

강원랜드 (035250)

연말까지 배당 포함 10% 수준의 수익률을 기대

4Q까지 역 성장인데, 주가가 더 안 좋아서 투자 의견 상향

강원랜드에 대한 투자 의견을 중립에서 매수로, 목표주가는 2019년 EPS를 적용해 31,500원(+9%)으로 상향한다. 1Q 리뷰에서 투자 의견 상향 조건을 의미 있는 배당 증가로 언급했지만, 그 동안 주가가 더 빠질까 싶은 수준까지 추가 하락했기 때문이다. 결국 매출총량제가 가장 중요하데 2017년 총량은 1.45조원이었다. 올해는 예상치 못한 채용비리로 가동률이 하락해 상반기 약 7,060억원을 기록했고, 연간으로는 1.41조원 내외가 예상된다. 4분기 약간의 서프라이즈를 가정해도 6년 만에 총량을 지킬 수 있을 것이며, 2019년은 3년 만에 다시 플러스 성장으로 전환한다. 주가는 배당이 부각되는 9월부터 추세적인 상승을 전망하며, 연말까지 배당을 포함해 10% 이상의 수익률은 가능할 것으로 판단한다.

2Q Review: OPM 34.0%(-2.4%p YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 3,387억원(-9% YoY)/1,150억원(-15%)으로 컨센서스에 부합했다. 드랍액은 1.48조원(-10%), 방문객 수는 66만명(-9%)으로 2008년 2분기 이후 가장 낮은 수준을 기록한 영향이다. 3가지가 복합적으로 작용했는데, 1) 2월부터 카지노 부문 직원 중 약 10%인 약 160여명이 채용비리로 업무에 배제되면서 테이블 가동률이 낮았기 때문이며 2) 4월 1일부터 영업시간이 축소(2시간)되었으며, 3) 신입 대표이사가 가장 강조하는 매출 총량제 준수 기조가 이어지고 있기 때문이다.

3Q Preview: OPM 33.2%(-2.9%p YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 3,544억원(-7% YoY)/1,178억원(-14%)을 예상한다. 드랍액/방문객 수는 각각 1.50조원(-9%), 75만명(-8%)로 여전히 역 성장을 전망한다. 다만, 채용비리 인력을 대체하기 위해 신규 인력을 약 225명을 채용하였으며, 이 중 상당수는 6개월간의 트레이닝을 통해 빠르면 9월부터 카지노에 투입될 것이다. 2분기가 매출 총량제 준수 영향도 있지만, 딜러가 부족해 가동률이 매우 낮았던 영향이 더 컸기에 3분기부터는 숨통이 조금씩 트인다. 1회성으로는 워터파크 관련 약 35억원의 홍보비가 발생한다.

Update

BUY(상향)

| TP(12M): 31,500원(상향) | CP(8월 9일): 26,800원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,303.71
52주 최고/최저(원)	38,200/25,400
시가총액(십억원)	5,733.6
시가총액비중(%)	0.48
발행주식수(천주)	213,940.5
60일 평균 거래량(천주)	380.3
60일 평균 거래대금(십억원)	10.3
18년 배당금(예상, 원)	990
18년 배당수익률(예상, %)	3.69
외국인지분율(%)	27.24
주요주주 지분율(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.54
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.7 (10.2) (28.2)
상대	2.9 (7.9) (26.1)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,487.9	1,553.9
영업이익(십억원)	457.6	492.4
순이익(십억원)	356.7	393.3
EPS(원)	1,668	1,838
BPS(원)	17,782	18,716

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,696.5	1,604.5	1,448.6	1,519.0	1,578.1
영업이익	십억원	618.6	530.9	440.2	500.3	526.9
세전이익	십억원	596.9	566.2	458.7	524.1	555.8
순이익	십억원	454.6	437.6	350.1	398.4	422.5
EPS	원	2,125	2,045	1,636	1,862	1,975
증감률	%	3.0	(3.8)	(20.0)	13.8	6.1
PER	배	16.82	17.01	16.38	14.39	13.57
PBR	배	2.23	2.03	1.50	1.43	1.35
EV/EBITDA	배	8.48	8.82	6.77	5.59	4.91
ROE	%	14.55	12.96	9.79	10.63	10.67
BPS	원	16,017	17,178	17,877	18,801	19,837
DPS	원	990	990	990	990	990



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

표 1. 강원랜드 투자이전/목표주가 상향

지배주주순이익('19년)	398	십억원
주식 수	213,941	천주
EPS	1,862	원
목표 P/E	17.0	배
	31,650	
목표 주가	31,500	원
현재 주가	26,800	원
상승 여력	18	%

