

강원랜드 (035250)

호텔/레저



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이광현

02 3770 5733
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	30,000원 (D)
현재주가 (7/8)	30,650원
상승여력	-2%

시가총액	65,573억원
총발행주식수	213,940,500주
60일 평균 거래대금	94억원
60일 평균 거래량	295,996주
52주 고	34,550원
52주 저	25,500원
외인지분율	30.14%
주요주주	한국광해관리공단 36.27%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.6)	(2.7)	20.2
상대	(0.3)	4.2	32.3
절대(달러환산)	0.3	(4.8)	14.6

Quarterly earning Forecasts

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,538	4.4	-6.3	3,536	0.1
영업이익	1,836	59.6	46.8	1,329	38.2
세전계속사업이익	1,193	-4.2	-14.6	1,282	-7.0
지배순이익	739	-21.9	-27.9	869	-14.9
영업이익률 (%)	51.9	+17.9 %pt	+18.8 %pt	37.6	+14.3 %pt
지배순이익률 (%)	20.9	-7.0 %pt	-6.2 %pt	24.6	-3.7 %pt

자료: 유안타증권

2Q19 Preview : 총당금 환입금 및 세무조사 추정금 발생

2Q19 Preview 연결실적은 매출액 3,538억원(+4% YoY), 영업이익 1,836억원(+60% YoY), 당기순이익 739억원(-22% YoY) 추정. 이는 영업이익 컨센서스를 40% 가량 상회하는 수치이나, 1회성 이익(617억원)을 제외시 2019년 7월 초의 컨센서스(1,248억원)에 부합하는 수치임

카지노 매출액은 3,531억원(+3% YoY)을 기록해 10개 분기만에 (+)성장으로 전환 예상. **매출증가는 영업상황 개선에 기인하기 보단, 주로 기저효과에서 비롯된 것으로 판단.** 동사의 카지노 영업시간은 2018년 4월부터 축소(일 20시간 → 일 18시간)되어 현재까지 유지되고 있음. 2Q18의 경우 채용비리 연루자들이 2018년 3월 초부터 업무에서 배제되어 5월 말에 퇴사 처리됐던 관계로 기저효과가 크게 작용했던 분기. 대체 채용자들이 카지노 영업장에 투입됐던 시점은 2018년 9월이었음

비용단에선 1회성 이익과 1회성 비용이 각각 1가지씩 발생할 것으로 파악. 1) **1회성 이익으로는 통상임금 관련 총당금 환입금 617억원**이 매출원가와 판매관리비에 나눠 반영될 예정. 강원랜드 노조가 2013년 6월 통상임금 관련 소송을 제기함에 따라, 동사는 4Q13 동 소송과 관련한 대규모 총당금을 쌓았던 바 있음. 대법원은 2019년 5월 원고 패소를 판결한 원심 확정. 2) **1회성 비용으로는 국세청 세무조사 추정금 868억원**이 영업외 기타비용(714억원)과 법인세비용(154억원)에 나눠 반영될 예정. 국세청은 동사 호텔에서 사용되는 콤프와 관련해 면세처리가 불가하다는 해석을 내리면서 최근 5년치 호텔 사용 콤프 관련 추정금을 부과한 것으로 파악

2019년 카지노 매출성장률 3% 전망 강원랜드의 2019년 카지노 매출총량은 1.5조원대 초반으로 추정. 동사의 2018년 카지노 매출이 1.4조원이었던 관계로 1천억원 이상의 총량 여유분이 확보됨. 보수적 관점에서, 2019년 매출총량을 1.5조원으로 가정시, 동사의 카지노 매출액은 최대 7.1% 성장 가능 구조. 당사는 강원랜드의 2019년 카지노 매출성장률(YoY)을 3%로 전망. 당사는 2H19 카지노 매출성장률(YoY)을 5.4%로 가정했는데, 이는 문화체육관광부가 2018년 1월부터 강원랜드 일반 테이블 기구수를 180대 → 160대로 축소시키면서 미가동테이블 오픈을 통한 매출성장 여력이 줄어든 것으로 봤기 때문

