

# 강원랜드 (035250)

## 매출총량 증가로 2분기부터 드디어 증익 구간

### 2019년 성장에 따른 레버리지 효과 기대. 증익은 2Q부터

우호적인 규제 환경(매출총량 증가) 및 테이블 가동률 상승 노력들을 감안해 2019년 EPS(+4%) 및 목표 P/E를 과거 최고 수준인 20배(기존 18.5배)로 상향해 목표주가를 37,500 원(+12%)으로 상향한다. 2019년 매출액/영업이익 증가율은 각각 7.8%/11.0%로 레버리지 효과를 기대하는데, 워터파크의 적자(연간 약 110억원)에도 불구하고 1회성 평창올림픽 기부금(175억원)이 기저효과로 작용할 것이다. 다만, '18년 4월부터 영업시간 단축 적용 + 1분기가 워터파크 비수기인 만큼 증익은 2분기부터 시작될 것이다.

### 4Q Preview: OPM 22.2%(-2.6%p YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 3,762억원(-2% YoY)/837억원(-12%)으로 컨센서스(946억원)를 하회할 전망이다. 드랍액은 1,55조원(-3%)으로 방문객의 역성장 추세가 4분기까지 지속(-3%)될 것이다. 워터파크는 45억원 내외의 적자, 영업외적으로는 자회사 손상차손(160억원) 등이 반영될 것이다. 다만, 1월부터는 매출총량 증가로 성장에 대한 여력이 생기면서 트래픽이 가장 높은 14시~23시까지 4조 4교대 근무조 투입을 시행하고 있다. 테이블 가동률은 채용비리에 따른 인력 공백이 높았던 2018년 8월까지 약 110대(160대 중) → 9월 이후 120대(신규 딜러 배치) → 2019년 1월 이후 최대 150대(14~23시 기준)까지 상승할 것이다.

### 카지노 매출은 '18년~'23년 CAGR 8.0% 증가할 것

제 3차 사행산업 건전발전 종합계획을 통해 1) 사행산업 매출총량 규제 시 게이밍 머신이 포함된 OECD의 규모를 적용해 GDP 대비 0.54% → 0.619%(~23년까지) 상향 2) 내국인과 무관한 외인 카지노의 매출 총량 제외(약 1.2조원)를 확정했다. 2023년까지 1) 매년 평균 2.5%의 GDP 성장률과 2) 외인 카지노 총량이 강원랜드를 포함한 각 사행산업에 비슷한 수준으로 분배될 것으로 가정하면 2023년 매출총량은 2.09조원 내외이며, 이는 CAGR 약 8.0%의 성장을 의미하는 것이다. 2019년 정확한 매출총량은 4월에 결정된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 37,500원 | CP(1월 4일): 32,850원

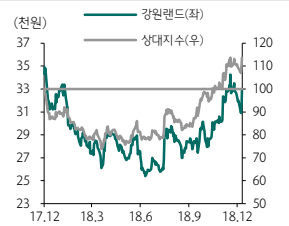
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,010.25
52주 최고/최저(원)	34,250/25,400
시가총액(십억원)	7,027.9
시가총액비중(%)	0.58
발행주식수(천주)	213,940.5
60일 평균 거래량(천주)	500.9
60일 평균 거래대금(십억원)	15.4
18년 배당금(예상, 원)	990
18년 배당수익률(예상, %)	3.09
외국인지분율(%)	27.53
주요주주 지분율(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.7 27.6 3.5
상대	8.0 43.8 26.9

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,477.5	1,573.4
영업이익(십억원)	462.7	495.3
순이익(십억원)	357.5	397.1
EPS(원)	1,673	1,854
BPS(원)	17,960	18,982

