호텔, 레저 애널리스트 박성호입니다.
(02)3770-3476 sungho.park@tongyang.co.kr

동양증권

강원랜드 (035250)

사감위 매출총량제와 레저세

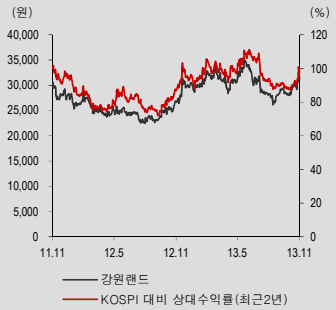
투자의견: HOLD (M)
목표주가: 35,000원 (M)

호텔/레저

주가	31,050원
자본금	1,070억원
시가총액	66,429억원
주당순자산	12,805원
부채비율	17.44%
총발행주식수	213,940,500주
60일 평균 거래대금	126억원
60일 평균 거래량	435,516주
52주 고	35,200원
52주 저	26,100원
외인지분율	29.28%
주요주주	한국광해관리공단 외 2인 36.27%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	10.1	10.3	16.5
상대	11.1	4.7	12.4
절대(달러환산)	11.0	15.3	19.2



자료: Datastream

Why This Report

3Q13 카지노 입장객은 86.4만명(+7% YoY)을 기록했습니다. 입장객수가 생각보다 저조했던 이유로는 증설효과에도 불구하고 테이블부족문제가 여전해 카지노 잠재수요를 동사 영업장으로 끌어내기에 부족했던 점을 들 수가 있습니다. 이에 더해, 사감위 매출총량제 문제로 인해 동사 신규테이블 가동률이 50% 수준에 머무는 것도 예상치 못한 이슈였습니다. 향후 동사 실적에 대한 기대치는 급격한 성장보다는 완만한 성장 쪽으로 맞추는 것이 적절해 보입니다.

Investment Point

3Q13 Review : 신규 카지노동 개장효과로 고성장 달성

▶ 동사의 3Q13 연결실적은 매출액 3,744억원(13% YoY), 영업이익 1,352억원(+29% YoY), 당기순이익 1,046억원(+28% YoY)을 기록. 6월 초의 신규 카지노동 개장효과가 온기로 작용한 첫번째 분기에 걸맞게 고성장을 달성했지만, 증설초기인 지난 6월초의 기대치엔 미달한 수준. 카지노 영업장 포화상태는 상당부문 해소됐지만, 신규 테이블의 약 절반 수준만 가동된 관계로 테이블 부족현상이 여전해 카지노 고객 입장에서 크게 매력적이지 못했기 때문

규제 이슈 : 사감위 매출총량제와 카지노 레저세

▶ 매출총량제 : 6월 신규카지노동 개장 이후, 신규 머신은 Full 가동됐지만 신규 테이블은 약 절반 수준만 가동 중. 핵심 이유는 강원랜드에 대한 사감위의 2013년도 매출총량이 1.26조원(-4.3% YoY)으로 감소했기 때문

▶ 카지노 레저세 : 최소한 오는 2014년 6월 지방선거까지는 카지노 레저세에 대한 재논의가 없을 것으로 판단. 지방교부세법 및 폐특법 시행령의 동시 개정이 필요한 상황에서 야당 소속 도지사가 지방선거를 앞두고 과도한 정치적 리스크를 지기엔 실익이 없을 것으로 예상

투자의견 HOLD, 목표주가 35,000원 유지

- **증설효과에도 불구하고 일반영업장 테이블 부족현상은 여전한 상황**
- **향후 카지노 입장객 증가속도는 완만한 성장 추세를 보일 것으로 전망**

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	12,657	12,962	13,889	15,478	16,824
매출액증가율	-3.7	2.4	7.2	11.4	8.7
영업이익	4,896	4,049	4,511	5,024	5,289
영업이익률	38.7	31.2	32.5	32.5	31.4
지배주주귀속 순이익	3,812	3,062	3,492	3,864	4,130
지배주주 귀속 EPS	1,782	1,431	1,632	1,806	1,930
증가율	-9.5	-19.7	14.0	10.7	6.9
PER	15.3	17.8	19.0	17.2	16.1
PBR	2.4	2.1	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	8.5	9.1	10.5	9.3	8.5
ROA	14.3	10.9	11.8	12.4	12.3
ROE	17.5	13.2	14.1	14.5	14.3

주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

3Q13 Review : 신규 카지노동 개장효과로 고성장 달성

3Q13 영업이익 1,352억원 (+29% YoY)으로 컨센서스 부합

동사의 3Q13 연결실적은 매출액 3,744억원(13% YoY), 영업이익 1,352억원(+29% YoY), 당기순이익 1,046억원(+28% YoY)을 기록해 시장 컨센서스에 부합하는 실적을 달성했다. **6월 초의 신규 카지노동 개장효과가 온기로 작용한 첫번째 분기에 걸맞게 고성장을 달성했지만, 증설초기인 지난 6월초의 기대치엔 미달한 수준이었다.**

동사의 3Q13 전체 카지노 입장객수는 86.4만명(+7% YoY)을 기록해 양호한 성장을 달성했지만, 증설효과 및 연휴효과를 감안하면 당초 기대치에 못미치는 수준이었던 것으로 평가된다. **카지노 영업장 포화상태는 상당부문 해소됐지만, 신규 테이블의 약 절반 수준만 가동된 관계로 테이블 부족 현상이 여전해 카지노 고객 입장에서 크게 매력적이지 못했기 때문이다.**

동사의 3Q13 드롭액은 1.57조원(+3% YoY)을 기록해 성장률 측면에서 카지노 입장객수를 하회했다. 이는 신규 고객의 상당수가 테이블보다는 머신게임에 집중했기 때문으로 보인다. 3Q13 홀드율은 22.6%(+1.1%p QoQ)으로 상승했다. 일반테이블, VIP 테이블, 머신 등 카지노게임 전부문의 홀드율이 개선되는 와중에 머신게임의 드롭비중이 상승하면서 발생한 현상으로 추정된다. 카지노 방문객 1인당 지출금액은 41.1만원(+5% YoY)을 기록해 4Q10(+7% YoY) 이후 가장 높은 증가율을 기록했는데, 이는 홀드율 상승효과에 기인한 것으로 보인다.

