

강원랜드 (035250)

1분기는 우려보다 꽤 좋다

배당과 매출총량, 그리고 방문객수에 대한 불확실성 마무리

강원랜드에 대한 목표주가를 2020년 EPS 기준으로 변경해 37,000원(+7%)하며 투자의견도 'BUY'로 상향한다. 기존 리포트에서 언급한 투자의견 상향의 2가지 변수인 매출총량과 배당이 우려보다는 괜찮은 수준에서 결정된 것으로 판단하기 때문이다. 매출총량의 경우 사행산업 건전화평가에서 나쁘지 않은 등급을 받은 것으로 파악된다. 배당도 최근 5개년 수준을 고려하여 집행하면서 보다 예측 가능한 방향으로 주주환원이 이뤄질 것이기에 마찬가지로 긍정적이다. 1분기도 예상과 달리 나쁘지 않은 수준이어서 2분기 이후 실적 가시성은 더 높아질 것으로 예상된다. 최근 카지노의 허가 및 출입 제한 연령을 21세(기존 19세)로 상향하는 법안이 발의되었는데, 강원랜드의 2017년 19세 입장객 수는 연간 약 300만명 중 2,300명 내외에 불과하다.

1Q Preview: OPM 34.0%(+0.7%p YoY)

1분기 매출액/영업이익은 각각 3,812억원(+1% YoY)/1,294억원(+3%)으로 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. 4분기 방문객이 13% 역 성장했다. 하지만, 1월부터 고객 집중 시간대에는 150대, 앞뒤로는 70~90대를 운영하는 4조 4교대 근무가 시간이 지날수록 효과를 보면서 1분기 방문객수는 전년 대비 성장한 것으로 파악된다. 최근 2년간 전년 동기 대비 방문객 수 성장은 딱 1번뿐이다. 비용 측면에서는 전년 평창올림픽 관련(약 175억원)한 기저효과가 있다.

영업시간 변경은 확정 아니냐 영향은 중립적

언론에 따르면 6월부터 영업시간을 오전 10시~익일 4시에 서 오전 12시~익일 6시로 변경한다고 밝혔지만, 이는 노조와 합의되지 않은 것으로 아직 확정치는 아니다. 다만, 영업시간이 변경된다 하더라도 매출에 큰 영향은 없을 것이다. 영업시간 변경 역시 강원랜드의 실적과 관련한 의견이라기보다 지역 사회의 요구가 많이 반영되었기에 야근수당 증가 정도를 제외하면 미치는 영향은 중립적일 것이다.

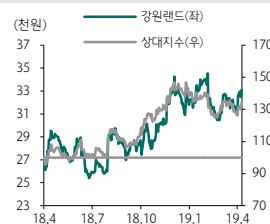
Update

BUY(상향)

| TP(12M): 37,000원(상향) | CP(4월 19일): 33,100원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,216.15		
52주 최고/최저(원)	34,550/25,400	매출액(십억원)	1,523.7 / 1,599.0
시가총액(십억원)	7,081.4	영업이익(십억원)	472.3 / 509.9
시가총액비중(%)	0.59	순이익(십억원)	371.5 / 401.9
발행주식수(천주)	213,940.5	EPS(원)	1,738 / 1,880
60일 평균 거래량(천주)	431.7	BPS(원)	18,835 / 19,811
60일 평균 거래대금(십억원)	13.8		
19년 배당금(예상, 원)	900		
19년 배당수익률(예상, %)	2.72		
외국인지분율(%)	30.12		
주요주주 지분율(%)			
한국광해관리공단	36.27		
강원도개발공사	5.34		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	1.4 12.4 19.9		
상대	(0.4) 9.4 34.5		

Stock Price



Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,547.8	1,438.1	1,521.5	1,602.8	1,682.8
영업이익	십억원	530.9	430.7	490.7	529.8	563.3
세전이익	십억원	566.2	410.7	506.6	551.6	590.9
순이익	십억원	437.6	297.3	384.1	416.4	446.1
EPS	원	2,045	1,390	1,796	1,947	2,085
증감률	%	(3.8)	(32.0)	29.2	8.4	7.1
PER	배	17.01	23.03	18.43	17.00	15.87
PBR	배	2.03	1.82	1.79	1.69	1.59
EV/EBITDA	배	8.82	11.23	9.45	8.44	7.57
ROE	%	12.96	8.39	10.42	10.66	10.74
BPS	원	17,178	17,579	18,521	19,615	20,848
DPS	원	990	900	900	1,000	1,000



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

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

표 1. 강원랜드 목표주가 상향

지배주주순이익('20년)	416	십억원
주식 수	213,940	천주
EPS	1,947	원
목표 P/E	19.0	배
목표 주가	37,000	원
현재 주가	33,100	원
상승 여력	12	%

