

# 강원랜드 (035250)

## 더 투자할 데 없으시면 배당을 더 늘려주세요

### 4Q까지 역성장이나, 고통의 정점은 이미 지나갔다

목표주가는 2019년 EPS에 목표 P/E를 18.5배(기존 17배)로 적용해 33,500원(+6%)으로 상향한다. 2017년 매출총량 초과분이 약 800억원인데, 3분기 누적 카지노 매출액이 8% 감소해 6년 만에 매출총량을 지킬 수 있을 것으로 예상된다. 4Q까지 역 성장이나 2019년 워터파크라는 비 카지노 매출 증가까지 감안하면 3년 만에 증익이 확실할 것이기에 매수를 추천한다. 아직 사감위에서 5개년 사행산업 계획을 수립 중이어서 향후 매출총량을 알 수 없지만, 불법 도박의 가파른 성장을 막을 방법은 합법적인 카지노의 성장 밖에 없다는 걸 고려해 합리적인 매출총량이 도출될길 기대한다.

### 3Q Review: OPM 33.6%(-2.6%p YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 3,690억원(-3% YoY)/1,240억원(-10%)으로 컨센서스에 딱 부합했다. 드랍액은 1,590억원(-4%), 방문객 수는 78만명(-5%)으로 역성장이 지속되었다. 다만, 카지노 채용비리에 따른 인력(특히, 딜러) 공백이 정점에 달했던 상반기와는 달리 8월 말부터 신규 채용된 딜러들이 배치되면서 1) 테이블 가동이 110대 → 120대로 상승하고 있고 2) 7월 오픈한 워터파크가 비-카지노 매출액(+80억원)에 기여하면서 일부 상쇄했다. 다만, 리미트 높은 테이블의 감소와 여전히 부족한 인력들로 고객 만족도가 낮아져 방문객 감소 추세가 이어지는 점은 다소 우려스럽다.

### 오랫동안 미뤄왔던 속제를 해야 할 때

3분기 기준 현금성 자산이 2조원에 달하는데, 1) 연간 추가될 capex는 150억원에 불과하며, 2) 워터파크 완공으로 복합리조트가 완성된 2019년에는 특별한 투자 기회도 없는 것으로 파악된다. 당장 2019년부터 매년 배당을 제외하고도 1,500~2,000억원 내외의 현금이 쌓이는 구조에서는 현재의 배당성향(44~46%)도 부족하다. 적극적인 배당성향 상향을 통해 주주가치 증대 노력도 함께 보여주길 기대한다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 33,500원(상향) | CP(11월 8일): 29,150원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,092.63
52주 최고/최저(원)	38,200/25,400
시가총액(십억원)	6,236.4
시가총액비중(%)	0.52
발행주식수(천주)	213,940.5
60일 평균 거래량(천주)	467.5
60일 평균 거래대금(십억원)	13.3
18년 배당금(예상, 원)	990
18년 배당수익률(예상, %)	3.40
외국인지분율(%)	27.61
주요주주 지분율(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.0 0.5 (15.9)
상대	10.9 17.7 2.6

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,479.7	1,547.0
영업이익(십억원)	464.4	500.0
순이익(십억원)	366.9	397.1
EPS(원)	1,713	1,855
BPS(원)	17,874	18,823

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,696.5	1,604.5	1,475.0	1,528.8	1,581.6
영업이익	십억원	618.6	530.9	469.1	491.5	512.7
세전이익	십억원	596.9	566.2	472.4	501.6	529.3
순이익	십억원	454.6	437.6	363.0	385.4	406.7
EPS	원	2,125	2,045	1,697	1,801	1,901
증감률	%	3.0	(3.8)	(17.0)	6.1	5.6
PER	배	16.82	17.01	17.18	16.18	15.34
PBR	배	2.23	2.03	1.63	1.55	1.47
EV/EBITDA	배	8.48	8.82	7.31	6.56	5.92
ROE	%	14.55	12.96	10.13	10.26	10.29
BPS	원	16,017	17,178	17,937	18,800	19,763
DPS	원	990	990	990	990	990



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

표 1. 강원랜드 목표주가 상향

지배주주순이익('19년)	385	십억원
주식 수	213,941	천주
EPS	1,862	원
목표 P/E	18.5	배
	33,321	
목표 주가	33,500	원
현재 주가	29,150	원
상승 여력	15	%