동사의 카지노 매출을 부문별로 살펴보면, 일반테이블 매출(1,741억원, +8% YoY)과 VIP 테이블 매출(577억원, +6% YoY)은 각각 한자릿수 성장률을 기록하는데 그친 반면, 머신 매출(1,232억원, +22% YoY)은 가파른 상승세를 나타냈다. 머신 매출 급증은 1)머신 증설대수 400대가 Full 가동됐고 2)신규 고객의 입장에서 가장 쉽게 시작할 수 있는 게임이 머신이기 때문이다.

[표1] 3Q13P 실적결과 및 컨센서스 비교 (단위: 억원, %, %p)

	3Q13P	3Q12	YoY	2Q13	QoQ	당사 예상치 (10/14)	괴리율(%)	컨센서스 (11/8)	괴리율(%)	컨센서스 (6/1)	괴리율(%)
매출액	3,744	3,326	12.6	3,093	21.0	3,628	3.2	3,737	0.2	4,269	-12.3
영업이익	1,352	1,051	28.7	930	45.4	1,204	12.3	1,243	8.8	1,466	-7.8
순이익	1,046	818	27.9	762	37.3	957	9.3	985	6.2	1,133	-7.7
영업이익률	36.1	31.6	4.5	30.1	6.0	33.2	2.9	33.3	2.9	34.4	1.7
순이익률	27.9	24.6	3.4	24.6	3.3	26.4	1.6	26.4	1.6	26.6	1.3

자료: 동양증권 리서치센터

4Q13 전망 : 스키시즌 효과로 10월 부진 만회 가능

10월 입장객 부진, but 12월 만회가능 기대

동사의 4Q13 연결실적은 매출액 3,633억원(+17% YoY), 영업이익 1,045억원(+39% YoY), 당기순이익 800억원(+59% YoY)으로 예상된다. 비록 10월 카지노 입장객수가 24.6만명(-3.7% YoY)에 그쳐 역성장을 기록했지만, **11월 카지노 입장객수가 (+)성장으로 전환됐고 12월에는 하이원리조트의 본격적인 스키시즌이 시작되면서 10월 역성장을 만회할 기회로 작용할 전망이다.** 하이원리조트의 시즌당 스키장 입장객은 약 70만명 수준에 달하기 때문이다.

[표2] 2013년 3분기 잠정실적 : 영업이익 1,352억원(+28.7% YoY)

(단위: 억원, 만명, %)

	2013 년				2014 년				연간 실적		
	1 분기	2 분기	3 분기(p)	4 분기(e)	1 분기(e)	2 분기(e)	3 분기(e)	4 분기(e)	2012 년	2013 년(e)	2014 년(e)
[카지노지표]											
방문객(만명)	78	71	86	79	89	81	95	91	302	314	357
(YoY)	-2%	2%	7%	9%	15%	15%	10%	15%	1%	4%	14%
드롭액(억원)	14,774	13,928	15,704	15,283	16,788	15,826	17,175	17,366	57,505	59,689	67,155
(YoY)	2%	3%	3%	8%	14%	14%	9%	14%	0%	4%	13%
홀드율	21.0%	21.5%	22.6%	22.0%	21.8%	21.7%	21.6%	21.5%	21.1%	21.8%	21.6%
매출액	**3,420**	**3,093**	**3,744**	**3,633**	**4,001**	**3,580**	**3,897**	**4,000**	**12,962**	**13,889**	**15,478**
카지노	3,112	2,978	3,551	3,362	3,660	3,434	3,710	3,734	12,131	13,003	14,537
비카지노	308	115	193	271	341	146	187	266	831	886	941
영업비용	2,237	2,162	2,391	2,588	2,639	2,346	2,598	2,871	8,894	9,378	10,454
콤프	323	318	351	351	386	364	395	399	1,280	1,343	1,545
인건비	463	381	441	730	549	431	539	814	1,881	2,015	2,333
감가상각비	139	148	155	155	157	157	157	157	530	596	628
관광진흥개발기금	305	299	355	336	366	343	371	373	1,204	1,295	1,454
개별소비세	122	156	185	123	138	127	141	142	590	585	548
폐광지역개발기금	333	297	385	275	363	315	332	306	1,155	1,289	1,316
기타	552	564	520	618	680	609	662	680	2,254	2,254	2,631
영업이익	**1,183**	**930**	**1,352**	**1,045**	**1,362**	**1,234**	**1,299**	**1,129**	**4,068**	**4,511**	**5,024**
OPM	35%	30%	36%	29%	34%	34%	33%	28%	31%	32%	32%
순이익	**889**	**762**	**1,046**	**800**	**1,029**	**974**	**1,021**	**840**	**3,062**	**3,497**	**3,864**
NIM	26%	25%	28%	22%	26%	27%	26%	21%	24%	25%	25%
성장성(YoY)											
매출액	-1%	1%	13%	17%	17%	16%	4%	10%	2%	7%	11%
영업이익	-4%	-9%	29%	39%	15%	33%	-4%	8%	-17%	11%	11%
당기순이익	-5%	-6%	28%	59%	16%	28%	-2%	5%	-20%	14%	10%

