2010년 10월 23일

강원랜드(035250)

BUY

폐광의 뒤안길에서 카지노의 중심으로 우뚝 서다

-국내 유일 내국인 독점 카지노 기업

동사는 정부로부터 내국인 고객을 독점할 수 있는 권리를 부여받은 기업이다. 부침이 심한 VIP고객의 비중이 작고 Mass비중이 큰 국내일반 고객의 비중이 늘어남에 따라, 마케팅 비용을 절감하고, 보다 높은 홀드율을 기반으로 한 안정적인 수익구조은 동사의 큰 메리트이다.

-2012년 영업장 증설을 통한 퀀텀점프 준비!

동사는 영업장의 면적을 2배로 확장할 계획이다. 이와 함께, 2006년 이후 게임테이블을 증설하지 못했기 때문에 영업장 증설과 맞추어 게임테이블 증설이 허용될 것이라는 견해가 지배적이다, 따라서 현재 200%가 넘는 초과수요를 증설과 함께, 초과수요를 대부분 흡수하게 되어 2012년에는 약 2조 7천억원의 매출이 예상된다.

-내부적 효율성 증대를 통한 수익률 UP!

동사는 수익성 좋은 슬롯머신 신규 교체와 함께 배팅액 다변화로 매출비중을 27.25%까지 늘렸다. 또한 좌석 예약제와 빈 자리 확인 시스템을 도입하여 좌석 회전율을 증가시켜 보다 수요를 효과적으로 매출화하고 있다. 또한 인건비 절감으로 인한 비용최소화 정책을 시행은 매우 긍정적이라고 판단된다.

적정주가:
33,372원
현재주가:
25,600원 (10/22 기준)
상승여력: 30%

시가총액	54,769억원
ROE	22.15%
ROA	17.48%
영업이익률	45.81%
배당수익률	5.70%
P/E Ratio	14.04
P/B Ratio	2.90

주요주주:
한국광해관리공단
(36.01%)

SMIC 리서치 1팀
팀장 유호상
팀원 안성혜
한 욱
김민아
안동준

Ⅰ. 카지노 산업 & 강원랜드 Overview

1. 카지노 산업에 대한 Overview

1.1 해외 카지노 산업 Trend

국제 카지노 계의 샛별로 떠오르는 마카오 카지노와 카지노업에 박차를 가하는 일본, 싱가폴

최근 아시아권에서 카지노가 관광산업에 있어 핵심적인 요소로 자리매김하며 고도의 성장세를 보이고 있다. 그 중 마카오의 카지노 시장은 아시아권 카지노의 폭발적인 성장의 중심에 있다. 마카오는 1850년대 도박산업 합법화 이래 카지노를 중심으로 발전했다. 01년도부터는 카지노의 독점 영업권을 해제하면서 샌즈 그룹 등 해외 거대 민간 카지노 자본의 상륙을 허락했다. 이러한 개방화 조치의 효과로 2006년 이후, 마카오의 카지노 산업은 미국 라스베가스를 제치고 세계 1위에 등극했다. 이에 일본이나 싱가포르 등도 카지노 산업 발전을 위한 규제 완화와 제도적 정비를 추진하며, 카지노 산업의 경쟁이 치열해지고 있다.

1.2 국내 카지노 산업 Trend

1.2.1 국내 카지노 산업의 현황

대한민국 카지노 계에 순풍이 불어온다

사행사업 통합감독위원회의 자료에 따르면 2009년 국내 사행산업 총 매출액은 16조 5,5337억 원으로 전년 대비 3.3% 성장하는 모습을 보였다. 이중 국내 카지노 산업규모는 2009년 기준 2조 749억 원으로 전체 사행산업 규모의 12.6%에 달한다. 그리고 현재 우리나라에는 총 17개의 카지노가 운영 중이며, 16개 업체는 외국인 전용 카지노이다.

국내 카지노산업 운영업체는 강원랜드, 파라다이스, GKL이 있다.

이 중 강원랜드만이 '폐광지역 개발지원에 관한 특별법'이 제정됨에 따라 설립된 내국인독점권을 가진 카지노이며, 외국인 전용 카지노는 1960년대 외래관광객의 유치와 관광수입 확대를 목적으로 설립되었다. 서울 지역은 워커힐의 파라다이스가 독점적 지위를 행사해 왔으나, 2006년 상반기 한국관광공사의 자회사인 GKL이 영업권을 획득하여 세븐럭 카지노를 오픈함으로서 총 3개의 업체가 운영 중이다.

1.2.2 카지노에 대한 인식 변화

범죄를 연상시키던 기존이미지를 탈피하고 놀이문화로 정착하며 부흥하는 카지노산업

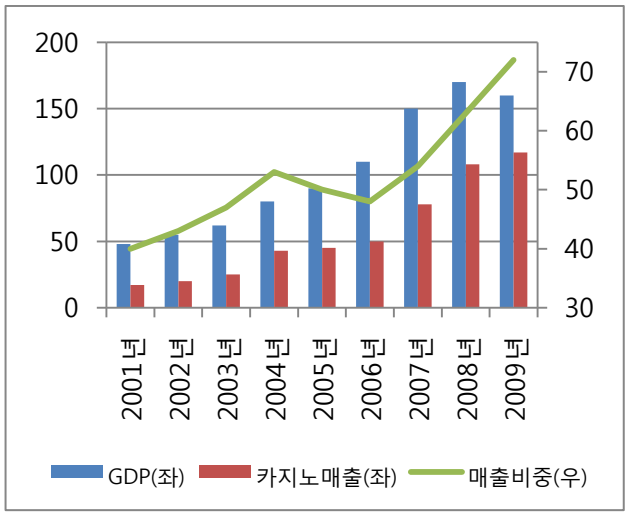
카지노 산업의 강력한 성장 뒤에는 인식의 변화라는 중요한 요인이 내재되어 있다. 몇 년 전까지만 해도, 카지노는 중독자 양산, 범죄와 마약과의 연결 등 여러 부정적인 측면들이 떠오르는 산업이었다. 하지만 카지노가 관광 및 레저업의 주축으로 자리매김하며, 각국 정부의 중요한 관광성장동력이 되고 있다. 이에 따라, 수요층도 도박목적의 수요보다는 가족 단위의 수요층이 눈에 띄게 증가했다. 이러한 현상은 세계적으로 이미 카지노를 레크리에이션의 한 형태로 간주하거나, 또는 소득증대 및 경제 부흥책의 하나로 인식하는 추세와 부합되는 바람직한 현상이라고 고려된다. 따라서, 앞으로의 국내 카지노 산업의 성장은 더욱 기대된다.

복합 리조트의 형태로 꾸준히 늘어나는 매출액, 입장객 수와 함께 성장하는 동사

2. 강원랜드의 BM

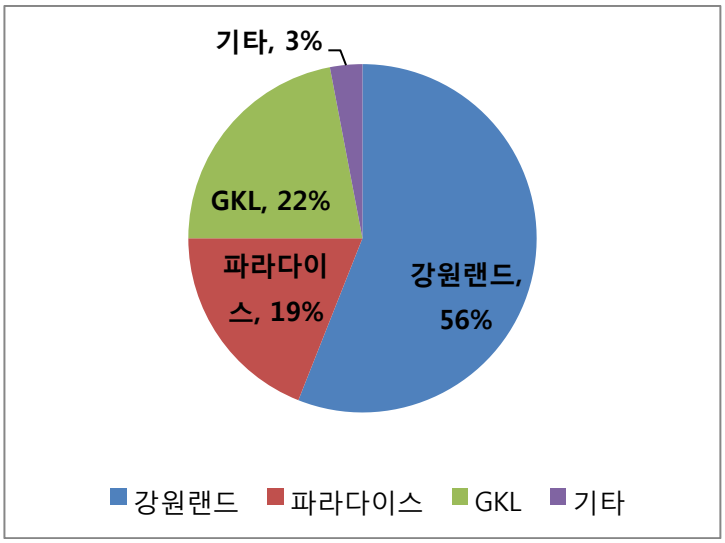
동사는 국내 유일의 내국인 출입 카지노로써 복합 리조트의 형태를 갖추고 있다. 카지노와 호텔 사업을 시작으로 High1 리조트란 이름으로 골프, 스키, 콘도 사업 등으로 그 범위를 확장해왔다. 그리고 2011년에는 컨벤션으로의 역할까지 맡을 것으로 계획되어 있다. 주 사업인 카지노는 1998년 강원도 정선·영원·태백·삼척 일대 폐광지역의 경제 활성화를 위해 설립된 뒤 매출액은 첫 해 884억여 원을 기록한 뒤 2007년 1조를 넘겼고, 올해는 9월까지 9,566억여 원을 올리면서 올해 말까지 1조2,000억여 원을 웃돌 것으로 전망된다. 10년 만에 약 13배의 기록적인 성장세다. 메인 카지노를 개장한 2003년(6,642억여 원)과 비교해도 매출이 2배 가량 늘었다. 입장객 수도 첫해 20만9,349명에 달했고 지난해 처음으로 300만 명을 넘겼으며 올해 9월까지 230만여 명이 입장해 올해 말까지 320만 명에 이를 것으로 보인다.

차트 1. 마카오 카지노 성장 (단위: 좌/십억원, 우/%)



출처: 마카오 관광청, 마카오 통계청.

차트 2. 국내 카지노 점유율 (단위: %)



출처: 사업보고서

표 1. 2009 국내 사행산업 현황 (단위: 억원, 천명)

	강원랜드	외국인카지노	경마	경륜	경정	복권	체육진흥투표권
총매출액	11,553	9,196	72,865	22,238	7,183	24,712	17,590
순매출액	11,553	9,196	19,564	6,222	2,006	11,786	7,785
이용객수	3,045	1,676	21,675	9,429	3,499		
영업장수	1	16	3	3	1		
조세부담액	1,656	494	13,198	3,573	1,166		
기금부담액	2,271	855	2,198	703	292	9,679	3,901

출처: 사행산업 통합감독위원회

2. 카지노 용어 설명

동사의 사업구조를 쉬이 이해하기 위해서는 카지노 용어의 이해가 필요하다

카지노 산업을 분석하다 보면 생소한 용어들을 많이 보이게 되는데, 이는 동사의 사업구조를 분석하는 데에 있어서는 필수적인 개념이다. 이러한 개념들은 표에 있는 용어설명을 참조하여, 보고서의 흐름을 따라가면 도움이 될 것이다.