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,696.5	1,604.5	1,462.4	1,577.8	1,692.5
영업이익	십억원	618.6	530.9	461.1	512.0	571.0
세전이익	십억원	596.9	566.2	464.4	522.1	587.6
순이익	십억원	454.6	437.6	356.4	400.6	450.9
EPS	원	2,125	2,045	1,666	1,872	2,108
증감률	%	3.0	(3.8)	(18.5)	12.4	12.6
PER	배	16.82	17.01	19.21	17.54	15.59
PBR	배	2.23	2.03	1.79	1.74	1.64
EV/EBITDA	배	8.48	8.82	8.57	7.66	6.53
ROE	%	14.55	12.96	9.96	10.66	11.32
BPS	원	16,017	17,178	17,906	18,840	20,010
DPS	원	990	990	990	990	990



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

RA 박다겸  
02-3771-7529  
dagyeompark@hanafn.com

표 1. 강원랜드 목표주가 상향

지배주주순이익('19년)	401	십억원
주식 수	213,941	천주
EPS	1,872	원
목표 P/E	20.0	배
	37,443	
목표 주가	37,500	원
현재 주가	32,850	원
상승 여력	14	%

자료: 하나금융투자

표 2. 강원랜드 매출총량 가정

(단위: 조원)

	18	19	20	21	22	23	CAGR('18~'23)
매출총량	1.42	1.53	1.66	1.79	1.93	2.09	8.04%

주1: '18년 매출총량은 1.46조원이나 이에 미달하는 순매출 전망

주2: 외인 카지노 제외 시 15%의 매출총량 증가 예상되나 5년간 초과로 불리한 평가 예상됨에 따라 보수적으로 13.5% 성장 가정

자료: 하나금융투자

표 3. 2013~2017년 사행산업 순매출액 추이

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	17/16	비중(1)	비중(2)
강원랜드	1,279	1,422	1,560	1,628	1,523	1,460	-6%	16%	19%
외인카지노	1,369	1,377	1,243	1,276	1,207		-5%	13%	15%
경마	2,068	2,053	2,077	2,080	2,094		1%	23%	26%
경륜	643	616	636	639	608		-5%	7%	8%
경정	193	190	188	193	178		-8%	2%	2%
복권	1,594	1,616	1,731	1,908	2,040		7%	22%	25%
체육진흥투표권	1,258	1,373	1,372	1,605	1,578		-2%	17%	20%
소싸움	6	0	5	8	9		1%	0%	0%
계	8,409	8,647	8,812	9,336	9,236				8,029

주: 비중(1)은 외인 카지노 포함, 비중(2)은 외인 카지노 제외 시

자료: 사행산업통합감독위원회, 하나금융투자

표 4. 강원랜드 실적 추이 및 전망

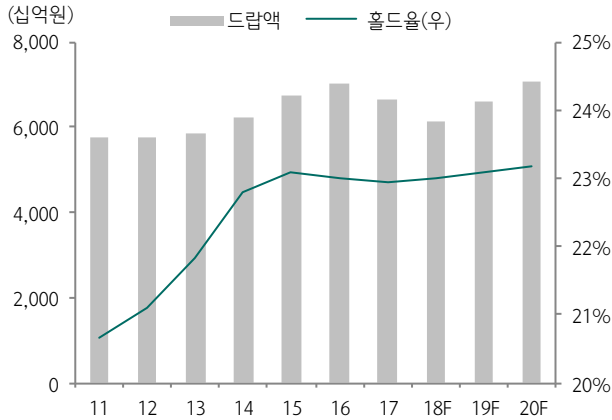
(단위: 십억원)

	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F
드랍액	6,639	6,163	6,601	1,741	1,644	1,654	1,600	1,551	1,475	1,591	1,546
홀드율(%)	22.9%	23.0%	23.1%	22.7%	22.8%	22.8%	23.6%	23.5%	23.2%	22.1%	23.3%
매출액	1,548	1,462	1,578	409	373	381	385	378	339	369	376
Casino	1,389	1,291	1,395	359	343	343	345	333	311	318	330
Non-Casino	159	171	183	50	30	38	40	46	27	52	47
영업이익	531	461	512	162	135	138	95	126	115	124	84
OPM	34%	32%	32%	40%	36%	36%	25%	33%	34%	34%	22%
당기순이익	438	356	401	130	110	119	78	90	95	93	65