목표주가 하향 동사에 대한 투자 의견 HOLD를 유지하며, **목표주가를 기존 3.6만원 → 3만원으로 하향 조정.** 신규 목표주가 3만원은 12MF EPS 1,657원에 Target PER 18배를 적용해 산출. 동사의 2019E DPS는 배당성장 50% 기준 800원 예상. 전년과 동일한 금액으로 DPS 동결시, 2019E DPS는 900원. 동사의 2019년 주가 예상밴드(배당주 투자관점)는 [표3] 참조

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		15,478	14,381	14,911	15,659
영업이익		5,309	4,307	5,136	4,885
지배순이익		4,376	2,973	3,440	3,889
PER		17.4	20.9	19.2	17.0
PBR		2.1	1.6	1.7	1.6
EV/EBITDA		9.1	9.9	6.7	6.5
ROE		13.0	8.4	9.4	10.1

자료: 유안타증권

[표 1] 강원랜드 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017년				2018년				2019년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2017	2018	2019(e)	2020(e)
[카지노지표]																
카지노방문객(만명)	79	73	81	78	73	66	78	68	75	-	-	-	311	285	-	-
(YoY)	-3%	-1%	-6%	4%	-8%	-9%	-5%	-13%	2%	-	-	-	-2%	-8%	-	-
드롭액(억원)	17,407	16,440	16,541	15,998	15,509	14,750	15,906	15,180	15,678	-	-	-	66,387	61,345	-	-
(YoY)	-2%	-7%	-9%	-5%	-11%	-10%	-4%	-5%	1%	-	-	-	-6%	-8%	-	-
홀드율	22.7%	22.8%	22.8%	23.6%	23.5%	23.2%	22.1%	22.6%	23.1%	-	-	-	22.9%	20.8%	-	-
매출액	4,091	3,729	3,808	3,850	3,784	3,387	3,691	3,519	3,774	3,538	3,873	3,725	15,478	14,381	14,911	15,659
카지노	3,944	3,742	3,767	3,775	3,640	3,418	3,509	3,434	3,621	3,531	3,685	3,635	15,228	14,001	14,472	15,196
일반테이블	1,775	1,673	1,700	1,703	1,645	1,516	1,545	1,553	1,639	1,561	1,638	1,662	6,851	6,259	6,500	6,825
VIP 테이블	700	664	569	652	543	544	577	564	612	571	577	564	2,585	2,228	2,324	2,440
머신	1,469	1,405	1,498	1,420	1,452	1,358	1,387	1,317	1,370	1,399	1,470	1,409	5,792	5,514	5,648	5,931
비카지노	291	120	184	224	455	274	515	399	484	310	523	404	819	1,643	1,721	1,745
영업비용	2,467	2,374	2,431	2,896	2,524	2,237	2,451	2,861	2,524	1,702	2,536	3,013	10,169	10,074	9,775	10,774
컴프	392	384	378	454	34	25	29	21	23	32	35	34	1,608	109	123	141
인건비	499	480	473	912	595	559	567	1,105	643	-13	596	1,130	2,364	2,826	2,356	3,094
감가상각비	141	144	147	146	163	154	151	154	144	144	144	144	578	622	575	575
관광진흥개발기금	389	374	377	378	359	342	351	343	357	323	335	332	1,518	1,395	1,347	1,391
개별소비세	166	195	196	196	150	178	182	179	149	145	151	149	753	689	595	626
폐광지역개발기금	441	402	440	299	356	358	357	177	389	370	401	283	1,582	1,248	1,443	1,537
기타	579	542	566	660	868	621	814	881	769	701	874	941	2,347	3,184	3,286	3,411
영업이익	1,624	1,355	1,376	954	1,260	1,150	1,239	658	1,251	1,836	1,338	712	5,309	4,307	5,136	4,885
OPM	40%	36%	36%	25%	33%	34%	34%	19%	33%	52%	35%	19%	34%	30%	34%	31%
순이익	1,298	1,104	1,190	783	904	946	933	191	1,024	739	1,120	557	4,376	2,973	3,440	3,889
NIM	32%	30%	31%	20%	24%	28%	25%	5%	27%	21%	29%	15%	28%	21%	23%	25%
성장성(YoY)																
매출액	-6%	-9%	-13%	-6%	-8%	-9%	-3%	-9%	0%	4%	5%	6%	-	-7%	4%	5%
카지노	-	-	-	-	-8%	-9%	-7%	-9%	-1%	3%	5%	6%	-	-8%	3%	5%
일반테이블	-	-	-	-	-7%	-9%	-9%	-9%	0%	3%	6%	7%	-	-9%	4%	5%
VIP 테이블	-	-	-	-	-22%	-18%	1%	-13%	13%	5%	0%	0%	-	-14%	4%	5%
머신	-	-	-	-	-1%	-3%	-7%	-7%	-6%	3%	6%	7%	-	-5%	2%	5%
비카지노	-	-	-	-	56%	128%	181%	78%	6%	13%	1%	1%	-	101%	5%	1%
영업이익	-9%	-15%	-15%	-20%	-22%	-15%	-10%	-31%	-1%	60%	8%	8%	-14%	-19%	19%	-5%
당기순이익	-9%	-11%	-4%	23%	-30%	-14%	-22%	-76%	13%	-22%	20%	192%	-4%	-32%	16%	13%