표 2. 카지노 용어 설명

용어	내 용
Drop	드롭이란 플레이어가 카지노를 상대로 게임에 참여할 목적으로 칩과 교환한 금액
Payment	드롭과 반대되는 개념으로 플레이어가 칩을 현금으로 교환한 금액
Loss	Drop-Payment 가 카지노의 매출로 계상되는데, Drop-Payment 가 (-)의 경우의 금액을 합하여 매출원가에서 카지노손실 계정으로 계상
Hold Ratio	홀드율은 총드롭액 중 카지노가 딴 금액이 차지하는 비율을 의미한다(=(Drop-Payment)/Drop). 예를 들어, 홀드율이 15%이면 고객이 100 의 현금을 가지고 와서 평균적으로 15 를 잃고 가는 것을 의미
Comp	콤프란 'Complimentary Service'의 약자로 카지노고객에게 무료 또는 할인가격으로 제공되는 객실, 식음료, 항공료, 연회 등의 서비스를 일컬으며, 그 밖에 체류기간동안 제공되는 리무진, 쇼핑, 관광 등을 모두 포함한다.
Junket	정켓은 오로지 게임을 목적으로 카지노를 방문하는 사람들로, 2~10 명 내외의 팀단위 고객으로 전문모집인에 의해 모집한다. 전문모집인은 정켓을 조직하여 카지노업체에 보내주고, 커미션을 통하여 그 대가를 보상받는 대리인을 말한다.

출처: 동양종합종금증권 리서치 센터

Ⅱ. 투자포인트 1 (국내 수요 MASS 고객 독점)

1. 강원랜드의 고객 추이

동사를 찾는 일반대중고객이 늘어나며 VIP고객의 비중이 줄어드는 것은 동사의 매출액 안정성에 청신호

동사의 고객 비중 변화를 보게 되면, VIP 비중은 감소하고 있음을 알 수 있다. 이 말은 MASS고객, 즉 일반대중인 고객들의 비중은 늘어나고 있다는 뜻과 같다. 그리고 동사의 매출비중에서도, VIP의 매출비중은 2007년부터 꾸준히 줄어들고 있다. 반면, MASS테이블 매출비중과 MASS고객들이 주로 하는 슬롯머신게임의 매출비중은 늘고 있는 추세이다. 또, 지금 현재 동사는 자리가 없어서 사람들이 못 들어갈 정도로 공급대비 수요가 많이 초과하는 상태이다. 꾸준한 입장객 증가와 매출액 증가 또한 현재 동사의 상태이다. 위와 같은 동사의 구조와 상태는 수익성 측면에서 안정성을 보장해주는 중요한 투자포인트이다.

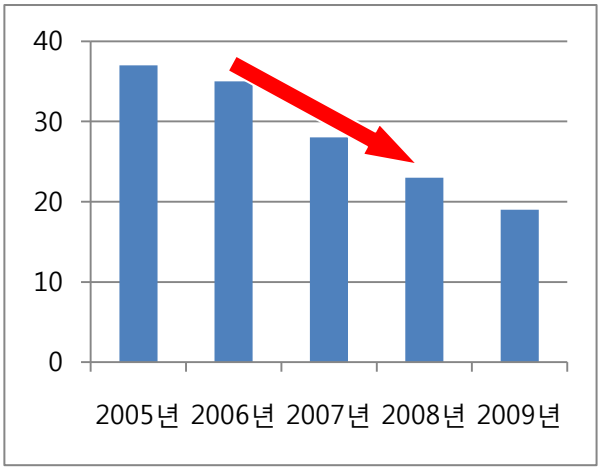
2. 안정적인 MASS고객의 수익

Mass고객의 쌈짓돈이 모이면 슬롯머신 가동률이 높아지며 동사의 수익은 안정되며 증가세를 보인다.

그 이유는 우선 MASS고객들의 안정성 때문이다. MASS고객이라 하면 보통 일반대중들을 의미하는데, 소액의 돈을 가지고 큰 돈을 딸 목적이 아닌 고객들을 말한다. 이런 MASS고객들은 큰 돈을 목적으로 게임을 하는 VIP고객에 비해 홀드율이 높은 편이다. 왜냐하면, MASS고객 같은 경우에는 머신 게임인 슬롯머신을 많이 하는 편인데, 슬롯머

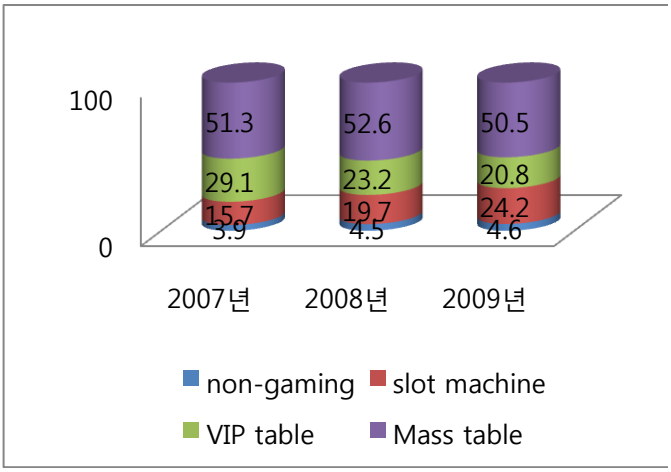
신은 홀드율이 안정적이고 비교적 높은 특징이 있기 때문이다. 따라서, MASS고객의 증가와 슬롯머신의 매출증가는 당연히 동사에게는 안정적인 수익성의 기반이 될 수 있다고 생각된다. 또한, 슬롯머신의 베팅액의 한도가 상승되었고 머신의 가동률 또한 확대될 예정이어서 이는 일반 고객들의 드랍액을 증가시킬 것이다. 따라서, MASS고객 증가와 맞물려 생각하면 강원랜드의 수익은 더욱 안정되고 증가할 것이다.

차트 3. 강원랜드 VIP비중 하락 추이 (단위: %)



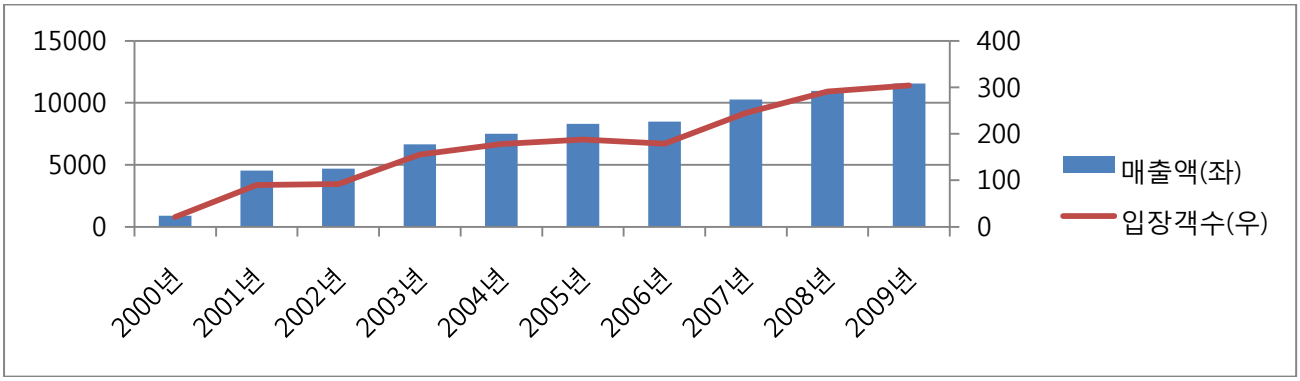
출처: 대신증권 리서치센터

차트 4. 강원랜드 VIP매출비중 감소 추이 (단위: %)



출처: 강원랜드 IR자료

차트 5. 연도별 강원랜드 매출액 및 입장객수 추이 (단위: 좌-억원, 우-만명)



출처: 사행산업 통합감독위원회

3. 낮은 외국인 비율에 따른

중국인 고객의 증가로 홀드율이 감소하는 GKL과 파라다이스

외국인 전용 카지노인 파라다이스와, GKL을 보게 되면 2010년 상반기 홀드율이 많이 감소 하였다. 그 이유는 중국 관광객 비중의 증가로 중국인들이 주로 하는 정켓 게임 비중이 늘어났기 때문이다.

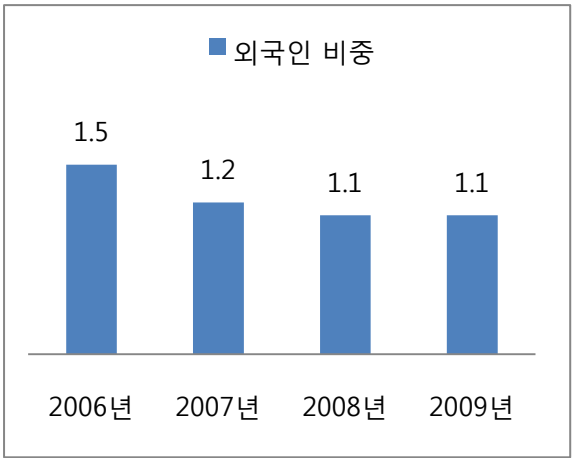
정켓으로 중국인을 모집해 주는 전문모집인에게 커미션을 떼어주게되어 중국인 비중이 늘수록 카지노측의 순이익은 줄어든다.

정켓 게임의 경우에는 전문 모집인들이 있는데, 카지노에서는 이들에게 커미션을 주는 구조로 되어있다. 다시 말해, 일반 고객들의 게임에서 지불되는 Payment 이외에도, 전문 모집인들에게 줘야 되는 비용이 있다는 것이다. 예를 들어, 홀드율 20%를 가정하였을 때 일반 고객들 대상의 게임은 20%가 고스란히 매출에 반영되지만 정켓 게임의 경우는 전문 모집인 대가를 뺀 대략 8%만이 매출에 반영이 된다. 따라서, 전문 모집단의 대가만큼 홀드율은 하락하게 된다. 앞으로 계속해서 중국인의 비중은 늘어날 것으로 예측되고 그 만큼 카지노의 비용도 증가하게 될 것이다.

동사는 국제 정세에 따라 갈대처럼 움직이는 외국인의 비율이 적어 외국인 전용 카지노보다 입장객 수에 대한 안정성이 크다.

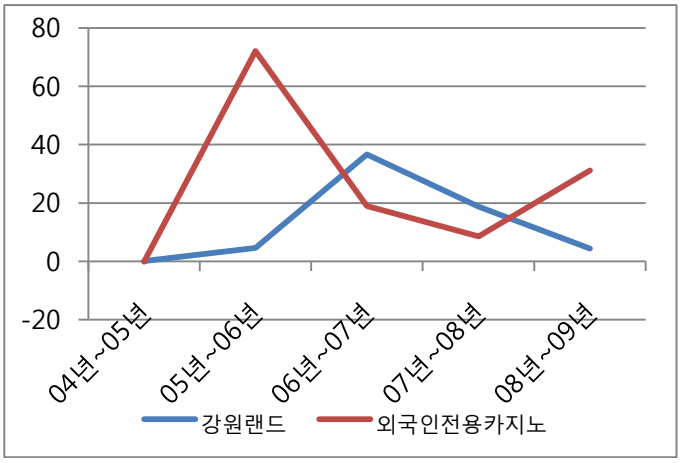
그리고 한 가지 덧붙이자면 강원랜드와 외국인 전용 카지노의 입장객 변동률을 비교해 보면, 외국인 전용 카지노가 강원랜드에 비해 변동의 폭이 더 크다는 것을 알 수 있다. 이는 외국인 고객들은 환율, 국제 정세 등에 의해 영향을 받는 특성이 반영되었다고 할 수 있다. 따라서, 강원랜드는 외국인 전용 카지노보다 입장객 수에 대한 안정성이 크다고 볼 수 있다.