자료: 하나금융투자

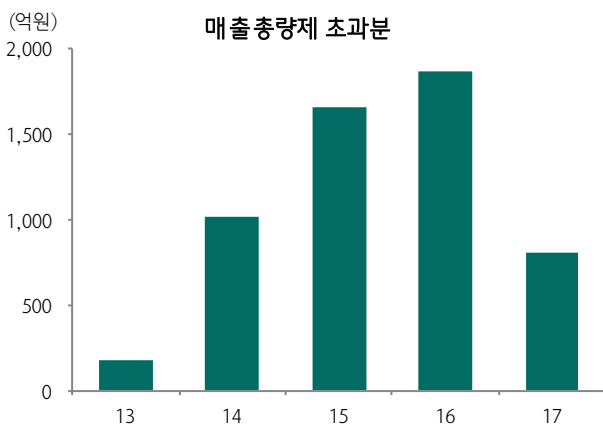
표 2. 강원랜드 실적 추이 및 전망 - 올해는 4Q까지 감익할 듯

(단위: 십억원)

	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F
드랍액	6,639	6,075	6,350	1,741	1,644	1,654	1,600	1,551	1,475	1,502	1,548
홀드올(%)	20.9%	21.2%	21.3%	20.6%	20.8%	20.7%	21.5%	21.5%	21.1%	21.1%	21.2%
매출액	1,548	1,449	1,519	409	373	381	385	378	339	354	377
Casino	1,389	1,290	1,356	359	343	343	345	333	311	317	329
Non-Casino	159	159	163	50	30	38	40	46	27	37	49
영업이익	531	440	500	162	135	138	95	126	115	118	82
OPM	34%	30%	33%	40%	36.3%	36%	25%	33%	34%	33%	22%
당기순이익	438	350	398	130	110	119	78	90	95	98	68

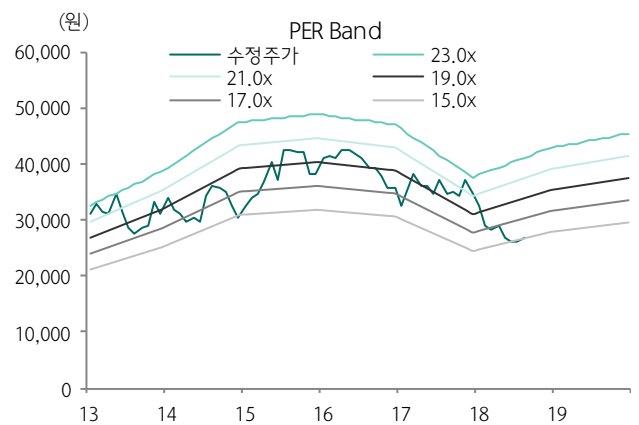
주: 2017년 실적은 IFRS 15를 소급 적용하여 재 작성된 것
 자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 1. 매출총량제 초과분 추이 - 6년 만에 초과 안 할 듯



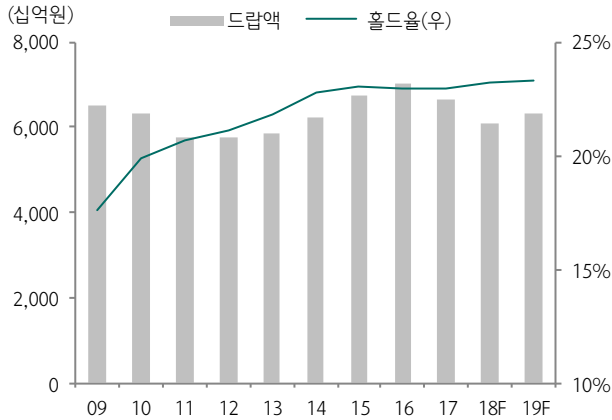
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 2. 12MF P/E - 2Q가 고동의 정점인데, 밸류도 역사적 저점



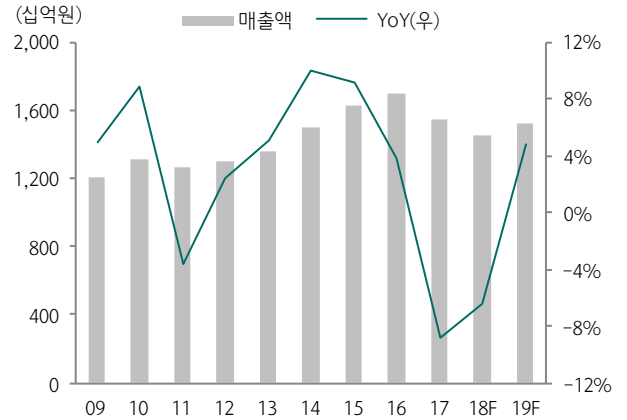
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 3. 드랍액/홀드올 추이 - '19년은 3년 만에 성장 전환 기대