자료: 동양증권 리서치센터

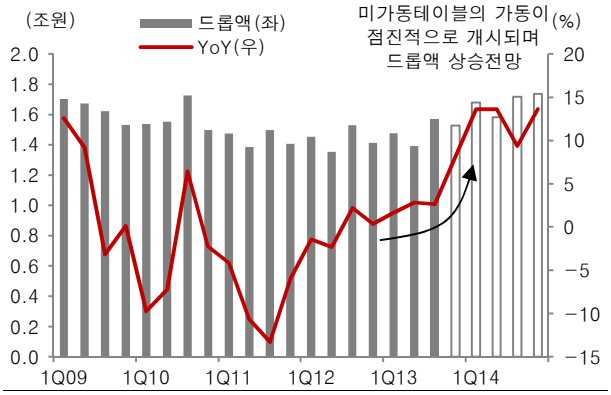
[표3] 2013~14년 실적추정 변경 : 2014년 카지노 입장객 가정치 수정 반영

(단위: 억원, 원, %)

	기존		변경후		변동률	
	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	13,752	15,859	13,889	15,478	1.0	-2.4
카지노	12,900	14,929	13,003	14,537	0.8	-2.6
비카지노	853	930	886	941	3.9	1.2
영업이익	4,358	5,222	4,511	5,024	3.5	-3.8
세전이익	4,474	5,362	4,595	5,098	2.7	-4.9
당기순이익	3,400	4,048	3,497	3,864	2.8	-4.6
EPS(원)	1,589	1,892	1,632	1,806	2.7	-4.6