차트 6. 강원랜드 외국인 비중 추이 (단위: %)



출처: 강원랜드

차트 7. 입장객 변동률 (단위: %)



출처: 사행산업 통합감독위원회

Ⅲ. 투자포인트 2 (12년도 영업장 확충 Effect)

1. 영업장 확충 및 설비증설의 당위성

1.1 영업장 확충(부지)

2012년도에 2배의 영업장 확충이 허가된 상황.

동사의 규모와 시설은 카지노를 찾는 방문객의 숫자를 포용하기에는 턱없이 부족하다. 09년 기준 동사의 카지노 일일 평균 입장객 수는 8342명으로 국내 모든 외국인 대상 카지노 업체의 방문객 수를 합한 것 보다 많다. 동사를 찾는 입장객 추정 동시수용 인원수를 면적에 비교해 보았을 때 1인이 차지하는 면적은 0.5㎡에 불과해 동종업계에서 가장 낮은 수치이다.

이에 2012년 동사는 프로젝트 "비전 2010"를 세우고 정부의 허가를 얻어 기존의 카지노영업부지 6049㎡를 1만1494㎡로 증설 함으로 영업장 규모를 두 배 가까이 확장하게 된다. 이로서 1인이 차지하는 면적도 약 두 배 이상 늘어나며 플레이를 할 때 비교적 쾌적한 환경이 조성될 뿐 아니라 부대시설의 증가로 편의도 개선될 것이다.

1.2 영업장 확충(설비)

한정된 게임기에 그 이상의 고객들이 참여하고 있는 열악한 상황

부족한 것은 영업장 면적 뿐만 아니라 설비시설도 마찬가지이다. 동사의 게임대수 역시 동사의 일일 평균 입장객의 수를 감당하기에는 턱없이 모자라다. 설비는 한정되었지만 카지노 입장객의 수요는 꾸준히 늘었다. 올해 상반기 일일 평균입장객은 9000명 대를 넘어섰고, 테이블게임 1개당 평균 여덟 명이 정원임에도 불구하고 스무 명이 넘는 참여자가 하나의 테이블을 둘러싸고 동시에 베팅하는 열악한 상황이다.

게임기 증설 전례가 있고, 세수확보가 필요한 정부의 긍정적인 답이 기대됨

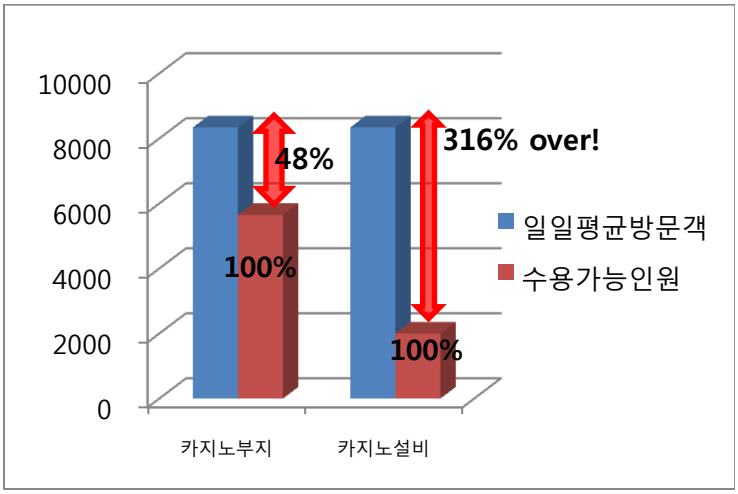
동사의 경우 다른 사행업체와는 달리 영업장 증설뿐만 아니라 설비를 새로 들이는 일에 있어서도 정부의 규제를 별도로 받고 있기 때문에 게임테이블과 슬롯머신의 설비의 수량은 항상 고정되어왔다. 현재 부지 확장의 허가는 받았지만 설비 증설에 대한 허가는 확정 받지 못한 상태이기 때문에 게임테이블 및 슬롯머신의 증설에 대한 확신은 없지만, 지난 2004년에 있었던 **설비 증설 전례**와 **2012년부터 추가적으로 부과될 개별소비세**의 영향으로 정부의 허가는 긍정적인 방향으로 흐를 것으로 예상된다.

표 3. 카지노 방문객대비 규모비교 (단위:명, ㎡)

카지노	평균 입장객	영업장 면적	1 인당 (㎡)
워커힐	799	3.178	8.0
세븐럭 (강남)	776	6.060	15.6
세븐럭 (힐튼호텔)	1943	2.812	2.9
세븐럭 (부산)	441	2.343	10.6
외국인전용	4592	31.467	13.7
강원랜드	8342	7.322	0.5

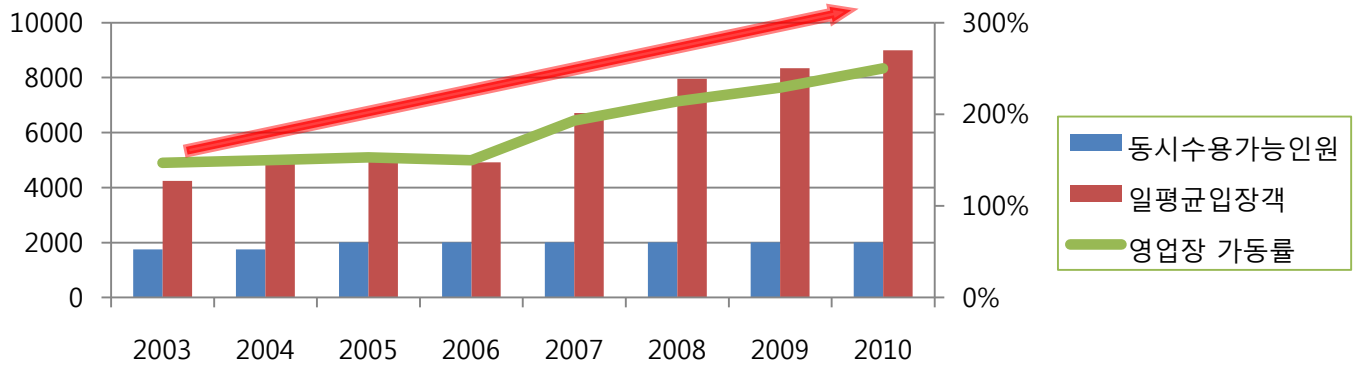
출처: 한국관광공사

차트 8. 한계 수용인원 대비 방문객 수 (단위: 명)



출처: 강원랜드, 한국소방방재연구원

차트 9. 방문객 상승 및 가동률 상승추이 (단위 : 억원)



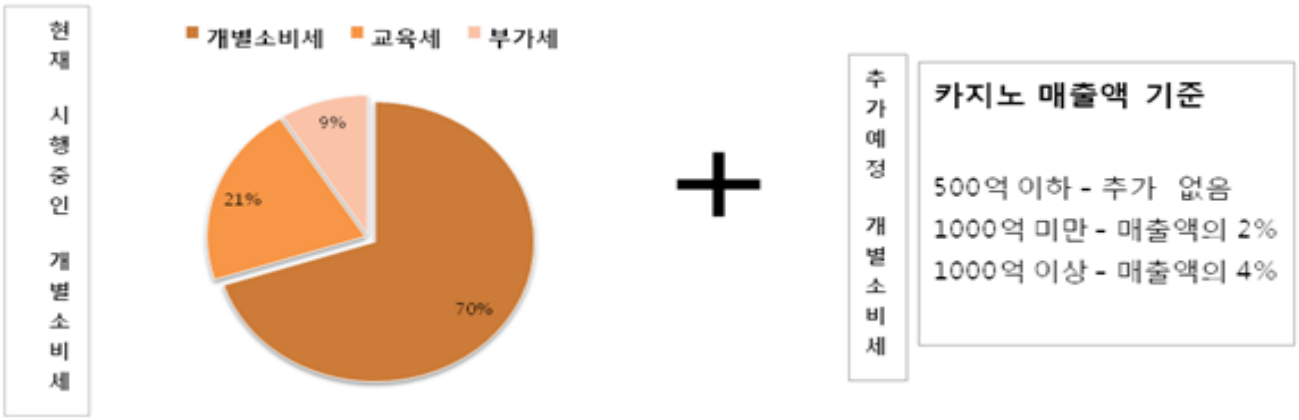
출처: 사행산업통합관리위원회, 강원랜드

1.3 영업장 증축과 개별소비세 확보

정부입장에서는 영업장 증축에 따른 개별소비세 확보가 기대됨

영업장 증축에 따른 실적확대는 정부의 세수확보와도 밀접한 연관성이 있다. 따라서 게임대수 확대에 대한 긍정적인 의견을 줄 것으로 기대된다. 정부가 설비증설을 지지하게 되면 기존 세수를 증폭시킬 뿐만 아니라, 설비증설로 유치 가능한 방문객의 숫자가 늘어남으로 입장료에서 징수하는 기존의 개별소비세의 양도 증가하게 된다. 정부로서는 테이블게임 및 슬롯머신 증설을 지지함으로써 입장료에서의 개별소비세와 추가과세 되는 개별소비세, 두 마리의 토끼를 잡을 수 있기 때문에 정부의 허가는 긍정적이게 될 것으로 보인다.

차트 9. 2012년 개편되는 카지노 개별소비세



출처: 국세청

2. 설비(게임기)증설의 효과

동사가 정부의 허가를 받고가 증설을 시작할 경우, 설비규모를 어느 정도로 결정하는가의 여부는 동사의 매출과 직결되는 사항이다. 이미 2012년도에 영업장 부지를 2배로 넓힌다는 허가는 받아놓은 상태이나, 게임기 증설에 대한 환경은 우호적인 아직 확실한 허가가 나온 것은 아니다. 이에 설비증설에 따른 실적 효과를 보기 위해서 현실적인 가정 하에 분석해보았다.

- 가정 -

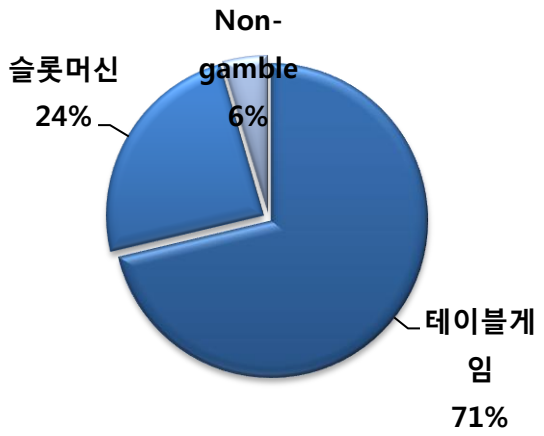
일단, 2012년 사가 영업장을 두 배로 증설 할 때, 현재 동사가 보유한 카지노 영업장 부지의 84%를 차지하는 게임구역의 면적이 2배로 최대치가 될 수 있다. 하지만 카지노 영업장의 협소함과 부대시설의 부족함에 불편을 겪었던 던 점을 감안하여, 현재 전체 부지의 15%를 차지하는 부대시설를 최대 2배 이상 확장한다는 가정과 함께, 정부의 보수적인 허가지침이라는 점을 고려하여 게임기가 들어가는 부분은 신설부지의 65%가 될 것이라는 최종 가정을 세웠다.

