

강원랜드 (035250)

매출총량 GDP 기준 상향은 2021년부터 적용

3~4월 배당과 매출총량을 확인한 후 투자 고민 필요

매출총량의 GDP 기준 변경이 2021년부터 적용되고, 부진한 영업환경(방문객 수 등)을 감안해 2019년 EPS를 8%, 목표 주가도 34,500원으로 8% 하향하며 투자의견도 'Neutral'로 하향한다. 2020년까지는 50%의 배당성향을 가정해도 현 배당금액이 유지될 것이다. 그러나, 이후 2020~2023년 예상 매출총량 증가는 +24%, 영업 레버리지 감안 시 이익은 40% 내외 성장이 예상되며, 2023년 배당금액은 1,400원 내외로 추정된다. 시가배당률 3%가 적정 가격이라고 판단할 때 2023년 목표주가는 47,000원 내외다. 향후 5년 간 주가 상승 잠재력은 35%이며 배당수익도 있으나, '19년 예상 P/E 20배인 현 주가에서 단기 상승여력은 제한적이다. 투자의견 상향 여부는 1) 영업환경의 뚜렷한 변화 및 2) 3~4월 결정 되는 가장 중요한 변수들(배당 + 매출총량)에 달려있다.

4Q Review: OPM 18.7%(-6.1%p YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 3,519억원(-9% YoY)/658억원(-31%)으로 컨센서스(883억원)를 하회했다. 드랍액은 1.52조원(-5%)으로 방문객이 13% 역성장했고, 홀드올도 22.6%(-1.0p)로 부진해 실적 디레버리지가 크게 나타났다. 영업외적으로 자회사 손상차손(67억원) 및 기부금(75억원) 등 총 232억원이 반영되었다. 1월부터 시행 중인 4조 4교대 근무는 스키 인구 감소로 효과가 크지 않다. 방문객 수 감소 추세가 1분기에도 이어지고 있어 1분기 매출액/영업이익은 각각 3,721억원(-2%)/1,131억원(-10%, OPM 30.4%)으로 예상된다.

매출총량의 GDP 설정 기준 변경은 2021년부터 적용

2018년 카지노 순매출액은 1.4조원이고, 1) GDP 기준 상향 2) 외인 카지노 총량 제외, 그리고 3) 연 2.5%의 GDP 성장 가정 시 매출총량은 2023년까지 CAGR 6.0% 성장한 1.87조 원이다. 다만, 사감위는 매출총량의 GDP 기준 상향을 2021년부터 적용한다고 밝혔다. 그렇다면, 매출 총량은 2020년까지 CAGR +3.8%, 2021년~2023년까지 CAGR +7.4% 성장하는 것이다. 정확한 매출총량은 4월에 결정된다.

Update

Neutral(하향)

| TP(12M): 34,500원(하향) | CP(2월 14일): 34,550원

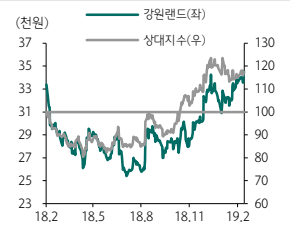
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,225.85
52주 최고/최저(원)	34,550/25,400
시가총액(십억원)	7,391.6
시가총액비중(%)	0.61
발행주식수(천주)	213,940.5
60일 평균 거래량(천주)	453.1
60일 평균 거래대금(십억원)	14.6
18년 배당금(예상, 원)	990
18년 배당수익률(예상, %)	3.09
외국인지분율(%)	28.27
주요주주 지분율(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.0 16.9 16.3
상대	(0.8) 18.7 26.6

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,467.4	1,581.4
영업이익(십억원)	457.6	498.5
순이익(십억원)	348.8	396.7
EPS(원)	1,629	1,852
BPS(원)	18,033	19,137

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,696.5	1,604.5	1,438.1	1,513.5	1,594.8
영업이익	십억원	618.6	530.9	430.7	477.2	515.9
세전이익	십억원	596.9	566.2	410.7	492.1	536.7
순이익	십억원	454.6	437.6	297.3	369.1	402.6
EPS	원	2,125	2,045	1,390	1,725	1,882
증감률	%	3.0	(3.8)	(32.0)	24.1	9.1
PER	배	16.82	17.01	23.03	20.02	18.36
PBR	배	2.23	2.03	1.82	1.88	1.78
EV/EBITDA	배	8.48	8.82	9.21	8.98	8.01
ROE	%	14.55	12.96	8.38	10.03	10.41
BPS	원	16,017	17,178	17,630	18,417	19,361
DPS	원	990	990	990	990	1,000