주: 2017년 실적은 IFRS 15를 소급 적용하여 재 작성된 것

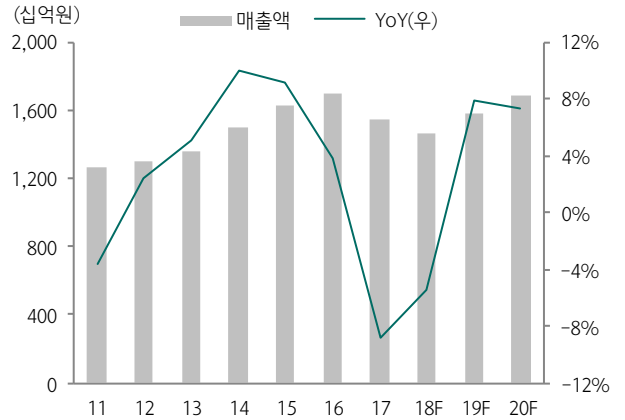
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 1. 드랍액/홀드올 추이 - '19년은 3년 만에 성장 전환 기대



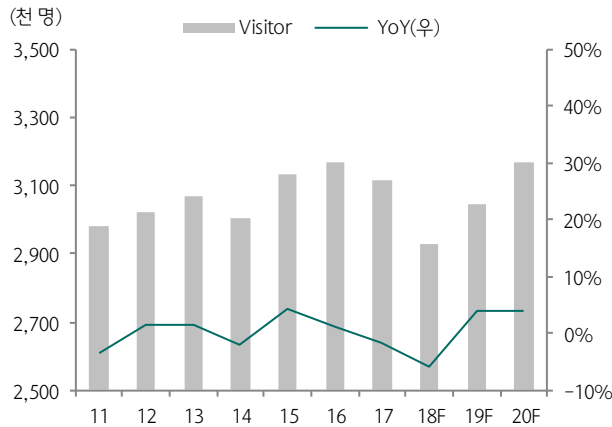
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 2. 매출액 추이 - '19년은 3년 만에 성장 전환 기대



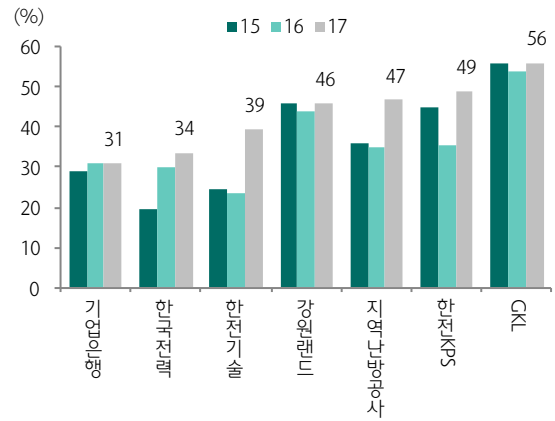
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 3. 방문객 수 추이 - '19년은 3년 만에 성장 전환 기대



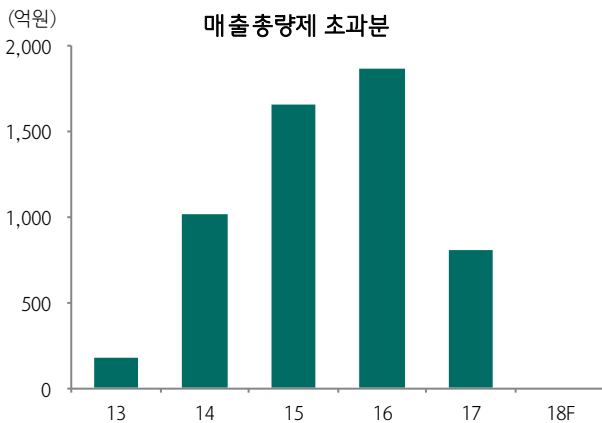
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 4. 주요 상장 공기업들의 배당성향 추이