- 분석 -

게임기 증설 효과로 2012년 2조 7천억원까지 상승할 것으로 기대.

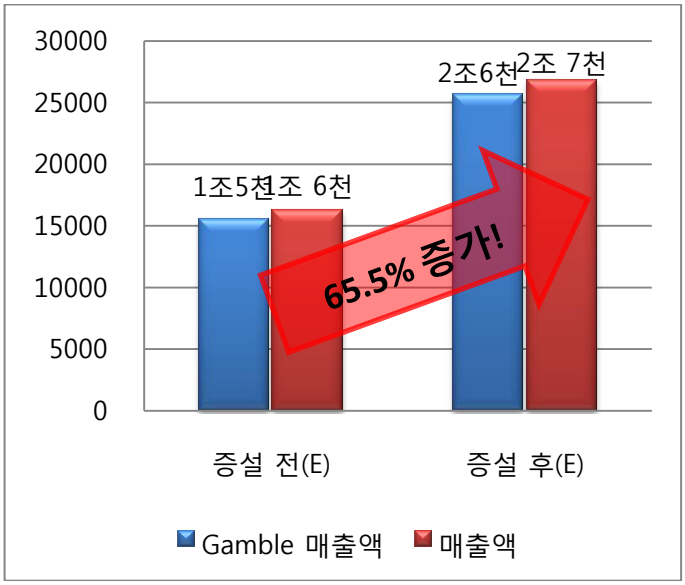
동사의 2010년 상반기 매출액 6,481억이 하반기까지 유지되고, 그렇게 도출해낸 2010년 매출액이 총 12,962억이 2012년까지 기존 동사의 CAGR 12%을 유지하며 상승한다고 해본다. 이대로라면, 2012년의 매출액은 약 16,259억원 가량이 되는데, 여기에 정부가 현재 발생하는 초과수요를 감당할 수 있게끔 테이블게임과 슬롯머신의 설비증설을 최소 65%까지 허가할 경우, 동사 매출액의 95% 차지하는 카지노 부분 매출액은 2조 7천억원까지 상승할 것으로 기대됩니다.

차트 11. 동사 카지노 매출구조 (단위: %)



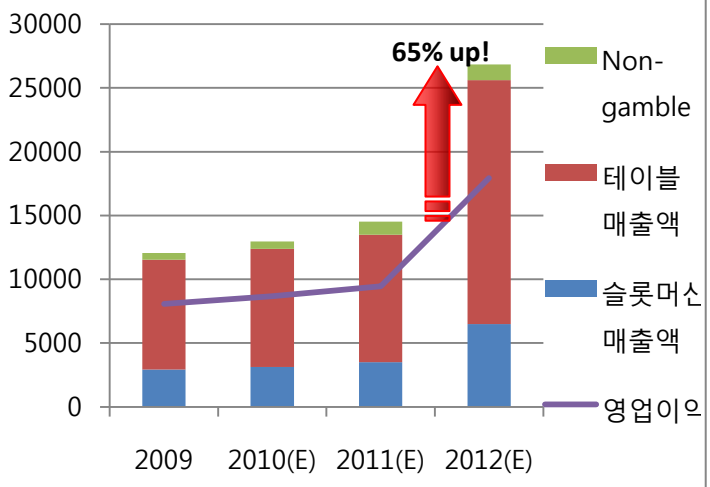
출처: 강원랜드

차트 12. 2012년 동사의 총 매출액 변화 (단위: %)



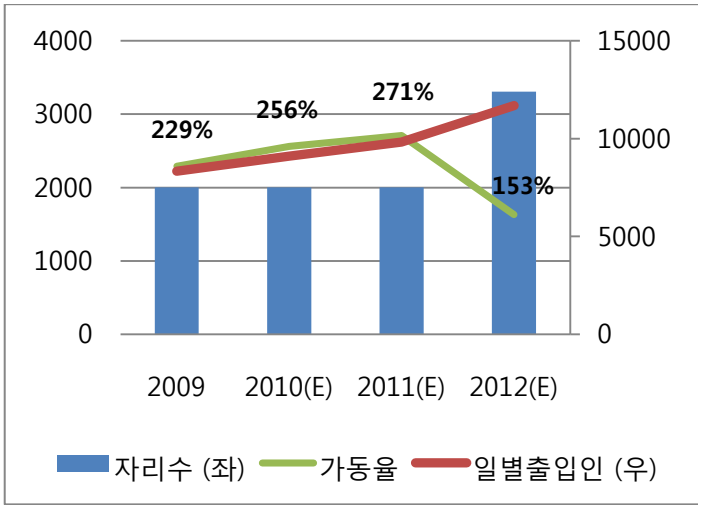
출처: Research Team 1

차트 13. 동사의 매출액 및 영업이익 예상 (단위: 억원)



출처: Research Team 1

차트 14. 설비증설로 가동률 변화 (단위: 석, 명)



출처: Research Team 1

IV. 투자포인트 3 (내부효율화를 통한 수익성 강화)

1. 내부 수익성 강화

1.1 슬롯머신을 통한 매출 확대

슬롯머신이 베팅금액의 소액 다변화를 하면서 슬롯머신의 수요가 증가하고 있다.

동사는 수익성 좋은 새로운 슬롯머신으로의 교체와 함께, 베팅금액의 소액 다변화를 통해 슬롯머신 매출 비중을 증가시키고 있다. 사실 슬롯머신은 돈 잃을 확률이 높다는 인식이 지배적인 게임이어서 03~05년 사이 23%에서 11%로 매출비중이 하락했었다. 하지만, 슬롯머신 베팅금액의 소액 다변화와 고객들의 흥미를 끄는 게임 위주로의 머신 교체에 따라 슬롯머신 수요가 증가하였다.

슬롯머신 교체로 평균 베팅금액이 9.5% 인상되어 매출액의 성장이 기대된다.

우선 현재 보유하고 있는 132대의 테이블과 960대의 슬롯머신 중 241대를 지난해 교체하였고, 남은 44대를 올해 교체할 예정으로 2006년부터 시작된 960대의 슬롯머신 교체를 마무리 지을 예정이다. 새로운 슬롯머신은 최고 베팅금액이 기존 1797원에서 1967원으로 9.5% 인상되기 때문에 drop액 및 매출액 증가가 예상되고 게임 테이블에서의 초과 수요를 흡수하는 면도 있기 때문에 마진이 테이블보다 높은 슬롯머신 부문의 성장세는 주목할 필요가 있다.

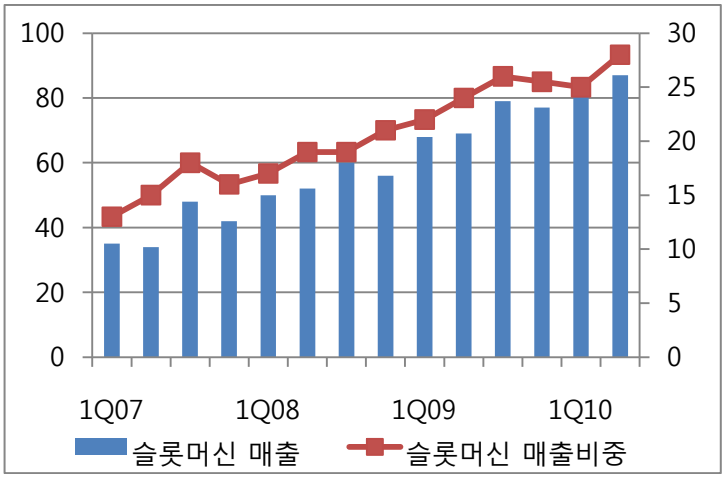
슬롯머신의 소액다변화는 아직도 현재진행형이다.

그리고, 2007년부터 시도된 슬롯머신 배팅금액의 '소액 다변화'로 인해 슬롯머신 수요가 다시 증가하기 시작하였다. 07년도 이전, 슬롯머신 960대의 최소 배팅금액은 500원짜리와 100원짜리로 매우 단조로웠던 반면, 3년이 지난 현재 최소 배팅금액에 따른 슬롯머신 조합은 10원짜리 68대, 100원짜리 732대, 500원짜리 160대로 다양화되었다. 게다가, 올해 안에 100원짜리 가운데 일부를 50원짜리로 교체할 계획이다.

슬롯머신의 교체가 이뤄지며 매출액에 기여하는 슬롯머신의 비중도 가파르게 오르고 있다.

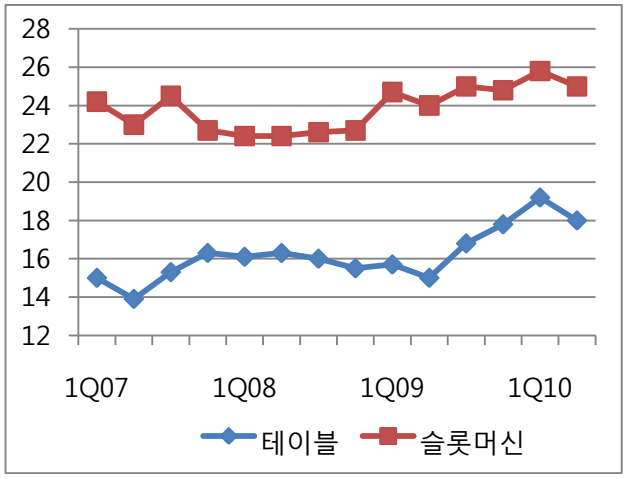
이러한 교체 과정이 끝나기도 전에 카지노 총 매출 가운데 슬롯머신 비중이 2007년 19.25%, 2008년 24.25%, 2009년 27.25%로 가파르게 오르고 있다. 또한, 슬롯머신 매출 고성장이 실적확대로 이어졌다. 1 분기 슬롯머신 부문의 Drop 액과 매출은 전년 대비 각각 16%, 21% 증가하여 2009 년 말 241 대의 머신 교체 효과가 바로 반영되었다. 슬롯머신의 홀드율이 테이블의 홀드율에 비해 평균적으로 10% 높다는 점을 고려할 때, 앞으로도 매출성장의 엔진역할을 할 것으로 기대된다.

차트 15. 슬롯머신 매출액과 매출비중추이 (단위: 억원)



출처: 강원랜드, 미래에셋증권

차트 16. 테이블과 슬롯머신 홀드율 추이



출처: 강원랜드, 미래에셋증권

1.2 좌석 예약제와 빈 자리 확인 시스템을 통한 회전율 증가

동사는 보다 효과적인 공급을 위해 자리 예약제와 빈자리 확인 시스템을 운영하고 있다.