자료: 하나금융투자

표 2. 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

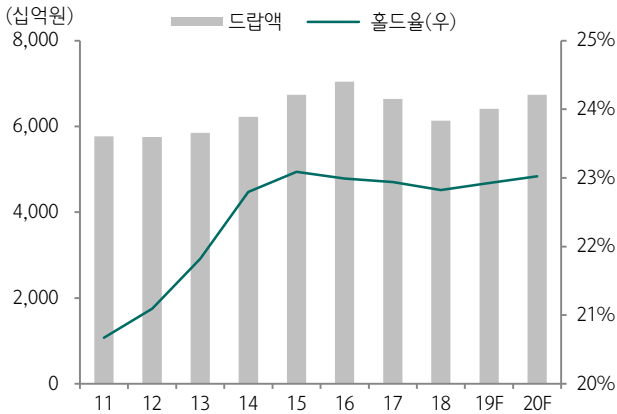
표 3. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	17	18	19F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
드랍액	6,639	6,134	6,414	1,551	1,475	1,591	1,518	1,584	1,519	1,655	1,656
홀드올(%)	22.9%	22.8%	22.9%	23.5%	23.2%	22.1%	22.6%	23.0%	22.7%	23.1%	22.9%
매출액	1,548	1,438	1,521	378	339	369	352	381	347	404	390
Casino	1,389	1,274	1,345	333	311	318	312	333	315	350	348
Non-Casino	159	164	176	46	27	52	40	48	32	54	42
영업이익	531	431	491	126	115	124	66	129	116	142	103
OPM	34%	30%	32%	33%	34%	34%	19%	34%	33%	35%	26%
당기순이익	438	297	382	90	95	93	19	105	91	113	73

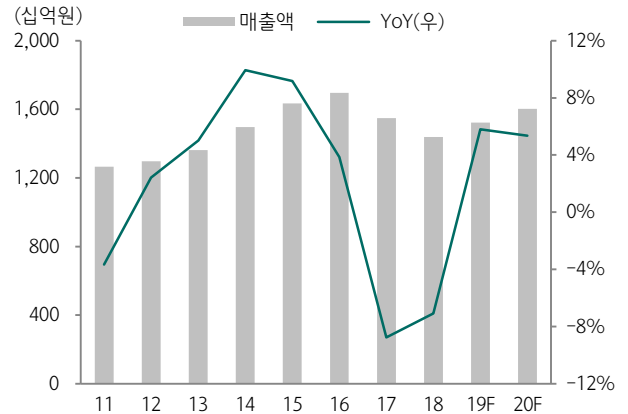
주: 2017년 실적은 IFRS 15를 소급 적용하여 재 작성된 것
 자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 1. 드랍액/홀드올 추이 - 매출 총량 증가는 2021년부터



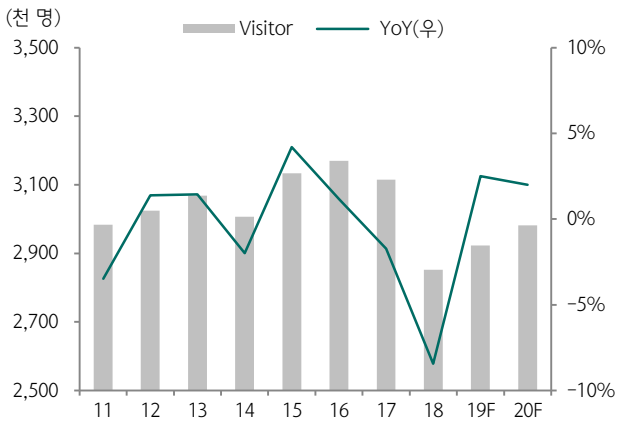
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 2. 매출액 추이



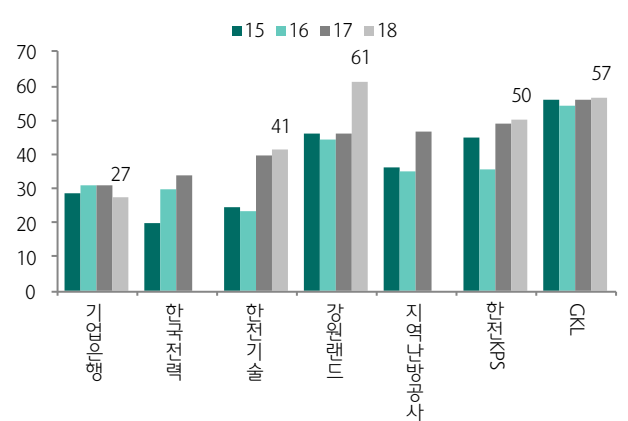
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 3. 방문객 수 추이 - '19년은 3년 만에 성장 전환 기대