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

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

표 1. 강원랜드 목표주가 하향

지배주주순이익('19년)	369	십억원
주식 수	213,940	천주
EPS	1,725	원
목표 P/E	20.0	배
목표 주가	34,500	원
현재 주가	34,550	원
상승 여력	0	%

자료: 하나금융투자

표 2. 강원랜드 매출총량 가정

(단위: 조원)

	18	19	20	21	22	23	CAGR('18~'23)
매출총량	1.40	1.47	1.51	1.62	1.74	1.87	5.95%

주1: 2021년부터 GDP 적용 배수가 0.54% → 0.619%로 상향

주2: 1) GDP 매년 2.5% 성장, 2) 외인 카지노 매출총량 균등분배 가정

자료: 사행산업통합감독위원회, 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	1,400	-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

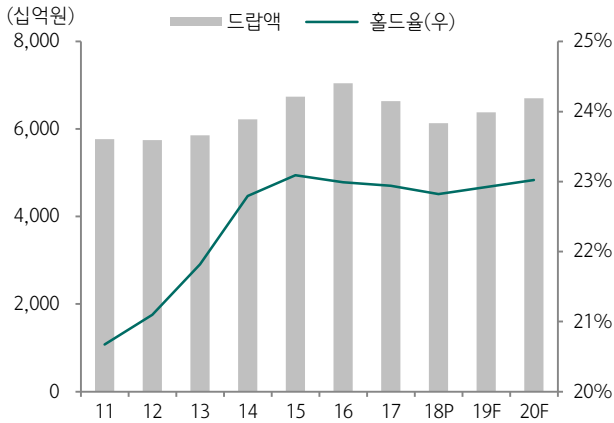
(단위: 십억원)

	17	18P	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P
드랍액	6,639	6,134	6,382	1,741	1,644	1,654	1,600	1,551	1,475	1,591	1,518
홀드올(%)	22.9%	22.8%	22.9%	22.7%	22.8%	22.8%	23.6%	23.5%	23.2%	22.1%	22.6%
매출액	1,548	1,438	1,513	409	373	381	385	378	339	369	352
Casino	1,389	1,274	1,339	359	343	343	345	333	311	318	312
Non-Casino	159	164	175	50	30	38	40	46	27	52	40
영업이익	531	431	477	162	135	138	95	126	115	124	66
OPM	34%	30%	32%	40%	36%	36%	25%	33%	34%	34%	19%
당기순이익	438	297	369	130	110	119	78	90	95	93	19

주: 2017년 실적은 IFRS 15를 소급 적용하여 재 작성된 것

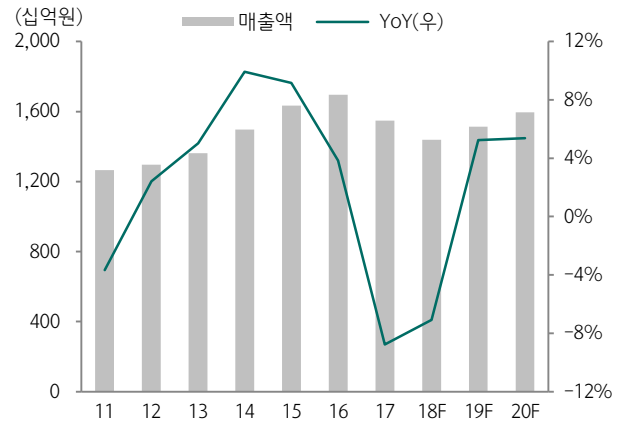
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 1. 드랍액/홀드올 추이 - 매출 총량 증가는 2021년부터



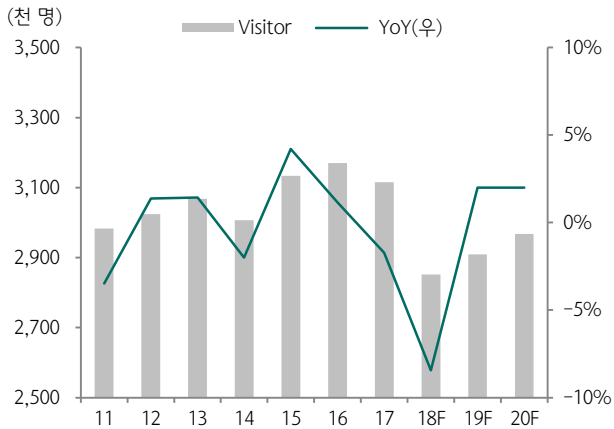
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 2. 매출액 추이