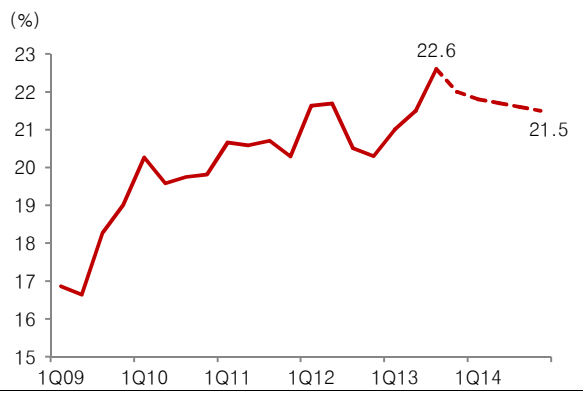
자료: 동양증권 리서치센터

[그림1] 강원랜드 드롭액 추이 및 전망



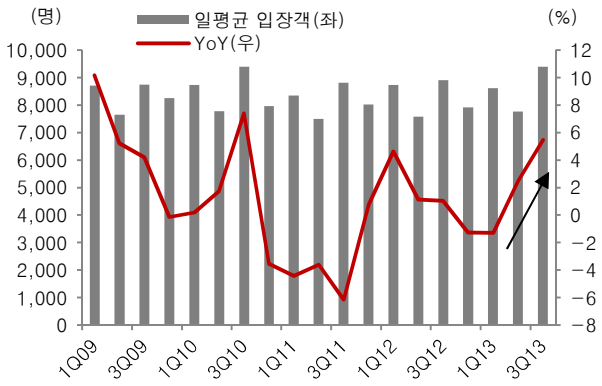
자료: 강원랜드, 동양증권 리서치센터

[그림2] 강원랜드 홀드율 추이 및 전망



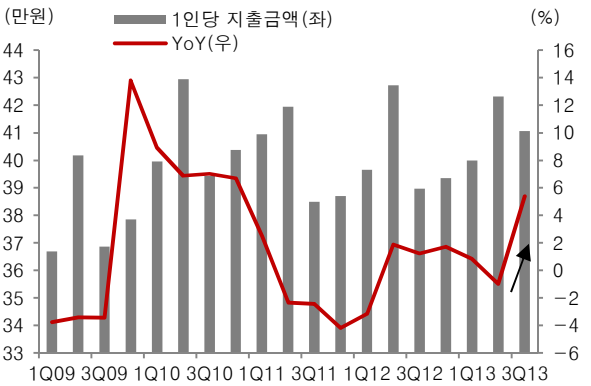
자료: 강원랜드, 동양증권 리서치센터

[그림3] 강원랜드 일평균 카지노 입장객수 추이



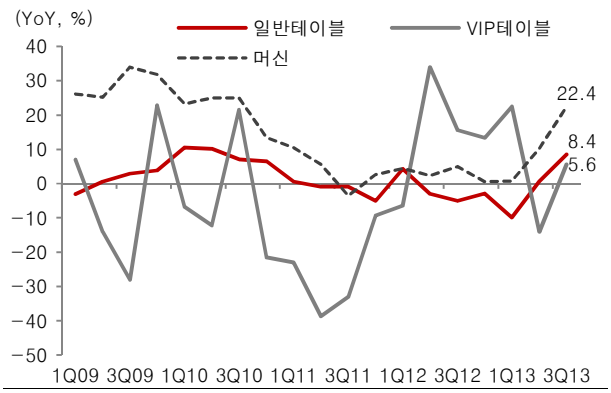
자료: 강원랜드

[그림4] 강원랜드 카지노 입장객 1인당 지출금액 추이



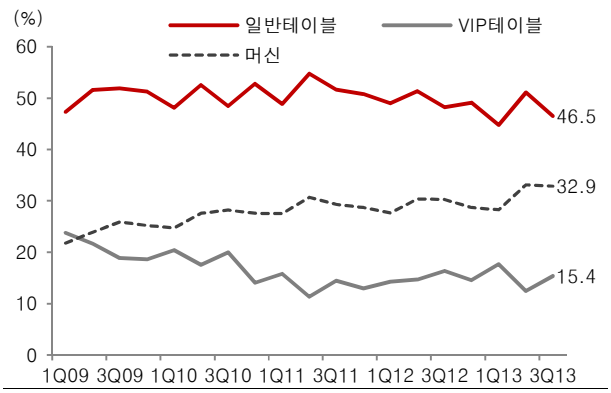
자료: 강원랜드

[그림5] 강원랜드 카지노 테이블 및 머신 매출증가율 추이



자료: 강원랜드

[그림6] 강원랜드 테이블 및 머신매출 비중 추이



자료: 강원랜드

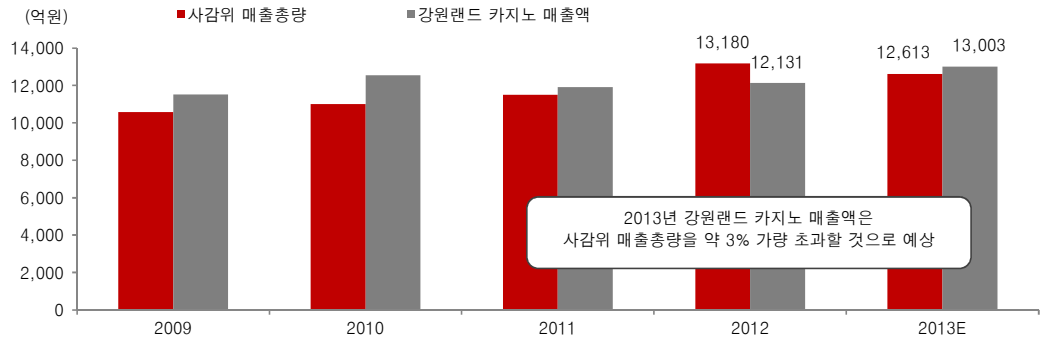
이슈 (1) : 사감위 매출총량 제한 → 신규 테이블 가동률 ↓

동사의 일반영업장 게임기구수는 6월 신규 카지노동 개장으로 인해 테이블 116대 → 180대(+55%), 머신 960대 → 1,340대(+40%)로 각각 증가했다. 신규 머신은 Full 가동됐지만, 신규 테이블은 약 절반 수준만 가동된 점이 특징적이었다.

사감위 매출총량 규제는 강원랜드 신규 테이블 가동률이 50% 수준에 머문 원인으로 작용

신규 테이블 가동률이 낮게 유지된 핵심 이유는 강원랜드에 대한 사행산업통합감독위원회(이하 사감위)의 2013년도 매출총량이 1.26조원(-4.3% YoY)으로 감소했기 때문이다.[그림7] 사감위의 매출총량 규제는 권고사항인 관계로 구속력이 없어 2013년 카지노 증설과 관련해 투자가들이 크게 우려하지 않은 규제이다. 2009~11년에는 강원랜드 카지노 매출이 사감위 매출총량을 초과하기도 했지만, 큰 문제로 작용하지 않았다. 강원랜드의 입장에서는 인위적으로 자체 영업중단 조치 등을 취하지 않는 한, 카지노 매출총량을 준수하기 어렵기 때문이었다. 하지만, 2013년의 경우 신규 게임기구의 가동률 조정을 통해 동 규제의 준수가 가능한 상황이었다.

[그림7] 강원랜드에 대한 사감위 매출총량과 실제 카지노 매출액 추이 및 전망



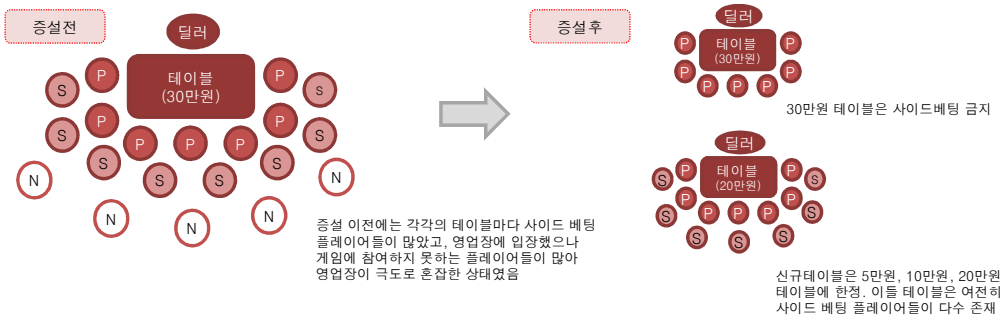
자료: 사행산업통합감독위원회, 동양증권 리서치센터

테이블 부족현상의 지속은 신규 카지노 고객유치에 걸림돌로 작용

신규 카지노동 증설은 일반영업장 혼잡도를 개선시키는데 기여해 강원랜드로 하여금 화재발생 등의 유사상황에 보다 효과적으로 대응할 수 있는 태세를 갖출 수 있게 했다. 다만, **1)신규테이블 증설이 최대베팅한도 5~20만원 테이블을 중심으로 이뤄졌고, 2)기존의 30만원 테이블에 대한 사이드베팅이 금지됐으며, 3)신규 테이블 64대의 절반 수준만 가동되고 있는 관계로 테이블부족현상이 여전한 점은 신규 카지노 고객을 유치하는데 걸림돌로 작용하고 있다.**[그림8~9, 표4] 향후 미가동테이블의 가동이 이뤄지겠지만, 보다 많은 신규테이블 증설허가를 받지 않는 한 강원랜드 카지노 입장객 증가속도는 기존의 생각보다 더디게 진행될 가능성이 높아 보인다.