현재 동사 영업장의 공급대비 수요초과 비율은 200% 이상이다. 그만큼 공급여력이 부족한 상황이다. 당장 영업장을 증설하지 못하는 상황에서 동사가 선택한 카드는 바로 내부적 운영 효율성 증대이다. 10년도부터 대표적으로 시행되는 내부제도가 좌석 예약제와 빈 자리 확인 시스템이다.

빈자리 예약제는 카지노의 좌석 회전율을 높여 매출액 증가에도 크게 기여할 것이다.

좌석예약제는 전화로 좌석을 예약 받고, 빈 자리가 생기면 휴대전화 문자메시지로 전송해주며, 고객이 자리를 비우고 1시간이 지나면 퇴실한 것으로 간주되어 테이블 책임자가 예약한 고객을 배정해주게 되어 있다. 이는 좌석의 매점매석을 막고 고객간 자리 다툼을 막는데 매우 효과적이고, 빈 자리에 대한 좌석 회전율을 높여 영업 효율을 증가시키는 데 기여하는 효과를 가져왔다. 이로 인한 효과로 하반기 매출액을 전년 동기 약 7% 증가시킬 것으로 기대된다.

슬롯머신 역시 빈자리 확인시스템의 손바닥 안에 있다.

또한 동사는 10년도 하반기부터 슬롯머신 400대 분량을 실시간으로 체크할 수 있는 빈 자리 확인 시스템을 도입하였다. 딜러가 상주하는 테이블과 달리 슬롯머신 좌석의 경우는 빈 자리를 실시간으로 파악하기가 어려웠으나 당 시스템의 도입으로 빈 자리를 곧바로 체크하고 예약한 고객에게 좌석을 배정할 수 있게 되었다.

빈자리 확인 시스템의 효율성은 2분기 매출액 3천억원 성과로 확인할 수 있다.

이러한 제도를 통해 좌석 회전율이 상당 부분 개선되었다. 이에 따르는 영업효율의 증가로 동사의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 전년 동기 대비 8.2%, 21.1% 증가해 시장 컨센서스를 1.3%, 5.4% 상회하였다. 또한 올해 들어 비수기로 여겨지는 2분기 사상 최초로 매출액 3천억원을 돌파했다는 점에서 이 제도의 효율성을 입증하였다.

2. 인건비 절감 & 내부적 비용 최소화를 통한 코스트 다운

동사는 구조조정과 퇴직금 누진제 폐지, 서울 사무소 이전을 통해 비용절감을 꾀하고있다.

동사는 09년도에 신임 최영 사장과 함께 구조조정을 단행하여 인건비를 대폭 절감하였다. 지난 해 공기업 선진화 방안에 따라 인력을 3,334명에서 3,070명으로 감축했고, 증감률로는 전년 대비 8% 감소하였다. 2012년까지 167명을 추가로 줄일 계획이기 때문에 수익성은 앞으로 꾸준히 향상될 것으로 보인다. 이외에도 퇴직금 누진제 폐지, 서울 사무소 이전 등을 통해 추가적인 비용절감 효과도 보이고 있다.

퇴직금 누진제 폐지와 사무소 이전이 탁월한 효과를 보였다.

또 퇴직금 누진제 폐지와 역삼동에서 강북지역으로 서울 사무소 이전(12억원 비용절감)을 통해 추가적인 비용 절감 효과도 보이고 있다. 지난해 4분기 퇴직금누진제를 폐지하여 위로금, 명예퇴직금으로 143억을 지출하여 일반테이블 매출이 증가했음에도 불구하고 일시적으로 영업이익이 떨어졌지만 장기적으로는 인건비 지출을 줄일 수 있기 때문에 비용 면에서 긍정적으로 작용할 것이다.

이 모든 효과는 2015년 독점권 해제를 대비한 장기적 대비라 할수있다.

이러한 경영 효율화 전략을 통해 동사는 예산을 약 10% 절감하였다. 좋은 실적에도 불구하고 이렇게 비용 절감을 위해 노력하는 것은 2015년 이후 독점권 해제에 대비한 것으로 보인다. 매출액 자체가 워낙 크기에 이러한 수치가 무의미해 보일 수도 있으나 장기적인 관점으로 보면 충분히 좋은 신호로 해석할 수 있다. 일회성인 비용이 아닌 매년 발생하는 비용이기 때문에 누적적으로 판단해야 할 것이다. 직접적으로 수익 증대를 꾀할 수 없는 상황에서 최선책은 비용을 줄이는 것이다. 그런 면에서 동사는 수익구조 개선을 위해 전사적 노력을 다하고 있는 것으로 판단된다.

Ⅴ. 경쟁사 분석

1. 수요층 분석

1.1 강원랜드 (내국인+외국인)

동사는 국내 유일하게 합법적으로 내.외국인 입장객을 허용하고있다.

강원도 개발공사를 비롯한 공공부문이 주요주주로 포진되어 있는 동사는 국내 유일 내국민과 외국인 모두 합법적으로 카지노가 허용되는 기업이다. 애초의 목적이 정선의 경제를 부흥시키기 위해 설립되었던 것만큼 내국민 수요층을 독점적으로 보유하고 있으며, 이에 따라 국내 카지노 업체 중 가장 큰 매출액을 기록하고 있다. 불법사행산업에 대한 단속이 매우 철저한 국내 정서 상 동사는 내국민들의 카지노 수요를 유일하게 흡수하고 있다. 이러한 공급독점적 상황에서 '09 년도 기준 공급대비 220% 수요초과를 보이는 상황이다.

1.2 GKL & 파라다이스 (외국인 전용)

GKL과 파라다이스는 외국인 전용 카지노업체로 06 년 이후 가파른 성장세를 보이고 있다.

반면 GKL 과 파라다이스는 외국인을 주 수요층으로 사업을 영위하고 있다. 06 년 이전까지는 외국인 전용 카지노 사업이 정체되었지만, 외화 획득 및 국내 관광산업 진흥이라는 목적 하에 이 분야의 성장세가 두드러졌다. 이 분야의 주축인 GKL 과 파라다이스 모두 06 년 이후로 각각 CAGR 56%, 12%의 빠른 성장세를 보이고 있다. 한편, 파라다이스는 중국고객이 44%, 일본고객 25.2%가 주요 수요층인 반면에, GKL 은 일본고객 56.3%, 중국고객 13.3%을 주요 수요층으로 보유하고 있다.

2 . 접근성 & 생산능력 (게임 대수)

2.1 강원랜드

동사는 위치적으로 접근성이 떨어지지만 국내 최대 규모의 카지노를 보유한 복합리조트이다.

동사는 강원도 정선에 위치하여 서울을 포함한 수도권에서의 접근성은 다소 떨어진다. 하지만, 국내 유일의 내국민 허용 카지노라는 특성과 함께, 하이원 호텔, 골프장, 스키장, 콘드 등 종합리조트 업체로써 카지노 수요를 흡입하기에 매우 탁월한 환경을 보유하고 있다. 영업장에는 6,878.35m^2의 용지에 테이블 게임 132대, 비디오게임 및 슬롯머신 960대의 생산능력이 비치되어 있다.

2.2 GKL

GKL은 위치적으로 접근성이 높지만 그만큼 높은 임차료를 지불하고 있다.

GKL은 세븐럭이라는 브랜드를 통해서 총 3곳의 영업장을 보유하고 있다. 코엑스 서울 강남점, 밀레니엄 서울힐튼점, 부산롯데점은 서울과 부산 주요 호텔에 및 컨벤션 집적지대에 위치하고 있다. 주요 고객인 일본과 중국 관광객들에게 매우 접근성이 높은 편이며, 상대적으로, 높은 임차료를 지불해야 하는 원인이기도 하다. GKL 은 총 테이블게임 138대, 슬롯머신 324대의 생산능력을 보유하고 있다.

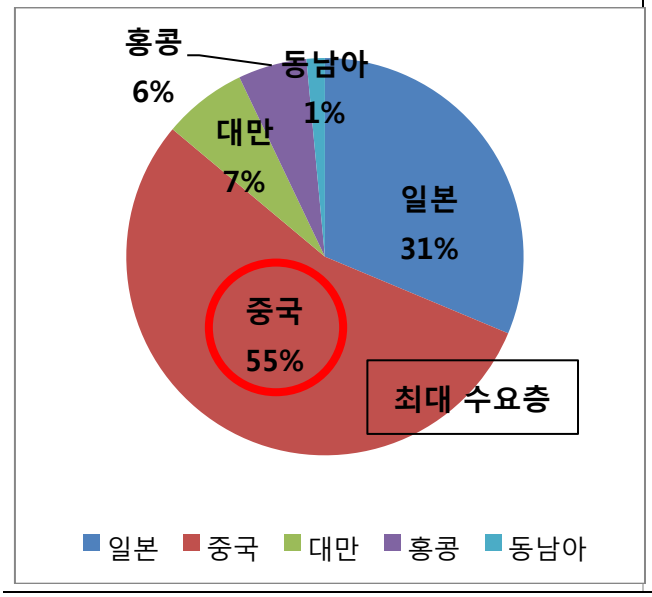
2.3 파라다이스

파라다이스 수도권 내에 위치해 접근성이 높다.

파라다이스는 서울 쉐라톤 워커힐 호텔 내에 위치해 있다. 역시 외국인 전용 카지노이기 때문에 접근성에 민감한 부분이라고 판단된다. 테이블게임 90대, 머신게임 130대의

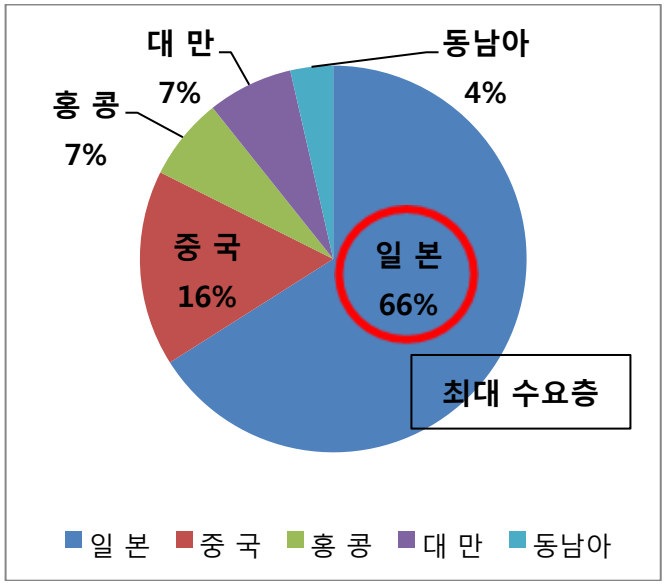
생산능력을 보유하고 있으며, 이외에 삼청각이라는 외식업을 영위하고 있으나, 매출비중에 차지하는 비중은 미미하다.