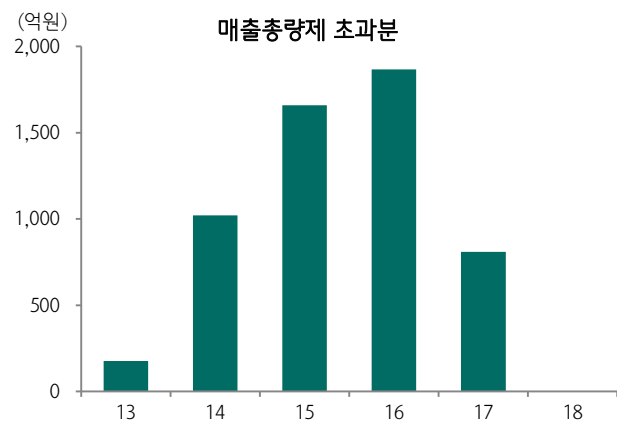
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 4. 주요 상장 공기업들의 배당성향 추이



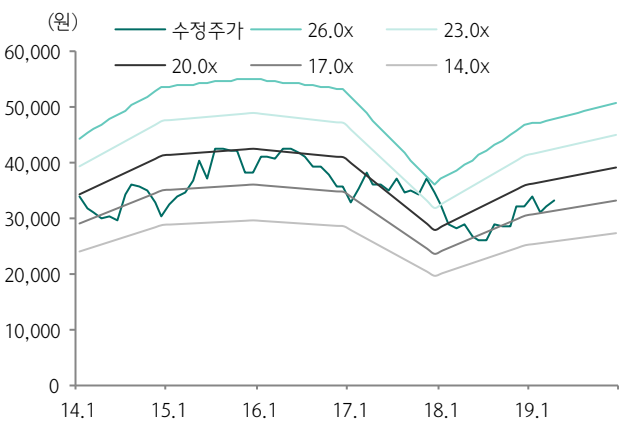
주: 한국전력, 지역난방공사는 18년 배당 미발표
자료: Dart, 하나금융투자