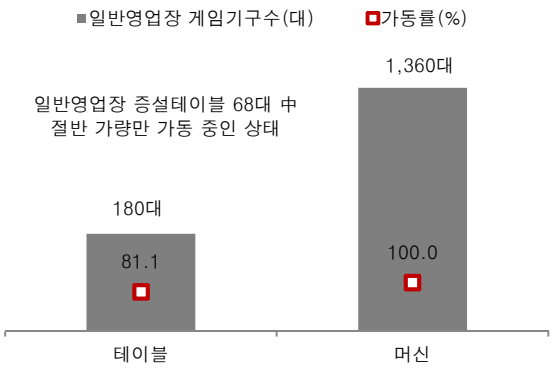
한편, 한국인들의 해외 원정도박금액은 연간 2.2조원, 국내 불법도박금액은 연간 75조원 수준에 달하는 것으로 추정되어 동사 카지노에 대한 잠재수요는 매우 높다고 판단된다.[그림10, 표8] 다만, 이러한 잠재수요를 수면 위로 급격히 끌어내기 위해서는 여유 테이블이 필요하다. 따라서, 향후 동사 카지노 방문객 및 실적은 급격한 증가보다는 완만한 증가의 가능성이 높아 보인다.

[그림8] 강원랜드 증설효과 - 최대베팅금액 30만원 테이블은 사이드베팅 금지, 기타 테이블은 여전히 사이드베팅 성황



주: P 는 테이블 플레이어, S 는 사이드베팅 플레이어, N 은 영업장에 입장했으나 게임에 참여하지 못하는 Non-Player 를 의미.
테이블의 괄호금액은 최대베팅금액을 의미함
자료: 동양증권 리서치센터

[그림9] 일반영업장 게임기구 가동률 상황 (2013년 6월 이후 기준)



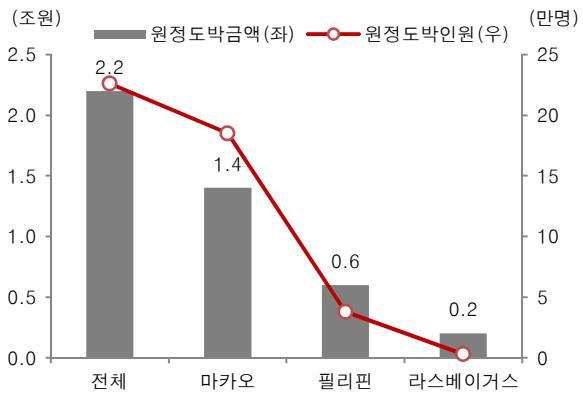
자료: 동양증권 리서치센터

[표4] 일반영업장 최대베팅가능금액별 테이블수 변화

	증설전(대)	증설후(대)	테이블증가수(대)
5 만원 테이블	-	17	+17
10 만원 테이블	56	73	+17
20 만원 테이블	-	34	+34
30 만원 테이블	56	56(사이드베팅금지)	0
일반영업장 계	112	180	+68

주: 증설 이후 최대베팅가능금액별 테이블수는 10 월 12 일 영업장 탐방을 통해 확인
자료: 동양증권 리서치센터

[그림10] 한국의 해외원정도박, 연간 2.2조원 수준 (2011년 연구기준)



자료: 사행산업통합감독위원회

[표5] 한국 불법도박시장 규모 추정치 (2012년 연구기준) (단위: 억원)

불법도박 종류		시장규모 추정치
불법인터넷도박	인터넷라이브	56,995
	웹보드게임	85,493
	인터넷릴게임	28,498
사설스포츠토토		76,103
불법하우스도박		193,165
불법사행성게임장		187,488
사설경마/경륜/경정		99,250
사설카지노		24,484
총계		751,474

자료: 사행산업통합감독위원회

이슈 (2) : 카지노 레저세 도입 문제

2013년 들어 카지노 레저세 문제가 크게 이슈화된 이유는 강원도 지방정부와 안전행정부가 카지노 레저세 도입과 관련해 협력하는 모습이 나타났기 때문이다. 2018년 평창동계올림픽과 관련한 인프라 건설비용이 필요하다는 현실적인 명분도 중요하게 작용했다. 이에 더해, 새누리당 김기선 의원(원주갑)은 9월 정기국회에서 카지노 레저세 도입을 내용으로 하는 지방세법 개정안을 발의할 계획을 세우기도 했다.

카지노 레저세 도입문제는 당분간 논의되지 않을 전망

일단, **카지노 레저세 도입문제는 최문순 강원도지사(민주당)의 사과와 함께 수면 아래로 내려간 상태이다. 적어도 2014년 6월 지방선거까지는 동 문제가 재점화되지는 않을 것으로 판단된다.** 카지노 레저세 도입을 통한 지방세원 확충의 실효성을 확보하기 위해서는 『지방교부세법 시행령』의 개정을 통해 레저세 부과시 지방교부세 감소문제를 방지할 수 있는 특례조항 신설이 필요하다. 또한, 강원도 폐광지역(태백, 정선, 영월, 삼청) 유권자들의 반발을 무마시키기 위해서는 『폐광지역 개발지원에 관한 특별법 시행령』의 개정을 통해 강원랜드에 대한 폐광기금 요율(세전이익의 25%)을 상향 조정시켜줄 필요가 있다. 이러한 과제들은 야당 소속의 도지사가 지방선거를 앞두고 한번에 해결하기엔 무리가 있을 것으로 보인다.