자료: 하나금융투자

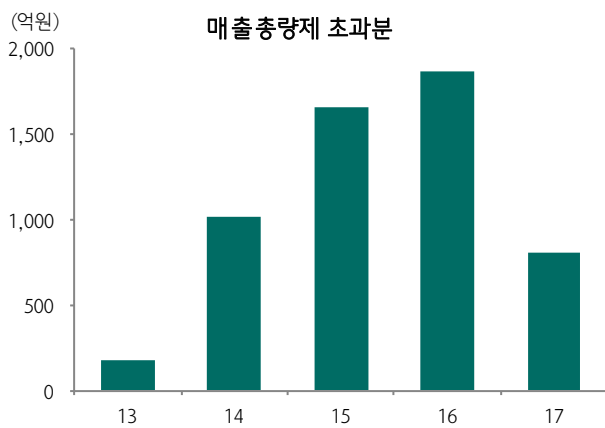
표 2. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F
드랍액	6,639	6,226	6,382	1,741	1,644	1,654	1,600	1,551	1,475	1,591	1,610
홀드올(%)	20.9%	20.9%	21.1%	20.6%	20.8%	20.7%	21.5%	21.5%	21.1%	20.0%	21.2%
매출액	1,548	1,475	1,529	409	373	381	385	378	339	369	389
Casino	1,389	1,304	1,347	359	343	343	345	333	311	318	342
Non-Casino	159	171	182	50	30	38	40	46	27	52	47
영업이익	531	469	492	162	135	138	95	126	115	124	92
OPM	34%	32%	32%	40%	36.3%	36%	25%	33%	34.0%	34%	24%
당기순이익	438	363	385	130	110	119	78	90	95	93	72

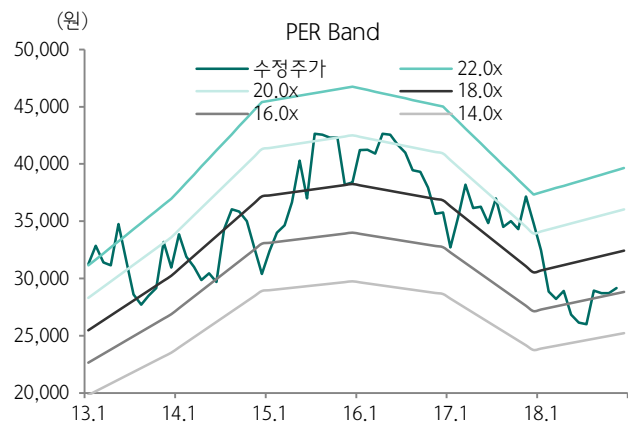
주: 2017년 실적은 IFRS 15를 소급 적용하여 재 작성된 것  
 자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 1. 매출총량제 초과분 추이 - 6년 만에 초과 안 할 듯



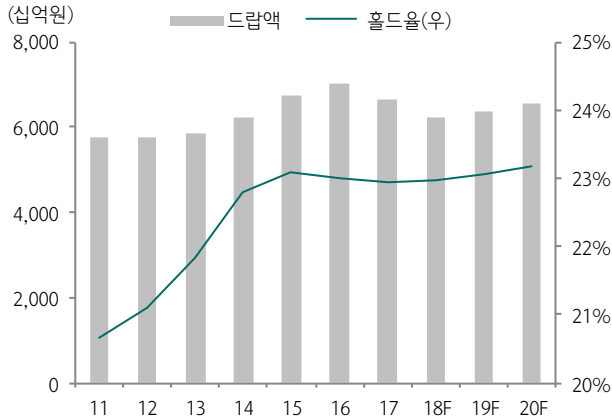
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 2. 12MF P/E -