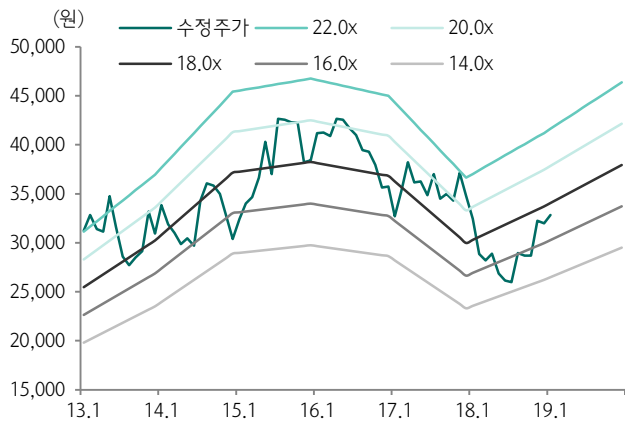
자료: Dart, 하나금융투자

그림 5. 매출총량제 초과분 추이 - 6년 만에 초과 안 할 듯



자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 6. 12MF P/E 밴드차트



자료: 강원랜드, 하나금융투자

추정 재무제표

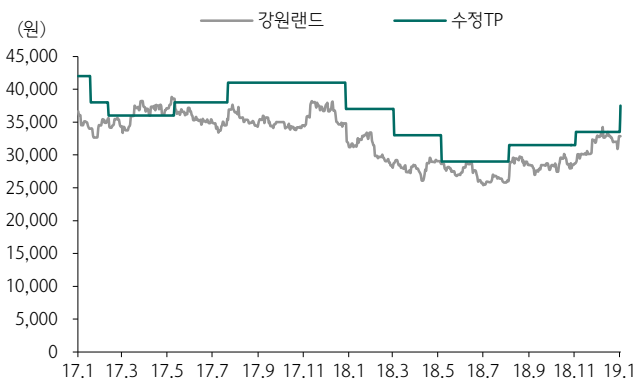
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,696.5	1,604.5	1,462.4	1,577.8	1,692.5
매출원가	785.2	787.5	715.4	768.0	796.8
매출총이익	911.3	817.0	747.0	809.8	895.7
판매비	292.7	286.0	285.9	297.8	324.7
영업이익	618.6	530.9	461.1	512.0	571.0
금융손익	40.5	52.7	49.2	51.8	54.5
중속/관계기업손익	0.1	(0.1)	(32.9)	(29.6)	(26.6)
기타영업외손익	(62.3)	(17.3)	(13.0)	(12.1)	(11.3)
세전이익	596.9	566.2	464.4	522.1	587.6
법인세	142.3	128.7	108.1	121.6	136.8
계속사업이익	454.5	437.5	356.3	400.5	450.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	454.5	437.5	356.3	400.5	450.8
비배주주지분 순이익	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	454.6	437.6	356.4	400.6	450.9
지배주주지분포괄이익	453.7	449.3	356.4	400.6	450.9
NOPAT	471.1	410.3	353.8	392.8	438.1
EBITDA	693.6	605.1	535.8	588.8	643.8
성장성(%)					
매출액증가율	3.8	(5.4)	(8.9)	7.9	7.3
NOPAT증가율	6.4	(12.9)	(13.8)	11.0	11.5
EBITDA증가율	3.6	(12.8)	(11.5)	9.9	9.3
영업이익증가율	3.9	(14.2)	(13.1)	11.0	11.5
(지배주주)순이익증가율	2.9	(3.7)	(18.6)	12.4	12.6
EPS증가율	3.0	(3.8)	(18.5)	12.4	12.6
수익성(%)					
매출총이익률	53.7	50.9	51.1	51.3	52.9
EBITDA이익률	40.9	37.7	36.6	37.3	38.0
영업이익률	36.5	33.1	31.5	32.5	33.7
계속사업이익률	26.8	27.3	24.4	25.4	26.6
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,125	2,045	1,666	1,872	2,108
BPS	16,017	17,178	17,906	18,840	20,010
CFPS	3,258	2,968	2,290	2,557	2,832
EBITDAPS	3,242	2,828	2,505	2,752	3,009
SPS	7,930	7,500	6,836	7,375	7,911
DPS	990	990	990	990	990
주가지표(배)					
PER	16.8	17.0	19.2	17.5	15.6
PBR	2.2	2.0	1.8	1.7	1.6
PCFR	11.0	11.7	14.0	12.8	11.6
EV/EBITDA	8.5	8.8	8.6	7.7	6.5
PSR	4.5	4.6	4.7	4.5	4.2
재무비율(%)					
ROE	14.5	13.0	10.0	10.7	11.3
ROA	11.9	10.7	8.4	9.1	9.6
ROIC	57.8	49.8	40.4	46.1	57.8
부채비율	22.3	19.5	17.3	17.5	17.5
순부채비율	(54.4)	(60.1)	(61.6)	(65.2)	(68.8)
이자보상배율(배)	2,608.4	2,241.8	153.7	170.7	190.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,809.5	2,164.3	2,306.4	2,573.6	2,887.0