2013년에 수립된 강원도청 중기 재정계획(레저세 논의 이전 시점 기준)에 따르면, 오는 2016년까지의 강원도 세수부족분은 지방채 발행을 통해 조달될 예정이다. 2013년부터 평창동계올림픽 관련 비용들이 본격적으로 지출되기 시작하지만, 국고보조금을 통해 지원받는 금액도 크기 때문에 당장에 큰 문제가 발생하진 않을 것으로 예상된다.[표6~7]

강원도청의 낮은 재정자립도로 인해 향후 카지노 레저세 문제가 재논의될 수 있음

다만, **강원도청의 재정자립도가 전국 최하위권에 머물고 있다는 점은 향후 카지노 레저세 문제가 재논의될 가능성을 배제할 수 없게 만드는 요인이다.** 2013년 강원도청의 재정자립도는 28%에 불과해 전국 평균치인 56% 대비 절반 수준에 불과하다.[그림12] 이러한 상황에서 국고보조금과 지방교부세가 조금이라도 감소하면, 재정운영에 심각한 타격을 받을 수 밖에 없다. 특히, 지방교부세 총량은 국세가 감소할 경우 동반감소할 수 밖에 없는 구조(지방교부세 총량은 내국세의 19.24%임)라는 점에서 우려의 대상이다. 10월 국정감사에서 국세징수 부진문제가 지적됐다는 점을 생각해보면, 향후 지방자치단체들의 지방교부세 배분문제가 이슈화될 가능성도 상존한다. 또한, 강원도의 세출에서 사회복지 부문이 차지하는 비중은 2011년 결산 기준으로 24%에 달한다. 현 정부의 복지 확대정책 기조를 감안할 때, 지방세원의 지속적인 확대가 매우 중요함을 알 수 있는 대목이다.

[표 6] 강원도청 중기 지방재정계획 (2012~16E) (단위: 억원)

구 분	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
세입(A)	36,658	37,970	38,779	40,107	41,442
지방세	6,796	6,850	6,927	7,103	7,385
세외수입	3,589	3,442	3,387	3,526	3,617
의존재원	26,273	27,678	28,465	29,478	30,440
경상지출(B)	6,334	6,190	6,052	6,424	6,588
투자가용재원(C=A-B)	30,324	31,780	32,727	33,683	34,854
사업수요(D)	31,524	33,069	34,227	35,183	36,354
부족재원(D-C)	1,200	1,289	1,500	1,500	1,500
지방채 발행	1,200	1,289	1,500	1,500	1,500

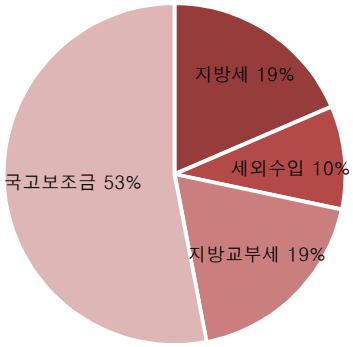
자료: 강원도청, 동양증권 리서치센터

[표 7] 평창동계올림픽 관련 강원도청의 중기 지출계획 (2012~16E) (단위: 억원)

	총사업비	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
동계올림픽 비용	8,720	293	1,137	2,455	2,196	2,639
동계올림픽 개최기반 조성	108	33	20	15	15	15
대회관련시설 조성	8,622	260	1,117	2,440	2,181	2,624
경기장 인프라 확충	5,064	211	623	1,256	1,269	1,705
경기장 진입도로 확충	3,558	49	494	1,184	912	919

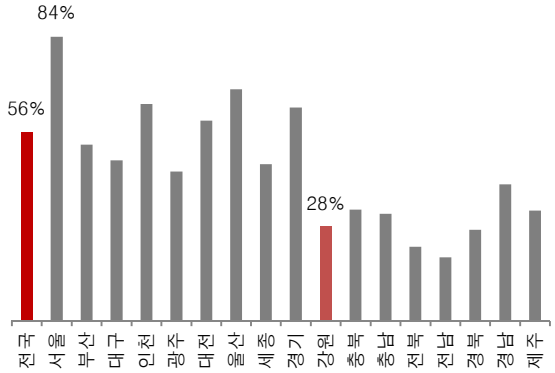
자료: 강원도청, 동양증권 리서치센터

[그림11] 강원도청의 2012년 세입 비중



주: 자체재원 = 지방세+세외수입, 의존재원 = 지방교부세+국고보조금
자료: 강원도청, 동양증권 리서치센터

[그림12] 지자체별 재정자립도 비교 (2013년 기준)



주: 당초 예산 순액 기준. 재정자립도=(지방세+세외수입)/총예산
자료: 안전행정부, 동양증권 리서치센터

[표 8] 강원도청의 세출 결산금액 및 비중 (단위: 억원)