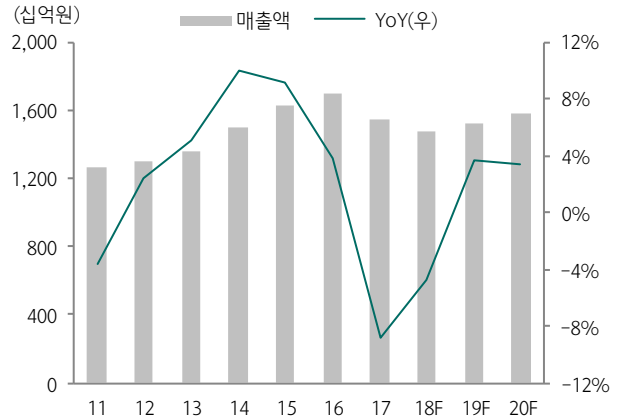
자료: 강원랜드, 하나금융투자

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



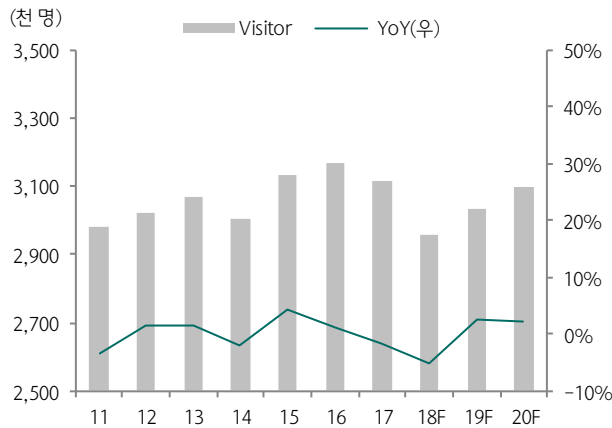
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 4. 매출액 추이 - '19년은 3년 만에 성장 전환 기대