주: 2017년 실적은 IFRS 1115호 기준으로 환산

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 강원랜드 매출총량 증가 시나리오

(단위: 조원)

	GDP 대비 비율	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
한국 GDP		1,730	1,775	1,820	1,865	1,912	1,960	2,009
한국 7대 시행산업 매출총량	0.54%(기준)	9.3	9.6	9.8	10.1	10.3	10.6	10.8
	0.56%			10.2	10.4	10.7	11.0	11.2
	0.58%			10.6	10.8	11.1	11.4	11.7
	0.60%			10.9	11.2	11.5	11.8	12.1
	0.619%(최종)			11.3	11.5	11.8	12.1	12.4
1)강원랜드 매출총량 (GDP 대비 비율상승)	0.54%(기준)	1.44	1.47	1.51	1.55	1.59	1.63	1.67
	0.56%					1.65	1.69	1.73
	0.58%					1.71	1.75	1.79
	0.60%					1.77	1.81	1.86
	0.619%(최종)					1.82	1.87	1.91
2)강원랜드 매출총량 (GDP 대비 비율상승 + 외인카지노 총량제외)	0.54%(기준)	1.44	1.47	1.68	1.72	1.76	1.81	1.85
	0.56%					1.83	1.87	1.92
	0.58%					1.89	1.94	1.99
	0.60%					1.96	2.01	2.06
	0.619%(최종)					2.02	2.07	2.12

주: 2018년 매출총량은 당사 추정치 기준.
자료: 유안타증권 리서치센터

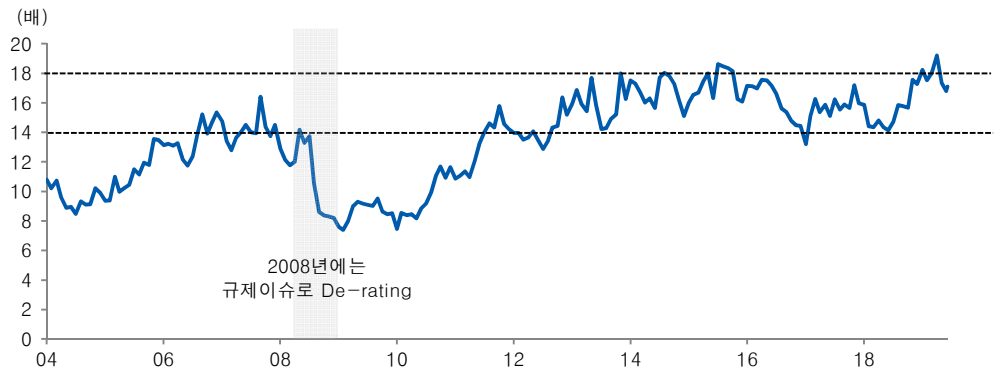
[표 3] 강원랜드, 2019년 주가 예상밴드 (배당주 투자관점)