	강원도 세출 결산금액		강원도 세출 결산비중		CAGR
	2008	2011	2008	2011	2008~11
일반공공행정	3,455	4,528	11%	13%	9%
공공질서 및 안전	830	1,274	3%	4%	15%
교육	1,661	1,714	5%	5%	1%
문화 및 관광	1,987	1,629	7%	5%	-6%
환경보호	2,152	4,071	7%	11%	24%
사회복지	6,973	8,532	23%	24%	7%
보건	490	570	2%	2%	5%
농림해양수산	4,280	4,622	14%	13%	3%
산업/중소기업	1,092	1,374	4%	4%	8%
수송 및 교통	2,415	2,271	8%	6%	-2%
국토 및 지역개발	2,703	2,671	9%	7%	0%
과학기술	31	23	0%	0%	-10%
기타	2,139	2,569	7%	7%	6%
총괄	**30,209**	**35,847**	**100%**	**100%**	**6%**

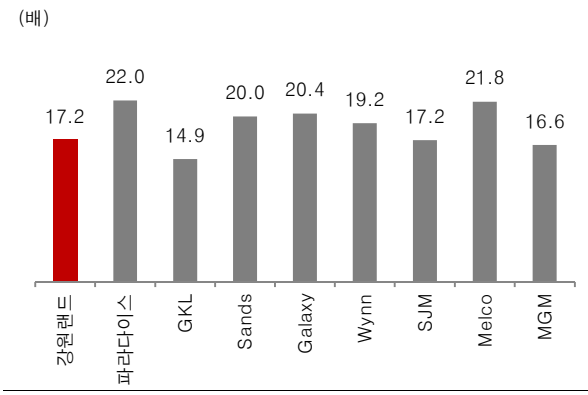
자료: 안전행정부, 동양증권 리서치센터

[표9] 카지노주 Peer 비교 (단위: 억원, 백만달러, 배, %)

종목명		강원랜드	파라다이스	GKL	Sands	Galaxy	Wynn	SJM	Melco	MGM
통화		KRW	KRW	KRW	USD	USD	USD	USD	USD	USD
2012	매출	12,962	5,185	5,024	6,479	7,339	3,814	10,196	4,023	2,796
	영업이익	4,049	898	1,464	1,396	1,028	852	851	514	567
	순이익	3,062	747	1,441	1,220	961	798	857	431	589
	PER	20.4	20.9	12.3	28.9	17.1	17.6	15.0	21.6	11.7
	PBR	2.5	2.1	5.4	7.6	6.3	19.8	5.6	3.7	11.1
	ROE	13.2	12.5	52.1	22.1	39.7	130.0	35.8	13.1	87.3
	EV/EBITDA	10.8	13.9	9.1	23.2	13.5	13.0	11.6	16.0	11.4
2013(e)	매출	13,889	6,386	5,585	8,816	8,255	3,944	11,207	4,948	3,302
	영업이익	4,511	1,390	1,954	2,231	1,291	957	959	814	705
	순이익	3,492	1,109	1,496	2,175	1,247	930	974	648	673
	PER	19.0	21.1	14.8	26.0	25.2	20.8	18.9	29.2	19.2
	PBR	2.5	2.9	5.6	9.1	7.8	15.8	6.4	4.6	14.4
	ROE	14.1	16.1	40.6	36.0	35.7	71.8	35.6	16.5	79.5
	EV/EBITDA	10.9	15.8	9.4	21.2	19.4	17.1	14.2	15.8	15.5
2014(e)	매출	15,478	7,873	6,111	10,497	9,305	4,257	12,173	5,516	3,709
	영업이익	5,024	1,392	1,943	2,813	1,579	1,051	1,055	969	822
	순이익	3,864	1,065	1,493	2,823	1,542	1,006	1,072	870	780
	PER	17.2	22.0	14.9	20.0	20.4	19.2	17.2	21.8	16.6
	PBR	2.3	2.6	4.9	7.9	5.6	13.0	5.7	3.8	11.0
	ROE	14.5	13.6	34.2	41.5	31.6	73.9	35.5	18.8	73.7
	EV/EBITDA	9.6	16.6	9.2	16.9	16.3	15.7	12.9	13.9	13.6

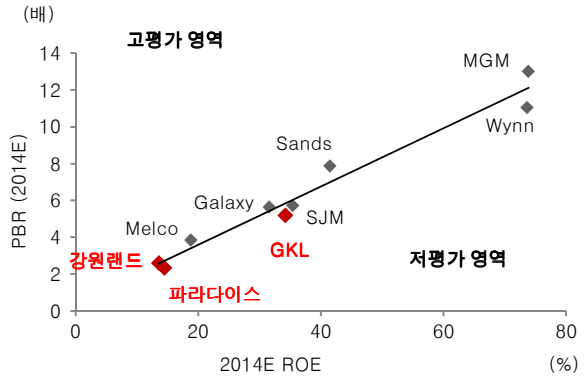
주: 국내 카지노 3 사는 당사 추정치. 마카오 6 사는 컨센서스 기준
자료: Bloomgerg, 동양증권 리서치센터

[그림13] 카지노 Peer 2014E PER 비교



주: 국내 카지노 3 사는 당사 추정치. 마카오 6 사는 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

[그림14] 카지노주 PBR-ROE 차트



주: 국내 카지노 3 사는 당사 추정치. 마카오 6 사는 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

강원랜드 (035250) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	**12,657**	**12,962**	**13,889**	**15,478**	**16,824**
매출원가	5,384	6,478	6,744	7,423	8,190
매출총이익	7,273	6,483	7,146	8,056	8,634
판관비	2,377	2,435	2,635	3,032	3,345
영업이익	4,896	4,049	4,511	5,024	5,289
EBITDA	5,548	4,744	5,231	5,725	5,991
영업외손익	**100**	**22**	**77**	**74**	**160**
외환관련손익	**0**	**0**	**1**	**0**	**0**
이자손익	394	460	459	510	596
관계기업관련손익	-16	-38	-40	-40	-40
기타	**-278**	**-400**	**-343**	**-396**	**-396**
법인세비용차감전순손익	4,997	4,071	4,588	5,098	5,449
법인세비용	1,185	1,009	1,096	1,234	1,319
계속사업순손익	3,812	3,062	3,492	3,864	4,130
중단사업순손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**3,812**	**3,062**	**3,492**	**3,864**	**4,130**
지배지분순이익	3,812	3,062	3,492	3,864	4,130
포괄순이익	3,769	3,052	3,465	3,874	4,140
지배지분포괄이익	3,769	3,052	3,465	3,874	4,140