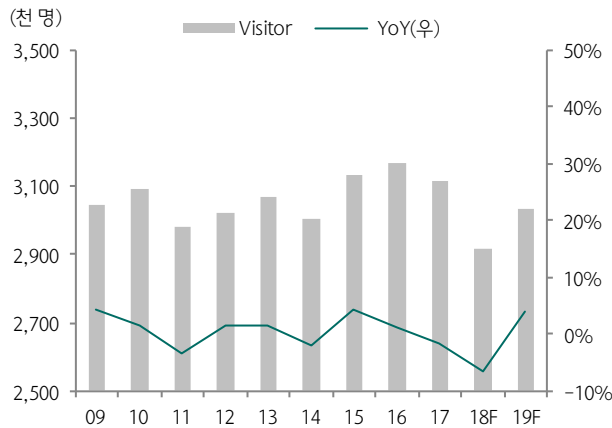
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 4. 매출액 추이 - '19년은 3년 만에 성장 전환 기대



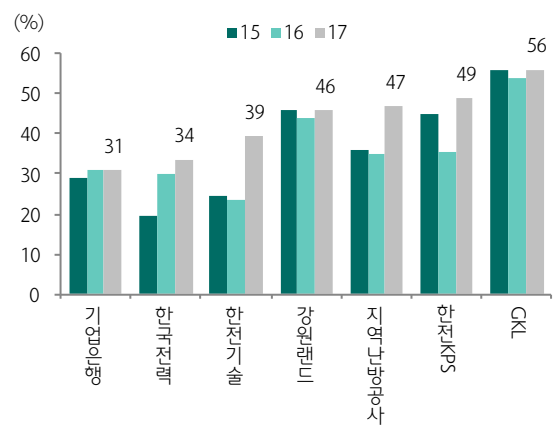
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 5. 방문객 수 추이 - '19년은 3년 만에 성장 전환 기대