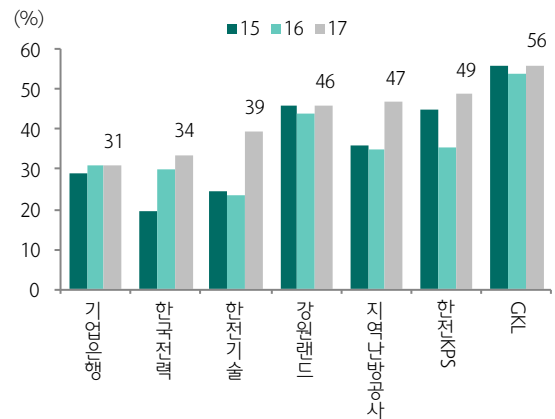
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 3. 방문객 수 추이 - '19년은 3년 만에 성장 전환 기대



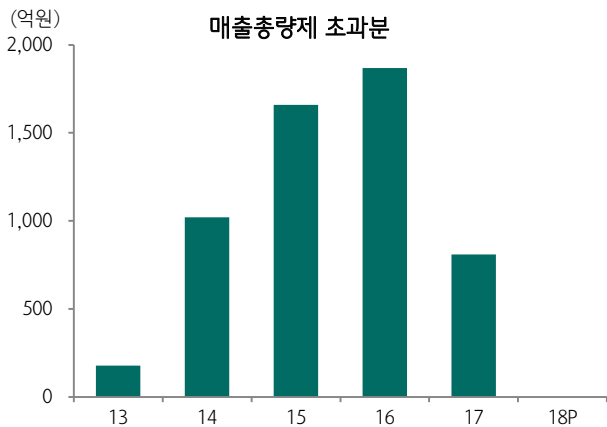
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 4. 주요 상장 공기업들의 배당성향 추이