매출성장률 가정	3%		
	배당성향 50%	56%	65%(18년 배당성향)
DPS	800원	900원(전년금액 동결)	1,045원
시가배당률	주가(원)	주가(원)	주가(원)
1.8%	45,000	50,000	59,000
1.9%	43,000	48,000	55,000
2.0%	40,000	45,000	53,000
2.1%	39,000	43,000	50,000
2.2%	37,000	41,000	48,000
2.3%	35,000	40,000	46,000
2.4%	34,000	38,000	44,000
2.5%	32,000	36,000	42,000
2.6%	31,000	35,000	41,000
2.7%	30,000	34,000	39,000
2.8%	29,000	33,000	38,000
2.9%	28,000	32,000	37,000
3.0%	27,000	30,000	35,000
3.1%	26,000	30,000	34,000
3.2%	25,000	29,000	33,000
3.3%	25,000	28,000	32,000
3.4%	24,000	27,000	31,000
3.5%	23,000	26,000	30,000
3.6%	23,000	25,000	30,000

2016년 하반기 이후,
동사 시가배당률은
2.6~3.4% 사이에서 등락
→ 동일 밴드 적용시
2019년 주가밴드는
2.7만원 ~ 3.5만원
(19E DPS 900원 기준)

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 강원랜드, 12MF PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

강원랜드 (035250) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	15,478	14,381	14,911	15,659	16,219
매출원가	7,308	7,296	6,991	7,703	7,903
매출충이익	8,169	7,085	7,920	7,955	8,316
판매비	2,860	2,778	2,784	3,071	3,150
영업이익	5,309	4,307	5,136	4,885	5,165
EBITDA	6,051	4,968	5,877	5,640	5,921
영업외손익	353	-200	-312	319	361
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	374	438	467	499	540
관계기업관련손익	-1	-1	0	0	0
기타	-20	-637	-779	-180	-180
법인세비용차감전순이익	5,662	4,107	4,824	5,204	5,526
법인세비용	1,287	1,135	1,395	1,332	1,421
계속사업순이익	4,375	2,972	3,429	3,872	4,105
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,375	2,972	3,429	3,872	4,105
지배지분순이익	4,376	2,973	3,440	3,889	4,118
포괄순이익	4,492	2,863	3,452	3,894	4,128
지배지분포괄이익	4,493	2,864	3,015	3,249	3,444

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	21,643	17,590	26,816	29,311	32,046
현금및현금성자산	1,056	489	11,638	14,129	16,861
매출채권 및 기타채권	342	423	73	77	79
재고자산	13	11	11	11	12
비유동자산	20,214	24,722	18,958	18,551	18,143
유형자산	12,980	13,140	12,769	12,363	11,956
관계기업등 지분관련자산	530	529	526	526	526
기타투자자산	4,724	9,292	4,163	4,163	4,163
자산총계	41,857	42,312	45,774	47,862	50,189
유동부채	6,813	6,360	8,121	8,122	8,156
매입채무 및 기타채무	4,883	4,595	6,190	6,192	6,225
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	31	84	148	148	148
장기차입금	14	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	6,844	6,445	8,268	8,270	8,303
지배지분	35,011	35,867	37,505	39,592	41,885
자본금	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
자본잉여금	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294
이익잉여금	34,388	35,245	36,866	38,930	41,223
비지배지분	1	0	1	1	1
자본총계	35,012	35,868	37,506	39,592	41,886
순차입금	-21,057	-12,690	-26,211	-28,703	-31,435
총차입금	14	0	34	34	34

