 방문객은 +34% YoY, 드롭액은 +28% YoY 수준으로 성장할 것으로 예상된다. 드롭액 증가는 문광부의 베팅금액 규제에 따라 달라질 것으로 예상된다. 2013년 강원랜드 카지노 매출액 총량 기준이 1,3조원인 점은 염두할 점으로 본다.

투자의견 매수(상향), 목표주가 37,000 원(상향)

강원랜드에 대한 투자의견을 시장수익률에서 매수로 상향 조정하고 목표주가는 37,000원으로 19% 상향 조정한다. 투자의견을 상향하는 이유는 1) 10년만의 증설에 따른 실적 턴어라운드 가 예상되고, 2) 증설이 온기 반영된 2014년 배당수익률이 3.6% 수준으로 예상되기 때문이다. 목표주가는 증설이 반영된 2014년 EPS 2,060원에 목표 PER 18배를 적용하여 산출되었다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,266	1,296	1,499	1,779	1,907
영업이익	490	405	460	579	622
세전순이익	500	407	465	586	632
총당기준이익	381	306	350	441	475
지배지분순이익	381	306	350	441	475
EPS	1,782	1,431	1,634	2,060	2,221
PER	15.3	20.4	18.7	14.8	13.7
BPS	10,551	11,087	12,006	12,451	12,583
PBR	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4
ROE	17.5	13.2	14.1	16.8	17.7

주: K-IFRS연결 기준

자료: 강원랜드, 대신증권 리서치센터

실적 전망 및 체크포인트

3분기부터 실적 턴어라운드 예상

관건은 규제 강도

강원랜드는 2분기까지는 영업이익 감익이 이어질 것으로 예상된다. 그러나 시장은 증설 후 실적에 초점을 맞출 것인데, 6월에 계획대로 카지노 그랜드 오픈을 진행한다면 3분기부터 급격한 실적 개선이 가능하다. 3분기부터 증설에 따라 드롭액이 전년대비 28% 수준으로 증가하는 것으로 가정했다. 2003년 증설 당시에는 증설규모 대비 1/3 정도의 드롭액 성장만 있었지만 이번에는 10년간 대기 수요가 과거대비 많이 쌓인 것으로 추정되기 때문에 증설 효과가 과거보다는 클 것으로 예상된다. 시장 수요와 같이 체크할 사항은 문광부의 베팅한도 규제에 대한 입장이다. 예측하기 쉽지는 않지만 2013년 사감위의 강원랜드 카지노 매출액 총량이 1.3조원인점과 여론을 감안하면 너무 공격적으로만 볼 수도 없다. 다만, 어떤 내용의 규제가 나오더라도 정부에서 증설을 허가한 상황이기 때문에 증설 후 28% 수준의 드롭액 성장은 가능할 것으로 추정한다. 드롭액 성장에 따라 매출액은 비례해서 성장할 것이나 영업이익은 레버리지가 발생할 것으로 추정된다. 인건비와 감가상각비 증가는 10% 내외가 될 것으로 추정되기 때문이다.

표1. 강원랜드 실적 추정치 [6월부터 증설 효과 반영]

(단위: 십억원 천명)

	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2013F	2014F
방문자수(천명)	822	756	1,083	974	1,098	965	1,278	1,150	3,635	4,491
증가율(%)	3.4	9.6	33.6	33.6	33.6	27.6	18.0	18.0	20.2	23.5
드롭액(십억원)	1,483	1,463	1,958	1,808	1,898	1,799	2,252	2,079	6,712	8,028
증가율(%)	2.0	8.0	28.0	28.0	28.0	23.0	15.0	15.0	16.7	19.6
홀드율(%)	311	307	411	380	399	378	473	437	1,409	1,686
카지노 순매출액(십억원)	-1.0	4.5	31.0	32.3	28.0	23.0	15.0	15.0	16.6	19.6
증가율(%)	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0
매출액(십억원)	345.3	319.4	429.4	404.5	434.1	390.6	491.7	462.6	1,498.6	1,779.0
증가율(%)	-0.5	4.5	29.1	30.2	25.7	22.3	14.5	14.3	15.6	18.7
영업이익(십억원)	109.2	95.7	140.5	114.1	145.7	127.0	167.5	138.3	459.5	578.5
증가율(%)	-11.4	-5.6	33.9	51.8	33.4	32.6	19.3	21.2	13.5	25.9
영업이익률(%)	31.6	30.0	32.7	28.2	33.6	32.5	34.1	29.9	30.7	32.5

주: 매출액 순매출액 기준. 2013년 6월부터 테이블 200대(+52% 증설), 슬롯머신 1,360대(+42% 증설)로 증설 운영을 하는 것으로 가정

자료: 강원랜드, 대신증권 리서치센터

표 1. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	1,528	1,789	1,499	1,779	-1.95	-0.54
매출총이익	752	913	756	921	0.50	0.88
매출총이익률	49.2	51.1	50.4	51.8	1.23	0.73
판매비와 관리비	288	331	288	335	0.09	1.16
기타영업손익	-6	-6	-8	-8	45.45	45.45
영업이익	459	577	460	579	0.22	0.29
영업이익률	30.0	32.2	30.7	32.5	0.66	0.27
영업외손익	0	3	5	7	1,413.89	142.52
세전순이익	459	580	465	586	1.25	1.04
자배지분순이익	345	436	350	441	1.26	1.05
순이익률	22.6	24.4	23.3	24.8	0.74	0.39
EPS(자배지분순이익)	1,613	2,039	1,634	2,060	1.26	1.05