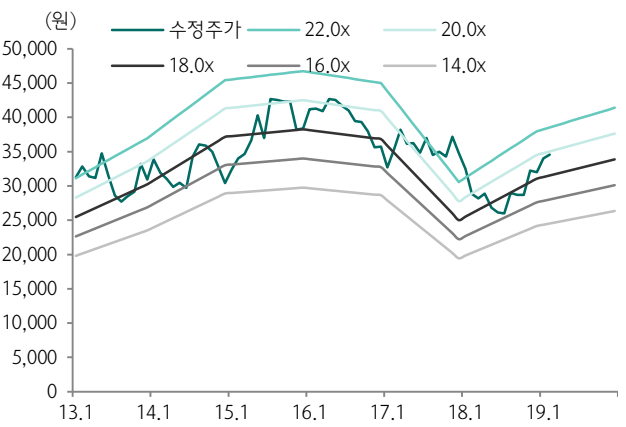
자료: Dart, 하나금융투자

그림 5. 매출총량제 초과분 추이 - 6년 만에 매출총량 준수



자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 6. 12MF P/E 밴드차트



자료: 강원랜드, 하나금융투자

추정 재무제표

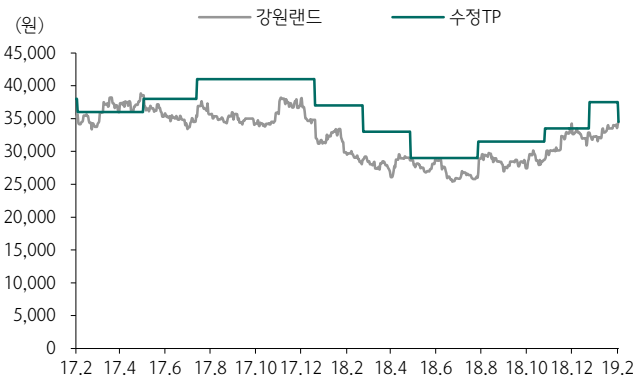
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,696.5	1,604.5	1,438.1	1,513.5	1,594.8
매출원가	785.2	787.5	729.6	749.3	771.6
매출총이익	911.3	817.0	708.5	764.2	823.2
판매비	292.7	286.0	277.8	287.0	307.3
영업이익	618.6	530.9	430.7	477.2	515.9
금융손익	40.5	52.7	39.4	53.0	55.7
중속/관계기업손익	0.1	(0.1)	(40.5)	(20.3)	(18.3)
기타영업외손익	(62.3)	(17.3)	(18.9)	(17.7)	(16.6)
세전이익	596.9	566.2	410.7	492.1	536.7
법인세	142.3	128.7	113.5	123.0	134.2
계속사업이익	454.5	437.5	297.2	369.1	402.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	454.5	437.5	297.2	369.1	402.5
비지배주주지분 손이익	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	454.6	437.6	297.3	369.1	402.6
NOPAT	471.1	410.3	311.7	357.9	386.9
EBITDA	693.6	605.1	505.4	555.4	590.1
성장성(%)					
매출액증가율	3.8	(5.4)	(10.4)	5.2	5.4
NOPAT증가율	6.4	(12.9)	(24.0)	14.8	8.1
EBITDA증가율	3.6	(12.8)	(16.5)	9.9	6.2
영업이익증가율	3.9	(14.2)	(18.9)	10.8	8.1
(지배주주)순이익증가율	2.9	(3.7)	(32.1)	24.2	9.1
EPS증가율	3.0	(3.8)	(32.0)	24.1	9.1
수익성(%)					
매출총이익률	53.7	50.9	49.3	50.5	51.6
EBITDA이익률	40.9	37.7	35.1	36.7	37.0
영업이익률	36.5	33.1	29.9	31.5	32.3
계속사업이익률	26.8	27.3	20.7	24.4	25.2
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,125	2,045	1,390	1,725	1,882
BPS	16,017	17,178	17,630	18,417	19,361
CFPS	3,258	2,968	2,085	2,418	2,595
EBITDAPS	3,242	2,828	2,362	2,596	2,758
SPS	7,930	7,500	6,722	7,074	7,454
DPS	990	990	990	990	1,000
주가지표(배)					
PER	16.8	17.0	23.0	20.0	18.4
PBR	2.2	2.0	1.8	1.9	1.8
PCFR	11.0	11.7	15.4	14.3	13.3
EV/EBITDA	8.5	8.8	9.2	9.0	8.0
PSR	4.5	4.6	4.8	4.9	4.6
재무비율(%)					
ROE	14.5	13.0	8.4	10.0	10.4
ROA	11.9	10.7	7.1	8.5	8.9
ROIC	57.8	49.8	35.4	40.8	48.1
부채비율	22.3	19.5	17.3	17.3	17.2
순부채비율	(54.4)	(60.1)	(61.0)	(63.8)	(67.2)
이자보상배율(배)	2,608.4	2,241.8	40.8	477.2	515.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,809.5	2,164.3	2,246.2	2,458.4	2,723.3
금융자산	1,769.2	2,107.1	2,194.9	2,404.5	2,666.5
현금성자산	93.0	105.6	113.3	114.7	147.7
매출채권 등	24.2	34.2	30.6	32.3	34.0
재고자산	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3
기타유동자산	14.8	21.7	19.5	20.4	21.5
비유동자산	2,169.5	2,021.4	1,973.6	1,958.0	1,925.5
투자자산	670.3	525.4	470.9	495.6	522.2
금융자산	617.2	472.4	423.4	445.6	469.5
유형자산	1,315.7	1,298.0	1,304.7	1,264.6	1,205.4
무형자산	1.9	1.3	1.2	1.1	1.1
기타비유동자산	181.6	196.7	196.8	196.7	196.8
자산총계	3,979.0	4,185.7	4,219.8	4,416.5	4,648.8
유동부채	718.9	681.3	619.0	647.3	677.7
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	523.5	488.3	437.6	460.6	485.3
기타유동부채	195.4	193.0	181.4	186.7	192.4
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	622.0	650.3	680.9
지배주주지분	3,252.5	3,501.1	3,597.7	3,766.1	3,967.9
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	3,535.4	3,703.8	3,905.7
비지배주주지분	0.2	0.1	0.1	0.0	(0.0)
자본배율	3,252.7	3,501.2	3,597.8	3,766.1	3,967.9
순금융부채	(1,768.3)	(2,105.7)	(2,193.5)	(2,403.1)	(2,665.1)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	596.5	463.1	315.4	473.0	504.3
당기순이익	454.5	437.5	297.2	369.1	402.5
조정	131.7	96.6	74.7	78.2	74.2
감가상각비	75.0	74.2	74.7	78.2	74.2
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)	(56.5)	25.7	27.6
투자활동 현금흐름	(411.5)	(250.2)	(107.0)	(270.9)	(270.6)
투자자산감소(증가)	(259.1)	144.9	54.5	(24.7)	(26.6)
유형자산감소(증가)	(74.0)	(85.0)	(81.4)	(38.0)	(15.0)
기타	(78.4)	(310.1)	(80.1)	(208.2)	(229.0)
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	7.8	1.4	33.0
Unlevered CFO	697.1	635.0	446.0	517.3	555.2
Free Cash Flow	521.9	377.6	234.0	435.0	489.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

강원랜드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.2.15	Neutral	34,500		
19.1.7	BUY	37,500	-12.36%	-9.07%
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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	93.8%	5.3%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 02월 14일

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 02월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 02월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.