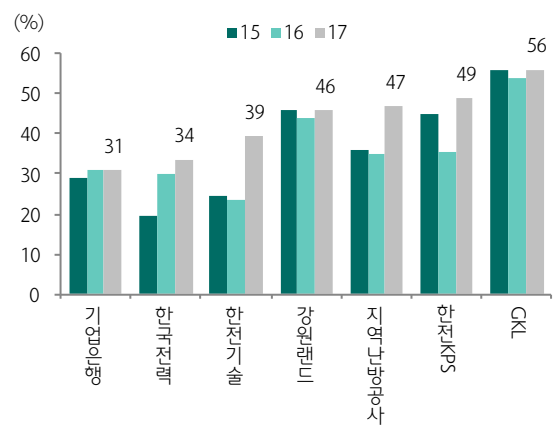
자료: 강원랜드, 하나금융투자

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

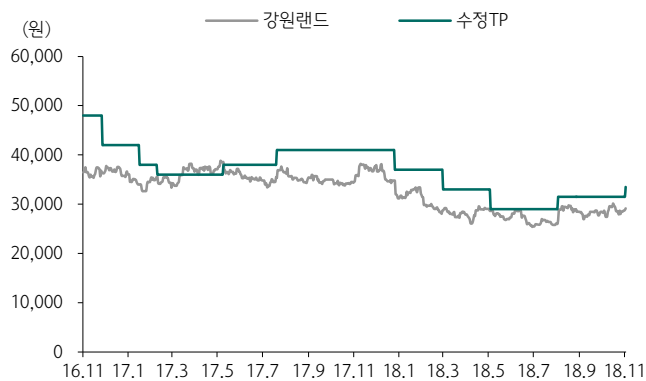
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,696.5	1,604.5	1,475.0	1,528.8	1,581.6
매출원가	785.2	787.5	717.3	744.7	760.1
매출총이익	911.3	817.0	757.7	784.1	821.5
판관비	292.7	286.0	288.6	292.5	308.8
영업이익	618.6	530.9	469.1	491.5	512.7
금융손익	40.5	52.7	49.2	51.8	54.5
중속/관계기업손익	0.1	(0.1)	(32.9)	(29.6)	(26.6)
기타영업외손익	(62.3)	(17.3)	(13.0)	(12.1)	(11.3)
세전이익	596.9	566.2	472.4	501.6	529.3
법인세	142.3	128.7	109.5	116.3	122.7
계속사업이익	454.5	437.5	362.9	385.3	406.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	454.5	437.5	362.9	385.3	406.6
비지배주주지분	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
순이익	454.6	437.6	363.0	385.4	406.7
지배주주지분포괄이익	453.7	449.3	363.0	385.4	406.7
NOPAT	471.1	410.3	360.4	377.6	393.9
EBITDA	693.6	605.1	543.8	568.3	585.5
성장성(%)					
매출액증가율	3.8	(5.4)	(8.1)	3.6	3.5
NOPAT증가율	6.4	(12.9)	(12.2)	4.8	4.3
EBITDA증가율	3.6	(12.8)	(10.1)	4.5	3.0
영업이익증가율	3.9	(14.2)	(11.6)	4.8	4.3
(지배주주)순이익증가율	2.9	(3.7)	(17.0)	6.2	5.5
EPS증가율	3.0	(3.8)	(17.0)	6.1	5.6
수익성(%)					
매출총이익률	53.7	50.9	51.4	51.3	51.9
EBITDA이익률	40.9	37.7	36.9	37.2	37.0
영업이익률	36.5	33.1	31.8	32.1	32.4
계속사업이익률	26.8	27.3	24.6	25.2	25.7
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,125	2,045	1,697	1,801	1,901
BPS	16,017	17,178	17,937	18,800	19,763
CFPS	3,258	2,968	2,327	2,461	2,559
EBITDAPS	3,242	2,828	2,542	2,656	2,737
SPS	7,930	7,500	6,895	7,146	7,393
DPS	990	990	990	990	990
주가지표(배)					
PER	16.8	17.0	17.2	16.2	15.3
PBR	2.2	2.0	1.6	1.6	1.5
PCFR	11.0	11.7	12.5	11.8	11.4
EV/EBITDA	8.5	8.8	7.3	6.6	5.9
PSR	4.5	4.6	4.2	4.1	3.9
재무비율(%)					
ROE	14.5	13.0	10.1	10.3	10.3
ROA	11.9	10.7	8.6	8.8	8.8
ROIC	57.8	49.8	41.2	44.0	50.3
부채비율	22.3	19.5	17.4	17.0	16.7
순부채비율	(54.4)	(60.1)	(61.7)	(65.1)	(68.4)
이자보상배율(배)	2,608.4	2,241.8	156.4	163.8	170.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,809.5	2,164.3	2,313.6	2,562.6	2,828.9
금융자산	1,769.2	2,107.1	2,261.0	2,508.1	2,772.5
현금성자산	93.0	105.6	59.4	86.3	108.4
매출채권 등	24.2	34.2	31.4	32.6	33.7
재고자산	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3
기타유동자산	14.8	21.7	20.0	20.7	21.4
비유동자산	2,169.5	2,021.4	1,985.7	1,941.5	1,901.0
투자자산	670.3	525.4	483.0	500.6	517.9
금융자산	617.2	472.4	434.3	450.1	465.6
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	196.7
자산총계	3,979.0	4,185.7	4,299.3	4,504.1	4,729.9
유동부채	718.9	681.3	632.9	653.0	672.8
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	523.5	488.3	448.9	465.2	481.3
기타유동부채	195.4	193.0	184.0	187.8	191.5
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	635.9	656.1	675.9
지배주주지분	3,252.5	3,501.1	3,663.3	3,848.0	4,054.0
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	3,601.1	3,785.8	3,991.7
비지배주주지분	0.2	0.1	0.1	0.0	(0.1)
자본총계	3,252.7	3,501.2	3,663.4	3,848.0	4,053.9
순금융부채	(1,768.3)	(2,105.7)	(2,259.6)	(2,506.7)	(2,771.1)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	596.5	463.1	393.7	480.4	497.4
당기순이익	454.5	437.5	362.9	385.3	406.6
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	10.3	(71.0)	(43.9)	18.3	18.0
변동					
투자활동 현금흐름	(411.5)	(250.2)	(239.2)	(252.8)	(274.5)
투자자산감소(증가)	(259.1)	144.9	42.4	(17.6)	(17.3)
유형자산감소(증가)	(74.0)	(85.0)	(81.4)	(15.0)	(15.0)
기타	(78.4)	(310.1)	(200.2)	(220.2)	(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	(46.2)	26.9	22.2
Unlevered CFO	697.1	635.0	497.9	526.6	547.5
Free Cash Flow	521.9	377.6	312.3	465.4	482.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

강원랜드



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.9	BUY	33,500		
18.8.10	BUY	31,500	-9.18%	-4.29%
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 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 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	92.2%	7.0%	0.9%	100.1%

\* 기준일: 2018년 11월 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 11월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 11월 09일 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.