차트 17. 파라다이스 국가별 고객 비중 (단위: %)



출처: 파라다이스 사업보고서

차트 18. GKL 국가별 고객 비중 (단위: %)



출처: GKL 사업보고서

차트 19. 3사의 생산능력 & 위치 비교

	강원랜드	GKL	파라다이스
사업장 넓이	6,878.35m²	1,105.4m²	m²
테이블 게임 수	132대	138대	90대
머신 게임 수	960대	324대	130대
영업장 위치	강원도 정선군	코엑스점, 서울힐튼점, 부산 롯데점	서울 쉐라톤 호텔

출처: 3사 사업보고서

3. 3사 실적 비교

3.1 매출액 비교

매출액 기준으로 동사는 국내 카지노업체 중 최고이지만 연평균성장률은 GKL이 높다.

매출액을 기준으로 3사를 비교해보면, 09년도 기준 동사가 1조2067억원, GKL이 4,888억원, 파라다이스가 3,407억원으로, 내국인 수요기반을 가지고 있는 동사의 규모가 절대적으로 더 크다는 점을 파악할 수 있다. 하지만 매출액 증가율을 기준으로 해서는 외국인 전용 카지노사들의 성장세가 두드러진다. 동사가 06년~09년도 CAGR 12%를 기록한 반면, 일본인 고객을 주 타겟층으로 삼고 있는 GKL은 56%의 연평균성장세를 보였다.

GKL이 일본인 고객을상대로 급격한 성장세를 보이는 반면 동사는 안정적인 성장세를 보이고 있다.

GKL의 급성장세는 일본에 카지노 산업이 존재하지 않다는 점과 일본관광객들의 국내여행 수가 확대됨에 따른 결과로 해석된다. 반면에 동사는 220%에 달하는 수요초과율 대비 영업장 확장계획 지연과 함께 총액 규제에 대한 견제를 받고 있는 상황이기 때문에 보다 안정적인 성장세를 보이는 것으로 판단된다.

3.2. 수익성 비교

수익면에서는 동사가 3업체 중 가장 높은 영업이익율을 가지고 있다.

수익성 측면에서는 동사의 수익성이 가장 돋보인다. 10년도 상반기 기준으로 영업이익률을 비교했을 때, 동사는 45.85%, GKL은 14.14%, 파라다이스는 5.83%로 매우 영업을 효과적으로 하고 있음을 알 수 있다. 이를 구체적으로 분석해보면 두 가지 요인이 파악할 수 있다.

3.2.1 외국 카지노 업체들의 높은 마케팅 비용

외국인 전용 카지노는 고객을 모으기위해 높은 마케팅 비용을 지불하지만 동사는 내국인을 대상으로 하기 때문에 비용지출이 적다.

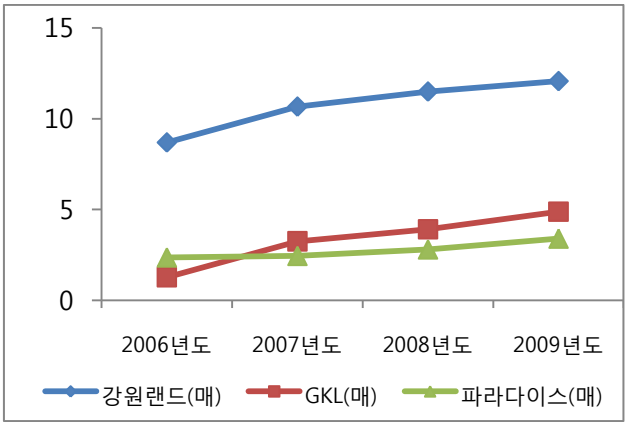
우선, 외국인 카지노 기업은 중국, 동남아 VIP를 적극적으로 초청하기 위한 방안으로 프로모션 칩스, 전문모집인을 통한 정켓 제도, 콤프 비용(카지노 고객에게 무료 또는 할인가격으로 제공되는 객실, 식음료, 연회 등 서비스) 등 많은 마케팅 비용을 지출하고 있다. 이는 외국인 카지노 업체들의 진입이 늘어남에 따라 마케팅 비용의 증가는 불가피한 측면으로 보인다. 그러나, 동사는 내국인 수요가 뒷받침되고 있는 상황이기 때문에 무리한 비용지출 필요성이 낮다.

3.2.2 우월한 외국인 카지노 실력에 따른 홀드율 차이

'돈을 벌기'위해 작정하고 도박을 하는 대륙인의 방문으로 GKL과 파라다이스의 홀드율은 하락하고 내국인 상대인 동사의 홀드율은 상승하였다.

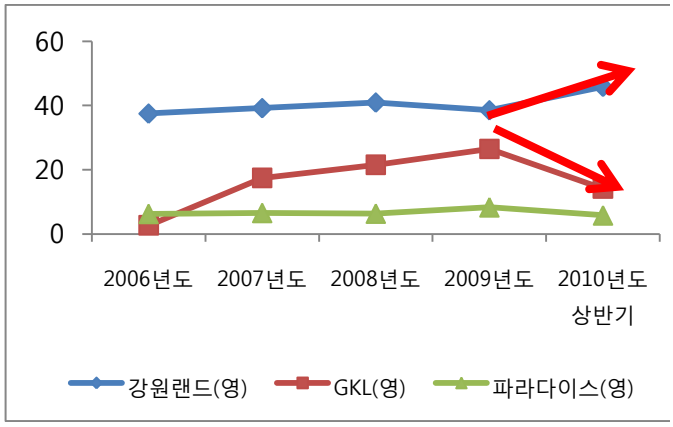
두 번째 요인으로는 중국인 입국 급증하면서 카지노 실력이 우월한 중국VIP들에 의한 홀드율 악화가 꼽히고 있다. 일본인, 미국인 등의 외국인은 카지노를 `즐기려고` 접근하지만, 중국인 관광객은 '돈을 벌려고' 카지노를 찾는 성향이 짙다. 따라서 주 고객층이 55%가 중국인인 파라다이스의 수익성은 더욱 악화될 수밖에 없는 상황이다. 따라서, GKL과 파라다이스 모두 홀드율은 10%~15%대까지 내려갔다. 반면, VIP고객보다는 가족들이 즐길 수 있는 MASS형 카지노 업체인 동사의 홀드율은 08년도 17.1%%에서 10년도 2분기 20.1%까지 상승하였다.

차트 20. 3사 매출 추이 비교 (단위: 천억원)



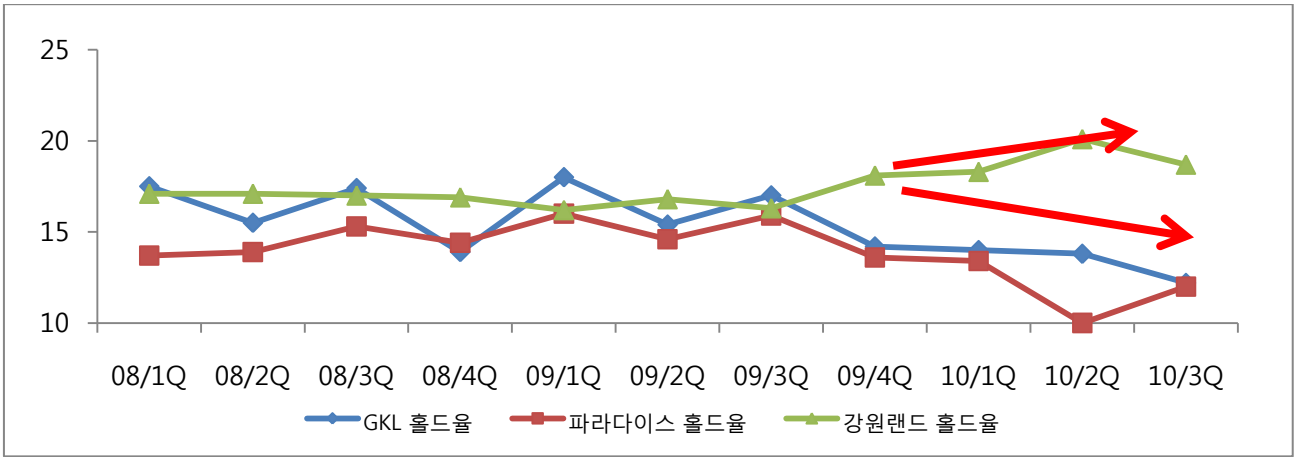
출처: 팍스넷

차트 21. 3사 영업이익률 추이 비교 (단위: %)



출처: 팍스넷

차트 22. 3사 홀드율 추이 비교 (단위: %)



출처: 미래에셋증권, 대신증권 애널보고서

VI. RISK

1. 각종 세금 부과

2012년 추가적으로 부과되는 개별소비세는 배당액 감소로 이어진다.

동사는 2012 년부터 매출총액의 4% 상당의 개별소비세를 부과해야 한다. 이미 08 년도에 한 차례 개별소비세 부과에 대한 유예 결과가 있었다. 폐광지역특별법에 의해 지역경제에 도움이 되고자 설립된 기업인만큼 그만큼 사회환원에 대한 노력이 요구된다. 이는 당기순이익 감소에 따른 배당액 감소로 이어지기 때문에, 주주 입장에서는 리스크로 간주될 수밖에 없다.

동사는 외국인 전용 카지노의 4배에 달하는 세금을 납부하고 있기 때문에 더 이상을 세부담은 비현실적이다.

하지만 더 이상의 추가적인 세부담은 비현실적이다. 이미 강원랜드가 내고 있는 관광진흥기금(매출의 10%)과 폐광지역개발기금(세전 이익의 20%)의 규모가 순이익의 60%이상이 된 뿐만 아니라, 이 수치는 외국 카지노업체와 비교했을 때도 높다. 자세히 살펴보면, 09 년도 기준으로 외국인 전용카지노 총 매출액 합보다 약 15%(약 2000 억원)의 매출을 더 올리고 있지만, 조세부담은 외국인 전용카지노의 494 억원 대비 동사의 조세부담액 1656 억원으로 약 4 배가 더 많은 것으로 나타난다.

이 이상의 과세는 강원도민 역시 반감을 갖게 될 것이다.

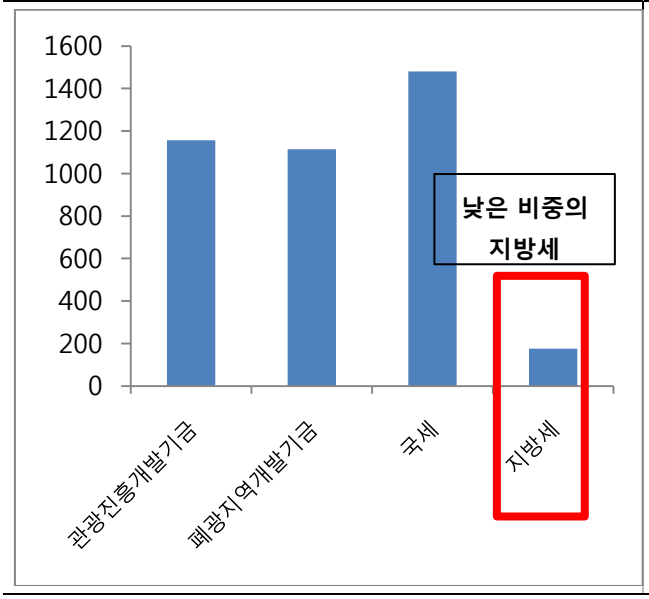
사실, 세수보다는 세제 항목에 대한 불만이 많은 상황이다. 사실 폐광지역 개발이라는 목적 하에 설립된 강원도를 비롯한 정선군은 강원랜드에서 나오는 세금을 목적에 맞게 받고 있지 못하는 상황이다. 국세가 1481 억원, 지방세가 175 억원으로 오히려 지방세

명목으로 쥐어지는 부분이 턱없이 부족한 상황이다. 이 상황에서 단순히 조세액만 늘리는 것으로는 가장 큰 이해관계를 가지고 있는 강원도민들이 수긍하지 못할 수밖에 없다.