금융자산	1,769.2	2,107.1	2,254.3	2,517.3	2,826.6
현금성자산	93.0	105.6	52.6	95.5	162.6
매출채권 등	24.2	34.2	31.2	33.6	36.1
재고자산	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4
기타유동자산	14.8	21.7	19.7	21.4	22.9
비유동자산	2,169.5	2,021.4	1,981.5	1,957.6	1,937.3
투자자산	670.3	525.4	478.9	516.6	554.2
금융자산	617.2	472.4	430.5	464.5	498.3
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	196.7	196.9	196.7
자산총계	3,979.0	4,185.7	4,288.0	4,531.1	4,824.3
유동부채	718.9	681.3	628.1	671.3	714.3
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	523.5	488.3	445.0	480.1	515.0
기타유동부채	195.4	193.0	183.1	191.2	199.3
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	631.1	674.5	717.5
지배주주지분	3,252.5	3,501.1	3,656.7	3,856.6	4,106.8
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	3,594.5	3,794.4	4,044.6
비지배주주지분	0.2	0.1	0.1	0.0	(0.1)
자본총계	3,252.7	3,501.2	3,656.8	3,856.6	4,106.7
손금유부채	(1,768.3)	(2,105.7)	(2,252.9)	(2,515.9)	(2,825.2)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	596.5	463.1	382.8	516.5	562.6
당기순이익	454.5	437.5	356.3	400.5	450.8
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)	(48.2)	39.2	39.0
투자활동 현금흐름	(411.5)	(250.2)	(235.0)	(272.9)	(294.7)
투자자산감소(증가)	(259.1)	144.9	46.5	(37.8)	(37.6)
유형자산감소(증가)	(74.0)	(85.0)	(81.4)	(15.0)	(15.0)
기타	(78.4)	(310.1)	(200.1)	(220.1)	(242.1)
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	(53.0)	42.9	67.1
Unlevered CFO	697.1	635.0	489.9	547.1	605.9
Free Cash Flow	521.9	377.6	301.4	501.5	547.6

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

강원랜드



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.7	BUY	37,500		
18.11.8	BUY	33,500	-5.59%	2.24%
18.8.10	BUY	31,500	-9.19%	-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%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

• 투자이견의 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	94.6%	4.6%	0.9%	100.1%

\* 기준일: 2019년 1월 6일

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 2019년 01월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 01월 07일 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.