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	**11,638**	**11,655**	**11,984**	**13,664**	**15,898**
현금및현금성자산	535	886	2,319	3,991	6,218
매출채권 및 기타채권	254	292	61	67	73
재고자산	22	12	14	16	17
비유동자산	**15,476**	**17,412**	**18,146**	**18,616**	**18,711**
유형자산	13,123	13,577	14,105	14,576	14,711
관계기업등 지분관련자산	685	847	822	822	782
기타투자자산	**513**	**1,558**	**1,841**	**1,841**	**1,841**
자산총계	27,114	29,067	30,130	32,280	34,609
유동부채	4,409	5,184	4,205	4,207	4,234
매입채무 및 기타채무	3,039	3,908	3,419	3,422	3,449
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	132	162	269	269	269
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	4,540	5,346	4,474	4,476	4,504
지배지분	**22,574**	**23,720**	**25,655**	**27,802**	**30,104**
자본금	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
자본잉여금	1,279	1,293	1,293	1,293	1,293
이익잉여금	21,893	23,098	25,040	27,178	29,479
비지배지분	0	0	1	1	1
자본총계	22,574	23,720	25,656	27,804	30,105
순차입금	-11,228	-11,208	-11,597	-13,269	-15,496
총차입금	7	6	0	0	0

현금흐름표

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	**4,178**	**4,465**	**3,905**	**4,778**	**5,070**
당기순이익	3,812	3,062	3,492	3,864	4,130
감가상각비	646	687	716	701	702
외환손익	0	1	-1	0	0
종속,관계기업관련손익	16	38	15	40	40
자산부채의 증감	-518	704	-344	-117	-92
기타현금흐름	222	-27	27	290	290
투자활동 현금흐름	**-1,878**	**-2,170**	**-571**	**-1,221**	**-886**
투자자산	263	-2,393	-302	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,553	-1,186	-1,245	-1,172	-837
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-588	1,409	976	-49	-49
재무활동 현금흐름	-2,188	-1,944	-1,526	-1,722	-1,824
단기차입금	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,977	-1,847	-1,531	-1,727	-1,828
기타현금흐름	-211	-96	5	5	5
연결범위변동 등 기타	0	-1	-376	-163	-133
현금의 증감	113	351	1,432	1,672	2,227
기초 현금	423	535	886	2,319	3,991
기말 현금	535	886	2,319	3,991	6,218
NOPLAT	4,896	4,049	4,511	5,024	5,289
FCF	2,316	3,259	2,563	3,220	3,782

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	1,782	1,431	1,632	1,806	1,930
BPS	11,331	11,901	12,805	13,809	14,885
EBITDAPS	2,593	2,217	2,445	2,676	2,800
SPS	5,916	6,059	6,492	7,235	7,864
DPS	910	755	850	900	1,000
PER	15.3	17.8	19.0	17.2	16.1
PBR	2.4	2.1	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	8.5	9.1	10.5	9.3	8.5
PSR	4.6	4.2	4.8	4.3	3.9

재무비율

(단위: 배, %)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	-3.7	2.4	7.2	11.4	8.7
영업이익 증가율 (%)	-13.5	-17.3	11.4	11.4	5.3
지배순이익 증가율 (%)	-9.5	-19.7	14.0	10.7	6.9
매출총이익률 (%)	57.5	50.0	51.4	52.0	51.3
영업이익률 (%)	38.7	31.2	32.5	32.5	31.4
지배순이익률 (%)	30.1	23.6	25.1	25.0	24.5
EBITDA 마진 (%)	43.8	36.6	37.7	37.0	35.6
ROIC	41.6	33.6	35.6	36.1	37.0
ROA	14.3	10.9	11.8	12.4	12.3
ROE	17.5	13.2	14.1	14.5	14.3
부채비율 (%)	20.1	22.5	17.4	16.1	15.0
순차입금/자기자본 (%)	-49.7	-47.2	-45.2	-47.7	-51.5
영업이익/금융비용 (배)	1,145.2	565.7	2,688.2	0.0	0.0

자료: 동양증권

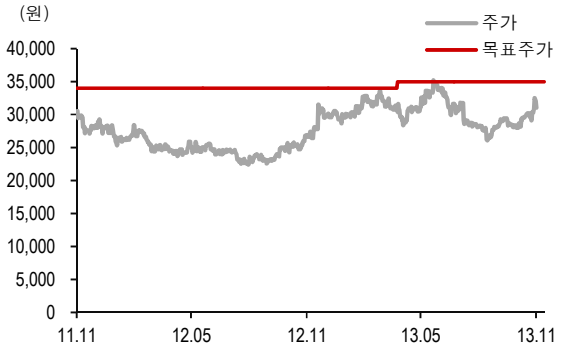
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

강원랜드 (035250) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-11-11	HOLD	35,000
2013-10-14	HOLD	35,000
2013-08-12	HOLD	35,000
2013-05-13	HOLD	35,000
2013-04-01	HOLD	35,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.