이미 확정된 개별소비세도 강원도민과 주주의 불만이 늘어나는 상황이므로 더 이상의 과세는 어려울 것이다.

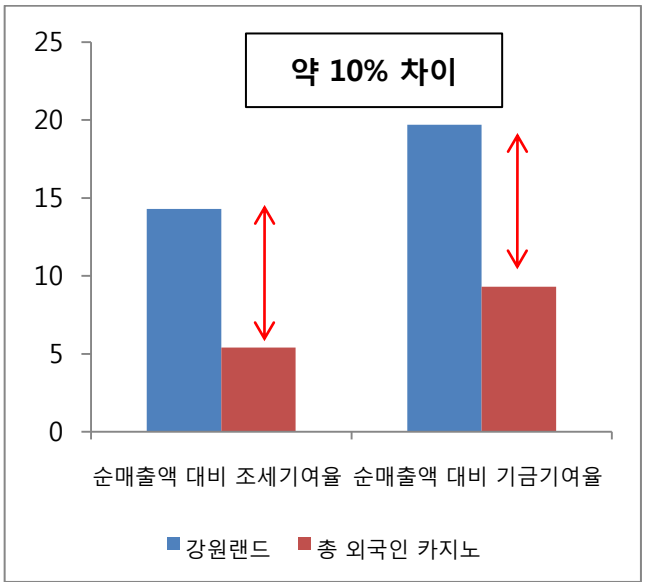
개별 소비세 부과 사안에 대해서도 강원도민 측은 철회를 주장하고 있다. 개별 소비세는 매출총량에 세금을 부과하는 사항이므로, 이 세부담이 가중된다면, 세전이익에서 20%를 부과하는 폐광지역개발기금의 액수가 감소할 수밖에 없다. 또한 동사는 유가증권에 상장되어 있는 이상, 주주들의 권리를 무시하고, 세금을 과대 부과하기도 부담스러운 상황이다. 따라서, 공적인 목적을 가지고 설립된 기업일지라도 비논리적인 과세는 쉽지 않다는 점이 리스크를 완화시켜주는 부분이다.

차트 23. 강원랜드 기금 & 세금 분석 (단위: 억원)



출처: 09년도 사행산업통계집

차트 24. 매출액 대비 기금 & 세금 기여도(단위: %)



출처: 09년도 사행산업통계집

2. 매출 총량제

사행산업 업체의 매출액은 16조 6천억원으로 제한되어 있다.

매출 총량제란 08 년도 11 월 사감위(사행산업통합감독위원회)가 발표한 [사행산업 건전발전 종합계획]에 나와있는 개념으로, 우리나라에서 합법적으로 운영되는 카지노, 경주, 복권류 등 사행산업의 전체 규모를 GDP 대비 0.58% 수준에서 관리하겠다는 제도이다. 이에 의거해 올해 매출 16 조 6 천억원이 설정되었고, 사행산업은 모두 할당된 매출액 내에서만 영업을 해야하므로 자연히 업종 간 경쟁은 제한되는 상황이다.

매출총량제는 구속력이 떨어지기 때문에 효력이 없는 편이다.

하지만 중요한 것은 이 매출 총량제 자체가 큰 실효성이 없는 제도라는 점이다. 이를 관할하는 사행산업통합감독위원회에게 규제를 위반했을 때, 제재할 수 있는 실질적인 권한이 없다는 점이다. 사행산업통합감독법에도 나와 있다시피, 해당기관이 위반했을 경우, 관련 행정기관의 장과 협의하여 이를 조정하거나 권고하는 수준의 지침밖에는 내

Ⅶ. 재무분석

관광산업을 독려하는정부가 매출총량제와 같은 규제를 제정한 것은 모순.

릴 수 없다. 또한 해당기관 장은 그 권고 사항을 존중하고 이행하기 위해 노력해야 한다고 명시되어 있을 정도로, 그 구속력이 매우 떨어진다.

매출 총량제는 관광산업 부흥이라는 청사진과도 배치되는 제도이다. 이미 아시아 국가들은 관광산업, 특히 MICE 산업을 발전시키기 위해서 경쟁적으로 해외 카지노 업체들의 투자를 받아들이고 있는 반면, 관광산업을 차세대 먹을거리로 고려하고 있는 우리나라가 이러한 제도를 신설했다는 부분이 매우 모순되는 점이다. 물론, 사행산업이 도박중독자를 양산하고, 그 정도가 과할 경우, 불건전한 분위기를 형성할 수도 있는 맹점도 있지만, 그에 대한 대안으로서의 실효성도 미지수이다.

매출총량제는 효력이 없고 세금정체도 유발한다.

또한, 매출총량의 상한선이 정해져 있을 경우, 세금확보가 힘들어진다. 강원도민들의 상대적으로 적은 세수확보에 대한 강원도민들의 불만이 있는 상황에서 매출총량한도 설정에 따른 세수정체도 원래의 설립취지와 거리가 멀게 된다. 실제로 10 년도 상반기, 동사는 매출총량인 5,279 억원보다 876 억원 초과한 6155 억원의 매출액을 기록하였다. 이에 대해서 사감위는 특별한 규제와 처벌조차 하지 못하고 있는 상황이다.

전문 1. 사행산업 통합감독위원회법 중.

제17조(협의·조정 또는 권고 등) – 1) 위원회는 사행산업종의 영업장 수, 매출액 규모 등과 관련해서

. . . . . .

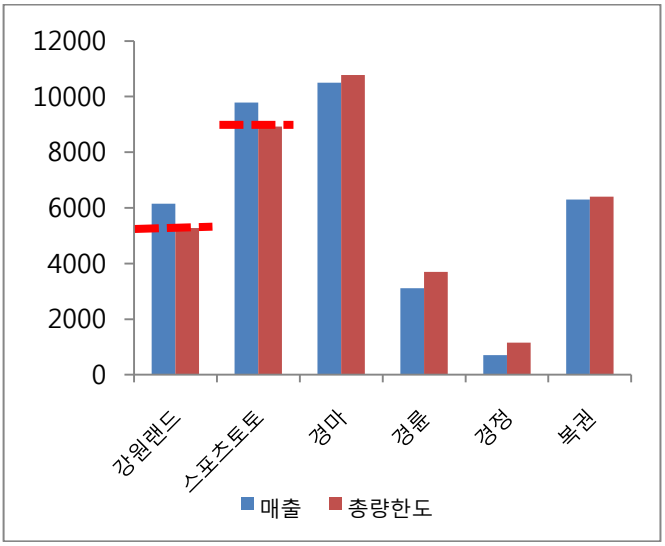
관련 행정기관의 장과 협의하여, 이를 조정하거나 권고할 수 있다.

. . . . . .

3) 관련 행정기관의 장은 성실히 이행하여야 하고, 그 권고 사항을 존중하고 이행하기 위해 노력해야 한다.

출처: 사행산업통합감독위원회법

그림 25. 매출총량한도 대비 매출액 / 상반기 (단위: 억원)



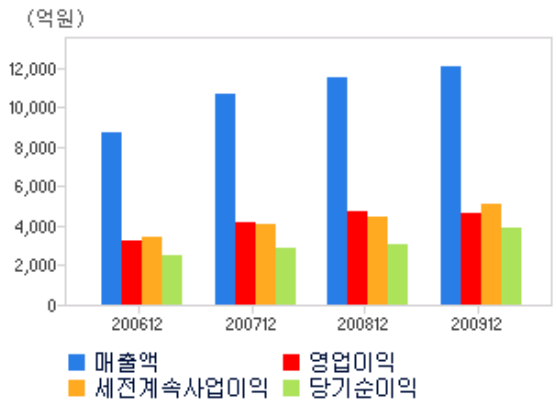
출처: 사행산업통합감독위원회

Ⅷ. 밸류에이션

수익성 : 동사는 2000년도 개장 이후 한 해도 거르지 않고 꾸준한 매출 성장과 당기순이익 성장을 기록해왔다. 매년 세전사업이익의 20%(매출액의 약 10% 정도)를 폐광지역개발기금으로 내고 있으며 이는 판매 및 관리비에 해당한다. 이러한 비용을 제하고도 영업이익률은 연평균 40%에 달하며 매출액총이익률 또한 연평균 30%에 달한다. 10년 반기 기준으로 영업이익률은 45%까지 증가하였는데 이는 09년 구조조정으로 인건비 절감 효과과 반영된 것으로 지속적인 동사의 수익성 증대를 예상할 수 있다.

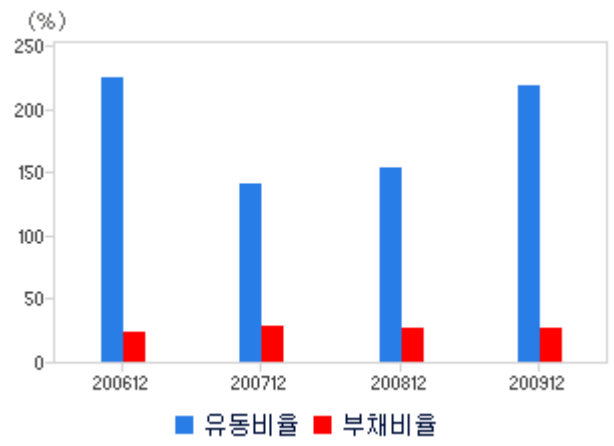
안정성 : 동사는 06년 이후 유동비율은 150% 이상을 10년도 반기 기준으로는 유동비율이 294%에 달하며 부채비율 또한 계속해서 30% 이하를 유지하며 10년도 반기 기준으로는 16%까지 낮아졌다. 이는 대차대조표의 부채항목의 미지급금으로 잡혀있던 관광진흥기금을 처리한 것으로 부채비율이 다시 높아지지는 않을 것이다. 또한 현금성 자산이 09년 사업보고서 기준으로 약 8000억에 달하여 새로운 카지노건물 건립과 리조트 확대에 무리해서 부채를 끌어들이지 않을 것이다.