자료: 강원랜드, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,266	1,296	1,499	1,779	1,907
매출원가	538	648	743	858	925
매출총이익	727	648	756	921	982
판매비와관리비	238	243	288	335	352
영업이익	490	405	460	579	622
영업이익률	38.7	31.2	30.7	32.5	32.6
EBITDA	555	474	536	658	704
영업외손익	10	2	5	7	10
관계기업손익	-2	-4	-4	-4	-4
금융수익	42	47	49	51	54
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-8	-6	-5	-5	-5
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-22	-35	-35	-35	-35
법인세비용차감전순이익	500	407	465	586	632
법인세비용	-118	-101	-115	-145	-156
계속사업순이익	381	306	350	441	475
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	381	306	350	441	475
당기순이익률	30.1	23.6	23.3	24.8	24.9
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	381	306	350	441	475
매도가능금융자산평가	1	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	-1	0	0	0
포괄순이익	377	305	349	441	475
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	377	305	349	441	475

주: 영업이익은 수익에서 매출원가 및 판매비와관리비를 차감하여 산출

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	1,782	1,431	1,634	2,060	2,221
PER	15.3	20.4	18.7	14.8	13.7
BPS	10,551	11,087	12,006	12,451	12,583
PBR	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4
EBITDAPS	2,593	2,217	2,506	3,075	3,290
EV/EBITDA	8.5	10.8	9.9	8.0	7.6
SPS	5,916	6,059	7,005	8,315	8,915
PSR	4.6	4.8	4.2	3.5	3.3
CFPS	2,584	2,161	2,397	2,966	3,181
DPS	910	755	850	1,100	1,170

재무비율 (단위: 원, 배, %)					
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	-3.7	2.4	15.6	18.7	7.2
영업이익 증가율	-14.0	-17.3	13.5	25.9	7.5
순이익 증가율	-10.6	-19.7	14.1	26.1	7.8
수익성					
ROIC	32.3	24.7	26.8	32.3	33.3
ROA	18.4	14.4	15.3	18.4	19.4
ROE	17.5	13.2	14.1	16.8	17.7
안정성					
부채비율	20.1	22.5	20.7	19.8	19.6
순차입금비율	-49.8	-47.3	-47.9	-46.5	-44.0
이자보상배율	1,145.2	565.7	0.0	0.0	0.0

자료: 강원랜드, 대신증권 리서치센터

재무상태표 (단위: 십억원)					
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,164	1,165	1,278	1,293	1,243
현금및현금성자산	54	89	1,229	1,238	1,184
매출채권 및 기타채권	25	29	33	37	40
재고자산	2	1	1	2	2
기타유동자산	1,083	1,046	15	16	17
비유동자산	1,548	1,741	1,821	1,899	1,976
유형자산	1,312	1,358	1,408	1,456	1,501
관계기업투자금	69	85	105	125	145
기타비유동자산	167	299	308	319	330
자산총계	2,711	2,907	3,099	3,192	3,219
유동부채	441	518	510	502	495
매입채무 및 기타채무	304	391	391	392	392
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	137	128	119	111	103
비유동부채	13	16	20	26	32
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	16	20	26	32
부채총계	454	535	530	528	527
자배지분	2,257	2,372	2,568	2,664	2,692
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	128	129	129	129	129
이익잉여금	2,189	2,310	2,506	2,602	2,630
기타자본변동	-167	-174	-174	-174	-174
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,257	2,372	2,568	2,664	2,692
순차입금	-1,124	-1,121	-1,229	-1,238	-1,184

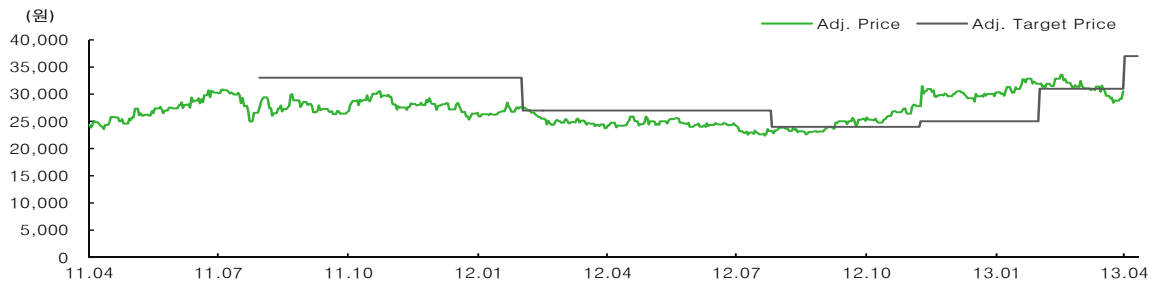
현금흐름표 (단위: 십억원)					
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	418	447	516	610	648
당기순이익	381	306	350	441	475
비현금항목의 가감	172	156	163	194	205
감가상각비	65	70	69	71	74
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	106	87	95	122	131
자산부채의 증감	-52	70	70	69	70
기타현금흐름	-83	-86	-66	-94	-103
투자활동 현금흐름	-188	-217	887	-146	-147
투자자산	26	-239	-27	-28	-28
유형자산	-155	-119	-119	-119	-119
기타	-59	141	1,033	0	0
재무활동 현금흐름	-219	-194	-153	-173	-223
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-198	-185	-153	-173	-223
기타	-21	-10	0	0	0
현금의 증감	11	35	1,140	9	-54
기초 현금	42	54	89	1,229	1,238
기말 현금	54	89	1,229	1,238	1,184
NOPLAT	374	305	346	435	468
FCF	283	252	296	388	423

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다 (담당자: 김윤진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.04.18	13.04.02	13.02.17	12.11.25	12.11.18	12.08.12	12.06.22	12.06.14	12.02.18	11.08.16
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	37,000	31,000	31,000	25,000	24,000	24,000	27,000	27,000	27,000	33,000
제시일자										
투자의견										
목표주가										

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상