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	4,631	3,639	4,818	5,267	5,534
당기순이익	4,375	2,972	3,429	3,872	4,105
감가상각비	742	660	740	754	755
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-710	-392	39	211	244
기타현금흐름	223	398	610	430	430
투자활동 현금흐름	-2,502	-2,020	-1,547	-348	-348
투자자산	-3,994	-17,228	-3,012	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-855	-1,033	-349	-348	-348
유형자산 감소	4	2	0	0	0
기타현금흐름	2,342	16,238	1,815	0	0
재무활동 현금흐름	-2,003	-2,024	-1,825	-1,825	-1,825
단기차입금	0	-2	0	0	0
사채 및 장기차입금	5	-14	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,007	-2,007	-1,825	-1,825	-1,825
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-162	9,702	-603	-630
현금의 증감	126	-567	11,149	2,491	2,732
기초 현금	930	1,056	489	11,638	14,129
기말 현금	1,056	489	11,638	14,129	16,861
NOPLAT	5,309	4,307	5,136	4,885	5,165
FCF	3,280	2,354	4,082	4,253	4,489

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

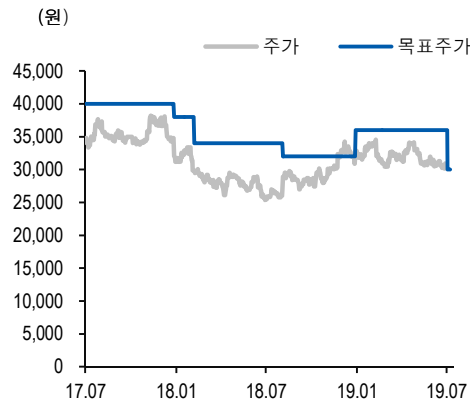
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	2,045	1,390	1,608	1,818	1,925
BPS	17,269	17,691	18,499	19,528	20,660
EBITDAPS	2,828	2,322	2,747	2,636	2,768
SPS	7,235	6,722	6,970	7,319	7,581
DPS	990	900	900	900	960
PER	17.4	20.9	19.2	17.0	16.0
PBR	2.1	1.6	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.1	9.9	6.7	6.5	5.8
PSR	4.9	4.3	4.4	4.2	4.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	-8.8	-7.1	3.7	5.0	3.6
영업이익 증가율 (%)	-14.2	-18.9	19.2	-4.9	5.7
지배순이익 증가율 (%)	-3.7	-32.1	15.7	13.1	5.9
매출총이익률 (%)	52.8	49.3	53.1	50.8	51.3
영업이익률 (%)	34.3	30.0	34.4	31.2	31.8
지배순이익률 (%)	28.3	20.7	23.1	24.8	25.4
EBITDA 마진 (%)	39.1	34.5	39.4	36.0	36.5
ROIC	62.4	44.2	57.9	72.1	83.1
ROA	10.7	7.1	7.8	8.3	8.4
ROE	13.0	8.4	9.4	10.1	10.1
부채비율 (%)	19.5	18.0	22.0	20.9	19.8
순차입금/자기자본 (%)	-60.1	-35.4	-69.9	-72.5	-75.0
영업이익/금융비용 (배)	2,241.8	1,834.7	1,372.4	1,187.2	1,255.3

강원랜드 (035250) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-09	HOLD	30,000	1년		
2019-02-15	HOLD	36,000	1년	-11.25	-
2019-01-04	BUY	36,000	1년	-8.53	-4.03
2018-08-10	BUY	32,000	1년	-6.87	7.03
2018-02-12	HOLD	34,000	1년	-18.66	-
2018-01-02	HOLD	38,000	1년	-15.60	-
2017-11-02	1년 경과 이후		1년	-8.71	-
2016-11-02	HOLD	40,000	1년	-10.57	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	87.4
Hold(중립)	12.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-06

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.