그림 26. 2단 삽입 예시 (단위: %)



출처: 팍스넷

그림 27. 차트 삽입 예시 (단위: %)



출처: 팍스넷

ROE 추정

ROE를 추정하기 위하여 듀퐁 분석을 이용하면 ROE= 재무레버리지 X 자산회전율 X 순이익률 이 된다. 동사의 경우 부채비율이 작으므로 자산과 자본이 큰 차이가 나지 않아 재무레버리지는 거의 일정하다고 가정하였고 실제로 03년 이후 재무레버리지는 7개년도 평균값인 1.25에서 편차가 5%이내로 고른 모습을 보여주었다. 자산회전율 또한 06년 이후 거의 약 55%로 거의 일정하여 2011년에 적용시켰다. 현재 건설중인 새로운 영업장이 2012년 초에 개장하고 2009년 기준 가동률이 229%임을 감안하여 70% 이상의 매출 성장을 기대하여 자산회전율은 0.55 X 1.5 = 0.83 으로 하고 자본이 늘어남에 따라 자산도 늘어나 자산회전율은 2년동안 15%정도 줄어들어 결국 이전 수준으로 회귀할 것이라고 가정하였다. 영업이익률은 09년 기준 38%까지 떨어졌지만 10년 상반기 수익성과 회전률이 높은 신규머신의 교체와 좌석예약제로 최소한 이전 수준인 41% 이상을 되찾을 것으로 가정하였다.

고정적으로 발생하는 이자손익과 지분법손익 등 영업외수입과 기부금 등 영업외비용은 일회성 비용을 제외하면 수익과 비용의 크기가 비슷하여 결국 순이익에 큰 영향을 미치지 않아 무시하였다.

당기순이익(NI)	299,087,521	247,935,896	292,776,710	309,254,549	390,000,453	
법인세비용차감전이익	416,529,731	339,668,075	406,230,809	446,116,472	508,916,849	
영업이익	416,739,551	326,154,762	418,174,770	470,761,907	465,031,522	
매출총이익	499,840,989	468,346,930	598,588,365	673,300,235	692,160,437	
판관비	83,101,438	142,192,168	180,413,595	202,538,328	227,128,915	
매출액	846,961,875	869,495,601	1,066,507,237	1,149,282,882	1,206,658,712	
총자산	1,525,389,753	1,711,966,818	2,022,203,780	2,076,415,220	2,386,535,399	
총자본	1,259,830,645	1,383,167,952	1,569,420,419	1,631,372,889	1,889,714,656	
매출총이익률	59.02%	53.86%	56.13%	58.58%	57.36%	62.09%
패출액판관비율	9.81%	16.35%	16.92%	17.62%	18.82%	14.05%
영업이익률	49.20%	37.51%	39.21%	40.96%	38.54%	48.04%
자산회전률	0.5957	0.5372	0.5712	0.5608	0.5407	0.6303
재무레버리지	1.22	1.22	1.26	1.28	1.27	1.29
ROE	25.70%	18.76%	19.83%	19.32%	22.15%	29.43%

역사적 자료

	2005	2006	2007	2008	2009	평균
재무레버리지	1.22	1.22	1.26	1.28	1.27	1.29
자산회전률	0.5957	0.5372	0.5712	0.5608	0.5407	0.6303

미래 6년간 추정치 적용

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	평균	과거 9년 평균
재무레버리지	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.29
자산회전률	0.5500	0.5500	0.8250	0.7013	0.5961	0.5500	0.5500	0.6287	0.6303

역사적 자료

	2005	2006	2007	2008	2009	10년 평균
매출총이익률	59.02%	53.86%	56.13%	58.58%	57.36%	63.64%
매출액판관비율	9.81%	16.35%	16.92%	17.62%	18.82%	15.49%
영업이익률	49.20%	37.51%	39.21%	40.96%	38.54%	48.14%

미래 6년간 추정치 적용

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	평균	과거 10년 평균
매출총이익률	57.36%	57.36%	57.36%	57.36%	57.36%	57.36%	57.36%	57.36%	63.64%
매출액판관비율	18.82%	16.36%	16.36%	16.36%	16.36%	16.36%	16.36%	16.36%	15.49%
영업이익률	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%	48.14%

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	평균	과거 9년 평균
매출액총이익률	57.36%	57.36%	57.36%	57.36%	57.36%	57.36%	57.36%	57.36%	62.09%
매출액판관비율	18.82%	16.36%	16.36%	16.36%	16.36%	16.36%	16.36%	16.36%	14.05%
영업이익률	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%	48.04%
자산회전률	0.5500	0.5500	0.8250	0.7013	0.5961	0.5500	0.5500	62.87%	0.6303
재무레버리지	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	126.75%	1.29
ROE	20.01%	20.01%	30.01%	25.51%	21.68%	20.01%	20.01%	22.87%	23.35%

	2005	2006	2007	2008	2009
당기순이익(NI)	299,087,521	247,935,896	292,776,710	309,254,549	390,000,453
배당액	95,958,290	112,565,708	105,844,064	133,237,521	148,489,112
배당성향	32.08%	45.40%	36.15%	43.08%	38.07%
배당성장률(절대액기준)	50.61%	17.31%	-5.97%	25.88%	11.45%
배당관련 유통보통주	212,443	211,776	211,669	210,135	205,010
배당성장률(상대액기준)	51.09%	17.68%	-5.92%	26.80%	14.23%
N/I 성장률	10.27%	-17.10%	18.09%	5.63%	26.11%

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
자기자본장부가치	1,889,714,656	2,116,563,895	2,509,919,103	2,906,409,042	3,296,663,713	3,705,111,841	4,164,165,638
ROE		20.01%	30.01%	25.51%	21.68%	20.01%	20.01%
당기순이익	390,000,453	378,082,065	635,202,922	640,264,988	630,196,071	659,575,465	741,295,163
배당금	148,489,112	151,232,826	241,847,714	243,775,049	239,941,401	251,127,337	282,241,366
예상 residual income		225,960,035	464,819,528	438,216,500	396,230,143	394,194,036	443,033,660
할인기간		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00
현재가치		209,125,437	398,139,094	347,387,680	290,702,272	267,661,676	278,412,094

COE 및 적정가격 추정

강원랜드는 독점기업이므로 persistent factor는 1을 주었고 베타는 0.62 배당성향은 최근 4개연도 평균인 40%를 적용하였다.

자기자본비용	8.05%
배당성향	40.00%
pesistent factor	1.00
continuing value	5,503,523,730

자기자본비용	8.05%
1년치일별베타	0.62000
Adj.한국시장프리미엄	7.50%
3년만기국채수익률	3.40%

자기자본장부가치	1,889,714,656
RI 현재가치의 합	1,513,016,159
PV of CV	3,736,947,421
Value of the Equity	7,139,678,236
발행주식수(희석효과고려)	213,940,500
적정주가	**₩ 33,372**
현재주가	**₩ 25,600**
안전마진	**30%**

따라서 리서치1팀은 적정주가 33,372원 안전마진 30%로 BUY를 추천한다.

IX. Appendix

손익계산서

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
매출액	8,695	10,665	11,493	12,067
매출원가	4,011	4,679	4,760	5,145
매출총이익	4,683	5,986	6,733	6,922
판관비	1,422	1,804	2,025	2,271
인건비	384	456	507	599
감가상각비	43	61	61	96
무형자산상각비	0	1	1	1
연구개발비	0	1	0	1
마케팅비	75	128	148	182
기타 판관비	919	1,158	1,309	1,393
영업이익	3,262	4,182	4,708	4,650
영업외손익	135	-119	-246	439
이자손익	269	262	257	331
지분법손익	-14	0	3	-3
외환차손익	0	0	0	0
외화환산손익	0	0	0	0
기타 영업외손익	-120	-381	-506	111
세전계속사업이익	3,397	4,062	4,461	5,089
법인세비용	917	1,135	1,369	1,189
당기순이익	2,479	2,928	3,093	3,900
EPS	1,159	1,368	1,446	1,823

대차대조표

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
유동자산	6,652	5,828	6,167	10,639
현금 및 현금등가물	5,944	4,894	5,091	9,479
매출채권	26	35	36	19
재고자산	3	4	15	18
비유동자산	10,467	14,394	14,597	13,226
투자자산	558	4,377	4,910	2,656
유형자산	9,761	9,923	9,390	10,438
무형자산	2	2	2	1
자산총계	17,120	20,222	20,764	23,865
유동부채	2,956	4,158	4,034	4,866
매입채무	24	28	22	17
단기차입금	0	0	180	0
유동성장기차입금	0	0	0	0
비유동부채	332	370	416	102
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	3,288	4,528	4,450	4,968
자본금	1,070	1,070	1,070	1,070
자본잉여금	1,279	1,279	1,279	1,279
이익잉여금	11,790	13,659	15,419	17,834
자본조정	-311	-354	-1,090	-1,257
자본총계	13,832	15,694	16,314	18,897

현금흐름표

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
영업활동 현금흐름	3,349	4,333	3,797	4,919
당기순이익	2,479	2,928	3,093	3,900
비현금수익비용가감	635	643	1,007	1,124
감가상각비	400	428	460	565
무형자산상각비	0	1	1	1
외화환산손익	0	0	0	0
지분법평가손익	-14	0	3	-3
기타	248	214	544	561
영업활동으로인한 자산부채	235	763	-303	-105
투자활동 현금흐름	-2,045	-3,406	-1,682	-2,190
유형자산 투자	2,604	598	801	1,647
유형자산 처분	2	8	1	3
무형자산 증감	2	1	0	0
지분법자산 증감	0	230	353	165
기타	559	-2,585	-528	-381
재무활동 현금흐름	-1,250	-1,102	-1,888	-1,831
단기IBD 증감	0	0	180	-180
장기IBD 증감	0	0	0	0
자본증감	124	43	736	166
배당금 지급	-1,126	-1,058	-1,332	-1,485
기타	-249	-86	-1,472	-333
순현금흐름	54	-174	227	899
기초현금	463	517	343	570
기말현금	517	343	570	1,468

주요투자지표

	2006	2007	2008	2009
Growth Ratios				
매출액성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA성장률 %	-19.1%	25.9%	12.1%	0.9%
EBIT성장률 %	-23.8%	4.5%	4.5%	-5.9%
총자산성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Profitibility Ratios				
매출총이익률 %	53.9%	56.1%	58.6%	57.4%
EBITDA margin %	42.1%	43.2%	45.0%	43.2%
EBIT margin %	37.5%	39.2%	41.0%	38.5%
세전이익률 %	39.1%	38.1%	38.8%	42.2%
당기순이익률 %	28.5%	27.5%	26.9%	32.3%
Stability Ratios				
부채비율 %	23.8%	28.9%	27.3%	26.3%
순부채비율 %	-43.0%	-31.2%	-30.1%	-50.2%
유동비율 %	225.1%	140.2%	152.9%	218.6%
당좌비율 %	224.9%	140.1%	152.5%	218.3%
이자보상배율	#DIV/0!	#DIV/0!	13208807.7%	3260861.9%
Performance Ratios				
ROE %	17.9%	18.7%	19.0%	20.6%
ROA %	14.5%	14.5%	14.9%	16.3%
ROIC %	10.5%	11.8%	12.8%	11.9%
Per Share Ratios				
BPS	6,465	7,336	7,625	8,833
DPS	495	623	694	901