그림 5. 매출총량제 초과분 추이 - 6년 만에 매출총량 준수



자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 6. 12MF P/E 밴드차트



자료: 강원랜드, 하나금융투자

추정 재무제표

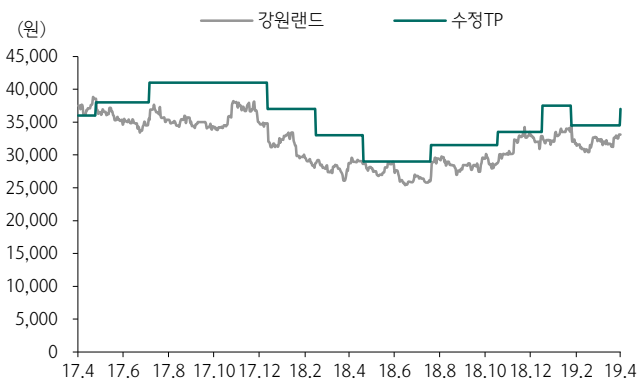
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,547.8	1,438.1	1,521.5	1,602.8	1,682.8
매출원가	730.8	729.6	739.7	761.5	788.7
매출총이익	817.0	708.5	781.8	841.3	894.1
판매비	286.0	277.8	291.1	311.5	330.9
영업이익	530.9	430.7	490.7	529.8	563.3
금융손익	52.7	39.4	54.0	56.7	59.6
종속/관계기업손익	(0.1)	(0.1)	(20.3)	(18.3)	(16.5)
기타영업외손익	(17.3)	(59.3)	(17.7)	(16.6)	(15.5)
세전이익	566.2	410.7	506.6	551.6	590.9
법인세	128.7	113.5	124.1	135.1	144.8
계속사업이익	437.5	297.2	382.5	416.4	446.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	437.5	297.2	382.5	416.4	446.1
비지배주주지분 손이익	(0.1)	(0.1)	(1.7)	0.0	0.0
지배주주순이익	437.6	297.3	384.1	416.4	446.1
지배주주지분포괄이익	449.3	286.4	160.9	175.1	187.6
NOPAT	410.3	311.7	370.4	400.0	425.3
EBITDA	605.1	496.8	554.7	591.2	622.3
성장성(%)					
매출액증가율	(8.8)	(7.1)	5.8	5.3	5.0
NOPAT증가율	(12.9)	(24.0)	18.8	8.0	6.3
EBITDA증가율	(12.8)	(17.9)	11.7	6.6	5.3
영업이익증가율	(14.2)	(18.9)	13.9	8.0	6.3
(지배주주)순이익증가율	(3.7)	(32.1)	29.2	8.4	7.1
EPS증가율	(3.8)	(32.0)	29.2	8.4	7.1
수익성(%)					
매출총이익률	52.8	49.3	51.4	52.5	53.1
EBITDA이익률	39.1	34.5	36.5	36.9	37.0
영업이익률	34.3	29.9	32.3	33.1	33.5
계속사업이익률	28.3	20.7	25.1	26.0	26.5
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,045	1,390	1,796	1,947	2,085
BPS	17,178	17,579	18,521	19,615	20,848
CFPS	2,968	2,302	2,367	2,461	2,580
EBITDAPS	2,828	2,322	2,593	2,763	2,909
SPS	7,235	6,722	7,112	7,492	7,866
DPS	990	900	900	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	17.0	23.0	18.4	17.0	15.9
PBR	2.0	1.8	1.8	1.7	1.6
PCFR	11.7	13.9	14.0	13.4	12.8
EV/EBITDA	8.8	11.2	9.4	8.4	7.6
PSR	4.8	4.8	4.7	4.4	4.2
재무비율(%)					
ROE	13.0	8.4	10.4	10.7	10.7
ROA	10.7	7.1	8.9	9.2	9.3
ROIC	49.8	28.9	27.7	29.6	32.5
부채비율	19.5	18.0	16.2	15.9	15.6
순부채비율	(60.1)	(35.4)	(48.5)	(52.0)	(55.3)
이자보상배율(배)	2,241.8	1,834.7	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,164.3	1,759.0	2,381.0	2,661.3	2,968.8
금융자산	2,107.1	1,269.0	1,838.2	2,089.5	2,368.5
현금성자산	105.6	48.9	602.5	730.2	873.3
매출채권 등	34.2	42.3	46.8	49.3	51.8
재고자산	1.3	1.1	1.3	1.3	1.4
기타유동자산	21.7	446.6	494.7	521.2	547.1
비유동자산	2,021.4	2,472.2	2,017.7	2,000.8	1,985.8
투자자산	525.4	982.1	551.7	581.1	610.2
금융자산	472.4	445.2	493.1	519.4	545.3
유형자산	1,298.0	1,314.0	1,290.1	1,243.8	1,199.9
무형자산	1.3	0.9	0.8	0.7	0.6
기타비유동자산	196.7	175.2	175.1	175.2	175.1
자산총계	4,185.7	4,231.2	4,398.7	4,662.0	4,954.7
유동부채	681.3	636.0	602.5	631.4	659.9
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	488.3	459.5	413.5	435.6	457.4
기타유동부채	193.0	176.5	189.0	195.8	202.5
비유동부채	3.1	8.4	9.3	9.8	10.3
금융부채	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.7	8.4	9.3	9.8	10.3
부채총계	684.4	644.5	611.8	641.3	670.2
지배주주지분	3,501.1	3,586.8	3,788.4	4,022.4	4,286.0
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	3,438.8	3,524.5	3,726.2	3,960.2	4,223.9
비지배주주지분	0.1	0.0	(1.6)	(1.6)	(1.6)
자본총계	3,501.2	3,586.8	3,786.8	4,020.8	4,284.4
순금융부채	(2,105.7)	(1,269.0)	(1,838.2)	(2,089.5)	(2,368.5)
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	463.1	363.9	361.2	478.3	505.5
당기순이익	437.5	297.2	382.5	416.4	446.1
조정	96.6	105.9	64.1	61.5	59.0
감가상각비	74.2	66.1	64.0	61.4	59.0
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	22.4	39.8	0.1	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(71.0)	(39.2)	(85.4)	0.4	0.4
투자활동 현금흐름	(250.2)	(202.0)	374.9	(168.1)	(179.9)
투자자산감소(증가)	144.9	(456.7)	430.5	(29.5)	(29.0)
유형자산감소(증가)	(85.0)	(103.1)	(40.0)	(15.0)	(15.0)
기타	(310.1)	357.8	(15.6)	(123.6)	(135.9)
재무활동 현금흐름	(200.3)	(202.4)	(182.5)	(182.5)	(182.5)
금융부채증가(감소)	0.5	(1.4)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.1)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(200.7)	(200.7)	(182.5)	(182.5)	(182.5)
현금의 증감	12.6	(56.7)	553.6	127.8	143.1
Unlevered CFO	635.0	492.5	506.4	526.6	551.9
Free Cash Flow	377.6	260.7	321.2	463.3	490.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

강원랜드



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.4.22	BUY	37,000		
19.2.15	Neutral	34,500	-7.81%	-4.06%
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%

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	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 21일

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 04월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 04월 22일 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.