자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 6. 주요 상장 공기업들의 배당성향 추이



자료: Dart, 하나금융투자

추정 재무제표

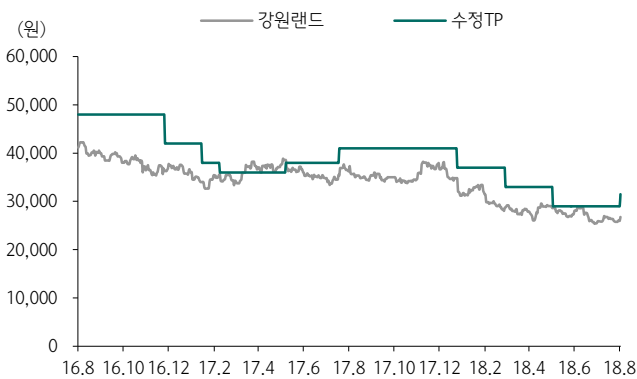
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,696.5	1,604.5	1,448.6	1,519.0	1,578.1
매출원가	785.2	787.5	731.6	734.8	750.6
매출총이익	911.3	817.0	717.0	784.2	827.5
판매비	292.7	286.0	276.8	283.9	300.5
영업이익	618.6	530.9	440.2	500.3	526.9
금융손익	40.5	52.7	49.7	52.3	54.9
중속/관계기업손익	0.1	(0.1)	(18.2)	(16.4)	(14.7)
기타영업외손익	(62.3)	(17.3)	(13.0)	(12.1)	(11.3)
세전이익	596.9	566.2	458.7	524.1	555.8
법인세	142.3	128.7	108.7	125.8	133.4
계속사업이익	454.5	437.5	350.0	398.3	422.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	454.5	437.5	350.0	398.3	422.4
비지배주주지분 손익	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	454.6	437.6	350.1	398.4	422.5
지배주주지분포괄이익 NOPAT	471.1	410.3	335.9	380.2	400.5
EBITDA	693.6	605.1	514.9	577.1	599.7
성장성(%)					
매출액증가율	3.8	(5.4)	(9.7)	4.9	3.9
NOPAT증가율	6.4	(12.9)	(18.1)	13.2	5.3
EBITDA증가율	3.6	(12.8)	(14.9)	12.1	3.9
영업이익증가율	3.9	(14.2)	(17.1)	13.7	5.3
(지배주주)순이익증가율	2.9	(3.7)	(20.0)	13.8	6.0
EPS증가율	3.0	(3.8)	(20.0)	13.8	6.1
수익성(%)					
매출총이익률	53.7	50.9	49.5	51.6	52.4
EBITDA이익률	40.9	37.7	35.5	38.0	38.0
영업이익률	36.5	33.1	30.4	32.9	33.4
계속사업이익률	26.8	27.3	24.2	26.2	26.8
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,125	2,045	1,636	1,862	1,975
BPS	16,017	17,178	17,877	18,801	19,837
CFPS	3,258	2,968	2,261	2,564	2,681
EBITDAPS	3,242	2,828	2,407	2,697	2,803
SPS	7,930	7,500	6,771	7,100	7,376
DPS	990	990	990	990	990
주가지표(배)					
PER	16.8	17.0	16.4	14.4	13.6
PBR	2.2	2.0	1.5	1.4	1.4
PCFR	11.0	11.7	11.9	10.5	10.0
EV/EBITDA	8.5	8.8	6.8	5.6	4.9
PSR	4.5	4.6	4.0	3.8	3.6
재무비율(%)					
ROE	14.5	13.0	9.8	10.6	10.7
ROA	11.9	10.7	8.3	9.1	9.1
ROIC	57.8	49.8	38.2	44.0	51.0
부채비율	22.3	19.5	17.1	17.0	16.6
순부채비율	(54.4)	(60.1)	(61.5)	(65.1)	(68.5)
이자보상배율(배)	2,608.4	2,241.8	481.5	547.3	576.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,809.5	2,164.3	2,299.5	2,562.3	2,844.6
금융자산	1,769.2	2,107.1	2,247.9	2,508.1	2,788.4
현금성자산	93.0	105.6	46.2	86.3	124.3
매출채권 등	24.2	34.2	30.9	32.4	33.6
재고자산	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3
기타유동자산	14.8	21.7	19.5	20.6	21.3
비유동자산	2,169.5	2,021.4	1,977.0	1,938.3	1,899.9
투자자산	670.3	525.4	474.3	497.4	516.7
금융자산	617.2	472.4	426.5	447.2	464.6
유형자산	1,315.7	1,298.0	1,304.7	1,243.0	1,185.3
무형자산	1.9	1.3	1.2	1.1	1.1
기타비유동자산	181.6	196.7	196.8	196.8	196.8
자산총계	3,979.0	4,185.7	4,276.5	4,500.6	4,744.5
유동부채	718.9	681.3	622.9	649.3	671.4
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	523.5	488.3	440.8	462.2	480.2
기타유동부채	195.4	193.0	182.1	187.1	191.2
비유동부채	7.4	3.1	3.0	3.1	3.2
금융부채	0.9	1.4	1.4	1.4	1.4
기타비유동부채	6.5	1.7	1.6	1.7	1.8
부채총계	726.3	684.4	625.9	652.4	674.6
지배주주지분	3,252.5	3,501.1	3,650.5	3,848.2	4,070.0
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
자본조정	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,190.3	3,438.8	3,588.2	3,785.9	4,007.7
비지배주주지분	0.2	0.1	0.1	0.0	(0.1)
자본총계	3,252.7	3,501.2	3,650.6	3,848.2	4,069.9
순금융부채	(1,768.3)	(2,105.7)	(2,246.5)	(2,506.7)	(2,787.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	596.5	463.1	371.8	499.0	515.3
당기순이익	454.5	437.5	350.0	398.3	422.4
조정	131.7	96.6	74.7	76.8	72.8
감가상각비	75.0	74.2	74.7	76.8	72.8
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	56.7	22.4	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	10.3	(71.0)	(52.9)	23.9	20.1
투자활동 현금흐름	(411.5)	(250.2)	(230.5)	(258.2)	(276.5)
투자자산감소(증가)	(259.1)	144.9	51.1	(23.1)	(19.3)
유형자산감소(증가)	(74.0)	(85.0)	(81.4)	(15.0)	(15.0)
기타	(78.4)	(310.1)	(200.2)	(220.1)	(242.2)
재무활동 현금흐름	(197.7)	(200.3)	(200.7)	(200.7)	(200.7)
금융부채증가(감소)	0.9	0.5	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(198.7)	(200.7)	(200.7)	(200.7)	(200.7)
현금의 증감	(12.7)	12.6	(59.4)	40.1	38.1
Unlevered CFO	697.1	635.0	483.7	548.6	573.7
Free Cash Flow	521.9	377.6	290.4	484.0	500.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

강원랜드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.10	BUY	31,500		
18.5.11	Neutral	29,000	-7.13%	-0.17%
18.3.8	BUY	33,000	-14.57%	-10.45%
18.1.2	BUY	37,000	-15.82%	-9.73%
17.7.27	BUY	41,000	-13.09%	-6.83%
17.5.16	Neutral	38,000	-6.76%	-2.24%
17.2.16	Neutral	36,000	0.59%	7.78%
17.1.23	Neutral	38,000	-9.51%	-6.58%
16.12.4	Neutral	42,000	-14.04%	-10.12%
16.8.1	BUY	48,000	-19.25%	-12.08%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 8월 8일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 08월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 08월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.